



LA STORIA DELLA FINANZA IMMOBILIARE



Prof. Valter Mainetti
Amministratore Delegato
SORGENTE SGR S.p.A.

Parma, Aprile 2013

- ❑ **Introduzione**
- ❑ **Finanza Immobiliare**
 - ✓ Finanza Immobiliare e Strumenti Finanziari
 - ✓ Gestione Finanziaria, Economica e Monetaria
- ❑ **Dismissioni dei beni immobili pubblici nella Repubblica Romana (1798)**
- ❑ **La nascita della finanza immobiliare privata: origini ed evoluzione dei *REITs***
- ❑ **Prime esperienze di finanza immobiliare privata in Italia: la stagione dei titoli atipici (1976-1983), il grande interesse e la grande delusione**
- ❑ **I Fondi immobiliari italiani (1983-a oggi): le difficoltà per l'avvio e l'evoluzione della normativa**



1

**Politica economica
immobiliare**
*(la distribuzione pubblica
di terre e case)*

«la **FINANZA** è la disciplina che studia l'attività che applica i processi con cui individui, imprese o enti e stati raccolgono e allocano il denaro»

2

**La Finanza Immobiliare
pubblica**
(le cartolarizzazioni)

3

**La Finanza Immobiliare
privata**
(i REIT e i fondi)

Nell'ambito della scienza economica, si suole distinguere tra:
ECONOMIA POLITICA (che studia o analizza la situazione economica esistente, cioè ciò che è) e la
POLITICA ECONOMICA (che studia ciò che deve o ciò che si desidererebbe che fosse).

Della **POLITICA ECONOMICA** fanno parte anche la
POLITICA FISCALE e la **POLITICA MONETARIA**



Finanza Immobiliare



La **Finanza Immobiliare** è la raccolta e l'allocazione del denaro nel settore immobiliare (costituzione di fondi ad apporto, acquisizioni di immobili, acquisizione di quote di fondi) al fine di massimizzare la soddisfazione (dell'investitore).

Può essere pubblica o privata.

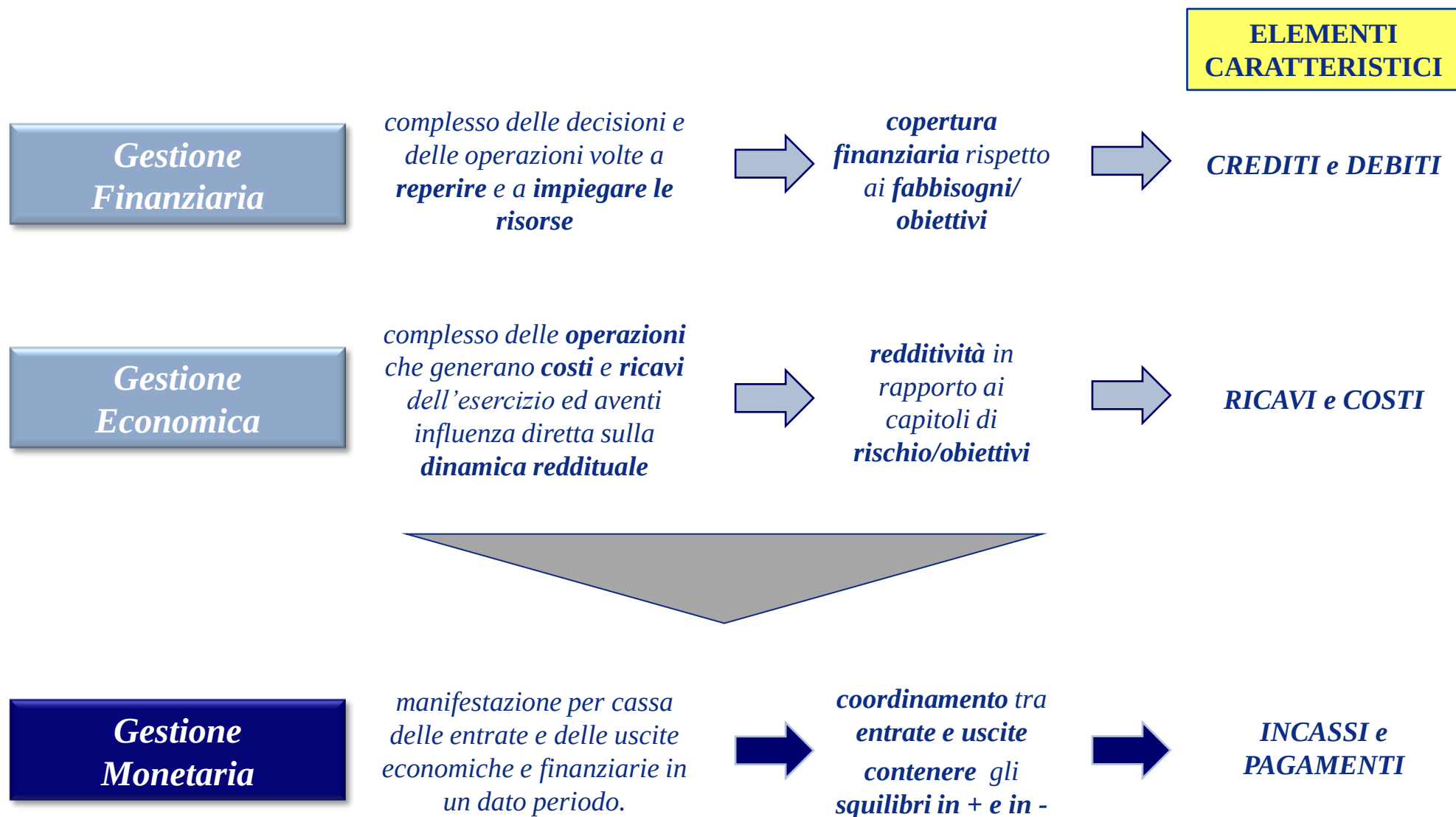
Per «**Strumenti Finanziari**» si intendono:

- valori mobiliari e strumenti del mercato monetario;
- quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio;
- contratti di opzione, «future», «swap», alcune tipologie di contratti derivati, contratti a termine («forward»);
- strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;
- contratti finanziari differenziali.

*Secondo il Prof. Enrico Saltari (nel saggio «Cause e conseguenze della finanziarizzazione», 2003), «**gli strumenti finanziari comprendono: l'oro, il circolante e i depositi, i titoli (come i titoli del debito pubblico e le obbligazioni), i prestiti, le riserve tecniche di assicurazione, i fondi d'investimento, i derivati e le azioni**»*



Gestione Finanziaria, Economica e Monetaria



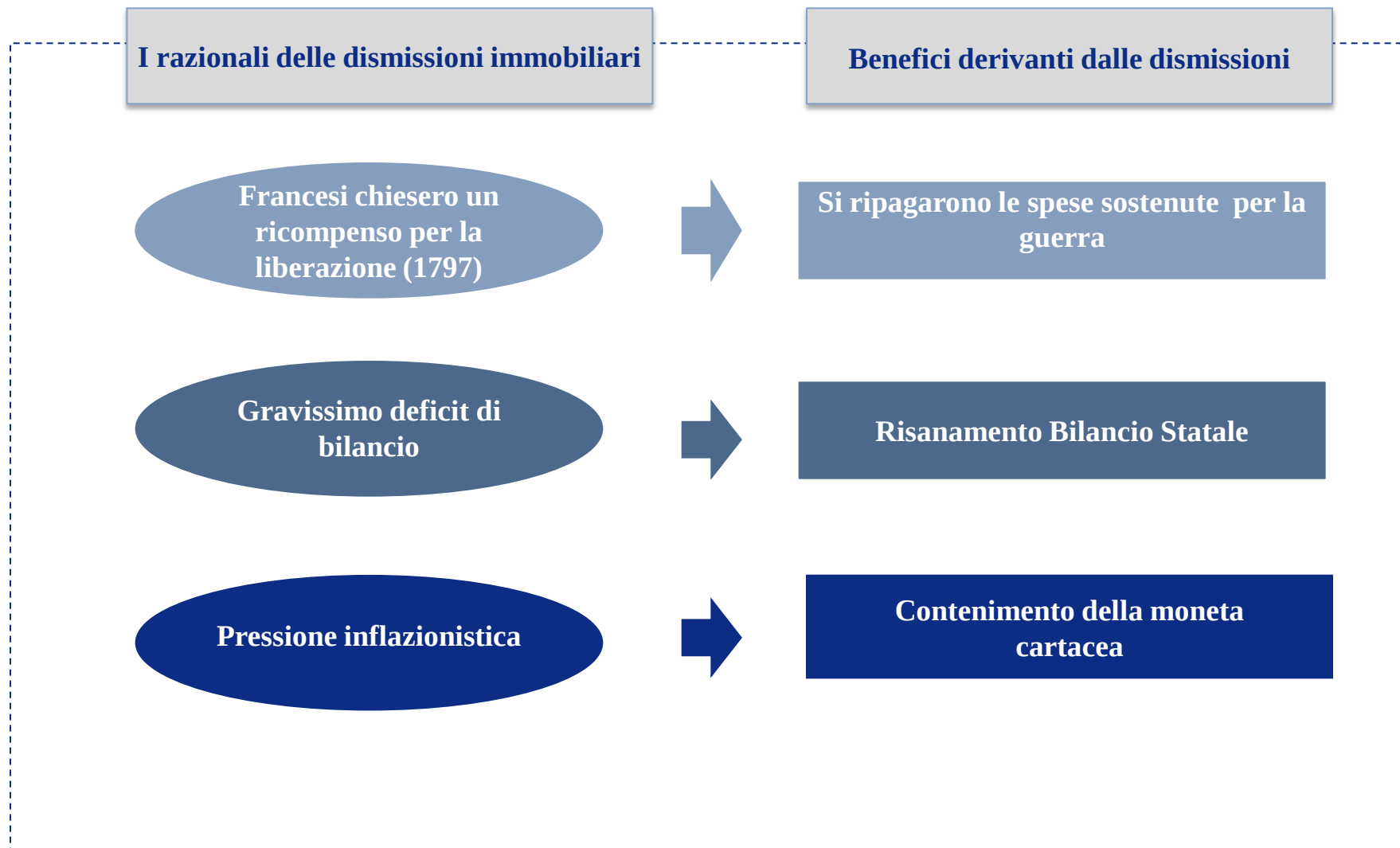


Dismissioni dei beni immobili pubblici nella Repubblica Romana (1798)



Dismissioni dei beni immobili pubblici nella Repubblica Romana (1798)

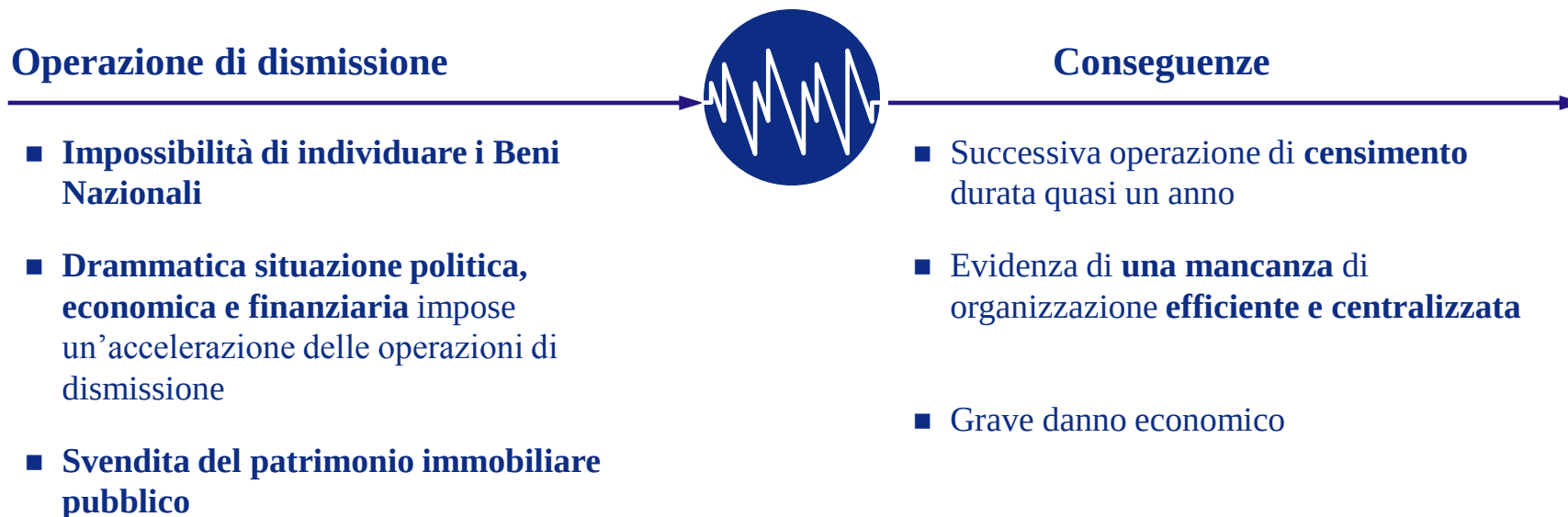
(1 di 4)





Dismissioni dei beni immobili pubblici nella Repubblica Romana (1798)

(2 di 4)



Primo tentativo di risanamento

Amministratore Quenard concluse il primo censimento del patrimonio mobiliare e immobiliare pubblico



Quenard fece notare che le prime vendite furono concluse a prezzi inferiori rispetto ai provvedimenti emanati, che prevedevano un prezzo di vendita pari a 10 volte il canone di affitto annuo riscosso nel 1793



Dismissioni dei beni immobili pubblici nella Repubblica Romana (1798)

(3 di 4)

Modalità di stima del prezzo inadeguate



Quenard stabilì delle **modalità di vendita, procedure di stima** dei Beni Nazionali e il loro pagamento

Giugno 1799



Rapporto **prezzo fissato a base d'asta/canone affitto** annuo del 1793 **elevato da 10 a 12 volte**



Beni nazionali **preventivamente e obbligatoriamente** stimati da **periti professionisti** incaricati dall'Amministrazione Generale dei Beni Nazionali con **compenso** in misura **proporzionale al valore** delle proprietà accertate



Pagamento per almeno **metà della somma in moneta effettiva**

in un secondo momento



Intera operazione di acquisto solo in effettivo, certificati, quietanze contabili governative



Dismissioni dei beni immobili pubblici nella Repubblica Romana (1798)

(4 di 4)

**Luglio 1799
(1 mese dopo)**

**Soppressa
Amministrazione Generale dei Beni
Nazionali**



**Nascita
Amministrazione della Registratura del
Bollo e del Dominio Nazionale**

- **Regolarizzazione gestione vendita beni immobiliari pubblici**
- **Gestione in chiave socio economica e non solo finanziaria**



Ottobre 1799

Caduta Repubblica Romana

- **Azione di *recupera* dei beni venduti da parte del Governo in nome di un principio di ristabilimento dello *status quo ante***



La nascita della finanza immobiliare privata: origini ed evoluzione dei Reits



La nascita della finanza immobiliare privata: origini ed evoluzione dei Reits

(1 di 6)

- ✓ Primi antenati dei **REITs** (Real Estate Investment Trusts) sono i **Trust** creati dai comandanti di marina di Boston per la gestione dei loro beni immobili nel XIX sec. sfruttando il Massachusetts Business Trust Act del **1827** che impedendo alle Corporations di possedere immobili, “obbligava” coloro che volevano investire in immobili a creare i TRUST, già previsti dallo stesso Business Act.
- ✓ I Massachusetts Trust consentivano notevoli vantaggi fiscali e nel **1882** venne stabilito che questa doveva essere l'unica alternativa lasciata a chi volesse investire in immobili.
- ✓ I Trust Immobiliari (di fatto i primi fondi immobiliari) crebbero di numero fino al **1935** quando la Corte Suprema intervenne abolendo il regime fiscale favorevole ed equiparandoli alle altre società immobiliari.
- ✓ Tra il **1940 e il 1950** le società immobiliari premettero sui governi affinché il loro trattamento fiscale venisse assimilato ai *MUTUAL FUNDS*



La nascita della finanza immobiliare privata: origini ed evoluzione dei Reits

(2 di 6)

✓ Solo nel **1960** con l’emanazione del *Real Estate Investment Trust Tax Provisions Act* vennero introdotti i moderni REIT con regime fiscale vantaggioso in quanto veicolava piccoli investitori. Ma la società doveva soddisfare una serie di requisiti, tra i quali:

1. avere un numero **minimo di 100 partecipanti**
2. **distribuire** ai propri azionisti almeno il **95% degli utili** realizzati nell’anno
3. ricavare almeno il **75% dei propri ricavi lordi dal settore immobiliare (canoni di locazione)**
4. **evitare** l’esercizio di **attività speculativa** quale, ad esempio, l’attività di compravendita a breve di immobili
5. **costituirsi in forma di “Corporation”** (gestite da Directors) o di **“Common Law Business Trust”** (gestiti da uno o più Trustee)
6. soddisfare i **requisiti della Securities Exchange Commission (SEC)**



La nascita della finanza immobiliare privata: origini ed evoluzione dei Reits

(3 di 6)

- ✓ I **REITs** hanno di fatto dato origine alla **finanza immobiliare privata**
- ✓ I REITs combinano le **migliori caratteristiche del mercato azionario** con la **redditività** tipica del **mercato immobiliare**, nell'intento di ottenere un investimento caratterizzato da un **elevato grado di liquidità** e da un **contenuto profilo di rischio**
- ✓ I REITs possono essere **OPEN – END** (aperto) oppure **CLOSED – END** (chiuso)

VANTAGGI PER L'INVESTITORE DERIVANTI DAI REITs

1

Vantaggi dell'investimento immobiliare, senza impiego di notevoli capitali

2

Know how degli intermediari esperti del settore

3

Riduzione del rischio grazie alle strategie di diversificazione applicate

4

Possibilità di reinvestire gli utili automaticamente



La nascita della finanza immobiliare privata: origini ed evoluzione dei Reits

(4 di 6)

- ✓ La normativa dei REITs subì varie modifiche: nel '75, nel '76, nel '81 e con Reagan nel '86
- ✓ Negli ultimi 15 anni il settore è stato interessato da ulteriori modifiche
- ✓ Nel periodo 2000 – 2006 la capitalizzazione si è triplicata
- ✓ Secondo NAREIT (National Association Real Estate Investment Trust) è possibile individuare 3 tipi di REIT:
 1. **EQUITY REIT** – *acquisto diretto di beni immobili e terreni*
 2. **MORTGAGE REIT** – *mutui, mezzanini purché assistiti da garanzie sull'immobile*
 3. **HYBRID REIT** – *sono una fusione dei primi due*



La nascita della finanza immobiliare privata: origini ed evoluzione dei Reits

(5 di 6)

Evoluzione storica della finanza immobiliare negli Stati Uniti: numero e capitalizzazione dei REIT quotati: 1971-2012								
Anno	Totale		Equity		Mortgage		Hybrid	
	Numero REIT	Capitalizzazione di mercato	Numero REIT	Capitalizzazione di mercato	Numero REIT	Capitalizzazione di mercato	Numero REIT	Capitalizzazione di mercato
1971	34	1.494,3	12	332,0	12	570,8	10	591,6
1972	46	1.880,9	17	377,3	18	774,7	11	728,9
1973	53	1.393,5	20	336,0	22	517,3	11	540,2
1974	53	712,4	19	241,9	22	238,8	12	231,7
1975	46	899,7	12	275,7	22	312,0	12	312,0
1976	62	1.308,0	27	409,6	22	415,6	13	482,8
1977	69	1.528,1	32	538,1	19	398,3	18	591,6
1978	71	1.412,4	33	575,7	19	340,3	19	496,4
1979	71	1.754,0	32	743,6	19	377,1	20	633,3
1980	75	2.298,6	35	942,2	21	509,5	19	846,8
1981	76	2.438,9	36	977,5	21	541,3	19	920,1
1982	66	3.298,6	30	1.071,4	20	1.133,4	16	1.093,8
1983	59	4.257,2	26	1.468,6	19	1.460,0	14	1.328,7
1984	59	5.085,3	25	1.794,5	20	1.801,3	14	1.489,4
1985	82	7.674,0	37	3.270,3	32	3.162,4	13	1.241,2
1986	96	9.923,6	45	4.336,1	35	3.625,8	16	1.961,7
1987	110	9.702,4	53	4.758,5	38	3.161,4	19	1.782,4
1988	117	11.435,2	56	6.141,7	40	3.620,8	21	1.672,6
1989	120	11.662,2	56	6.769,6	43	3.536,3	21	1.356,3
1990	119	8.737,1	58	5.551,6	43	2.549,2	18	636,3
1991	138	12.968,2	86	8.785,5	28	2.586,3	24	1.596,4
1992	142	15.912,0	89	11.171,1	30	2.772,8	23	1.968,1
1993	189	32.158,7	135	26.081,9	32	3.398,5	22	2.678,2
1994	226	44.306,0	175	38.812,0	29	2.502,7	22	2.991,3
1995	219	57.541,3	178	49.913,0	24	3.395,4	17	4.232,9
1996	199	88.776,3	166	78.302,0	20	4.778,6	13	5.695,8
1997	211	140.533,8	176	127.825,3	26	7.370,3	9	5.338,2
1998	210	138.301,4	173	126.904,5	28	6.480,7	9	4.916,2
1999	203	124.261,9	167	118.232,7	26	4.441,7	10	1.587,5
2000	189	138.715,4	158	134.431,0	22	1.632,0	9	2.652,4
2001	182	154.898,6	151	147.092,1	22	3.990,5	9	3.816,0
2002	176	161.937,3	149	151.271,5	20	7.146,4	7	3.519,4
2003	171	224.211,9	144	204.800,4	20	14.186,51	7	5.225,0
2004	193	307.894,73	153	275.291,04	33	25.964,32	7	6.639,37
2005	197	330.691,31	152	301.490,98	37	23.393,73	8	5.806,61
2006	183	438.071,1	138	400.741,4	38	29.195,3	7	8.134,3
2007	152	312.009,0	118	288.694,6	29	19.054,1	5	4.260,3
2008	136	191.651,0	113	176.237,7	20	14.280,5	3	1.132,9
2009	142	271.992,2	115	248.355,2	23	22.103,2	4	740,8
2010	153	389.295,4	126	358.908,2	27	30.387,2	-	-
2011	146	430.167,5	123	388.106,7	23	42.060,8	-	-
2012	172	603.415,3	139	544.414,9	33	59.000,4	-	-

(valori in milioni di \$)

Fonte: NAREIT



La nascita della finanza immobiliare privata: origini ed evoluzione dei Reits

(6 di 6)

Evoluzione dei Top 10 REIT negli Stati Uniti – 1992 vs 2012 <i>(valori in milioni di \$)</i>		
Top 10 – 1992		
Società	Specializzazione	Capitalizzazione
1. Host Marriott	Hotel	2.083
2. New Plan Excel Realty	Commerciale	1.155
3. The Rouse Company	Commerciale	700
4. Weingarten Realty Investors	Commerciale	689
5. Health Care Prop.Investors	Sanità	668
6. Federal Realty Investment	Commerciale	615
7. Cousins Properties	Uffici	315
8. BRE Properties	Residenziale	256
9. First Union RE Equity	Commerciale	165
10. Getty Realty	Commerciale	134
Top 10 – 2012		
Società	Specializzazione	Capitalizzazione
1. Simon Property Group	Commerciale	48.547
2. American Tower Corp.	Servizi	30.647
3. Public Storage	Logistica	24.668
4. HCP	Sanità	20.461
5. Ventas	Sanità	19.042
6. Equity Residential Prop.	Residenziale	18.390
7. ProLogis	Logistica	16.749
8. Health Care REIT	Commerciale	15.872
9. Boston Properties	Sanità	15.852
10. Weyerhaeuser	Servizi	15.065
Fonte: NAREIT		



Prime esperienze di finanza immobiliare privata in Italia



Prime esperienze di finanza immobiliare privata in Italia: La stagione dei titoli atipici (1976 – 1983)

A metà anni 70 i risparmiatori avevano poche scelte di investimento

La spinta inflattiva aveva orientato i risparmiatori verso attività a breve termine, portando a una crisi di mercato dei capitali a medio e lungo termine

Sviluppo dei titoli atipici

- ✓ Protezione del valore reale del capitale del risparmiatore contro la pressione inflazionistica
- ✓ Possibilità di abbattere la soglia minima d'accesso al settore immobiliare
- ✓ Rapida possibilità di smobilizzo dei capitali investiti
- ✓ Uso di tecniche di marketing aggressive

I titoli atipici

1

L'**atipicità** derivava dalla notevole **variabilità dello schema tecnico – giuridico** di cui si avvalevano questi titoli

2

L'**emissione** era del tutto **libera** mancando una disciplina che li regolamentasse

3

Si distinguevano **dalle azioni** perché non riconoscevano al sottoscrittore nessun diritto e **dalle obbligazioni** perché non attribuivano un diritto ad un interesse ma eventualmente un utile

4

I titoli atipici si avvalevano della **forma giuridica dell'associazione in partecipazione**, grazie alla quale era possibile raccogliere e destinare il risparmio verso specifici investimenti

5

I titoli a **contenuto immobiliare** avevano ad oggetto l'acquisto o la costruzione di immobili e la loro successiva messa a reddito. In quelli a **contenuto finanziario** la componente finanziaria assumeva un ruolo centrale rispetto a quella immobiliare



La stagione dei titoli atipici (1976 – 1983): Il grande interesse e la grande delusione

(1 di 2)

Le principali caratteristiche

<i>Durata</i>	<i>Impegno economico</i>	<i>Valore apporto</i>
✓ La durata variava a seconda delle caratteristiche dell'investimento	✓ Soglia d'ingresso di 5 milioni di lire	✓ Tra i 3-4 miliardi e i 50 miliardi di lire
<i>Spese</i>	<i>Commissioni</i>	<i>Utili</i>
✓ Per l'attività amministrativa e contabile, erano pari al 10% dei ricavi lordi annui	✓ Di norma pari al 7,6% del valore nominale del certificato al momento dell'emissione	✓ Una quota del 10% sull'utile periodico



La stagione dei titoli atipici (1976 – 1983): Il grande interesse e la grande delusione

(2 di 2)

Il trattamento fiscale ha subito un radicale mutamento con l'introduzione del DL. 512/83 che ha modificato la Legge n.649/83

Legge n. 649/83

Differenza a seconda status precettore

Se persona giuridica:

L'utile costituiva una componente del reddito d'impresa e **non** vi era ritenuta alla fonte

Se persona fisica:

Il reddito periodico formava il reddito complessivo a cui si applicava una ritenuta del **15%** a titolo di acconto

DL. 512/83

Differenza a seconda esistenza o meno di una scadenza

Con scadenza predeterminata:

Tutti i proventi corrisposti ai possessori erano assoggettati ad una ritenuta del **18%**

Senza scadenza predeterminata:

I soggetti emittenti dovevano versare a titolo di anticipazione della ritenuta del **18%**, **un terzo** della medesima



I Fondi immobiliari italiani (1983 – a oggi)



I Fondi immobiliari italiani (1983 – a oggi) – Le difficoltà per l'avvio e l'evoluzione della normativa

(1 di 7)

EVOLUZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO

- ✓ Le famiglie italiane andavano adottando una **diversa strategia di gestione** del **portafoglio** di investimento
- ✓ Si pensava che il mercato dei capitali dovesse dotarsi di **strumenti finanziari più adeguati** alle esigenze e alle necessità del sistema produttivo
- ✓ Crescente **interesse** da parte dei risparmiatori per una **gestione del risparmio meno personalizzata** e più **delegata** a organismi professionali specializzati

NASCITA DELLE PRIME INIZIATIVE SUI FONDI IMMOBILIARI

- ✓ I titoli **atipici a contenuto immobiliare** avevano avuto un **gran successo**, grazie alla capacità di combinare l'investimento immobiliare con le tecniche innovative del mercato mobiliare.
- ✓ **La mancanza di una regolamentazione specifica**, sollevò il problema dell'incompatibilità di questi titoli con la finalità di tutela del risparmiatore.



Sviluppo di leggi con il fine di **garantire controllo e trasparenza** nelle attività



I Fondi immobiliari italiani (1983 – a oggi) – Le difficoltà per l’avvio e l’evoluzione della normativa

(2 di 7)

Legge 318 - 1983

a

I fondi immobiliari dovevano assumere la forma del “**fondo chiuso**”, da costituirsi mediante lo strumento della **Società per Azioni**

Conseguenza: patrimonio del fondo non era autonomo rispetto a quello della S.p.A.

b

Il capitale sociale si doveva dividere tra **azioni ordinarie** e di **risparmio immobiliare**, le quali non riconoscevano nessun diritto di voto

c

La **valutazione del patrimonio** del Fondo doveva avvenire ogni **4 mesi** e in occasione degli aumenti di capitale

d

L’**attività** del Fondo consisteva **nell’acquisto, vendita e gestione** degli immobili

e

I fondi **non** venivano **assoggettati** né all’Irpeg, né all’Ilor.

f

Le funzioni di **vigilanza e controllo** spettavano alla **Consob e alla Banca d’Italia**



I Fondi immobiliari italiani (1983 – a oggi) – Le difficoltà per l'avvio e l'evoluzione della normativa

(3 di 7)

Legge 86 -1994

1. Autonomia patrimonio fondo
2. Costituzione della SGR
3. Sottoscrizione di quote
4. Negoziazione delle quote

D. Lgs. 58 - 1998

1. Soggetti autorizzati
2. Fondi Comuni d'Investimento
3. Definizione del Regolamento del Fondo



DL. 78 – 2010 (art.32) convertito con Legge n.122/2010

- 1. Introduzione concetto di «pluralità di investitori» e di fondo comune di investimento come «patrimonio autonomo»**
- 2. Introduzione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi per i fondi «non plurali»**



DM.197 - 2010

1. Inclusi, nell'oggetto dei fondi immobiliari, i diritti reali immobiliari che derivino da contratti di leasing con natura traslativa e da rapporti concessori
2. Durata massima del Fondo da 30 a 50 anni
3. Prolungamento periodo massimo di sottoscrizione fondi chiusi da 18 a 24 mesi
4. Il patrimonio tipico dei fondi immobiliari può essere costituito da parti di altri fondi anche esteri
5. Viene meno l'obbligo di richiedere a Banca d'Italia la proroga del termine della durata del Fondo alla scadenza per completare le operazioni di smobilizzo degli investimenti



DL.70-2011 (convertito Legge n.106-2011) e DL. 1-2012

- 1. Chiarimenti fiscalità dei fondi immobiliari (IRES)**
- 2. Suddivisione dei fondi immobiliari, ai fini della determinazione della nuova fiscalità, tra fondi partecipati da investitori:**
 - a. «istituzionali»**
 - b. «non istituzionali»**



I Fondi immobiliari italiani (1983 – a oggi) – Le difficoltà per l'avvio e l'evoluzione della normativa

(7 di 7)

**Direttiva UCITS IV
recepita con D.Lgs. n.47/2012**

1. **Autorizzazione e regole di funzionamento delle strutture OICR «Master – Feeder»**
2. **Disciplina delle operazioni di fusione e di scissione di OICR**

Direttiva 2011/61/CE

Nuova disciplina dei Fondi Speculativi e i Fondi Riservati

RECEPIMENTO ENTRO LUGLIO 2013

Prof. Valter Mainetti

Amministratore Delegato – Sorgente SGR S.p.A.

m.palermo@sorgentegroup.com