

Introduzione

di Claudio Cacciamani

Il primo studio sistematico sul tema dei fondi immobiliari specializzati ad apporto in Italia trae origine dalla crescente diffusione dello strumento all'interno del più ampio comparto dei fondi immobiliari.

Dopo anni dai risultati di tale ricerca, i fondi immobiliari specializzati ad apporto sembrano entrati in una fase di maturità critica.

Maturità, in quanto le iniziative si sono diffuse in modo numeroso, con strumenti non più standard, rivolti alla clientela sia privata, retail, sia, soprattutto, istituzionale.

Critica, in quanto il fondo immobiliare ad apporto è divenuto oggetto di crescente attenzione da parte sia degli intermediari non strettamente di settore, quali banche e compagnie di assicurazione e fondi pensione, a loro volta anche nel duplice ruolo di conferenti di immobili e di acquirenti di quote, sia delle Autorità di Vigilanza.

Il rischio che lo strumento fosse utilizzato nella sua valenza di arbitraggio economico e fiscale rispetto ad altri veicoli di investimento immobiliare non sempre si è concretizzato. Le ultime innovazioni regolamentari e tributarie vanno nella direzione antielusiva. D'altro canto, lo strumento è stato implementato sia per valorizzare asset altrimenti legati a una gestione non professionale dell'elemento immobiliare sia per avere un veicolo da cui trarre componenti patrimoniali e di liquidità utili ai soggetti apportanti, soprattutto nelle fasi di congiuntura economica avversa.

In questa seconda valenza, attualmente lo strumento si presta a risolvere in modo efficace situazioni nelle quali l'elemento immobiliare, non apprezzato correttamente nell'attivo del soggetto apportante, diventa una fonte per un ritorno finanziario altrimenti non realizzabile con tempestività, salvo irrinunciabili svalutazioni.

Allo stato dei fatti, le principali preoccupazioni degli Organi di Vigilanza sono state fugate, almeno nel gran parte dei casi di rilievo. Tuttavia, è innegabile che si aprano nuove frontiere di attenzione.

Si pensi al giusto equilibrio che i regolamenti dei fondi devono avere in termi-

ni di governance tra apportante, sottoscrittori delle quote e SGR, agli eventuali conflitti di interesse di quest'ultima con i vari attori coinvolti, alle metodologie di remunerazione dei sottoscrittori, alla liquidazione della quota a scadenza.

Nondimeno, rimane indubbio che un corretto utilizzo dei fondi immobiliari, anche in una prospettiva di apporto di beni apparentemente non diversificato, può consentire un *plus* non solo agli investitori, privati e istituzionali, ma anche a coloro che intendono effettivamente valorizzare un pacchetto più o meno rilevante e variegato di immobili. A maggior ragione, un fondo immobiliare ad apporto specializzato rende possibile l'investimento immobiliare a soggetti che altrimenti non potrebbero inserire validamente ed economicamente per taglia e dimensione questa tipologia di investimento nella loro asset allocation. In merito, si delineano nuove frontiere di investimento nel campo dei *non performing* loans, delle energie alternative, degli investimenti sociali e della dismissione del patrimonio pubblico non solo dell'Amministrazione Centrale, ma anche di quelle locali. La mobilitazione del risparmio, il contributo agli investimenti e la funzione anticiclica di tale tipologia di fondi in questi campi può essere evidentemente notevole.

Le considerazioni appena illustrate guidano l'aggiornamento e i nuovi passi della ricerca condotta. Come in passato, questa fonde conoscenze e metodologie di analisi accademiche con competenze e tecniche dei professionisti del settore.

L'esperienza di ricerca e l'attività professionale sul tema consente agli Autori di mettere in luce in modo critico i vantaggi e gli svantaggi dei fondi immobiliari ad apporto specializzati.

Per conseguire gli obiettivi delineati, nella prima parte si analizzano le problematiche connesse alla misurazione e alla valutazione delle *performance* dei fondi immobiliari. A essa segue la disamina delle specifiche tematiche normative, anche alla luce dei nuovi orientamenti dell'Organo di Vigilanza. Una particolare attenzione, considerata da sempre il focus che si è concentrato sul problema, è dedicata agli aspetti tributari, sia del fondo sia dei soggetti apportanti.

Infatti, molto spesso la convenienza economica dei fondi ad apporto, specializzati o meno che siano, dipende dalla variabile fiscale, in grado di condizionare negativamente la scelta dello strumento "fondo" rispetto ad altre soluzioni giuridiche di investimento, soprattutto in capo al soggetto apportante i beni. Gli aspetti tributari sono stati oggetto di vari interventi nel recente passato, miranti a ridurre le valenze meramente fiscali del veicolo a favore di quelle prettamente economiche e finanziarie.

Una volta chiariti gli aspetti istituzionali del tema, si trattano gli specifici problemi gestionali, cioè connessi all'asset allocation e alla gestione finanziaria.

Nondimeno, le materie fondamentali dei problemi, in particolare con riferimento alla sostenibilità del business plan e alla liquidabilità degli investimenti a scadenza, rimangono, in linea di massima, identiche.

In ogni caso, solo nel medio periodo è evidentemente possibile verificare concretamente i punti di forza e di debolezza dei fondi ad apporto specializzati sia rispetto ad altre tipologie di fondi immobiliari sia in confronto con altri strumenti giuridici di investimento. Le iniziative avviate dimostrano che lo strumento gode

di una flessibilità sconosciuta agli altri mezzi di investimento nel settore immobiliare.

Anche questo nuovo lavoro svolto non sarebbe stato possibile senza il contributo di idee e organizzativo di Sorgente Group. A Valter Mainetti, Amministratore Delegato del gruppo e impegnato in prima persona come Docente al corso di Real Estate Finance tenuto presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Parma, e al suo staff vanno gratitudine e riconoscenza per la costante attenzione con la quale hanno promosso e seguito, in generale, lo sviluppo degli studi sul tema della finanza immobiliare presso il Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi di Parma e, in particolare, l'evolversi della ricerca dall'enucleazione del tema alle discussioni finali di esso.

Un caloroso ringraziamento va altresì al gruppo di lavoro, variegato per provenienza e per competenze, ma affiatato e unito nel condividere gli obiettivi di fondo e le principali idee della ricerca. La puntualità e l'attenzione che anche in questo caso i componenti del team di ricerca hanno dimostrato hanno reso agevole il compito del curatore.

Un particolare, non formale, ringraziamento è dovuto alla dottoressa Federica Ielasi, che ha collaborato nella collazione dei testi e nella messa in comune del materiale di ricerca.

Infine, come in passato, i lettori meritano cordiali ringraziamenti per le osservazioni e i commenti, si spera sempre benevoli, con cui vorranno arricchire il curatore e il gruppo di lavoro. Essi non potranno che giovare al prosieguo delle ricerche su questo come su altri temi contigui.