

UNIVERSITA' COMMERCIALE LUIGI BOCCONI

DOTTORATO IN DIRITTO INTERNAZIONALE DELL'ECONOMIA

- XX CICLO -

**Il regime fiscale degli investimenti immobiliari e circolazione del
modello della trasparenza fiscale in ambito internazionale**

Tutor: **Prof. Carlo GARBARINO**

Laura Puddu

N. Matricola: 1003649

Anno Accademico 2008-2009

Introduzione

Capitolo Primo – *Il mercato immobiliare e i parametri economici*

- 1.1.** L'investimento immobiliare: presupposti di teoria economica e principi giuridici.
- 1.2.** Il mercato immobiliare come “asset class” alternativa.
- 1.3.** La dimensione rischio-rendimento nel mercato immobiliare.
 - 1.3.1.** Il rischio locatario dell'unità immobiliare.
 - 1.3.2.** Il rischio contesto.
 - 1.3.3.** Il rischio relativo alle caratteristiche dell'immobile.
- 1.4.** Il contesto macroeconomico.

Capitolo Secondo – *I “Reits” statunitensi: il modello di trasparenza fiscale*

- 2.1.** L'affermazione dei Real Investment Trust nell'esperienza americana: cenni storici.
- 2.2.** La classificazione dei Real Investment Trust.
 - 2.2.1.** Gli Equity Reit.
 - 2.2.2.** I Mortgage Reit.
 - 2.2.3.** Gli Hybrid Reit.
 - 2.2.4.** Gli altri metodi di classificazione.
- 2.3.** I profili di regolamentazione civilistica.
- 2.4.** Il regime fiscale “elettivo” dei Reits.
 - 2.4.1.** La determinazione del taxable income.
 - 2.4.2.** La tassazione dei capital gain.
 - 2.4.3.** I redditi provenienti da foreclosure properties.
 - 2.4.4.** I redditi provenienti da prohibited transactions.

- 2.5. Il regime fiscale dei partecipanti residenti negli Stati Uniti
- 2.6. La tassazione dei soggetti non residenti negli Stati Uniti che detengono quote dei Reit statunitensi.
- 2.7. La tassazione dei soggetti fiscalmente residenti in Italia partecipanti a REIT statunitensi.
 - 2.7.1. La distribuzione ad un soggetto residente in Italia degli utili derivanti da attività di affitto o interessi relativi a finanziamenti garantiti da immobili: norme convenzionali
 - 2.7.2. La distribuzione ad un soggetto residente in Italia degli utili derivanti da attività di affitto o interessi relativi a finanziamenti garantiti da immobili: norme interne dell'ordinamento italiano.
 - 2.7.3. I dividendi percepiti da un soggetto residente in Italia relativi all'attività di impresa svolta, negli Stati Uniti per il tramite di una stabile organizzazione.
 - 2.7.4. La tassazione delle plusvalenze derivanti dalla cessione di proprietà immobiliari da parte di un soggetto residente in Italia.
 - 2.7.5. I proventi derivanti dalla cessione della partecipazione di un Reit da parte di un soggetto residente in Italia.

Capitolo terzo - *La circolazione del modello di trasparenza fiscale in ambito internazionale*

- 3.1. L'affermazione del modello di trasparenza fiscale nel mercato internazionale.
- 3.2. Gli effetti dell'introduzione dei REIT nel mercato immobiliare.
 - 3.2.1. L'aumento della massa critica del settore immobiliare quotato.
 - 3.2.2. La specializzazione dei portafogli immobiliari.
 - 3.2.3. L'affermazione del modello di gestione interna.
 - 3.2.4. L'aumento dell'efficienza valutativa.
 - 3.2.5. Il trattamento delle attività di sviluppo immobiliare.
 - 3.2.6. Lo stimolo all'espansione internazionale.
- 3.3. Le Fiscle Beleggingstellings olandesi.
 - 3.3.1. Profili essenziali.
 - 3.3.2. Il regime fiscale del REIT.
 - 3.3.3. Il regime fiscale dei sottoscrittori del REIT.

- 3.4. Le Société d'Investissement à Capital Fixe Immobiliare in Belgio.
 - 3.4.1. Profili essenziali.
 - 3.4.2. Il regime fiscale del REIT.
 - 3.4.3. Il regime fiscale dei sottoscrittori del REIT.

- 3.5. Il regime di trasparenza fiscale in Francia.
 - 3.5.1. Profili essenziali.
 - 3.5.2. Il regime fiscale del REIT e dei sottoscrittori del REIT.

- 3.6. Il regime fiscale Deutscher Reit tedesche.
 - 3.6.1. Profili essenziali.
 - 3.6.2. Il regime fiscale del REIT e dei sottoscrittori del REIT.

- 3.7. Le Property Investment fund inglesi.
 - 3.7.1. Profili essenziali.
 - 3.7.2. Il regime fiscale del REIT e dei sottoscrittori del REIT.

- 3.8. L'esperienza italiana: l'introduzione delle Società di investimento quotate.
 - 3.8.1. I Profili essenziali.
 - 3.8.2. I requisiti civilistici per l'accesso al regime proprio delle SIIQ.
 - 3.8.3. Il regime fiscale delle SIIQ.
 - 3.8.4. Il regime fiscale degli utili corrisposti dalla SIIQ.
 - 3.8.5. Le partecipazioni detenute in società soggette a regime SIIQ.
 - 3.8.6. Le plusvalenze da conferimento di immobili in SIIQ.

Conclusioni

Bibliografia

Introduzione

Nell'ambito del settore della finanza immobiliare si registra, da diversi anni, un crescente interesse dei sottoscrittori retail e di quelli istituzionali verso una graduale professionalizzazione del settore stesso e degli investimenti.

Si avverte, in particolare, sempre più forte l'interesse degli investitori verso forme di allocazione del risparmio in grado di garantire la possibilità di partecipare "pro quota" ad investimenti di natura immobiliare (superando, in tal modo, le difficoltà tradizionalmente proprie di questa forma di investimento, date, in particolare, dalle elevate disponibilità finanziarie necessarie per operare nel predetto settore) che, oltre alla professionalità, siano in grado di garantire anche un regime fiscale di sostanziale neutralità/trasparenza dei redditi provenienti dai predetti investimenti immobiliari, i quali saranno sostanzialmente tassati in capo agli investitori/quotisti al momento in cui quest'ultimi percepiranno i relativi proventi.

Al fine di fornire risposta alle esigenze avvertite nel mercato degli investimenti immobiliari, la tendenza registrata a livello internazionale è stata nel senso di creare nuovi veicoli di investimento finanziario immobiliare, appunto denominati "Real Investment Trust", caratterizzati essenzialmente da un alto livello di liquidità, limitati oneri gestionali, una notevole diversificazione degli investimenti, con contestuale riduzione del rischio sottostante, meccanismi di governance societaria che consentano l'effettiva gestione diretta dei soci, e, da ultimo, sotto il profilo fiscale, un regime di sostanziale trasparenza fiscale in capo al veicolo con differimento dell'imposizione in capo, direttamente, agli investitori.

In questo contesto, tra le misure della Finanziaria 2007, riveste particolare interesse la disciplina delle Società di investimento immobiliare quotate («SIIQ»). Più in dettaglio, con l'introduzione della disciplina SIIQ, il nostro ordinamento ha

introdotta un particolare veicolo di investimento, pensato appositamente per l'effettuazione di investimenti immobiliari indiretti. Riguardo a questi ultimi veicoli è prevista l'applicazione di uno specifico regime opzionale di sostanziale esenzione, in capo al veicolo stesso, dei redditi conseguiti nell'esercizio dell'attività immobiliare, a fronte dell'obbligo di distribuzione del reddito così realizzato in capo agli investitori, su cui graverà la tassazione.

Questo strumento, lo si ribadisce, ha già trovato larghissima diffusione oltreoceano e sta rapidamente espandendosi in Europa. Basti pensare, in proposito, che disponevano, già prima dell'introduzione del regime delle SIIQ italiane, di proprie discipline REIT l'Olanda (*Fiscale Beleggingsinstelling*), il Belgio (*Sociétés d'investissements à capital fixe en immobilière*), la Francia (*Sociétés d'investissements immobiliers cotées*), il Lussemburgo (*Fonds communs de placement o Société d'investissement à capital variable/fixe*), il Regno Unito (*UK REIT*) e la Germania (*G-REIT*).

In ambito internazionale, in particolare, ci si riferisce a soggetti di questo tipo con l'espressione generalizzata di Real Estate Investment Trust («REIT»). Si rileva peraltro che sovente, con tale categoria, si designano strutture giuridiche in realtà estremamente numerose e differenti tra loro.

Il REIT è, infatti, uno strumento dalla morfologia di per sé alquanto mutevole. Più precisamente, la sua configurazione è funzionale alla finalità economica ad esso assegnata.

Volendo, peraltro, tentare di dare, in via di prima approssimazione, una definizione generale del modello di trasparenza fiscale proprio degli investimenti immobiliari, i REIT sono, generalmente, società di investimento immobiliare, di regola quotate, il cui fine è acquistare, mantenere nel lungo termine e gestire, in modo più o meno attivo, cespiti immobiliari tipicamente costituiti da uffici, proprietà commerciali, industriali o residenziali.

I REIT sono caratterizzati da trasparenza fiscale, risultante dall'esenzione dalle imposte sui redditi, e spesso sui capital gain, per gli utili derivanti da attività identificate come qualificate dal legislatore nazionale, e, come regola generale, derivanti o connesse all'investimento immobiliare non speculativo ma di lungo termine. A fronte dell'esenzione dal carico tributario diretto, i REIT sono tenuti a distribuire i propri utili, entro limiti che variano a seconda della legislazione in esame, ai propri azionisti o detentori di quote di capitale. I dividendi saranno poi soggetti a tassazione in capo all'individuo o ente beneficiario.

Occorre, inoltre, considerare che in alcuni Paesi i REIT costituiscono l'unico strumento dedicato all'investimento immobiliare indiretto. In altri Paesi, al contrario, i REIT convivono con altre forme di investimento immobiliare indiretto. È, questo, il caso dell'Italia, in cui le SIIQ, si trovano a coesistere, per esempio, con i fondi di investimento immobiliare. Non a caso, nella fase di "gestazione" della disciplina, alcuni operatori hanno suggerito di apportare modifiche a veicoli già esistenti anziché introdurre una nuova figura di investimento immobiliare.

Altri, invece, hanno, più in generale, paventato un eccesso di favore per le SIIQ rispetto ai fondi immobiliari.

Una questione analoga si è, in specie, presentata in Germania alla vigilia dell'introduzione della disciplina sui G-REIT. Questi ultimi, infatti, convivono con i fondi immobiliari aperti, che al momento attirano la maggior parte degli investimenti immobiliari indiretti in Germania. Tuttavia, diversi elementi inducono gli operatori tedeschi a ritenere che i REIT garantirebbero una maggiore liquidità, una minore volatilità ed un più moderato livello di regolamentazione rispetto alle altre forme di investimento immobiliare indiretto.

La scelta da parte del legislatore italiano è stata verosimilmente dettata da considerazioni simili a quelle occorse in Germania. Inoltre, può aver contribuito

ad accelerare il processo di inserimento della nuova disciplina all'interno della Finanziaria 2007 la constatazione dei successi ottenuti da forme analoghe di investimento (SIIC) in Francia.

Alla luce di quanto sopra, il presupposto economico e politico della disciplina SIIQ pare essere duplice. Da un lato, si ritiene che il mercato immobiliare, al di là delle oscillazioni stagionali, sia intrinsecamente solido. Dall'altro lato, si riconosce che gli strumenti di investimento immobiliare indiretto utilizzati finora non abbiano sortito gli effetti sperati.

L'introduzione del modello di trasparenza fiscale nel sistema italiano risponde altresì alla duplice esigenza di non perdere di competitività rispetto agli altri sistemi finanziari europei, nell'ambito dei quali, come si avrà modo di osservare nel prosieguo, erano già stati introdotti, in tempi più o meno recenti, strumenti in grado di garantire la trasparenza fiscale degli investimenti immobiliari in capo al REIT, con tassazione differita al momento della distribuzione dei risultati derivanti dall'investimento immobiliare.

In proposito, occorre, infatti, considerare che l'introduzione dei REIT avviene, di regola, in una fase successiva all'introduzione nel mercato immobiliare delle prime moderne società immobiliari che incominciano ad interagire con analoghi mercati immobiliari stranieri più evoluti. Sino alla introduzione dei REIT, infatti, il mercato immobiliare nazionale è stato fondamentalmente autosufficiente, fondando la propria crescita su aumenti di capitale sostenuti da investitori nazionali. Con il progredire della crescita del settore immobiliare, i soggetti operanti nel mercato immobiliare cominciano ad ambire a profili di crescita non più realizzabili nel contesto nazionale, di modo che gli stessi si trovano a doversi porre in relazione alle alternative di investimento offerte nel mercato internazionale.

In questa fase il mercato nazionale è interessato ad adottare strutture fiscali trasparenti alla stregua degli strumenti adottati nell'ambito del panorama internazionale, di modo da offrire agli investitori internazionali strumenti giuridici efficienti, in grado di attrarre nuove opportunità di investimento e, nel contempo, non perdere di competitività nel mercato internazionale.

Su queste basi, l'analisi qui di seguito svolta si propone di descrivere dapprima, sotto il profilo economico, gli effetti che l'introduzione dei veicoli di trasparenza fiscale ha determinato nel mercato internazionale degli investimenti. E ciò, in particolare, prendendo come paradigma di riferimento il mercato statunitense, in ragione, in particolare, del fatto che il modello di trasparenza fiscale dell'investimento immobiliare nasce nell'ambito del sistema fiscale USA.

In un secondo momento, si tenterà di esaminare le esperienze dei principali Paesi europei degli ultimi anni e la tendenza dagli stessi percorsa verso l'adozione di nuovi veicoli di investimento immobiliare caratterizzati da una sostanziale neutralità fiscale dell'investimento sino alla fase di distribuzione dei proventi immobiliari agli investitori.

Capitolo primo

Il mercato immobiliare e i parametri economici

SOMMARIO: **1.1.** L'investimento immobiliare: presupposti di teoria economica e principi giuridici. **1.2.** Il mercato immobiliare come "asset class" alternativa. **1.3.** La dimensione rischio-rendimento nel mercato immobiliare. **1.3.1.** Il rischio relativo al locatario dell'unità immobiliare. **1.3.2.** Il rischio contesto. **1.3.3.** Il rischio relativo alle caratteristiche dell'immobile. **1.4.** Il contesto macroeconomico.

1.1. L'investimento immobiliare: presupposti di teoria economica e principi giuridici.

La favorevole congiuntura del ciclo immobiliare ha portato, negli ultimi anni, ad una maggiore consapevolezza del ruolo del "real estate" quale fattore strategico di creazione di valore sia in ottica gestionale – con particolare riferimento alla ricerca di una maggiore efficienza da parte dei gruppi industriali e bancari nella gestione del patrimonio immobiliare – sia in ottica di puro investimento in relazione, in particolare, alle scelte degli investitori istituzionali ed individuali.

In questo contesto, le caratteristiche economiche dell'investimento immobiliare costituiscono il necessario punto di partenza di un'analisi rivolta a descrivere i profili essenziali propri dell'investimento immobiliare e della relativa disciplina di carattere fiscale⁽¹⁾.

E ciò, in particolare, in considerazione del fatto che la conoscenza delle dinamiche dell'investimento immobiliare, oltre a costituire un requisito fondamentale alla base dell'"agere" dell'investitore razionale, rappresenta,

⁽¹⁾ Cfr. Maiolo – Pasquale – Scandizzo, *Analisi finanziaria degli investimenti in contesti di incertezza*, in *Economia e diritto del terziario*, 2005, vol. 17, fasc. 1, p. 99-124; PETRULLI, *Analisi finanziaria degli investimenti infrastrutturali da parte degli enti locali*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, vol. 79, fasc. 1, p. 66.

certamente, il fondamento della regolazione normativa propria della fattispecie dell'investimento immobiliare rivolta, in specie, alla individuazione di strumenti giuridici in grado di dare risposta alle esigenze degli investitori che operano nel predetto settore⁽²⁾.

In questo contesto, occorre, in primo luogo, considerare la natura immobiliare del bene sottostante l'investimento, dato che le caratteristiche del bene "investimento" interagiscono significativamente sulle stesse modalità di investimento e di disinvestimento, nonché sui criteri di gestione dell'attività immobiliare, assurgendo a parametro fondamentale delle operazioni.

In questi termini, occorre, in particolare, considerare che l'attività di investimento immobiliare presuppone una valutazione in termini di produttività del reddito ritraibile dall'investimento, nonché del conseguimento di un profitto in sede di alienazione del bene immobile. Ovvero di elementi entrambi connessi alla "conservazione" del valore dell'immobile che ha costituito oggetto delle scelte di investimento immobiliare.

L'investimento in immobili si caratterizza, infatti, per la circostanza di essere fonte di una prestazione continua individuabile, in specie, oltre che nella fruibilità immediata e diretta dello stesso, nella possibilità di conseguire canoni di locazione, e dunque di elementi che presuppongono ovviamente la conservazione delle caratteristiche strutturali dell'immobile.

La conservazione dell'integrità del bene, peraltro, assume rilevanza anche nella fase del disinvestimento, ovvero nel momento in cui l'investitore offrirà il bene sul mercato al fine di finanziare le proprie esigenze di consumo, orientando la propria attività finanziaria verso altre forme di investimento.

⁽²⁾ Cfr. Notermans – Forsth, *Regimi di politica macroeconomica e regolazione finanziaria in Europa (1931-1996)*, in *Stato e mercato*, 1996, vol. 48, fasc. 3, p. 367-404; Masera, *La corporate governance e la regolazione finanziaria*, in *La corporate governance nelle banche*, Bologna, 2006, p. 21 ss.

Ulteriore elemento da considerare nella gestione dell'investimento immobiliare attiene alle difficoltà proprie del processo di valutazione del valore degli immobili. Ogni immobile, infatti, a differenza dei titoli mobiliari negoziabili, è un bene non standardizzato, unico con riferimento sia alle sue caratteristiche architettoniche intrinseche, sia all'area geografica nell'ambito della quale lo stesso è inserito.

In questo senso, occorre altresì considerare che l'assenza di un mercato centrale nell'ambito del quale sono concluse le transazioni e la conseguente difficoltà di serie storiche su prezzi e valori di scambio dotate di adeguata periodicità e rappresentatività, lo scarso grado di frazionamento degli investimenti, oltre che l'illiquidità del mercato stesso costituiscono i principali fattori che rendono l'investimento immobiliare profondamente diverso rispetto alle altre forme di investimento.

Un ulteriore elemento di specificità del mercato immobiliare è rappresentato dalle modalità di definizione del prezzo degli immobili, dato che la determinazione del valore di scambio non avviene in modo flessibile così come accade, di regola, nei mercati finanziari: costi di transazione ed oneri fiscali elevati, unitamente alla asimmetrica distribuzione delle informazioni utili in sede di contrattazione, costituiscono i principali elementi che impediscono al meccanismo dei prezzi di svolgere la naturale funzione di strumento di valutazione del valore dell'investimento.

Altro rilevante parametro economico che caratterizza l'investimento immobiliare è quello che attiene alla misurazione delle risorse necessarie per l'acquisizione dei beni⁽³⁾. E', infatti, del tutto evidente che l'elevato costo di acquisto di un bene immobile costituisce certamente il principale ostacolo alla canalizzazione delle

⁽³⁾ Cfr. Gerlo, *L'applicazione del modello di revisione/ottimizzazione delle commissioni in presenza di un vincolo di bilancio*, in *Il risparmio*, 1996, vol. 44, fasc. 4/5, pp. 987-995.

disponibilità libere verso detta forma di investimento. Al punto che l'onerosità propria dell'investimento immobiliare potrebbe, in linea teorica, costituire un elemento tale da indurre l'investitore, impossibilitato di procedere in via immediata all'acquisto in immobili, ad impiegare temporaneamente le risorse finanziarie destinate all'investimento in forme diverse di investimento caratterizzate da un basso profilo di rischio, quali, ad esempio, potrebbero essere i depositi bancari a breve termine o altri strumenti finanziari di facile liquidità, in attesa, appunto, di rinvenire le disponibilità sufficienti che consentano l'accesso al mercato immobiliare. Ciò che comporta ripercussioni negative in termini di efficienza del mercato, considerata la discontinuità nella relazione tra risparmio e investimento che, in tale ultima situazione, si verrebbe a creare.

In un contesto dai siffatti contorni viene, dunque, in considerazione la possibilità di partecipare "pro quota" ad un complesso piano di investimento immobiliare, dando così vita a particolari forme associative nella proprietà e nella gestione di patrimoni immobiliari, rivolte, in particolare, alla conservazione del valore del risparmio investito, realizzato anche per effetto della conservazione del valore dei beni nell'ambito dei quali si sono concentrate le scelte degli investitori⁽⁴⁾.

Di qui, quindi, l'esigenza sotto il profilo normativo, di individuare "contenitori giuridici" in grado di separare la capacità di godere, nel tempo, dell'utilità del bene, rispetto alla cessione definitiva dello stesso, al fine di garantire la massimizzazione dei vantaggi ritraibili dall'investimento immobiliare e nel contempo la tutela degli stessi investimenti.

⁽⁴⁾ Sul tema cfr. Folgora, *Fondi immobiliari: nuove garanzie per gli investitori*, in *Amministrazione & finanza*, 1994, vol. 9, fasc. 14, p. 867; Piantoni, *Fondi comuni di investimento immobiliari chiusi*, in *Banche e banchieri*, 1994, vol. 21, fasc. 7, p. 536, ss; Rubino, *Note in merito alla disciplina dei fondi immobiliari*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 1998, fasc. 4, pp. 561-592; Bochicchio, *I fondi immobiliari nella nuova disciplina: specificità di settore e innovazione finanziaria. Nuovi profili di tutela del risparmiatore*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2003, fasc. 2, pp. 365-370.

In tale ottica, il legislatore è dunque chiamato ad individuare strumenti normativi che (i) da un lato, disciplinino l'operatività degli investitori e le formule di detenzione degli immobili secondo modelli normativi che consentano l'incentivazione di forme di amministrazione delle proprie disponibilità profittevoli, e (ii) dall'altro lato, assicurino tutela e garanzia all'investimento stesso.

In questi termini assume, dunque, rilievo la capacità di procedere ad una "composizione razionale"⁽⁵⁾ e ad una "gestione professionale"⁽⁶⁾ del portafoglio immobiliare, al fine di preservare il valore dell'immobile stesso neutralizzando gli effetti che potrebbero derivare dai noti fenomeni di fallimento del mercato⁽⁷⁾.

Il ruolo del legislatore è, dunque, quello di definire un sistema di regole che offra un apparato di strumenti normativi che consentono di realizzare un investimento avente natura immobiliare, e nel contempo incentivi l'adozione di forme di gestione che perseguono il migliore sfruttamento economico del bene sottostante⁽⁸⁾.

⁽⁵⁾ La dottrina, con tale espressione, intende riferirsi alle modalità di gestione del portafoglio intese a ridurre la variabilità del rendimento medio dello stesso. In generale, minore è la correlazione tra i singoli rendimenti, maggiore è l'effetto derivante dalla diversificazione dell'investimento. Sul tema, cfr. Arcucci, *Alcune riflessioni sulla teoria dell'investimento*, in *Banche e banchieri*, 2002, fasc. 4, vol. 29, pp. 405-407.

⁽⁶⁾ Cfr. Betti, *Il risk management nella gestione professionale del risparmio*, in *Amministrazione e finanza*, 2006, vol. 21, fasc. 7, p. 61, ss.

⁽⁷⁾ La dottrina prevalente definisce il "fallimento del mercato" come una situazione in cui i mercati non organizzano la produzione in modo efficiente, o non allocano efficientemente beni e servizi. In tal senso, cfr. Boyce, *Liberazione e fallimento del mercato*, in *Politica Internazionale*, 1998, Vol. II, Fasc. 5, p. 161 ss.

⁽⁸⁾ Cfr. Capriglione, *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994, p. 93, ss.

Di qui l'accoglimento di un criterio normativo favorevole alla liquidità dell'investimento che si riveli idoneo a coinvolgere un numero potenzialmente infinito di soggetti nella fruizione "pro quota" del bene immobile⁽⁹⁾.

1.2. Il mercato immobiliare come "asset class" alternativa.

Così descritti, in termini generali, i profili essenziali degli elementi economici che connotano l'investimento immobiliare, occorre altresì verificare i criteri che portano l'investitore razionale verso la scelta del mercato immobiliare quale settore di investimento alternativo rispetto alle forme di investimento.

La tradizionale importanza riconosciuta nei mercati più evoluti al comparto immobiliare e la contestuale presenza di grandi investitori con obiettivi diversi hanno nel tempo portato al riconoscimento delle attività immobiliari come una vera e propria "asset class", che si pone quale "alternativa" alle altre forme di investimento⁽¹⁰⁾.

In particolare, lo sviluppo della componente "equity" ha reso necessaria l'individuazione di basi razionali sulle quali fondare l'identificazione della quota ottimale, all'interno di un portafoglio di attività di investimento, di attività immobiliari non più considerate isolatamente, ma all'interno di un processo più ampio di costruzione di portafogli diversificati.

Di qui l'esigenza concreta di verificare se l'investimento in attività immobiliari rappresenta una soluzione idonea a contribuire la diversificazione di portafogli interamente allocati in "real estate", per effetto della bassa correlazione esistente

⁽⁹⁾ Per un approfondimento del tema cfr., ex pluribus, Pino, *Il patrimonio separato*, Padova, 1950; Bianca – Marzia, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996; Trabucchi, *Il patrimonio*, in *Istituzioni di diritto civile*, p. 430; Niutta, *I patrimoni e i finanziamenti destinati*, Milano, 2006, p. 10 ss.

⁽¹⁰⁾ Cfr. Porzio – Zampognaro, *L'investimento immobiliare*, Roma, 2007, p. 12 ss.

con le altre classi di investimento, sia di portagli multi-asset, in cui l'investimento immobiliare rappresenta soltanto una delle scelte di investimento⁽¹¹⁾.

Rispetto alle altre tipologie di asset class l'investimento immobiliare presenta, infatti, forti elementi di specificità in considerazione del fatto che il valore dei parametri di rischio e di rendimento sono influenzati da variabili macroeconomiche, quali ad esempio l'inflazione, le oscillazioni dei tassi di interesse, i cambiamenti alla disciplina fiscale, oltre che da fattori afferenti specificamente alle caratteristiche dell'"asset" immobiliare, come il mancato affitto dell'immobile o l'obsolescenza strutturale.

In proposito, va, in specie, considerato che gli immobili, al pari degli strumenti finanziari, rappresentano beni di investimento per la cui acquisizione è dunque necessario il sostenimento di uscite monetarie, a fronte della astratta idoneità degli stessi di generare nuove entrate monetarie in tempi successivi.

Peraltro, con specifico riferimento agli immobili, è necessario distinguere i flussi di cassa da investimento/disinvestimento dai flussi di cassa operativi. In particolare, i primi comprendono le uscite legate all'acquisizione del bene e alle successive spese di ristrutturazione e miglioria in genere. I flussi di cassa, invece, comprendono i canoni di locazione percepiti dal proprietario oltre che gli oneri tipicamente afferenti allo stesso, quali ad esempio le spese di ordinaria manutenzione, gli oneri fiscali, le spese per i servizi di amministrazione⁽¹²⁾.

Per valutare la convenienza di un investimento immobiliare non è tuttavia sufficiente confrontare i flussi di cassa da investimento/disinvestimento con i flussi di cassa operativi. Occorre, in specie, tenere in considerazione anche altre

⁽¹¹⁾ Cfr. Biasin, *Il ruolo del real estate nell'asset allocation di portafoglio: una riflessione sulla base dell'esperienza statunitense*, in *Banca Impresa Società*, 2002, n. 1.

⁽¹²⁾ Cfr. Arcucci, *Alcune riflessioni sulla teoria dell'investimento*, in *Banche e banchieri*, 2002, vol. 29, fasc. 4, p. 405, ss.

variabili di carattere macroeconomico, quali tra tutti l'inflazione, essendo necessario, al fine di valutare la convenienza economica di un investimento, riportare tutti i flussi di cassa ad un medesimo istante temporale, di modo da poter verificare il rendimento di un investimento confrontando i flussi monetari non attualizzati.

Tali entrate e uscite monetarie non rappresentano, tuttavia, flussi certi, bensì valori solo futuri e incerti, con riferimento tanto alla loro manifestazione quanto alla loro entità. L'incertezza, in particolare, risulta collegata al verificarsi di eventi non previsti né prevedibili, in grado di generare una variazione dei flussi in entrata e in uscita. A titolo meramente esemplificativo e avuto riguardo, in particolare, alla posizione del proprietario, variazioni significative dei flussi da investimento/disinvestimento potrebbero verificarsi in conseguenza di una perdita in conto capitale che potrebbe conseguire anche in conseguenza di altre forme di investimento diverse da quella immobiliare, così come un'eventuale rinegoziazione del contratto di locazione o l'inesigibilità del canone potrebbero comportare variazioni significative nei flussi di cassa operativi.

L'investimento immobiliare e la sua gestione richiedono, quindi, competenze tecniche e specifiche completamente differenti rispetto a quelle tipicamente applicabili nella gestione del mercato immobiliare, e ciò costituisce uno dei principali fattori che contribuisce a far ritenere il mercato finanziario e il mercato immobiliare profondamente differenti tra loro.

Se, infatti, per il mercato finanziario appare verosimile e condivisibile l'idea secondo la quale esso tende ad avvicinarsi alle caratteristiche (seppure con gradi di intensità differenti in funzione del grado di sviluppo ed efficienza) che definiscono il mercato "perfetto" (assenza di attriti, concorrenza perfetta, trasparenza informativa e razionalità economica) per il mercato immobiliare valgono, invece, considerazioni opposte, essendo quest'ultimo caratterizzato da

un livello di perfezione medio-basso che rende peraltro difficile l'attuazione di una gestione quantitativa dell'investimento⁽¹³⁾.

1.3. La dimensione rischio-rendimento nel mercato immobiliare.

Le peculiarità del mercato immobiliare appena descritte non costituiscono, comunque, un ostacolo allo sviluppo di un'analisi in ordine alle specificità che connotano l'investimento immobiliare, anche al fine di valutare le principali variabili che un investitore, sia esso un investitore istituzionale, ovvero un investitore privato, dovrebbe tenere in considerazione al fine di valutare il rischio correlato ad investimento in immobili.

In particolare, i parametri del rischio immobiliare⁽¹⁴⁾ possono essere principalmente ricondotti a tre macrocategorie: il rischio relativo al locatario dell'unità immobiliare, il rischio relativo all'unità di localizzazione geografica, ed infine il rischio afferente alle caratteristiche intrinseche del bene immobile oggetto di investimento⁽¹⁵⁾.

⁽¹³⁾ Cfr. Porzio – Zampognaro, *L'investimento immobiliare*, Roma, 2007, p. 15 ss.

⁽¹⁴⁾ L'analisi finanziaria individua nel "rischio" la possibilità che taluni accadimenti possano ridurre il rendimento atteso. Definire il concetto di rischio non è semplice: in qualsiasi forma di investimento esistono rischi connessi all'attività tipica o al settore merceologico o a fattori esogeni, connessi quest'ultimi a condizioni dell'ambiente esterno. La teoria del "portafoglio" definisce i principi che un investitore razionale segue nelle attività da acquisire, evidenziando la difficoltà di effettuare scelte ottimali riconducibile principalmente alla circostanza che alcuni portafogli generano elevati rendimenti solo al verificarsi di determinate circostanze. Sul tema, cfr. Dowd, *Beyond Value at Risk: The New Science of Risk Management*, Chichester, 1999, p. 3 ss.; Melnikov, *Risk Analysis in Finance and Insurance*, Boca Raton, 2003, p. 41 ss.; Dash, *Quantitative Finance and Risk Management*, Londra, 2004, p. 281, ss.; Dickinson, *Lo sviluppo dell'enterprise risk management*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2004, fasc. 2, pp.483-491.

⁽¹⁵⁾ Per un apprendimento dei profili di rischio nel mercato immobiliare, cfr. Cacciamani, *Il rischio immobiliare*, Milano, 2006. Colombini – De Simoni – Mancini, *La gestione dei portafogli azionari. Modelli e tecniche per l'attività di asset management*, Roma, 2000.

1.3.1. Il rischio locatario.

L'affidabilità e la forza contrattuale del conduttore del fabbricato rappresentano un elemento di particolare rilevanza per stimare la variabilità dei rendimenti di locazione.

La rilevanza di questa categoria di rischio è strettamente correlata ai costi e ai tempi di sostituibilità del locatario. E' evidente, infatti, che tanto più è limitato il grado di sostituibilità del locatario tanto più assume rilevanza il rischio relativo alla propria controparte contrattuale.

In quest'ultimo caso, ed avendo riguardo, in particolare, al locatario impresa, occorre considerare la valutazione del contesto economico in cui l'azienda opera, nonché le condizioni di solvibilità che la caratterizzano.

In particolare, i fattori ambientali in grado di condizionare la solvibilità del locatario-impresa sono molteplici. In primo luogo, occorre tenere in considerazione variabili economiche quali, ad esempio, l'andamento generale dell'economia, nazionale ed internazionale, l'oscillazione del tasso di interesse, nonché variabili legate a fattori culturali, sociali, politici e istituzionali.

Volendo, tuttavia, provare a circoscrivere l'analisi alle dinamiche più tipicamente afferenti alla gestione aziendale, possiamo individuare ulteriori parametri che connotano, in maniera peculiare, il rischio locatario quali, in particolare, il grado di solvibilità nell'ambiente settoriale in cui opera l'impresa.

In maggiore dettaglio, definendo "settore" il luogo economico in cui operano in un regime di potenziale concorrenza gli operatori economici, possiamo notare come un primo elemento in grado di incidere sul rischio-locatario è rappresentato

dall'intensità concorrenziale. Maggiore, infatti, è la competitività degli operatori, minore risulterà essere la remunerazione complessiva del capitale investito.

Ulteriori elementi in grado di incidere sulla solvibilità del locatario attengono alle specifiche caratteristiche del settore in cui opera il locatario-impresa, ed in particolare al grado di influenza esercitato sullo stesso dalle dinamiche macroeconomiche, quali i prezzi delle principali "comodities", i tassi di interesse, la tendenza dei consumi, il livello delle famiglie⁽¹⁶⁾.

In particolare, la sensibilità al ciclo economico può comportare variazioni significative nei livelli di produzione o di vendita delle singole imprese, incidendo conseguentemente sul livello di solvibilità del locatario⁽¹⁷⁾.

Inoltre, occorre altresì considerare la fase del ciclo di vita del settore in cui opera il locatario-impresa, per la ragione che a ciascuna fase possono essere correlate due diverse tipologie di rischio immobiliare: il rischio di fuoriuscita del mercato, da un lato, e il rischio di tensione di pagamento del canone locatizio, dall'altro lato.

Generalmente, la fase di introduzione è caratterizzata da un basso livello di concorrenza, dovuta principalmente alla presenza di un numero limitato di imprese, di un'ampia varietà nell'offerta di prodotti e di una forte eterogeneità tecnologica. Tuttavia, la predetta fase risulta caratterizzata da un elevato grado di rischio immobiliare, in termini soprattutto di probabilità di uscita dal mercato.

⁽¹⁶⁾ In particolare, un settore economico può definirsi ciclico quando il suo andamento reddituale e finanziario è funzione delle tendenze generali dell'economia. Sul tema, cfr. Porter, *La strategia competitiva. Analisi per le decisioni*, Bologna, 1997, p. 11.

⁽¹⁷⁾ Esistono, in particolare, settori direttamente correlati al ciclo economico, quali ad esempio i settori che offrono servizi di lusso, la cui vendita aumenta nei periodi di crescita economica e diminuisce nei periodi di crisi economica. E settori, invece, inversamente correlati al ciclo economico, quali ad esempio, i settori caratterizzati dall'offerta di prodotti a basso costo. Meno soggetti, invece, all'influenza del ciclo economico sono i settori volti al soddisfacimento dei bisogni essenziali, quali il settore alimentare e quello dell'abbigliamento.

L'avvio della fase di sviluppo è segnato, invece, da una fase di penetrazione nel mercato, cui fa seguito l'adozione di sistemi di metodi di produzione di massa, finalizzati alla concentrazione dei costi. Data la forte crescita della domanda di mercato, la fase di sviluppo è caratterizzata da elevati investimenti in ricerca e sviluppo oltre che in nuove capacità produttive. Ciò determina un incremento del rischio di solvibilità, mentre diminuisce, rispetto alla fase di introduzione nel settore economico di investimento, il rischio di uscita dal mercato.

La fase di maturità comporta, invece, un incremento della concorrenza di prezzo ed una rapida concentrazione delle imprese. In questa fase, il rischio per le aziende di uscita dal business risulta quindi più elevato rispetto alla fase dello sviluppo dell'attività imprenditoriale, mentre decresce il rischio di mancato pagamento dei canoni di locazione.

Il rischio locatizio è massimo nella fase del declino, dato che la riduzione delle vendite e la concorrenza determinano frequenti uscite dal mercato.

L'analisi del rischio conduttore non può tuttavia limitarsi allo studio del settore di appartenenza dello stesso. Occorre, infatti, considerare anche le specifiche prospettive reddituali e finanziarie delle singola azienda di riferimento.

L'analisi della posizione della singola azienda richiede, quindi, la valutazione nel tempo di una pluralità di variabili, quali ad esempio la dimensione dell'impresa, l'assetto giuridico, la nazionalità, l'eventuale gruppo di appartenenza, la fase del ciclo di vita, la flessibilità produttiva e organizzativa, i rischi finanziari e operativi, la tipologia di clientele servita, la strategia prodotto/mercato perseguita.

1.3.2. Il rischio contesto.

La seconda macro-categoria di fattori in grado di condizionare il rendimento della locazione di un immobile è composta dalle variabili relative al contesto in cui l'immobile risulta inserito.

Fra queste, in particolare, assume rilievo il rango della città in cui l'immobile è ubicato, le caratteristiche dell'affidabilità del mercato immobiliare locale e la location. Tali fattori, infatti, nel lungo periodo sono in grado di incidere significativamente sui tassi di rendimento di un'unità immobiliare.

In proposito, va notato che per formulare un giudizio sul grado di rischio di un investimento immobiliare occorre valutare il contesto geografico in cui lo stesso risulta inserito, ossia definire il rango del contesto urbano.

Il rango della città risulta, in specie, funzione di diversi parametri, quali ad esempio il PIL generato nell'area, il rapporto tra numero di imprese e dimensione del territorio, l'efficienza delle reti di comunicazione, la dimensione del contesto urbano, la prossimità rispetto ad altri centri di rango elevato, il posizionamento geografico nel territorio nazionale, le caratteristiche reddituali, culturali e di mobilità della popolazione in zona⁽¹⁸⁾.

Inoltre, la rilevanza di una città può dipendere anche, sotto il profilo turistico-commerciale, dalla presenza di eventi culturali e sportivi di rilevanza internazionale o di particolari attrattive paesaggistiche, naturali, artistiche, in grado di attirare persone dall'esterno per il contesto in cui operano⁽¹⁹⁾.

I vantaggi relativi alla localizzazione non sono omogenei, ma dipendono dal particolare business aziendale in cui opera l'azienda, dato che occorre tenere in

⁽¹⁸⁾ Cfr. Miani, *Città, organizzazione e pianificazione del territorio*, Bologna, 1999, p. 148.

⁽¹⁹⁾ Cfr. Evans, *Economia urbana*, Bologna, 1988, p. 104.

considerazione le particolari esigenze in considerazione della tipologia di attività svolta.

Inoltre, la valutazione del rango di città non può risultare statica, dovendosi prendere in considerazione il trend prospettico della zona in cui è ubicato l'immobile. In particolare, possono migliorare la competitività politiche di sviluppo ed azioni di marketing del territorio.

Le prime incidono sulla struttura economica, sociale e civile dell'area, attenendo, in particolare, alle scelte ambientali, agli interventi infrastrutturali e di sviluppo insediativo.

Le politiche di marketing rappresentano, invece, una componente delle strategie di sviluppo locale, volte **(i)** a garantire il rafforzamento del preesistente tessuto economico, stimolando le organizzazioni a mantenere la propria localizzazione originaria, rinunciando ai vantaggi offerti da altri centri concorrenti; **(ii)** lo sviluppo di nuova imprenditorialità, favorendo l'ingresso di nuove aziende nel territorio; **(iii)** la diffusione di competenze e innovazione, tramite il trasferimento di conoscenza dai centri di ricerca alle strutture produttive; **(iv)** l'attrazione di utenti potenziali, mediante interventi mirati sul territorio.

Il rischio di un immobile risulta, inoltre, fortemente connesso alle condizioni di efficienza, stabilità e affidabilità del mercato immobiliare locale di riferimento. In particolare, il rischio in esame può essere misurato considerando diversi indicatori, quali ad esempio la variabilità del rendimento di locazione registrato nel tempo, la volatilità del prezzo degli edifici, il divario tra prezzo inizialmente richiesto dal venditore e il prezzo finale di compravendita, i tempi medi di liquidazione dell'investimento ed il numero di transazioni concluse nella zona.

Occorre, infatti, considerare che una corretta valutazione del rischio immobiliare richiede non solo un'analisi sulla volatilità dei rendimenti, ma anche un monitoraggio delle strategie e delle possibilità di smobilizzo dell'investimento.

Ancora, occorre considerare la particolare location all'interno del centro urbano. Di regola, il valore delle unità immobiliari è più elevato nel centro delle città, mentre tende a diminuire con l'aumento della distanza dal centro. Tuttavia, esistono anche aree distanti dal centro con specifico pregio e interesse, in particolare, in relazione alle realtà urbane di grandi dimensioni.

Il valore di pregio non risulta equivalente per qualunque tipologia immobiliare, ma è funzione della particolare destinazione d'uso dell'immobile. Tra i fattori in grado di condizionare il grado di pregio di una determinata zona possono essere indicati l'esistenza di immobili di importanza strategica e di particolari opere di urbanizzazione, la presenza di attrezzature e servizi, pubblici e privati, il grado di qualificazione dell'ambiente esterno, le caratteristiche geologiche, morfologiche della zona.

In particolare, per gli immobili a destinazione residenziale risultano rilevanti fattori quali, ad esempio, la disponibilità di verde pubblico, la prossimità a punti vendita al dettaglio, l'efficienza dei servizi di trasporto pubblici, la vicinanza ad attrezzature collettive, quali le scuole, gli edifici pubblici, etc.

In relazione, invece, alle unità immobiliari destinate ad attività commerciali, gli indicatori più rilevanti sono rappresentati dall'esistenza di parcheggi pubblici a distanza pedonale dal punto vendita e dalla presenza di un'intensa attività commerciale nelle vicinanze.

Per un immobile, infine, destinato ad uffici assume rilevanza la presenza di una zona con un adeguato cablaggio, di provider Internet qualificati e di una elevata disponibilità di energia.

L'analisi dei fattori in grado di determinare la valorizzazione delle diverse zone cittadine evidenzia come il rango delle location non sia statico, ma possa mutare nel tempo, grazie ad azioni dei singoli proprietari, ad interventi delle autorità

pubbliche oppure a cambiamenti dei bisogni delle abitudini e dei comportamenti dei fruitori dell'area.

1.3.3. Il rischio relativo alle caratteristiche dell'immobile.

La terza macrocategoria di fattori di rischio comprende le variabili relative alle caratteristiche intrinseche dell'immobile, risultando il grado di rischio di un'unità immobiliare funzione del particolare rapporto tra domanda e offerta del bene.

Per effettuare, in particolare, una corretta valutazione dell'asset immobiliare occorre analizzare la relativa domanda, la quale risulta correlata alla specifica destinazione d'uso del fabbricato, ai connotati qualitativi dello stesso, alle caratteristiche di fungibilità del bene e all'esistenza di fattori esterni caratterizzanti⁽²⁰⁾.

Riguardo alle diverse tipologie immobiliare, il mercato del real estate può essere suddiviso in residenziale, commerciale, industriale e terziario.

1.3.3.1. Il mercato degli immobili industriali e logistici.

La crescita degli scambi nazionali ed internazionali e l'impellente ricerca di un continuo incremento dell'efficienza nelle operazioni logistiche costituiscono elementi che fanno presagire la crescita della domanda di immobili ad esso correlati a livello globale, anche se potenzialmente ad un tasso inferiore rispetto al recente passato. Di conseguenza, il settore logistico dovrebbe offrire agli investitori dei ritorni reddituali stabili ed a livelli storicamente superiori a quelli

⁽²⁰⁾ Cfr. Musso, *La valutazione del patrimonio del fondo*, in *supplemento Quaderni Aiaf*, 2002, n. 44; Patterson, *Real Estate Portfolio*, New Jersey, 1995; Prizzon, *Gli investimenti immobiliari, analisi di mercato e valutazione economico-finanziaria degli interventi*, Torino, 1995.

offerti dagli altri segmenti, abbinati alla possibilità di notevoli ritorni in conto capitale in alcune specifiche aree geografiche.

In Europa, l'allargamento dell'Unione Europea e la forte crescita degli scambi commerciali sono i principali fattori che hanno determinato, nel recente passato, la crescente crescita della domanda di spazi logistici.

Nell'Europa continentale lo stock di immobili di primo livello destinati a logistica avanzata è generalmente insufficiente e situazioni di sviluppo speculativo per sfruttare la domanda crescente sono al momento limitate generalmente ai Paesi dell'Est, favoriti dai bassi costi dei terreni. La limitata elasticità dell'offerta osservata in Europa occidentale favorisce aspettative di rendimenti superiori alla media proprio nei Paesi dell'Ovest, contrariamente a quella che potrebbe essere l'intuizione comune: in un prossimo futuro Francia, Germania, Olanda e Spagna dovrebbero offrire, in questo specifico settore, opportunità di investimento particolarmente favorevoli.

1.3.3.2. Il mercato degli immobili commerciali.

Il mercato degli immobili commerciali, sostenuto da una notevole richiesta da parte di investitori alla ricerca di flussi di cassa altamente stabili e prevedibili, è stato tra quelli che hanno assicurato i migliori risultati a livello globale negli ultimi anni. Sebbene i livelli di spesa discrezionale scenderanno leggermente nei prossimi anni in Paesi come gli Stati Uniti, l'Australia e il Regno Unito, un andamento opposto è atteso nel breve termine in Europa continentale ed in Asia.

In Italia, la ricerca di nuovi spazi da parte dei potenziali locatari rimane interessante, anche se è maggiormente influenzata da un numero limitato di attori in notevole crescita, soprattutto distributori stranieri che stanno cercando di

guadagnare massa critica. La competizione per assicurarsi spazi in nuovi complessi o in centri di originale concezione è molto elevata, sostenendo i fondamentali del mercato: i centri commerciali hanno beneficiato di una crescita media nazionale dei canoni di locazione pari al 6%, mentre gli spazi dedicati a distributori di lusso nelle arterie principali delle grandi città hanno beneficiato di una crescita media nazionale dei canoni di locazione pari al 7,5%. Diversi nuovi centri commerciali, principalmente fuori città o nelle periferie, sono in costruzione ma, data la prevalenza tra essi di piccoli centri da meno di 40.000 mq., non sembra che questo possa invertire la tendenza del mercato.

Infine, è attesa una continua crescita dei redditi e dei valori di mercato delle proprietà commerciali nel medio termine, finché la relativa scarsità di immobili dalle caratteristiche moderne continuerà ad essere presente sul mercato nazionale, ma soprattutto in virtù dei significativi aumenti attesi in termine di canoni medi di locazione e ricavi variabili degli investitori, spesso legati in questo segmento ai redditi totali dei loro locatari.

1.3.3.3. Il mercato degli uffici.

Recentemente i mercati globali degli uffici hanno seguito gli stessi trend di sviluppo, ma esiste la possibilità che nel breve periodo, a causa delle disomogenee aspettative riguardo allo sviluppo del settore dei servizi, e principalmente di quello finanziario, nelle maggiori piazze europee, si registri un rallentamento del settore.

In Europa continentale, Paesi quali la Spagna, la Francia, la Svezia, l'Olanda e la Germania appaiono all'inizio di un interessante ciclo di crescita dei canoni di locazione, dato un forte incremento dei livelli occupazionali ed un relativo bilanciamento di domanda ed offerta che tende gradualmente a favorire la

seconda. Pertanto, tali mercati sembrano aver raggiunto la fine della fase di declino dei canoni di locazione e l'inizio della fase crescente è attesa a breve. Queste caratteristiche sono principalmente da abbinare ai maggiori mercati nazionali, data l'alta localizzazione degli immobili di classe A adibiti ad ufficio in quasi tutti i Paesi, ad esclusione di Germania ed Olanda, con i mercati locali secondari che si trovano ancora a soffrire una mancanza di stimolo alla crescita delle locazioni ed una domanda limitata. Il mercato del Regno Unito, chiaramente dominato da Londra, è da considerarsi "unico" in Europa data l'alta concentrazione di primarie istituzioni finanziarie e dovrebbe offrire le migliori performance a livello continentale nei prossimi 4 o 5 anni. Le costruzioni di nuovi spazi sono relativamente limitate e la crescita raggiunta dall'industria finanziaria negli ultimi anni ha ridotto gli spazi vacanti al minimo e sostenuto una notevole crescita dei canoni di locazione.

In Italia, mentre il mercato milanese rimane in salute, quello romano ha mostrato qualche segno di debolezza verso il finire del 2006. La relativa mancanza di locali di classe A a Milano ha sostenuto una notevole crescita dei canoni di locazione fino a € 525/mq/anno (5% in più rispetto all'anno precedente), mentre a Roma si è assistito anche a diminuzioni in aree non centrali. Nonostante ciò, l'interesse degli investitori per immobili moderni e/o di elevata qualità è forte e gli yield sono diminuiti quasi ovunque. Inoltre, si è osservata in entrambi i casi una diminuzione degli spazi vacanti ed è convinzione comune che questo trend continuerà nel breve termine, sostenuto da un aumento della domanda di spazi da parte degli utenti finali e dall'offerta limitata di nuovi spazi, sempre più caratterizzata da sviluppatori che si assicurano pre-contratti di locazione prima di iniziare i processi di costruzione.

1.4. Il contesto macroeconomico.

I trend positivi osservati a livello macroeconomico ed industriale hanno reso possibile, negli ultimi anni, il conseguimento di importanti performance nei mercati degli investimenti immobiliari, sia diretti che indiretti.

Peraltro, le recenti performance sono certamente state sostenute dalla altissima domanda di real estate da parte degli investitori istituzionali: un notevole supporto è stato indubbiamente portato dai notevoli flussi in entrata di capitali a livello internazionale in questa asset class, che hanno contribuito a diminuire i rendimenti obiettivi dei potenziali investitori e conseguentemente a sostenere le valutazioni sui mercati dei capitali e sui mercati diretti dei cespiti immobiliari.

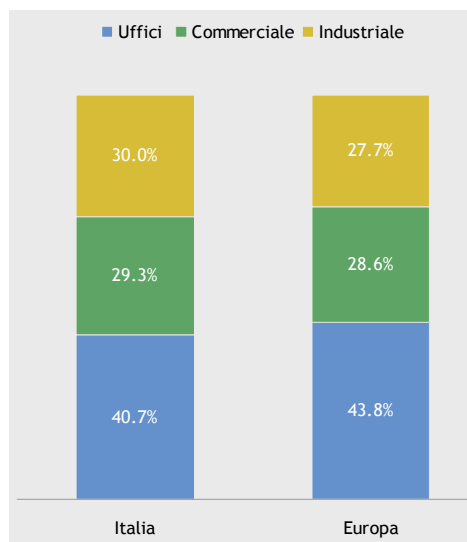
I trend osservati a livello globale sono confermati a livello continentale se si analizzano i capitali netti che sono stati investiti nel settore immobiliare europeo negli ultimi anni, nonostante la fase di maturità raggiunta da alcuni mercati. Sebbene buona parte dei nuovi investimenti nel settore immobiliare diretto in Europa siano attualmente indirizzati a Paesi dell'Est, dove il potenziale di futura rivalutazione è maggiore a fronte di un rischio legale ormai assimilabile ai Paesi occidentali, è facile constatare che tutti i maggiori Paesi dell'Europa occidentale godono di flussi netti positivi di notevole entità, in lieve flessione in Francia (nel 2005 sono stati osservati investimenti netti pari a €12 miliardi rispetto a €15 miliardi dell'anno precedente) ed in Italia (nel 2005 sono stati investiti €16 e nel Regno Unito (nel 2005 sono stati investiti €94 miliardi rispetto a €30 miliardi nel 2004).

Tra i Paesi presi in considerazione, i due che hanno goduto di un ulteriore aumento dei nuovi investimenti immobiliari sono la Germania ed il Regno Unito, entrambe nazioni nelle quali per lungo tempo si è parlato dell'entrata in vigore di sistemi REIT e che hanno adottato il predetto modello di trasparenza immobiliare

nel 2007 (in vigore dal 1° gennaio 2007 nel Regno Unito, approvati a marzo 2007 in Germania).

Se osserviamo più in dettaglio la situazione del mercato italiano, possiamo concludere che il settore degli investimenti immobiliari in Italia racchiude un importante potenziale di crescita con l'introduzione delle società di investimento immobiliare quotate ("SIIQ") e la professionalizzazione che ne dovrebbe seguire. Il mercato italiano è un mercato di primaria importanza in termine di potenziale stock di investimento sul continente europeo, caratterizzato da una struttura proprietaria fortemente frammentata e non professionale (con l'81% del patrimonio immobiliare commerciale posseduto dagli stessi utilizzatori finali, implicando un potenziale di esternalizzazione estremamente attraente), e da un'interessante diversificazione per destinazione d'uso che incontra il favore degli investitori, consentendo la minimizzazione del rischio ed offrendo opportunità di investimento altamente diversificate⁽²¹⁾.

	Italy	Europe
Stock totale (miliardi di €)	808.6	5,964.3
Locato dall'occupante (miliardi di €)	151.1	2,209.6
Posseduto dall'occupante (miliardi di €)	657.5	3,754.7
Implied leasehold share (%)	18.70%	37.00%
Proprietà diretta implicita (%)	81.30%	63.00%
Transazioni 2001-2004 (miliardi di €)	14.6	151.7
Indice di liquidità (%)	9.6%	6.9%
Esternalizzazioni potenziali 2006-2010 (miliardi di €)	9.6	51.7
In % sul totale europeo	18.6%	100.0%



Gli investimenti diretti nel mercato immobiliare italiano sono rimasti significativi

⁽²¹⁾ Cfr. DTZ Money into Property 2006.

nella prima metà del 2006, raggiungendo un livello record di € 3 miliardi, 17% in più rispetto allo stesso periodo del 2005 ed il più alto livello mai raggiunto, secondo le stime della società di ricerca del settore Jones Lang LaSalle. L'aumento del 33% del numero delle operazioni registrate suggerisce come l'incremento degli investimenti assoluti sia da imputare ad un processo di maturazione sistemica del sistema nazionale, e non esclusivamente a grandi scambi di portafogli immobiliari una-tantum.

Tale conclusione è confermata dall'osservazione delle due più grandi operazioni per valore unitario, che, secondo i dati pubblicati da Jones Lang LaSalle, sono caratterizzate da un investimento complessivo inferiore ai €200 milioni (Jones Lang LaSalle ha identificato l'acquisizione dell'hotel Four Seasons di Milano per un valore totale di €177 milioni da parte del Gruppo Statuto e l'acquisizione di un centro commerciale a Limbiate (Milano) per un ammontare pari a €156 milioni da parte di ING Real Estate).

Ulteriore indice della fondamentale salute del mercato italiano è rappresentata dall'aumento sostanziale degli investimenti effettuati nel sud Italia –area generalmente non prioritaria per i grandi investitori specializzati – nonostante Milano e Roma rimangano saldamente le aree metropolitane che attraggono la gran maggioranza dei nuovi investimenti.

Ulteriore dato indicativo dell'ottica sempre più professionale nell'approccio agli investimenti immobiliari degli operatori italiani, trend che fa ben sperare nel processo di una classe di gestori degli investimenti immobiliari sempre più vasta e specialistica, pronta a raccogliere l'opportunità derivante dall'introduzione delle SIIQ, è il fatto che i capitali stranieri hanno rappresentato solamente il 42% degli investimenti complessivi, in notevole crescita rispetto al 71% osservato l'anno precedente.

Gli investitori stranieri più attivi nel mercato italiano sono stati rappresentati dai fondi immobiliari non quotati olandesi, fra gli attori principali del mercato immobiliare dell'Europa continentale, con una quota del 13%, seguiti dai fondi di investimento tedeschi ("German real estate open-ended funds" e "German Spezialfonds"), alla continua ricerca di opportunità di diversificazione internazionale dei loro investimenti, dopo la crisi che ha recentemente colpito questi veicoli di investimento in Germania a partire dalla fine del 2005.

La notevole diversificazione del patrimonio immobiliare italiano offre agli investitori istituzionali la possibilità di operare le scelte di asset allocation in base alle proprie aspettative riguardo all'evoluzione del mercato in ogni singola asset class, fornendo così la flessibilità necessaria per agevolare l'investimento specializzato.

Nella prima metà del 2006, per la prima volta il segmento commerciale è stato quello favorito dagli investitori, superando gli investimenti in uffici e aggiudicandosi il 38% (€ 1,1 miliardi, il 70% degli investimenti totali registrati nell'intero 2005) dei capitali in entrata. All'interno del segmento, le operazioni riguardanti centri commerciali continuano a rappresentare la parte maggiormente significativa, costituendo circa l'81% di tutti gli scambi nel segmento commerciale. Il segmento uffici è sceso al secondo posto, con scambi pari a €1,07 miliardi diretti primariamente a Milano e Roma: nonostante gli investitori siano alla ricerca di opportunità di investimento in altre aree urbane, caratterizzate da rendimenti in eccesso rispetto ai due mercati tradizionali principali, le operazioni sono rimaste limitate a causa della relativa minore offerta di immobili destinati ad uso d'ufficio di classe A ed a causa della bassa trasparenza di alcuni mercati locali. Infine, sia il settore logistico che quello alberghiero hanno beneficiato di un cospicuo incremento dell'interesse da parte della comunità finanziaria, sostenuto da un aumento dell'offerta di spazi logistici di prima qualità e dalla progressiva professionalizzazione del settore alberghiero nazionale, che porta alla

separazione della proprietà immobiliare dalla effettiva gestione industriale alberghiera.

Per comprendere appieno l'effetto che il notevole afflusso di capitali ha determinato, e probabilmente continuerà a causare nel medio termine, sui mercati immobiliari internazionali, è opportuno soffermarsi brevemente sul concetto di yield. Semplificando, gli investitori immobiliari, quando analizzano una nuova possibile acquisizione, paragonano la redditività che può essere prodotta dal cespite o dal portafoglio in esame con il prezzo che sono disposti a pagare.

Ponendo la questione in termini diversi, dal momento che la redditività di un cespite immobiliare maturo (e quindi non necessariamente adatto ad interventi di massimizzazione del reddito come possono la risistemazione attiva dei locatari) dipende direttamente dai canoni di locazione netti che può produrre (definiti, secondo un linguaggio aziendalistico, "Net Operating Income" o "NOI"), gli investitori paragonano questi flussi di cassa futuri al prezzo di mercato del bene immobile per derivare il rendimento ("rental yield" o "yield") che lo stesso può assicurare.

Abbiamo quindi che, definendo MV il valore di mercato di un cespite immobiliare, $MV/NOI = \text{yield}$. Ora, rovesciando l'equazione, ipotizzando il NOI come una costante esogena, e comprendendo come il valore di mercato di un bene sia determinato da tensioni competitive, vediamo come il valore di mercato stesso che un investitore è disposto a pagare sia inversamente proporzionale al rendimento obiettivo che questi consideri soddisfacente, dato che $MV = NOI/\text{yield}^{(22)}$.

⁽²²⁾ La precedente dissertazione costituisce un'analisi statica e vuole essere semplicemente esemplificativa e non descrivere in modo esauriente le analisi di investimento utilizzate dagli investitori immobiliari. Normalmente, un investitore specializzato analizzerà la capacità di produzione di flussi di cassa di un cespite sotto un profilo dinamico, includendo le proprie aspettative di crescita esogena ed endogena del livello dei canoni di locazione.

Pertanto, si può facilmente comprendere come gli elevati capitali, che sono stati recentemente, e vengono tuttora investiti nel settore immobiliare europeo e globale, abbiano posto una notevole pressione sugli yield di equilibrio per evidenti dinamiche competitive. Durante gli ultimi anni, la compressione degli yield ha causato una significativa crescita dei valori di mercato dei cespiti immobiliari, permettendo il raggiungimento di importanti total returns contribuendo fortemente al successo del settore.

Sebbene, come vedremo in seguito, gli yield di mercato in Europa siano stati soggetti ad una compressione, possiamo affermare che rimangono ancora attraenti se paragonati ai rendimenti offerti da obbligazioni europee a basso rischio e lunga durata, al costo del denaro ed al conseguente costo che gli investitori immobiliari devono sostenere per finanziare le loro acquisizioni o agli stessi yields in altri mercati immobiliari maturi come possono essere quello statunitense o quello australiano. Gli yields correnti sui mercati immobiliari europei, interpretabili come il rendimento minimo che un investimento a basso rischio come quello immobiliare può offrire, sono tutti significativamente superiori alle obbligazioni governative a 10 anni delle relative economie. Unica eccezione, il Regno Unito, dove la fase di crescita economica (che sta iniziando ora in Europa continentale) ha avuto inizio con circa due anni di anticipo e ha potuto giustificare una veloce e costante crescita dei canoni di locazione, che può quindi giustificare l'accettazione da parte degli investitori di rendimenti iniziali inferiori al costo dei loro mezzi di finanziamento.

I rendimenti iniziali assicurati dal mercato immobiliare in Europa continentale sono ancora relativamente alti se paragonati a quelli offerti da titoli obbligazionari a basso rischio, dati gli ancora limitati tassi di crescita dei canoni di locazione, che aumenteranno con l'entrata a regime dei benefici effetti economici apportati dalla crescita generale del sistema. All'aumentare dei canoni di locazione, ci aspettiamo che lo yield spread correntemente osservato diminuisca fin

teoricamente a diventare negativo come è attualmente nel Regno Unito. Questo provocherà chiaramente notevoli aumenti del valore di mercato dei cespiti immobiliari e significativi guadagni in conto capitale per gli investitori del settore. Nel caso in cui gli yields immobiliari siano superiori al costo del debito (come ad oggi nei Paesi dell'Europa continentale) gli investitori sono in grado di sfruttare aggressivamente la leva finanziaria (ad esempio: un portafoglio immobiliare stabile, con alti livelli di occupazione, contratti di locazione a lungo termine e locatari dall'elevato livello creditizio può al momento essere finanziato con capitali di debito fino a livelli pari al 90% del valore di mercato) per moltiplicare il ritorno sui mezzi propri investiti. Questa situazione è estremamente favorevole all'investimento e destinata a convergere verso un livello di equilibrio di lungo termine: con i tassi di crescita dei canoni di locazione in aumento, le aspettative degli investitori per le loro dinamiche future e riguardo alla sostenibilità dei flussi di cassa derivanti sono destinate a crescere proporzionalmente, spingendo la comunità finanziaria ad accettare yields iniziali inferiori, fino, come detto, ad annullare lo spread o a renderlo negativo.

A conferma di questo trend appena iniziato, i Paesi che hanno beneficiato di tassi di crescita delle locazioni più elevati sono attualmente caratterizzati da differenziali di rendimento inferiori, come la Spagna, il Paese che ha guidato la ripresa economica in Europa continentale.

La dinamica appena esaminata dovrebbe persuadere il lettore come la generale convinzione che l'investimento immobiliare, se non caratterizzato da una forte componente di sviluppo, sia assimilabile ad un investimento difensivo ed anti-inflazionistico di carattere quasi obbligazionario in realtà, gli investitori specializzati nel comparto immobiliare sono focalizzati su una nozione di total return che combina il ritorno legato alla redditività dell'immobile con l'aumento del valore dell'immobile stesso generate una componente di ritorno in conto capitale.

A fronte di un rendimento derivante dai canoni di locazione relativamente stabile, nel cui trend generale in leggera discesa si intravede quella contrazione dei rendimenti minimi richiesti (yield) di cui abbiamo parlato in precedenza, possiamo notare come i rendimenti totali assicurati dal settore siano caratterizzati da una discreta volatilità, pur mantenendosi sempre ad attraenti livelli e superiori al tasso medio di inflazione.

In proposito, occorre considerare che il mercato immobiliare è entrato nella attuale fase di espansione nel 2001, a seguito degli attentati terroristici dell'11 settembre, portando molti investitori istituzionali a dirottare parte dei propri fondi su un'asset class apparentemente più stabile e sicura. Da quel momento, a fronte di rendimenti derivanti da canoni di locazione in leggera diminuzione (dal momento che la pressione sugli yields, dovuta alla maggiore competizione, non poteva essere totalmente controbilanciata dalla crescita dei canoni di locazione in economie ancora in fase di ristrutturazione per preparare la corrente fase espansiva) i rendimenti totali sono continuamente cresciuti raggiungendo livelli vicini o superiori al 20% annuo prima di considerare gli effetti derivanti dalla leva finanziaria. L'Italia non è rimasta estranea a questo positivo trend di settore, e gli yield medi relativi a tutte le destinazioni d'uso immobiliari hanno beneficiato di una contrazione pari ad almeno 100 punti base negli ultime 3 anni. Inoltre, nel mercato nazionale, la compressione degli yield medi è stata accentuata, soprattutto per i settori dei centri commerciali e dei magazzini logistici, dalle limitate opportunità di investimento di classe A: situazione che ha incrementato la tensione competitiva tra i potenziali investitori in cerca di esposizione sul mercato immobiliare italiano.

Capitolo secondo

I “REITS” STATUNITENSI: IL MODELLO DI TRASPARENZA FISCALE

SOMMARIO: **2.1.** L’affermazione dei Real Investment Trust nell’esperienza americana: cenni storici. **2.2.** La classificazione dei Real Investment Trust. **2.2.1.** Gli Equity Reit. **2.2.2.** I Mortgage Reit. **2.2.3.** Gli Hybrid Reit. **2.2.4.** Gli altri metodi di classificazione. **2.3.** I profili di regolamentazione civilistica. **2.4.** Il regime fiscale “elettivo” dei Reits. **2.4.1.** La determinazione del taxable income. **2.4.2.** La tassazione dei capital gain. **2.4.3.** I redditi provenienti da *foreclosure propeties*. **2.4.4.** I redditi provenienti da *prohibited transacrions*. **2.5.** Il regime fiscale dei partecipanti residenti negli Stati Uniti. **2.6.** La tassazione dei soggetti non residenti negli Stati Uniti che detengono quote dei Reit statunitensi. **2.7.** La tassazione dei soggetti fiscalmente residenti in Italia partecipanti a REIT statunitensi. **2.7.1.** La distribuzione ad un soggetto residente in Italia degli utili derivanti da attività di affitto o interessi relativi a finanziamenti garantiti da immobili: norme convenzionali. **2.7.2.** La distribuzione ad un soggetto residente in Italia degli utili derivanti da attività di affitto o interessi relativi a finanziamenti garantiti da immobili: norme interne dell’ordinamento italiano. **2.7.3.** I dividendi percepiti da un soggetto residente in Italia relativi all’attività di impresa svolta, negli Stati Uniti per il tramite di una stabile organizzazione. **2.7.4.** La tassazione delle plusvalenza derivanti dalla cessione di proprietà immobiliari da parte di un soggetto residente in Italia. **2.7.5.** I proventi derivanti dalla cessione della partecipazione di un Reit da parte di un soggetto residente in Italia.

2.1. L’affermazione del Real Investment Trust nell’esperienza americana: cenni storici.

Il modello dei Real Investment Trust nasce negli Stati Uniti negli ultimi decenni del XIX secolo quando i primi gestori immobiliari di Boston utilizzarono un veicolo, il cd. “business trust” o “Massachussets trust” (un trust creato per scopi commerciali la cui partecipazione era rappresentata da azioni trasferibili) per effettuare investimenti indiretti nel mercato immobiliare.

Questi veicoli si diffusero rapidamente in tutto il Paese perché in un primo momento si ritenne potessero godere della esenzione dall’applicazione dell’imposta federale, a condizione che il reddito dagli stessi prodotto fosse distribuito ai beneficiari del trust nello stesso esercizio in cui erano stati prodotti.

Tuttavia, nel 1934, la Suprema Corte intervenne nel caso *Morrissey v. Commissioner*⁽²³⁾, statuendo il principio generale in forza del quale tutti i veicoli passivi di investimento organizzati e gestiti come società (tra cui, appunto, anche i real estate investment trust) erano soggetti all'applicazione delle medesime disposizioni previste per le corporation.

In un primo momento, si ritenne che il principio generale espresso nella predetta sentenza fosse applicabile anche ai veicoli di investimento in valori mobiliari soggetti, al pari di quelli immobiliari, all'applicazione delle regole ordinarie previste per le corporation. Soltanto nel 1936 venne emanata una legislazione “ad hoc” che esclude dal pagamento delle imposte federali le società di investimento regolamentate.

Soltanto dopo la conclusione della seconda guerra mondiale furono introdotte le prime disposizioni che prevedevano un regime fiscale di sostanziale esenzione dall'applicazione delle imposte federali per i trust che investivano in proprietà immobiliari. E ciò, in particolare, al fine di dare risposta al bisogno di liquidità del mercato immobiliare.

Volendo provare a dare una prima definizione del regime dei Real Investment Trust previsto nell'Internal Revenue Code (IRC) nella Section 855-858⁽²⁴⁾, va notato che il tratto fondamento qualificante il predetto regime è rappresentato dalla possibilità, al ricorrere di determinate condizioni, lasciata alle corporation e ai trust di esercitare l'opzione per essere qualificate come REIT e di conseguenza, essere considerate “pass through entities”⁽²⁵⁾. In questo modo, il REIT è di fatto

⁽²³⁾ Cfr. *Morrissey v. Commissioner*, 296 U.S. 344 1935.

⁽²⁴⁾ Tali Section sono contenute nel Subtitle A, Charter 1. Subchapter M. dell'IRC in materia, appunto, di Regulated Investment Trusts.

⁽²⁵⁾ Sul regime statunitense di tassazione per trasparenza degli investimenti immobiliari cfr. Block, *Investing in Reits*, Milano, 2006; Bruggeman - Fisher *Real estate finance and investments*, Boston, 2001; Chan, *Real estate investments trusts: structure, performance*

un'entità "trasparente" non soggetta ad imposizione sui redditi, gravando l'imposizione soltanto in capo ai soci di tale strumento al momento della distribuzione degli utili dallo stesso conseguiti⁽²⁶⁾.

Sin dal principio, è importante sottolineare che i Real Estate Investment Trust non si contraddistinsero per una particolare forma giuridica rappresentando, piuttosto, un regime fiscale elettivo che, al ricorrere di particolari condizioni, poteva trovare applicazione tanto nei confronti delle corporations⁽²⁷⁾ quanto nei confronti dei trusts e delle associazioni residenti (i c.d. business trusts⁽²⁸⁾), a condizione che questi ultimi fossero soggetti all'applicazione le medesime disposizioni fiscali previste per le corporations.

Come si evince chiaramente dal rapporto della Commissione al Governo al progetto di legge che, nel 1960, avrebbe istituito i REIT, lo scopo di tali strumenti

and investments opportunities, Oxford, 2003; Garrigan – Parson, *Real estate investment trusts: structure, analysis and strategy*, New York, 2002.; Imperiale, *Real estate investment trusts: new strategies for portfolio management*, New York, 2002; National Association of Real Estate Investment Trusts, *The investor's Guide to Real Estate Investment Trusts (REITs)*, 2007; Sanger – Sirmans – Turnull, *The effects of tax reform on real estate: some empirical results*, Wisconsin, 1990.

⁽²⁶⁾ Come si avrà modo di osservare il predetto risultato è ottenuto nella disciplina fiscale statunitense non tramite l'esenzione dall'imposizione sui redditi in capo al REIT, ma attraverso la concessione della deduzione integrale degli utili distribuiti.

⁽²⁷⁾ La corporation, in pratica è l'equivalente delle nostre società di capitali. Essa ha personalità giuridica, responsabilità limitata e viene costituita tramite un atto costitutivo (c.d. "*certificate of incorporations*") che deve essere registrato presso il *Secretary of State* dello Stato in cui la nuova società ha la sede legale. Una volta costituita, la corporation è soggetta al rispetto delle disposizioni specificamente previste per questa forma societaria, sia in ambito federale che a livello di normativa prevista nell'ambito dei singoli Stati.

⁽²⁸⁾ Il business trust, invece, non è fortemente regolamentato da leggi federali o dei singoli Stati, ma è lasciata in prevalenza all'autonomia del dipendente. Vi è infatti la cosiddetta *declaration of trust*, che altro non è che un atto in cui il c.d. disponente si priva di parte del suo patrimonio e lo affida in gestione a uno o a più trustee che devono amministrare il patrimonio del trust in favore di uno o più beneficiari, in ossequio alle regole stabilite nella *declaration of trust*. Di conseguenza, tutti i rapporti tra i soggetti, i loro rispettivi diritti e la corporate governance del trust sono affidati alla autonomia contrattuale.

era quello di fornire ai piccoli investitori i vantaggi normalmente riservati ai grandi investitori, dotati di ingenti risorse finanziarie. Vantaggi, in specie, rinvenibili nella possibilità di partecipare “pro quota” ad investimenti immobiliari a cui i singoli investitori, per la loro elevata dimensione, non avrebbero potuto aderire singolarmente. Nel contempo, inoltre, il ricorso ai REIT consentiva agli investitori di ridurre il rischio connesso all’investimento immobiliare tramite la diversificazione degli investimenti, beneficiando nel contempo della professionalità di gestori esperti.

Il nuovo veicolo non incontrò, sin da subito, il favore dei mercati: il primo REIT, Continental Mortgage, venne quotato sul New York Stock Exchange soltanto nel 1965 e negli anni sessanta solo dieci REIT vennero quotati negli Stati Uniti, per una capitalizzazione di mercato aggregata di poco superiore ai 200 milioni di dollari. Il parziale insuccesso è probabilmente da imputarsi alle eccessive restrizioni imposte dalla legislazione all’epoca in vigore: su tutte, le limitazioni previste in ordine alla gestione dell’attività immobiliare. Nella sua originaria formulazione, infatti, le previsioni dell’Internal Revenue Code non consentivano ai beneficiari dei trust, agli amministratori o ai loro dipendenti di essere attivamente coinvolti nella gestione del patrimonio del veicolo, né di fornire servizi ai locatari degli immobili gestiti, dovendo le predette funzioni essere esternalizzate e affidate ad un soggetto indipendente⁽²⁹⁾.

Peraltro, va osservato che le predette limitazioni erano del tutto in linea con la “ratio” sottesa al regime fiscale di sostanziale esenzione dall’applicazione dell’imposta federale e della natura del veicolo pensato, appunto, come uno strumento passivo di investimento il cui patrimonio veniva gestito da un soggetto terzo.

⁽²⁹⁾ Sul tema, cfr. Sanger – Sirmans – Turnull, *The effects of tax reform on real estate: some empirical results*, Winsconsin, 1990.

La Riforma del 1986 introdusse ben tredici emendamenti alla legislazione introdotta negli anni 60, tra cui, appunto, la possibilità lasciata al REIT di gestire direttamente il patrimonio, eseguire l'ordinaria e la straordinaria manutenzione degli immobili di sua proprietà, nonché di fornire altri servizi ai locatari, eliminando, quindi, la necessità di ricorrere ad un consulente indipendente che si occupasse di tutte le funzioni di "properties management",⁽³⁰⁾.

La prima significativa ondata di quotazioni di REIT si osserva tra il 1969 e il 1974, supportata dalle istituzioni finanziarie locali che quotarono oltre 50 mortgage REIT, principalmente per tre ragioni riconducibili alla esigenza **(i)** di assicurarsi una porzione significativa di quota di mercato nell'emergente segmento dei finanziamenti immobiliari; **(ii)** di originare finanziamenti al di fuori del proprio bilancio in modo da minimizzare l'ammontare di riserve obbligatorie necessarie; e, da ultimo, **(iii)** di generare una rendita da commissioni per la gestione dei REIT, che allora erano ancora limitati alla gestione esterna obbligatoria.

Le limitate motivazioni industriali alla base di questa ondata di quotazioni e i non ottimali standard raggiunti nei processi di agevolazione del credito e di approvazione degli investimenti posero le basi per i difficili anni successivi.

⁽³⁰⁾ In tal modo, i REIT hanno suscitato l'interesse non solo delle istituzioni finanziarie (i.e. banche e assicurazioni), che già in passato avevano utilizzato il predetto veicolo per beneficiare del regime fiscale di sostanziale esenzione esternalizzando la gestione ad esperti indipendenti, ma anche degli operatori del settore immobiliare. Il primo operatore che si avvalse dell'opportunità di creare un Real Investment Trust in grado di gestirsi internamente e di fornire ai locatori anche servizi ausiliari all'attività di locazione fu Kimco Realty che nel 1991 fece una IPO del primo REIT verticalmente integrato che eseguiva internamente sia il property management che l'asset management delle sue proprietà. Questa IPO è da molti considerata come l'operazione che ha aperto una nuova stagione nel mercato dei REIT che si è sviluppata lungo tutti gli anni 90, ricordati come il periodo di maggiore scambio di proprietà immobiliare della storia degli Stati Uniti e di maggiore sviluppo dei REIT.

Gli anni settanta furono un periodo di crisi generale per l'economia statunitense e l'industria immobiliare non vi fu immune. L'incremento del prezzo del petrolio causato dall'embargo imposto dall'OPEC nel 1973 fece aumentare vertiginosamente l'inflazione, causando una crescita dei prezzi al consumo del 6,3% nel 1973 ed un picco dell'11,3% nel 1979. La crisi inflazionistica portò all'incremento dei tassi di interesse, colpendo significativamente l'industria immobiliare, caratterizzata da REIT che fornivano mutui ipotecari a tasso fisso ma si finanziavano a tasso variabile. I tassi di mercato, quindi, raggiunsero livelli ai quali i REIT dovevano sopportare yield spreads negativi e, conseguentemente, molti di questi veicoli fallirono.

Nella prima metà degli anni ottanta l'industria immobiliare recuperò, ma i REIT continuarono a soffrire essendo visti come veicoli caratterizzati da una scarsa liquidità ed incapaci di assicurare rendimenti attraenti. La reputazione negativa dei REIT fu mitigata dall'Economic Recovery Act del 1981, che introdusse il concetto di ammortamento accelerato che contribuiva a ridurre l'imposizione fiscale di veicoli immobiliari diversi dai REIT. Conseguentemente, stimolata dai notevoli rendimenti sul capitale investito resi possibili dall'ammortamento accelerato, una grande quantità di fondi si riversò nel settore immobiliare, in parte anche abbandonando i REIT esistenti, spingendo gli yields di mercato ai minimi storici. Inoltre, molti sviluppatori immobiliari si affrettarono a capitalizzare le opportunità offerte dalla corsa irrazionale all'investimento immobiliare, creando un eccesso di offerta che portò ad un notevole diminuzione dei canoni di locazione, ponendo, in tal modo, le basi per una crisi sistemica dell'intero settore. Questi primi segni di crisi peggiorarono con il Tax Reform Act del 1986, che diminuì considerevolmente gli scudi fiscali che venivano sfruttati dagli speculatori immobiliari, allungando i periodi temporali di ammortamento ed eliminando la possibilità di un ammortamento accelerato. Questo, conseguentemente, diede inizio alla crisi del settore immobiliare privato, che si

trovò nuovamente in difficoltà: la crisi immobiliare della fine degli anni ottanta e inizio anni novanta vide un crollo dei valori tra il 30% ed il 50%. La diminuzione dei valori di portafoglio e il calo dei canoni di locazione causata dall'eccessivo sviluppo speculativo colpì fortemente i flussi di cassa dei REIT esistenti, obbligandoli a tagliare significativamente i dividendi distribuiti, con un disastroso effetto sui prezzi di mercato⁽³¹⁾.

Sebbene il pieno recupero del settore e la definitiva ondata di quotazioni non sarebbero arrivati prima dell'inizio degli anni novanta, alcuni comparti beneficiarono di una ripresa in anticipo. Il settore sanitario pose le basi per la rinascita dei REIT americani a partire dalla seconda metà degli anni ottanta, anni in cui un numero sempre crescente di operatori sanitari decise di monetizzare i propri investimenti nelle proprietà immobiliari dove svolgevano la loro attività tramite il conferimento in REIT da quotare sui mercati azionari; le proprietà strategiche venivano successivamente locate agli operatori ("*sale & leaseback*"). A cavallo tra la seconda metà degli anni ottanta e la prima metà degli anni novanta il mercato vide la quotazione di primari operatori immobiliari specializzati in cespiti destinati ad uso sanitario quali Health Care Property Investors Inc. (1985), Nationwide Health Properties (1989), Vencor (1989, oggi conosciuta come Ventas), National Health Investors (1992), Omega Health Investors (1992) and Healthcare Realty Trust (1993).

Agli inizi degli anni novanta (1991-1993), finalmente, il recupero del settore sembrava completato, con ritorni in media del 23,3%. Parte delle motivazioni alla base del recupero risiedono nelle modifiche intrinseche che la crisi del decennio precedente aveva imposto al settore: le istituzioni finanziarie avevano innalzato gli standard richiesti per concedere finanziamenti immobiliari e diminuito i livelli di indebitamento, spingendo i grandi sviluppatori immobiliari a cercare fonti

⁽³¹⁾ Il rendimento totale del segmento REIT del NYSE crollò a -14,8% nel 1974, arrivando al risultato peggiore mai conseguito.

alternative per procurarsi i capitali necessari per gli investimenti. La soluzione preferita fu quella di accedere ai mercati azionari internazionali, oltre che percorrere la rotta delle cartolarizzazioni dei portafogli di investimento. Una nuova stagione era cominciata: Kimco, il maggiore investitore in centri commerciali negli Stati Uniti fu quotato a novembre 1991 e numerosi UPREIT raggiunsero il mercato fornendo veicoli ottimali per finanziare una crescita bilanciata per gli specialisti di sviluppo immobiliare.

I positivi sviluppi industriali del settore, combinati con la riduzione del costo del denaro da parte della Federal Reserve, trasformarono i REIT in strumenti di investimento ottimali in grado di assicurare rendimenti attraenti a fronte di un profilo di rischio relativamente contenuto. Nel solo 1993, i mercati videro 100 offerte azionarie relative a REIT (incluse le offerte secondarie), raccogliendo oltre 13,2 miliardi di dollari e portando, alla fine del 1994, la capitalizzazione di mercato totale del settore a poco meno di 40 miliardi di dollari (rispetto ai 5,6 miliardi di dollari della fine del 1990).

L'interesse verso i REIT fu anche favorito dalla caduta di numerose restrizioni all'investimento in REIT, individuate, in dottrina⁽³²⁾, nei fattori qui di seguito descritti:

- i) lo scioglimento delle Limited Partnerships create negli anni 80, diventate fiscalmente meno convenienti dei REIT. Tale situazione fece sì che un enorme patrimonio immobiliare, stimato in circa 200 miliardi di dollari, confluì verso i REIT;
- ii) le modifiche apportate nel gennaio 1994 dalla National Association of Insurance Commissioners alla legislazione in materia di investimenti in proprietà immobiliari resero più costoso per le compagnie assicurative

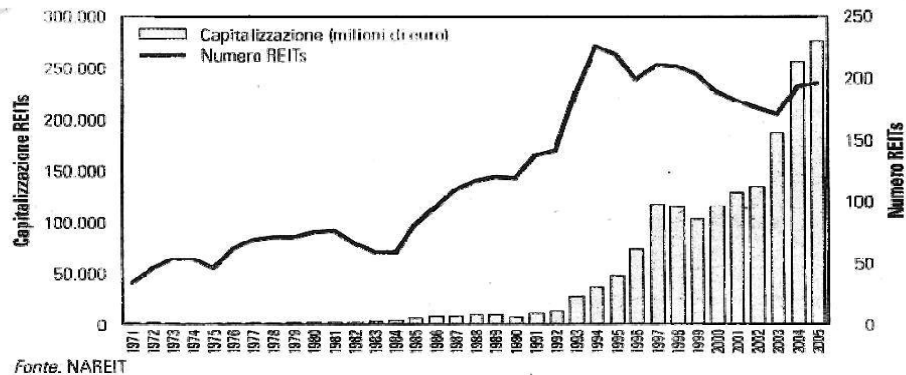
⁽³²⁾ Cfr. GARRIGON – PARSONS, *Real Estate Investment Trust: structure, analysis and strategy*, New York, 1998, p. 15-16.

detenere direttamente beni immobiliari. Ciò favorì il trasferimento di una parte consistente del patrimonio immobiliare delle compagnie assicurative in REIT già esistenti;

- iii) la crisi di liquidità che caratterizzerò i primi anni 90 provocò il crollo dei prezzi immobiliari. Questo fece sì che il sistema bancario domestico e straniero riscattasse da ipoteca una ingente quantità di immobili che, quando la crisi fu superata, furono immessi dalle banche nel mercato, alimentando la creazione e lo sviluppo di nuovi REIT;
- iv) la massiccia dismissione di assets immobiliari posta in essere nel corso degli anni 90 da parte di molti investitori giapponesi che avevano acquistato una gran quantità di asset immobiliare negli anni 80, e che nel tempo non erano più soddisfatti dei rendimenti dagli stessi garantiti;
- v) la vendita di proprietà immobiliari da parte dei fondi pensione che negli anni 80, approfittando della fase di rialzo dei prezzi immobiliare, avevano acquistato un grande stock di immobili, incrementando la loro quota di proprietà immobiliari dall'1 al 6 per cento e che negli anni 90 non erano più soddisfatti dei rendimenti così garantiti⁽³³⁾.

⁽³³⁾ Il grafico è tratto da Cappio - V. Felling - F. Vedana, *I fondi immobiliari: disciplina civilistica e trattamento fiscale*, Milano, 2006, p. 4.

Capitalizzazione e numero dei REIT nel periodo 1972-2005



2.2. La classificazione dei Real Investment Trust.

Volendo procedere ad una prima classificazione dei REIT, seguendo quella proposta dalla National Association of Real Investment Trust possono essere individuate tre diverse categorie in ragione della natura degli investimenti: gli "Equity Reit", i "Mortgage Reit" e gli "Hybrid Reit".

2.2.1. Gli Equity Reit.

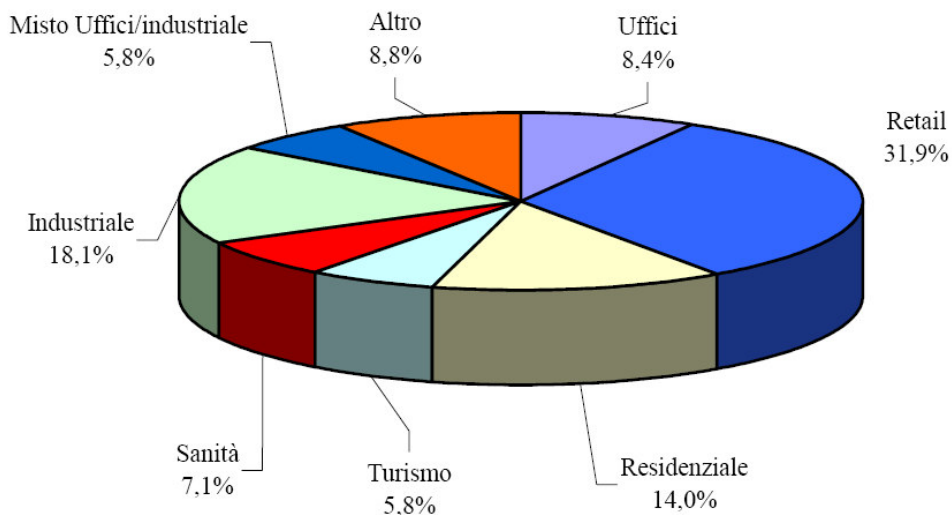
Gli Equity Reit sono così definiti poiché il loro portafoglio di investimento è quasi esclusivamente composto da beni immobili. Essi possono assumere diverse specializzazioni in ragione, in particolare, della natura dell'investimento e della localizzazione geografica degli immobili in cui il REIT ha investito. Alcuni REIT scelgono, tuttavia, di non specializzarsi per godere dei benefici connessi alla diversificazione del rischio.

La National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT), al fine di consentire ai risparmiatori di comprendere il rischio intrinseco associato alle

singole categorie di beni immobili in cui viene investito il patrimonio del REIT, ha classificato gli Equity REIT nelle ulteriori seguenti categorie:

- i) "**Industrial/Office**": in questa categoria sono ricompresi i REIT che investono in immobili adibiti ad impianti industriali o ad uffici. Alcuni analisti finanziari suddividono ulteriormente questa categoria in base alla localizzazione della proprietà, ovvero a seconda che gli immobili si trovino in periferia ovvero nel distretto finanziario;
- ii) "**Retail**": si tratta di REIT che investono in unità immobiliari commerciali, che vengono a loro volta suddivisi in ulteriori sottocategorie a seconda che l'immobile sia situato in zone centrali commerciali (strip centers), in centri commerciali che si trovano fuori dai centri abitati (regional malls), in centri outlet o in negozi isolati;
- iii) "**Residential**": si tratta di REIT che investono in immobili ad uso residenziale;
- iv) "**Diversified**": questa categoria ricomprende i REIT che, per diversificare il rischio, investono in una grande varietà di immobili;
- v) "**Lodging/Resorts**": si tratta di REIT che investono in alberghi, motel e altre strutture recettive;
- vi) "**Health Care**": questi REIT investono in strutture sanitarie, dando poi in affitto tali proprietà ai gestori di cliniche od ospedali;
- vii) "**Self Storage**": questi REIT investono in strutture adibite a magazzino;
- viii) "**Speciaty**": si tratta di REIT specializzati in tipi di proprietà particolari, quali campi da golf, autosaloni, teatri, prigioni, porti turistici, etc.

E' importante sottolineare come la distribuzione dei REIT per tipologia di proprietà è cambiata nel corso degli anni⁽³⁴⁾. Nel 1991 i REIT specializzati in immobili residenziali rappresentavano la metà del totale, mentre nel 1998 il settore maggiormente rappresentato era quello delle unità industriali/uffici che pesavano per il 25 per cento del totale. Nel 2007, invece, i REIT investivano principalmente in immobili ad uso commerciale (che comprendono "regional malls" e "shopping centers" e rappresentano complessivamente il 26 per cento del totale), seguiti dagli immobili ad uso residenziale e dagli uffici.



⁽³⁴⁾ Cfr. BRUEGGEMAN-FISHER, *Real estate finance and investments*, Boston, 2001, p. 569.

2.2.2. I Mortgage REIT.

I Mortgage REIT, invece, non possiedono direttamente proprietà immobiliari ma finanziano soggetti che effettuano operazioni immobiliari, ricevendo in garanzia gli immobili o acquistando crediti garantiti da asset immobiliari. Tali strumenti furono molto utilizzati tra la fine degli anni 60 e l'inizio degli anni 70, principalmente per finanziare le operazioni di costruzione e di ristrutturazione. In tal modo, in particolare, fu possibile aggirare le limitazioni imposte dalle banche e dalle altre istituzioni finanziarie. Per tali ragioni, i Mortgage Reit furono tra i principali finanziatori delle numerose operazioni immobiliari agli inizi degli anni 70 e conobbero una fase di forte crescita sino ad arrivare a capitalizzare più degli Equity Reit.

Tuttavia, nel 1974, vi fu una forte recessione e i tassi di interesse raggiunsero livelli altissimi. I REIT che prestavano denaro a tassi superiori rispetto a quelli normalmente praticati dalle banche non riuscirono a mantenere uno spread così elevato e furono costretti a finanziare gli operatori immobiliari a tassi simili a quelli praticati dalle altre istituzioni finanziarie. Il rischio di queste operazioni era, tuttavia, molto elevato e quando molte società costruttrici non riuscirono a mantenere gli impegni verso i finanziatori a causa dei tassi di interesse elevati, molti REIT riportarono ingenti perdite e furono costretti a cedere i portafogli di crediti alle banche. Questo segnò una flessione nella capitalizzazione dei Mortgage REIT, che diminuirono il loro peso percentuale e nel 2000 toccarono il loro punto più basso, arrivando a capitalizzare poco più dell'1,1 per cento della capitalizzazione totale del mercato dei REIT. Negli ultimi anni la capitalizzazione dei Mortgage REIT è leggermente risalita, attestandosi attorno al 7 per cento, ma la crisi dei mutui subprime del 2007 potrebbe costituire un elemento in grado di frenare ulteriormente la predetta crescita.

2.2.3. Gli Hybrid REIT

Da ultimo, nella classificazione operata dalla National Association of Real Estate Investment Trusts, vi sono gli Hybrid REIT, che presentano caratteri proprie delle due tipologie precedenti, dato che investono sia direttamente in proprietà immobiliari che nei finanziamenti a queste connesse. Fino a metà degli anni '80 gli Hybrid REIT rappresentavano una fetta importante del mercato, ma hanno in seguito perso importanza dopo l'entrata nel mercato di operatori immobiliari che hanno preferito puntare sulla specializzazione delle aree di investimento.

La tabella che segue riassume le dinamiche storiche delle varie tipologie di REIT, in termini sia quantitativi che di capitalizzazione.

Capitalizzazione del mercato dei REIT per tipologia, 1980-2007⁽³⁵⁾

Anno	Equity		Mortgage		Hybrids		Totale	
	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.
1980	35	942	21	509	19	848	75	2.299
1981	36	977	21	541	19	921	76	2.439
1982	30	1.071	20	1.133	16	1.095	66	3.299
1983	26	1.469	19	1.460	14	1.328	59	4.257
1984	25	1.794	20	1.801	14	1.490	59	5.085
1985	37	3.270	32	3.162	13	1.242	82	7.674
1986	45	4.336	35	3.625	16	1.963	96	9.924
1987	53	4.758	38	3.161	19	1.783	110	9.702
1988	56	6.142	40	3.620	21	1.673	117	11.435
1989	56	6.770	43	3.536	21	1.356	120	11.662
1990	58	5.552	43	2.549	18	636	119	8.737
1991	86	8.785	28	2.586	24	1.597	138	12.968
1992	89	11.171	30	2.772	23	1.969	142	15.912
1993	135	26.082	32	3.398	22	2.679	189	32.159
1994	175	38.812	29	2.502	22	2.992	226	44.306
1995	178	49.913	24	3.395	17	4.233	219	57.541
1996	166	78.302	20	4.778	13	5.696	199	88.776
1997	176	127.825	26	7.370	9	5.339	211	140.534
1998	173	126.904	28	6.480	9	4.917	210	138.301
1999	167	118.233	26	4.441	10	1.588	203	124.262
2000	158	134.431	22	1.632	9	2.652	189	138.715
2001	151	147.092	22	3.990	9	3.817	182	154.899
2002	149	151.271	20	7.146	7	3.520	176	161.937
2003	147	239.114	21	19.330	7	6.356	175	264.800
2004	150	263.121	33	24.218	7	6.464	190	293.803
2005	152	301.491	37	23.393	8	5.807	197	330.691
2006	138	400.741	38	29.195	7	8.135	183	438.071
2007	118	288.695	29	19.054	5	4.260	152	312.009

⁽³⁵⁾ Cfr. Nareit, *Historical REIT Industry Market Capitalization: 1972-2007*, 2008.

2.2.4. Gli altri metodi di classificazione.

La classificazione sino ad ora prospettata non costituisce l'unica che consente di classificare i REIT, ben potendo quest'ultimi essere suddivisi anche in ragione di altre variabili quali, ad esempio, la durata del trust. Adottando il predetto criterio, si distingue, quindi, tra REIT a vita finita (o "self liquidating"), che a una certa scadenza provvedono a vendere gli asset in portafoglio e a liquidare i partecipanti, e REIT a vita indeterminata che reinvestono le plusvalenze e le somme rivenienti dalla cessione degli asset.

Ancora, un'ulteriore classificazione può essere effettuata in ragione della struttura manageriale prescelta ed, in particolare, a seconda che l'attività di gestione sia gestita internamente al REIT ovvero sia delegata ad un soggetto terzo.

A seguito delle modifiche apportate nel 1986, nell'ambito della disciplina statunitense è venuto meno il divieto di ricorrere ad una struttura interna di gestione, lasciando in tal modo agli operatori economici la possibilità di scegliere, all'atto di costituzione, se strutturare il REIT come società gestita internamente o come società gestita esternamente.

In un REIT gestito internamente, la società quotata che acquisisce lo status legale di REIT è proprietaria dei cespiti immobiliari ed è, inoltre, anche il veicolo societario all'interno del quale si trovano le capacità manageriali dedicate alla gestione del patrimonio immobiliare e delle strategie di investimento e creazione di valore (cd. asset management) e dove, il più delle volte, si trova il personale dedito alla gestione operativa dei contratti di locazione, al mantenimento della qualità dei cespiti e alla relazioni giornaliere a basso valore aggiunto con i locatari (cd. property management). Quest'ultima attività, dato il basso valore che la caratterizza, è nella maggior parte dei casi esternalizzata senza che il REIT venga, per ciò solo, classificato come gestito esternamente. In questa prima struttura,

quindi, il REIT è in grado di distribuire ai propri azionisti o reinvestire gli utili netti derivanti dalle attività di locazione, gestione di portafoglio o sviluppo dopo aver sostenuto i normali costi societari in termini di amministrazione, personale e controllo.

Un REIT gestito esternamente è, invece, assimilabile ad un fondo immobiliare, nel senso che la società che acquisisce lo status legale di REIT è titolare del patrimonio immobiliare, possiede capacità manageriali estremamente limitate ed un personale che si sostanzia e si identifica nella figura dell'Amministratore Delegato. L'attività di gestione degli investimenti è esternalizzata ad una società terza, l'external manager, che viene remunerata con una commissione di gestione che va a sostituire, in modo più o meno proporzionale, i costi societari di funzionamento della società gestita internamente.

Con l'entrata in vigore del Tax Reform Act del 1986, più del 90% dei REIT statunitensi ha optato per un modello di gestione interna adottando, di fatto, una struttura sostanzialmente assimilabile a quella delle società industriali, dotate di personale dedicato alla gestione operativa dell'attività, di un top management interno e di un Consiglio di Amministrazione dedicato.

L'affermarsi, nel contesto internazionale, del modello di gestione interna è principalmente riconducibile alla preoccupazione che un REIT gestito esternamente tenda a crescere irrazionalmente senza una focalizzazione sulla creazione di valore per gli azionisti, ma in virtù di una crescita dimensionale fine a se stessa, determinata dalla natura stessa delle commissioni di gestione previste dai contratti di gestione esterna. Il compenso della società di gestione esterna è, infatti, spesso determinato in base ad una percentuale fissa del totale degli investimenti ("Gross Asset Value"), maggiorata di una componente variabile

strutturata in modo da allineare gli interessi degli azionisti a quelli della società di gestione⁽³⁶⁾.

Dal punto di vista strutturale occorre, infine, esaminare un'ultima particolare struttura dei REIT: l'UPREIT, o Umbrella Partnership REIT.

Il primo caso di UPREIT fu usato nella quotazione di Taubman Centres negli Stati Uniti nel 1992. La struttura, giustificata da fini prettamente fiscali, permette ai proprietari di cespiti immobiliari di conferire gli stessi in un operating partnership, in modo da poter controllare il momento temporale in cui dovranno affrontare l'eventuale esborso di cassa a fronte della imposizione prevista sui capital gain. Questa struttura presenta quindi un fattore di vantaggio competitivo per i REIT, rendendo fiscalmente efficienti i conferimenti in veicoli controllati dallo stesso.

In particolare, va osservato che, prima delle modifiche introdotte con la Riforma del 1986, le società che esercitavano l'opzione per il regime REIT non potevano detenere partecipazioni in società a loro volta detentori di immobili. Solo con la riforma del 1986 sono caduti i limiti alla concentrazione relativi al possesso di altri REIT ed è stata, quindi, concessa la possibilità di acquistare quote di veicoli societari che, a loro volta, possedevano immobili. Questa pratica era già molto diffusa nel mercato immobiliare perché in grado di consentire trasferimenti fiscalmente più convenienti, in quanto comportava il trasferimento non dell'immobile direttamente ma delle azioni della società immobiliare.

Dopo la riforma è stato quindi possibile creare una nuova struttura, conosciuta, appunto, come Umbrella Partnership REIT (o UPREIT), la quale consente al REIT di detenere una partecipazione di controllo – anche totalitaria – in una o più

⁽³⁶⁾ Questa componente variabile è assimilabile a quella tradizionale per società di private equity e hedge funds nei mercati internazionali dei capitali: una porzione del rendimento raggiunto dal REIT, al di sopra di un rendimento minimo contrattualmente predeterminato viene, pagata al gestore come success fee.

Operating Partnership (OP) che, a loro volta, possiede le unità immobiliari. In tale modo, anche chi già possedeva partecipazioni in partnership immobiliari ha avuto la possibilità di conferire tali partecipazioni ad un REIT, ricevendo in cambio quote di quest'ultimo. Di conseguenza, essendo lo scambio di partecipazioni operazione fiscalmente neutra secondo la legislazione interna americana, è possibile in tal modo differire l'imposizione fiscale e allo stesso tempo godere del trattamento fiscale più favorevole riservato ai REIT. Successivamente, le quote di minoranza del REIT vengono offerte sul pubblico mercato consentendo la raccolta di capitale tra il pubblico.

Tale struttura non è, però, esente da critiche, per la ragione che potrebbe far nascere conflitti di interesse tra i possessori delle quote di controllo del REIT (che controllano le Operating Partnership sottostanti, tramite una struttura piramidale) e gli azionisti di minoranza che, di conseguenza, potrebbero essere svantaggiati.

Va, tuttavia, osservato come la *diffusione* degli UPREIT ha contribuito in maniera significativa a sviluppare l'industria dei REIT nel mercato americano: ciò risulta, in particolare, evidente se si pensa che 52 delle 100 più grandi IPO aventi ad oggetto REIT sono state realizzate tramite questo meccanismo⁽³⁷⁾.

Un REIT che, invece, possiede sia proprietà immobiliari direttamente che tramite Operating Partnership sottostanti, viene chiamato "DOWNREIT".

⁽³⁷⁾ In tal senso, cfr. Richard T. Garrigan, John F. C. Parsons, *Real estate investment trusts: structure, analysis, and strategy*, New York, 1998, p. 18.

2.3. I profili di regolamentazione civilistica.

L'opzione per il regime fiscale di trasparenza fiscale può essere esercitata da una corporation, un'associazione o un trust, al ricorrere di particolari requisiti previsti dalla Section 856(a) dell'Internal Revenue Code⁽³⁸⁾.

In particolare, il soggetto richiedente **(i)** deve avere la forma giuridica di società per azioni, di un trust o di una associazione soggetta al rispetto delle disposizioni fiscali previste per le corporation; **(ii)** deve essere gestito da uno o più amministratori o dai trustees; **(iii)** deve possedere un capitale composto da azioni o certificati trasferibili; **(iv)** non deve essere né una istituzione finanziaria come definita dalla Section 852(c)(2), né una società assicurativa come definita dall'IRC nel Subtitle A, chapter 1, subchapter L.; **(v)** deve possedere una compagine societaria composta da almeno 100 soggetti o beneficiari del trust; **(i)** non deve essere una "closely held", ovvero non devono essere concentrate, negli ultimi sei mesi di ciascun periodo d'imposta, la metà delle azioni del REIT in capo a cinque, o meno, persone fisiche. Inoltre, devono essere rispettati ulteriori requisiti in ordine alla composizione del reddito e del patrimonio⁽³⁹⁾.

⁽³⁸⁾ Per un approfondimento sistematico dei profili caratterizzanti il regime statunitense di tassazione per trasparenza dei proventi derivanti dall'investimento immobiliare cfr., ex pluribus, Block, *Investing in Reits*, Milano, 2006; Bruggeman - Fisher *Real estate finance and investments*, Boston, 2001; Chan, *Real estate investments trusts: structure, performance and investments opportunities*, Oxford, 2003; Garrigan - Parson, *Real estate investment trusts: structure, analysis and strategy*, New York, 2002; Imperiale, *Real estate investment trusts: new strategies for portfolio management*, New York, 2002; National Association of Real Estate Investment Trusts, *The investor's Guide to Real Estate Investment Trusts (REITs)*, 2007; Sanger - Sirmans - Turnull, *The effects of tax reform on real estate: some empirical results*, Winsconsin, 1990. Nella dottrina italiana, ex pluribus, Cappio - Felling - Vedana, *I fondi immobiliari*, Milano, 2006; Gnech - Redaelli, *Fiscalità immobiliare*, Milano, 2005; Cacciamani, *Real Estate*, Milano 2006; Delli Santi - Annibali, *REITs europei, SIQ e Fondi immobiliari, in Fisco e Real estate*, a cura di Delli Santi - Annibali, Milano, 2007.

⁽³⁹⁾ La norma specifica, inoltre, che i requisiti attinenti alla forma giuridica del soggetto richiedente e alla composizione del capitale sociale devono essere osservati per l'intera durata dell'esercizio. Per quanto riguarda, invece, la composizione della compagine

Al ricorrere dei predetti requisiti, è consentita la possibilità di esercitare l'opzione per il regime di trasparenza fiscale entro la fine dell'esercizio per cui si richiede l'applicazione del predetto regime. Tale opzione, in particolare, rimane valida anche per gli esercizi successivi, a meno che non venga revocata dalle Autorità fiscali a causa della perdita dei requisiti richiesti ai fini dell'esercizio dell'opzione, ovvero non venga richiesta volontariamente dal REIT la revoca dall'applicazione dello stesso⁽⁴⁰⁾. In entrambe le predette ipotesi, la società non potrà comunque richiedere di essere qualificata nuovamente come REIT nei successivi cinque esercizi.

Nel proseguo verranno analizzati distintamente i requisiti che devono essere rispettati per poter ottenere lo status di Real Estate Investment Trust.

La gestione effettuata da uno o più amministratori o "trustees"

La presenza di questo requisito non è stata mai messa in discussione, in quanto i REIT sono organizzati come società o trust e sono, di conseguenza, naturalmente gestiti dai propri amministratori o dai propri trustees.

Alcuni dubbi interpretativi potevano sorgere con la normativa ante-riforma, che prevedeva che la gestione del REIT fosse delegata ad un consulente esterno. L'Internal Revenue Service, in risposta ad una istanza di interpello⁽⁴¹⁾, chiarì che il solo fatto di conferire a un soggetto indipendente, entro limiti stabiliti, le scelte

azionaria (formata da almeno 100 soggetti) il predetto requisito deve essere soddisfatto per almeno 335 giorni o per un periodo proporzionalmente minore se l'esercizio fiscale del REIT dura meno di un anno. Per quanto riguarda la concentrazione azionaria, invece, è necessario che il requisito sia soddisfatto almeno nella seconda metà di ogni esercizio fiscale del REIT.

⁽⁴⁰⁾ È infatti previsto che il REIT possa chiedere la revoca dal regime elettivo, mediante una comunicazione da inviare alle autorità fiscali entro il novantesimo giorno dell'esercizio in cui si vuole interrompere l'applicazione del predetto regime.

⁽⁴¹⁾ Cfr. Ruling Internal Revenue Service, 72-254.

di investimento e di finanziamento del REIT non pregiudica, comunque, il soddisfacimento del predetto requisito.

Compagine azionaria

Requisito essenziale per ottenere la qualifica di REIT è la presenza di un numero di azionisti superiore a 100. Ai predetti fini, ogni soggetto è considerato singolarmente, anche se si tratta di società o associazioni possedute da un numero ampio di soggetti. Per contro, non esistono regole anti-abuso che riconducono le partecipazioni di un soggetto ad una sua parte correlata, quale un parente o una società controllata.

I requisiti relativi alla composizione della compagine azionaria non trovano applicazione nell'esercizio in cui è stata esercitata l'opzione per l'applicazione del regime fiscale previsto per i REIT. E ciò, in particolare, al fine di dare ai promotori dei REIT tempo sufficiente per collocare le azioni sul mercato.

Un secondo requisito relativo alla compagine azionaria previsto dalla Section 856(h) dell'IRC tende, invece, a limitare le concentrazioni delle azioni in capo ad un ristretto numero di soggetti. In particolare, con un rimando alla Section 542, è previsto che, nella seconda parte dell'esercizio, i primi 5 azionisti persone fisiche non possano possedere, direttamente o indirettamente, più del 50 per cento del valore delle azioni emesse dal REIT (c.d. "*five or fewer rule*"). Anche questa limitazione non trova applicazione nel corso dell'esercizio in cui viene esercitata l'opzione per l'applicazione del regime fiscale.

La *five or fewer rule* si applica considerando unicamente le azioni detenute da persone fisiche, direttamente o anche tramite società interposte. Se, infatti, la partecipazione nel REIT è detenuta da una società, un'associazione o un trust, ai fini della *five or fewer rule* assumono rilevanza le partecipazioni detenute indirettamente dalle persone fisiche che possiedono azioni o interessi in questi ultimi soggetti, tenendo conto ai predetti fini dell'effetto demoltiplicativo.

Inoltre, a differenza di quanto previsto in ordine alla composizione quantitativa della compagine azionaria, ai fini del calcolo delle quote possedute dai primi 5 azionisti, si considerano appartenenti ad un solo soggetto le partecipazioni detenute da persone legate da vincoli di parentela⁽⁴²⁾. Le opzioni che hanno ad oggetto l'acquisto di azioni del REIT si considerano equivalenti al possesso di tali azioni assumendo, quindi, rilevanza ai fini della five or fewer rule.

Al fine di garantire il rispetto delle regole sulla composizione azionaria, gli statuti dei REIT, da sempre, prevedono stringenti limitazioni al trasferimento delle azioni con riferimento, in particolare, ad operazioni che fanno diminuire il numero degli azionisti al di sotto di cento o che fanno sorgere in capo a un soggetto una partecipazione superiore al 9,8 per cento⁽⁴³⁾.

Tali previsioni statutarie potrebbero sembrare in contrasto con la previsione della generale trasferibilità delle azioni previsto, per i REIT, ma l'IRS, in risposta a diversi ruling, si è espresso favorevolmente sulla possibilità di inserire tali limitazioni nell'ambito dello statuto.

Soprattutto in passato, in particolare, si riteneva che le operazioni di trasferimento della partecipazione in un REIT dovessero essere considerate nulle, mentre, da qualche anno, sono state inserite, nell'ambito delle disposizioni statutarie, limitazioni al trasferimento delle azioni e la contestuale creazione di una classe speciale di azioni senza il diritto di voto (c.d. "excess shares"), che

⁽⁴²⁾ Cfr. Section 544(a)(2) dell'Internal Revenue Code.

⁽⁴³⁾ In questo modo, si garantisce il rispetto della five or fewer rule, poiché se i primi cinque azionisti posseggono al massimo il 9,8 per cento delle azioni, collettivamente possiederanno il 49 per cento. In realtà, tuttavia, la predetta conclusione è verificata solo se si considera il valore di una partecipazione media. Infatti, è sufficiente che il totale delle partecipazioni dei primi cinque azionisti sia inferiore al 50 per cento, potendosi configurare casi in cui il primo azionista possieda più del 10 per cento e gli altri possiedano partecipazioni proporzionalmente minori.

vengono trasferite ad un trust speciale che deve essere gestito a beneficio dell'acquirente ultimo delle azioni.

In tale ultima ipotesi, l'IRS richiede che le excess shares paghino dividendi ad un soggetto diverso dal REIT e da quello il cui acquisto è stato vietato, in modo che sia comunque garantito il rispetto della five or fewer rule.

Requisiti operativi: test reddituali e patrimoniali

A. Test reddituali

La Section 856(c)(3) dell'Internal Revenue Code prevede che, per beneficiare della qualifica di REIT, le corporations e i trusts devono conseguire il proprio reddito lordo (ossia escludendo le c.d. prohibited transaction, ovvero quei redditi ritraibili da proprietà immobiliari iscritte nell'attivo circolante), per almeno il 75 per cento, dalle seguenti fonti di reddito:

1. ricavi derivanti dalla locazione di proprietà immobiliari;
2. interessi attivi relativi a finanziamenti garantiti da proprietà immobiliari;
3. plusvalenze derivanti dalla vendita o dal trasferimento di proprietà immobiliare, che non siano classificate tra le attività correnti;
4. dividendi o proventi assimilati ai dividendi derivanti da partecipazioni in altri REIT, nonché plusvalenze derivanti dalla cessione delle quote degli stessi;
5. rimborsi di imposte sulle proprietà immobiliari effettuati dai locatari;
6. redditi e plusvalenze relativi a foreclosure property. Per foreclosure property si intendono i beni immobili (e i beni mobili ad esse connessi) acquistati dal REIT al momento dell'insolvenza del cedente, o ottenuti (sia

tramite un accordo che tramite una pronuncia giudiziale) in seguito all'insolvenza del locatario di quegli immobili o di un soggetto che aveva ottenuto dal REIT un finanziamento garantito da tali beni;

7. somme ricevute come compenso per la conclusione di contratti di finanziamento o di acquisto o affitto di proprietà immobiliari;
8. plusvalenze derivanti dalla vendita di proprietà immobiliari che sarebbero incluse tra le prohibited transaction, ma che godono dell'esenzione prevista dalla Section 857(b)(6);
9. redditi derivanti da qualified temporary investment income. La Section 856(5)(D), introdotta a seguito degli emendamenti apportati dalla riforma fiscale del 1986, per favorire le nuove imprese (anche non immobiliari) nella raccolta di nuovo capitale qualificato prevede che siano considerati, ai fini del calcolo del test reddituale del 75 per cento, gli utili derivanti da azioni o strumenti di debito emessi da qualsiasi soggetto, acquistati dai REIT trasferendo, in contropartita, azioni proprie o emettendo obbligazioni (di durata almeno quinquennale).

Inoltre, ai fini dell'esercizio dell'opzione, almeno il 95 per cento del reddito di un'entità che vuole essere classificata come REIT deve essere relativo alle seguenti fonti di reddito:

1. dividendi provenienti da qualsiasi fonte, interessi anche non relativi a finanziamenti garantiti da proprietà immobiliari; affitti derivanti da proprietà immobiliari;
2. plusvalenze derivanti dalla vendita o dal trasferimento di azioni, strumenti finanziari e proprietà immobiliari che non siano classificate tra le attività correnti;
3. rimborsi di imposte sulle proprietà immobiliari effettuati dai locatari;

4. redditi e plusvalenze relativi a foreclosure property;
5. somme ricevute come compenso per la conclusione di contratti di finanziamento o di acquisto o affitto di proprietà immobiliari;
6. plusvalenze dalla vendita di proprietà immobiliari che sarebbero incluse tra le prohibited transaction, ma godono dell'esenzione prevista dalla Section 857(b)(6);

In buona sostanza un REIT può ricavare fino al 25 per cento del suo reddito da fonti non immobiliari e fino al 5 per cento da parti non correlate.

I redditi derivanti dagli affitti delle proprietà immobiliari

La categoria più importante di reddito è quella derivante dagli affitti delle proprietà immobiliari detenute dal REIT. Tale fonte di reddito è definita come l'ammontare lordo ricevuto per l'uso, o il diritto all'uso, delle proprietà immobiliari del REIT.

In tale categoria reddituale sono, quindi, inclusi per espressa previsione di legge⁽⁴⁴⁾:

1. i ricavi derivanti dalla locazione di beni immobili, posseduti dal REIT;
2. i ricavi derivanti dai servizi "abituamente forniti" in relazione all'affitto degli immobili, anche se non indicati separatamente;
3. i ricavi derivanti dall'affitto di beni mobili, strettamente connessi all'affitto dei beni immobili, se il canone attribuibile ai primi non è superiore al 15 per cento del totale del canone relativo all'affitto sia dei beni immobili che di quelli mobili.

⁽⁴⁴⁾ Cfr. Section 856(d)(1) dell'Internal Revenue Code.

Sono, invece, esclusi:

1. i ricavi derivanti dalla fornitura di servizi accessori all'affitto di immobili che non siano "abituamente forniti"⁽⁴⁵⁾, a meno che non siano resi tramite un soggetto indipendente (c.d. "independent contractor"), dal quale il REIT non riceve nessun reddito. I requisiti che tale soggetto deve rispettare sono indicati dalla "Section" 856(d)(3) dell'IRC che definisce l'independent contractor come la persona fisica che non possiede, direttamente o indirettamente, più del 35 per cento delle azioni o dei certificati del Real Estate Investment Trust. Se, invece, si tratta di una persona giuridica è necessario che non più del 35 per cento dell'independent contractor sia posseduto dalla stessa persona che detiene più del 35 per cento delle azioni o dei certificati con diritto di voto del REIT o il 35 per cento del patrimonio di quest'ultimo o il diritto sulla medesima percentuale degli utili.

In definitiva, il REIT può somministrare senza limitazioni i servizi strettamente connessi all'affitto delle proprietà che siano "abituamente forniti", mentre per gli altri servizi deve avvalersi di un independent contractor, pena il rischio di perdere lo status di REIT. Tra i servizi che possono essere forniti direttamente dal REIT, senza avvalersi di un independent contractor, vi sono tutte quelle attività eseguite dai gestori del trust o dai dipendenti dello stesso che sono maggiormente atti a soddisfare il rapporto fiduciario con gli investitori e non a fornire servizi ai locatari. Le Regulations includono tra queste attività quelle relative alle decisioni

⁽⁴⁵⁾ Cfr. Section 1.856-4(b)(1) delle Regulations, nell'ambito delle quali è specificato che si considerano abituamente forniti quei servizi resi nella stessa area geografica ai locatari di edifici della stessa categoria. A titolo esemplificativo, possono essere considerati abituamente forniti i servizi per la fornitura del riscaldamento, della luce, dell'acqua, dell'aria condizionata, della lavanderia, del servizio di portineria, etc.

in merito alla scelta degli inquilini, alla definizione dei termini dell'affitto, alla conclusione e al rinnovo dei contratti, etc;

2. i ricavi derivanti da beni immobili locati a soggetti di cui il REIT possiede, direttamente o indirettamente, più del 10 per cento delle azioni emesse. Questo requisito garantisce che il rendimento del REIT sia basato effettivamente sulla qualità ed il rischio del proprio patrimonio immobiliare sia, invece, correlato all'andamento dell'attività imprenditoriale del locatario, tramite la determinazione di canoni "fuori mercato";
3. le somme basate sui profitti che i locatari generano con l'utilizzo della proprietà, anche se il canone può essere stabilito come una percentuale fissa delle vendite o del fatturato. Anche questa previsione è volta ad evitare che il contratto di affitto celi una partecipazione del REIT all'attività imprenditoriale del locatario.

Gli interessi

Un'altra importante categoria reddituale, soprattutto per i Mortgage REIT, è rappresentata dagli interessi.

Ai fini del test reddituale del 75 per cento sono considerati "qualified income" quegli interessi derivanti da prestiti garantiti da proprietà immobiliare o diritti su di esse. Se un prestito è, invece, garantito sia da beni immobili che da altri beni, deve essere determinata la quota di interessi garantita da beni immobili, da considerare ai fini del test reddituale del 75 per cento. Tale calcolo si basa su una presunzione che, a seconda dei casi, può produrre effetti favorevoli o sfavorevoli in capo al REIT. In particolare, se il valore degli immobili dati in garanzia è superiore al valore nominale del prestito, l'intero ammontare del prestito è

considerato garantito dagli immobili. Nel caso opposto, in cui, invece, il valore nominale del prestito è maggiore del valore degli immobili dati in garanzia, la quota di interessi garantiti dagli immobili è rappresentata dal rapporto tra il valore degli immobili stessi ed il valore totale del prestito.

Anche per quanto riguarda gli interessi, vale la regola per cui tali componenti di reddito possono essere determinati in funzione dei profitti del soggetto debitore. E ciò, in particolare, al fine di evitare che venga aggirato il principio che vuole il REIT principalmente impegnato in attività immobiliari. Come nel caso dei canoni d'affitto, gli interessi possono, invece, essere parametrati al fatturato o alle vendite del soggetto debitore. È importante notare che, se il contratto di finanziamento prevede una misura fissa e una misura proporzionale agli utili del debitore, viene in ogni caso disconosciuta l'intera quota di interessi.

B. Test patrimoniali

Per ottenere e mantenere la qualifica di REIT è necessario che, alla chiusura di ogni trimestre, vengano superati alcuni test patrimoniali.

È necessario, innanzitutto, che almeno il 75 per cento del valore totale degli assets sia rappresentato da Real Estate assets, liquidità, crediti e titoli governativi.

Il termine Real Estate assets comprende proprietà immobiliari, finanziamenti garantiti da immobili, opzioni di acquisto di beni immobili, azioni o quote di altri REIT e qualified temporary investment così come definiti dalla Section 856(5)(D) dell'IRC. Nella Section 1.856-3(d) delle Regulations viene meglio specificato il concetto di "proprietà immobiliare" che include anche le strutture permanenti e le componenti strutturali degli edifici, come, ad esempio, il cablaggio o le tubature,

ma non include gli asset accessori all'attività imprenditoriale quali impianti e macchinari⁽⁴⁶⁾.

Come si è già avuto modo di osservare, ai fini del test patrimoniale, è necessario calcolare il valore dei "total assets" dei REIT. Le Regulations definiscono tale valore come il fair value determinato dagli amministratori o dai gestori del REIT. Per total assets si intendono, invece, il totale delle attività del REIT, determinate in conformità ai principi contabili internazionali. Il riferimento ai principi contabili non deve essere, però, interpretato nel senso che il valore fiscalmente rilevante deve essere determinato sulla base del valore contabile. In questo caso, la contabilità serve solo ai fini della individuazione dei beni che possono essere qualificati come total assets.

Esistono poi ulteriori limitazioni patrimoniali da rispettare ai fini dell'esercizio dell'opzione per il regime REIT. Innanzitutto non il valore degli asset del REIT non può essere rappresentato in misura superiore al 25 per cento da titoli di emittenti terzi, che non siano compresi tra quelli considerati nel test patrimoniale del 75 per cento, precedentemente illustrato. Inoltre, sempre con riguardo ai titoli non compresi nel test patrimoniale del 75 per cento, il REIT non può possedere più del 10 per cento del valore o dei diritti di voto di un emittente terzo e non più del 5 per cento del patrimonio del REIT può essere rappresentato da titoli di un solo emittente. Come è facilmente intuibile, la ratio di queste ultime limitazioni è quella di garantire agli investitori la diversificazione del rischio immobiliare.

Inoltre, al fine di non snaturare la natura prettamente immobiliare del REIT, il valore dei total assets di un REIT non può essere composto, per più del 20 per cento, dalle azioni o quote di uno o più Taxable REIT Subsidiaries, ossia di quelle

⁽⁴⁶⁾ L' Internal Revenue Service, in risposta ad alcuni rulings ha avuto modo di analizzare alcuni casi dubbi, precisando, ad esempio, che sono Real Estate assets i binari ferroviari, le antenne di trasmissione radio, i certificati rappresentativi di un finanziamento garantito da beni immobili o le proprietà immobiliari site all'estero.

società controllate dal REIT che forniscono servizi ai locatari degli immobili posseduti dal REIT stesso.

La combinazione di tali restrizioni fa sì che le attività di un REIT possano essere composte, fino ad un massimo del 25 per cento, da beni che non siano Real Estate Assets o titoli di altri emittenti, quali oro o valute straniere. Tuttavia, questa circostanza è verificabile soltanto in via teorica, poiché il REIT non può trarre grossi proventi da tali beni senza rischiare di violare il test reddituale del 95 per cento.

I limiti patrimoniali finalizzati alla diversificazione del rischio, illustrati in precedenza, hanno un significativo impatto su quei REIT che ritengono conveniente gestire patrimoni immobiliari di terzi, fornendo le attività connesse. Come abbiamo visto, il REIT non può eseguire tali attività direttamente, poiché violerebbe i test reddituali, ma non può neanche affidarsi a soggetti terzi controllati, poiché non rispetterebbe i limiti di diversificazione imposti dalla normativa statunitense. Per aggirare tali limitazioni, si può quindi prevedere che tali attività siano svolte da una società di cui il REIT detenga azioni prive del diritto di voto, ma che siano privilegiate nella distribuzione degli utili. Le azioni ordinarie con diritto di voto vengono, invece, assegnate ad un soggetto fiduciario le cui scelte vengono in qualche modo indirizzate dal REIT stesso. Questa pratica è, però, fortemente osteggiata dall'IRS, che richiede la dimostrazione che il diritto di voto non sia né de iure, né de facto in capo al REIT.

Perdita dei requisiti patrimoniali

La perdita dei predetti requisiti, a seguito di nuove acquisizioni può comportare la perdita della qualifica di REIT. È, tuttavia, concesso un periodo di proroga di 30 giorni dalla fine del primo trimestre in cui non sono stati conseguiti i predetti

requisiti per consentire di ripristinare le condizioni necessarie a soddisfare i predetti requisiti. Se, invece, il mancato rispetto dei requisiti non deriva da nuove operazioni, ma esclusivamente da un cambio del valore di mercato dei beni, l'opzione per il regime di trasparenza fiscale non perde efficacia.

Qualified REIT Subsidiaries

Con la riforma del 1986 sono stati eliminati i limiti di diversificazione per quanto riguarda la partecipazione in altri REIT, che può, quindi, essere anche totalitaria. L'eliminazione di tale limite è stata fondamentale per il successo dei REIT, poiché è prassi diffusa nel settore immobiliare trasferire non il singolo immobile, ma tutto il veicolo che contiene l'immobile, nonché i debiti ad esso collegati.

Con le nuove norme, i REIT totalmente posseduti assumono la qualifica di "Qualified REIT Subsidiaries" (QRS) e sono soggetti ad un regime speciale. Ai fini delle imposte federali la posizione fiscale separata dei QRS viene completamente ignorata e tutte le sue attività, le passività, i profitti, le perdite e le deduzioni vengono trasferite al REIT controllante.

Alcuni problemi sorgono a livello dei singoli Stati americani, poiché alcuni di essi non riconoscono la struttura consolidata e continuano a trattare anche fiscalmente i QRS come entità separate.

2.4. Il regime fiscale “elettivo” dei Reits.

Il REIT, come abbiamo accennato, può essere considerato come una società trasparente (o " *pass-through entity*"). Tale risultato non viene ottenuto tramite l'esenzione del pagamento in campo al REIT, delle imposte sul reddito prodotto, ma attraverso la deduzione integrale dei dividendi distribuiti⁽⁴⁷⁾.

Il predetto regime fiscale ha lo scopo di incentivare la creazione di strumenti con alti rendimenti, garantiti sia dalla quasi totale eliminazione della doppia imposizione economica, sia dall'obbligo della pressoché integrale distribuzione dei dividendi. Per contro, tali strumenti potrebbero incontrare difficoltà di crescita, poiché la quota di reinvestimento del reddito è vicina a zero.

Ai fini dell'applicazione del regime di sostanziale esenzione dall'applicazione delle imposte federali (realizzato mediante la deduzione dei dividendi distribuiti), il REIT deve distribuire dividendi (che non siano relativi al capital gains) almeno pari alla seguente somma:

- il 90 per cento del reddito lordo (con esclusione del reddito proveniente dai capital gains), determinato secondo particolari regole che verranno esaminate nel presieguo. A tal fine, non assume rilevanza la deduzione prevista con riguardo ai dividendi distribuiti; **più**
- il 90 per cento della differenza tra il reddito netto proveniente dalle "foreclosure property" e le imposte già riscosse su tale reddito⁽⁴⁸⁾; **meno**
- il c.d. "excess noncash income", così come definito dalla Section 857(e) dell'Internal Revenue Code⁽⁴⁹⁾.

⁽⁴⁷⁾ Sul tema cfr. Garrigan – Parson, *Real estate investment trusts: structure, analysis and strategy*, New York, 2002; Imperiale, *Real estate investment trusts: new strategies for portfolio management*, New York, 2002.

⁽⁴⁸⁾ Sul reddito derivante dalle foreclosure property trova applicazione l'aliquota più elevata prevista per i redditi d'impresa, attualmente pari 35 per cento.

Sull'eventuale reddito netto ottenuto a seguito alla deduzione dei dividendi distribuiti, sono applicate le aliquote d'imposta normalmente previste per le altre corporations.

Di seguito, sarà descritto, il sistema di regole che descrive il regime di tassazione che grava sui Real Estate Investment Trusts e i loro partecipanti. Come vedremo, il REIT può risultare una "pass-through entity", poiché ha diritto ad una deduzione integrale dei dividendi distribuiti agli azionisti i quali saranno, poi, gravati, dell'imposizione.

2.4.1. La determinazione del taxable income.

Il reddito lordo del REIT, dal quale verrà, poi, dedotto l'ammontare dei dividendi distribuiti, viene calcolato applicando le regole ordinarie previste per le corporations, fatta eccezione per alcune specifiche previsioni afferenti al regime dei REIT⁽⁵⁰⁾.

In particolare, nella determinazione del reddito lordo e, dunque, dell'ammontare dei dividendi distribuibili, non assumono rilevanza i capital gains e le deduzioni contenute nella Part VIII del Subchapter B dell'Internal Revenue Code, relative ai dividendi ricevuti.

Sono, invece, dedotte le imposte previste dalla normativa sui REIT, relative ai seguenti redditi prodotti nel corso dell'esercizio:

⁽⁴⁹⁾ Ai fini che qui rilevano non pare opportuno soffermarci sulle modalità di calcole del excess noncash income, dal momento che esso, oltre a richiedere una procedura molto complicata, ha una rilevanza solo in linea teorica, considerato che il REIT ha, evidentemente, l'interesse a distribuire quote di dividendi vicine al 100 per cento del reddito prodotto, così da fruire su un imponibile più elevato della deduzione integrale ai fini dell'imposizione sui redditi.

⁽⁵⁰⁾ Cfr. IRC, section 857(b)(2).

1. redditi privi dei requisiti previsti per i test reddituali che eccedono la quota ammessa, se

- a. la natura e l'ammontare di ciascuna categoria di reddito è stata separatamente indicata in un allegato alla dichiarazione dei redditi annuali;
- b. non vengono inserite informazione false nell'allegato alla dichiarazione, con l'intento di evadere le imposte;
- c. il mancato rispetto dei requisiti previsti dai test reddituali è dovuto ad una causa ragionevole e non ad un atto volontario.

In relazione a questi redditi, il REIT è soggetto all'applicazione dell'aliquota ordinaria sulla differenza tra:

- a. il 75 per cento del reddito lordo e la somma dei redditi che rispettano i requisiti per il test del 75 per cento, in caso vi siano redditi privi dei requisiti previsti per il test reddituale del 75 per cento, che eccedono il 25 per cento del reddito lordo;
- b. il 90 per cento del reddito lordo e la somma dei redditi che rispettano i requisiti per il testo del 90 per cento, nel caso in cui vi siano redditi privi dei requisiti previsti per il test reddituale del 90 per cento, che eccedono il 10 per cento del reddito lordo.

2. redditi rideterminati in base alle disposizioni sul transfer pricing: nell'ipotesi in cui l'Internal Revenue Service ridetermini l'ammontare dei canoni di affitto o degli interessi in base alle disposizioni in materia di transfer pricing, il REIT è soggetto sui redditi così rideterminati all'applicazione dell'aliquota ordinaria. La ratio di tale previsione è quella di evitare che il REIT fornisca ai locatari i servizi

accessori non ammessi tra i qualified income, tramite società controllata, prevedendo canoni di locazione a valori fuori mercato⁽⁵¹⁾.

Per quanto riguarda, invece, i redditi provenienti dalle foreclosure properties essi sono esclusi dalla base imponibile, così come quelli derivanti dalle prohibited transactions. Relativamente a queste ultime limitazioni, lo scopo della norma è quello di non concedere un trattamento fiscale agevolato sui redditi connessi al trading immobiliare, dal momento che il REIT deve essere uno strumento per investimenti di lunga, durata il cui rendimento è legato soprattutto all'affitto delle proprietà immobiliari. Tuttavia, ci sono casi in cui i redditi, che normalmente sarebbero ritenuti come provenienti da prohibited transactions, non sono considerati tali dall'Internal Revenue Code.

Si tratta, in particolare, del c.d. "safe harbour", che si verifica nei casi qui di seguito riportati:

- a) il REIT possiede l'immobile da un periodo superiore a 4 anni;
- b) le spese includibili nel valore fiscale dell'immobile, effettuate dal REIT nei quattro anni precedenti la vendita dello stesso, sono inferiori al 30 per cento;
- c) durante l'esercizio il REIT non ha venduto più di 7 immobili;
- d) il valore fiscale degli immobili venduti è inferiore al 10 per cento del valore fiscale degli asset del REIT all'inizio dell'esercizio.

⁽⁵¹⁾ In tal senso, cfr. Richard T. Garrigan, John F. C. Parsons, *Real estate investment trusts: structure, analysis, and strategy*, New York, 1998, p.98.

2.4.2. La tassazione dei capital gain.

Le plusvalenze conseguite dai REIT a seguito della cessione di immobili sono soggette ad imposizione secondo le ordinarie regole in materia di tassazione dei redditi d'impresa, scontando l'aliquota ordinaria sulla differenza di reddito netto derivante da tali operazioni e i dividendi, relativi alle plusvalenze, distribuiti nel corso dell'esercizio. Ai predetti fini si considera la quota di dividendi che il REIT, al momento della distribuzione dei dividendi, ha stabilito essere derivante da plusvalenza immobiliari.

2.4.3. I redditi provenienti da foreclosure properties.

Come abbiamo visto, i redditi derivanti da c.d. foreclosure properties sono esclusi da taxable income. Essi sono, tuttavia, soggetti a tassazione separata, trovando applicazione l'aliquota più elevata prevista per la tassazione dei redditi d'impresa, attualmente pari al 35 per cento⁽⁵²⁾.

2.4.4. I redditi provenienti da prohibited transactions.

I redditi derivanti dalle c.d. prohibited transactions, ossia le operazioni di mero "trading" immobiliare, non rientrano nel taxable income del REIT. Per disincentivare l'uso di veicoli fiscalmente efficienti come i REIT per tali operazioni di compravendita è prevista l'assoggettamento a tassazione dell'intero ammontare della plusvalenza realizzata, essendo consentita unicamente la deduzione delle spese direttamente connesse e non le eventuali minusvalenze

⁽⁵²⁾ Cfr Section 857(a)(4), che rimanda alla Section 11(b) dell'Internal Revenue Code.

derivanti da tali operazioni. Come abbiamo già visto, però, non sono considerate prohibited transaction quelle comprese nel c.d. safe harbour.

2.5. Il regime fiscale dei partecipanti residenti negli Stati Uniti.

Come si è già avuto modo di osservare, per effetto dell'applicazione del metodo della deduzione dei dividendi distribuiti, l'imposizione grava quasi totalmente in capo ai soci del REIT. Per questo motivi, la Section 857(f) dell'Internal Revenue Code prevede che, alla fine di ciascun esercizio, il REIT debba individuare e comunicare, secondo le modalità previste dai singoli Stati, i soggetti che detengono delle partecipazioni. Tale norma ha lo scopo di permettere alle Autorità fiscali statunitensi di effettuare controlli fiscali incrociati sui soggetti che possiedono azioni dei REIT al fine di rintracciare eventuali redditi non dichiarati.

Il trattamento fiscale dei redditi ricevuti dai partecipanti ai REIT è simile a quello previsto per i redditi derivanti da altre corporations. Tuttavia, per la particolarità del veicolo – ed, in specie, in ragione della sostanziale esenzione dei redditi prodotti dai REIT al momento della loro produzione – non sono ammesse deduzioni sui dividendi ricevuti. Inoltre, anche il regime dei dividendi relativi alle plusvalenze (i c.d. capital gains dividends) presenta delle caratteristiche peculiari, dato che tali redditi sono totalmente assimilati, in capo ai partecipanti ai REIT, alle plusvalenze relative alla cessione o al trasferimento di partecipazioni detenute per un periodo superiore a 1 anno. Le distribuzioni che non sono, invece, considerate capital gains dividends e che eccedono gli utili dell'esercizio o quelli relativi a precedenti esercizi portati a nuovo, sono qualificate come restituzione di capitale e vanno a ridurre il costo fiscale della partecipazione.

2.6. La tassazione dei soggetti non residenti negli Stati Uniti che detengono quote dei Reit statunitensi.

È importante sottolineare come la tassazione dei soggetti non residenti negli USA (c.d. "Non resident Alien" o NRA) che partecipano al capitale dei REIT differisce a seconda della qualificazione dei redditi dagli stessi ricevuti come utili, capitale o capital gain dividends.

In particolare, gli utili derivanti dall'attività caratteristica dei REIT, derivanti, dunque, dai canoni di affitto o dagli interessi relativi a finanziamenti garantiti da immobili sono trattati, in applicazione delle disposizioni contenute nell'ambito della normativa interna statunitense, al pari dei dividendi provenienti dalle altre corporations. Di conseguenza, i predetti redditi sono soggetti, in applicazione della disciplina domestica, all'applicazione di un'imposta sostitutiva del 30 per cento applicabile sul valore lordo degli stessi⁽⁵³⁾.

La predetta imposizione, tuttavia, può essere ridotta in applicazione delle disposizioni contenute nell'ambito delle Convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni in essere tra gli Stati Uniti e il Paese di residenza del soggetto che percepisce i dividendi.

Quanto sopra esposto ha validità se il percipiente i dividendi non è un soggetto non residente coinvolto in attività di impresa negli Stati Uniti attraverso una stabile organizzazione. In tale ultima ipotesi, infatti, l'impresa non residente operante negli Stati Uniti per il tramite di una stabile organizzazione è soggetta ad imposizione in America sui dividendi provenienti dal REIT effettivamente

⁽⁵³⁾ Il soggetto non residente può, altresì, optare per la tassazione al netto che prevede che l'applicazione delle aliquote ordinarie sul reddito derivante dalla proprietà immobiliare statunitense, analogamente a quanto accadrebbe se il reddito fosse effettivamente connesso allo svolgimento di un'attività commerciale negli USA.

connessi all'attività imprenditoriale svolta attraverso la branch, secondo le regole normalmente previste per le corporations americane⁽⁵⁴⁾.

Nel diritto tributario interno degli Stati Uniti esiste, tuttavia, un duplice livello di tassazione: il primo, al momento della produzione dei redditi da parte della società americana, l'altro al momento della distribuzione dei relativi dividendi. Bisogna, tuttavia, considerare che, quando una società non residente opera negli Stati Uniti attraverso una branch, tale secondo livello di tassazione non è applicabile, in quanto si considera che la distribuzione dei dividendi non avviene tra la branch e la parent non residente, ma tra la società straniera e i suoi azionisti, operazione che ricade sotto la normativa del Paese di residenza di detta società.

Per evitare di perdere tale gettito, con la riforma fiscale del 1986, è stata così introdotta la c.d. "branch profits tax", ovvero un'imposta calcolata sul 30 per cento del "dividend equivalent amount", ossia un ammontare fittizio che tiene conto degli utili effettivamente connessi alla "branch" statunitense e delle variazioni nel capitale netto della stessa⁽⁵⁵⁾.

In questo modo, la società non residente che percepisce gli utili provenienti dal REIT attraverso una stabile organizzazione statunitense, sarà soggetta ad imposizione secondo le regole ordinarie sia sui redditi prodotti dalla succursale, sia dalla branch profits tax⁽⁵⁶⁾. Quest'ultima viene determinata sull'ammontare fittizio dei dividendi che la società non residente riceverebbe se la branch fosse una società americana autonoma.

Riguardo, invece, al regime fiscale applicabile sui capital gain dividends, conseguiti in esito alla cessione dei c.d. "United States Real Property Interests"

⁽⁵⁴⁾ Cfr. Section 882 dell'Internal Revenue Code.

⁽⁵⁵⁾ Cfr. H. D. Rosenbloom e J. L. Katz, *La cosiddetta «branch profits tax»*, in *La Convenzione Italia-Usa contro le doppie imposizioni, Commentario*, a cura di C. Garbarino, Milano, 2001.

(USRPI), che comprendono sia l'investimento diretto in immobili situati negli Stati Uniti che i finanziamenti garantiti da ipoteche immobiliari – da parte di soggetti non residenti va osservato che, in forza delle disposizioni contenute nel Foreign Investment in Real Property Tax Act del 1980, la distribuzione di capital gain dividends è, di fatto, sostanzialmente assimilata alla cessione diretta di proprietà immobiliari statunitensi da parte del soggetto non residente, secondo la c.d. look-through distributions rule⁽⁵⁷⁾.

La ratio di tale previsione è da rinvenire nella volontà di tassare i redditi derivanti dalla cessione di proprietà immobiliari americane negli Stati Uniti, secondo il principio per cui il Paese al quale spetta l'imposizione è quello in cui l'immobile è situato (c.d. "locus rei sitae").

Le aliquote sono progressive e differiscono a seconda che si tratti di soggetti persone fisiche o giuridiche. Per i primi le aliquote previste variano dal 10 al 35 per cento (ma la Section 55 prevede un'imposizione minima alternativa), mentre per le persone giuridiche le aliquote sono progressive e variano dal 15 al 35 per cento.

Al momento della cessione di partecipazioni in REIT da parte di soggetti non residenti, il regime fiscale applicabile sui proventi così conseguiti differisce a seconda che il REIT di cui si detiene la partecipazione sia "domestically controlled" – e, dunque, più del 50 per cento del valore delle azioni è detenuto, direttamente o indirettamente, da soggetti residenti – ovvero "foreign controlled" – più del 50 per cento del valore delle azioni è detenuto, direttamente o indirettamente, da soggetti non residenti.

Quando il soggetto non residente cede azioni in un foreign controlled REIT, l'eventuale plusvalenza è tassata come se la cessione fosse perfezionata da un

⁽⁵⁷⁾ Cfr Section 1.897-1(d)(2) delle Regulations.

soggetto statunitense, trovando applicazione un'imposta sostitutiva del 10 per cento sull'ammontare lordo della stessa⁽⁵⁸⁾.

Il regime appena descritto è applicabile poiché i REIT sono considerati United States Real Property Interests, in quanto il loro patrimonio è formato per almeno il 50 per cento da beni immobili o finanziamenti garantiti da questi. In pratica, è come se il soggetto non residente stesse cedendo i beni immobili, indirettamente posseduti tramite il REIT⁽⁵⁹⁾.

Tuttavia, un'eccezione alle precedenti regole è concessa al REIT le cui azioni sono quotate in un mercato regolamentato, relativamente a quegli azionisti che detengono partecipazioni non qualificate, ovvero in misura inferiore al 5 per cento.

Nell'ipotesi in cui, invece, vengono cedute le azioni possedute da un soggetto non residente in un domestically controlled REIT, non sussiste, in base alla legislazione interna, la potestà impositiva degli Stati Uniti, essendo i predetti redditi assoggettati ad imposizione in via esclusiva nel Paese di residenza del soggetto trasferente⁽⁶⁰⁾.

2.7. La tassazione dei soggetti fiscalmente residenti in Italia partecipanti a REIT statunitensi.

Nei confronti dei soggetti fiscalmente residenti in Italia che percepiscono redditi derivanti dall'investimento in quote di partecipazione ai REIT si applicano,

⁽⁵⁸⁾ Cfr. Section 1445(a) dell'Internal Revenue Code.

⁽⁵⁹⁾ Cfr. Section 897 (c) (1) dell'Internal Revenue Code.

⁽⁶⁰⁾ Cfr. Section 897 (h) (2) dell'Internal Revenue Code, nell'ambito del quale è precisato che i domestically controlled Retis non sono compresi tra gli United Real Property Interests.

innanzitutto, le disposizioni previste nell'ambito della Convenzione Italia - USA contro le doppie imposizioni.

Il testo attualmente in vigore è quello sottoscritto il 17 aprile 1984 a Roma e ratificato con la legge n. 763 dell'11 dicembre 1985. Tuttavia il 25 agosto del 1999 è stato firmato a Washington un nuovo testo di Convenzione (d'ora in avanti "Convenzione del '99") che, dopo lo scambio delle ratifiche, sostituirà il testo ad oggi vigente.

Come vedremo, la Convenzione del '99 contiene alcune previsioni specifiche relative alla tassazione dei soggetti residenti in Italia che partecipano a REIT statunitensi.

2.7.1. La distribuzione ad un soggetto residente in Italia degli utili derivanti da attività di affitto o interessi relativi a finanziamenti garantiti da immobili: norme convenzionali.

La distribuzione di utili relativi all'attività caratteristica dei REIT è considerata anche ai fini convenzionali come una distribuzione di dividendi ed è, quindi, regolata dall'art. 10 della Convenzione.

Nel testo della Convenzione Italia-Stati Uniti attualmente in vigore (la "Convenzione dell'85") è previsto che i dividendi sono tassati nello Stato di residenza del percipiente (in questo caso l'Italia), ma lo Stato della fonte (gli Stati Uniti) può applicare una ritenuta che non può eccedere:

- i) il 5 per cento dei dividendi lordi, se il soggetto italiano possiede una partecipazione al capitale del soggetto statunitense non inferiore al 25 per cento e la detenzione risulti protratta per un minimo di 12 mesi alla data di delibera dalla distribuzione;

- ii)** il 10 per cento dei dividendi lordi, se il soggetto italiano possiede una partecipazione al capitale del soggetto statunitense non inferiore al 10 per cento ma non superiore al 50 per cento, il periodo di possesso non sia inferiore a 12 mesi alla data di delibera della distribuzione. Inoltre è necessario che non oltre il 25 per cento del reddito lordo della società che paga i dividendi provenga da interessi e dividendi (diversi dagli interessi derivanti dall'esercizio di attività bancarie e finanziarie e dagli interessi o dividendi ricevuti da società sussidiarie);
- iii)** il 15 per cento dei dividendi lordi in tutti gli altri casi.

Su queste basi, risulta evidente che l'applicazione della normativa convenzionale, in quanto più favorevole rispetto alla disciplina statunitense che, come si è già avuto modo di osservare, prevede una ritenuta in misura pari al 30 per cento, consente di ridurre l'imposizione sul soggetto italiano detentore della partecipazione nel REIT statunitense.

Tuttavia, nell'ambito delle disposizioni previste nella Convenzione del 99, sono previste modifiche significative riguardo al regime fiscale applicabile sui dividendi distribuiti dai REIT a soggetti residenti in Italia⁽⁶¹⁾.

Il paragrafo 9 dell'art 10 della Convenzione del 99 prevede, infatti, per tali dividendi la possibilità di beneficiare di una riduzione al 15 per cento della misura della ritenuta applicabile, al ricorrere di almeno una delle seguenti condizioni:

- a)** il beneficiario effettivo dei dividendi è una persona fisica che possiede una partecipazione non superiore al 10 per cento nel REIT;
- b)** i dividendi sono pagati in relazione ad una categoria di azioni quotate in borsa ed il beneficiario effettivo dei dividendi è una persona che possiede

⁽⁶¹⁾ Il nuovo testo convenzionale entrerà in vigore al momento dello scambio delle ratifiche da parte dei due Paesi interessati.

una partecipazione inferiore al 5 per cento di qualsiasi categoria di azioni del REIT;

- c) il beneficiario effettivo dei dividendi è un soggetto che possiede una partecipazione non superiore al 10 per cento nel REIT e il REIT è diversificato⁽⁶²⁾.

Nell'ipotesi in cui, invece, non sia soddisfatto neppure uno dei predetti requisiti, troverà applicazione la ritenuta del 30 per cento, prevista nell'ambito delle disposizioni interne statunitensi. L'intento di tale previsione, confermato anche dal Dipartimento del Tesoro statunitense, ha un carattere antielusivo. Si vuole, infatti, evitare che soggetti residenti in Italia possano procurarsi un indebito vantaggio fiscale, in termini di tassazione alla fonte, tramite la creazione di un REIT negli Stati Uniti che operi in funzione di mera conduit. Un soggetto residente in Italia che investe direttamente in proprietà immobiliari statunitensi, infatti, sconterebbe sul reddito lordo da queste prodotto un'imposta del 30 per cento⁽⁶³⁾. Se, invece, la proprietà fosse attribuita ad un REIT, i redditi derivanti da tale proprietà sarebbero tassati come dividendi e sconterebbero le aliquote ridotte per essi previste. Il nuovo testo dell'articolo 10 tende, quindi, ad equiparare il trattamento fiscale degli investimenti immobiliari effettuati negli Stati Uniti direttamente con quelli posti in essere tramite un REIT.

La riduzione della ritenuta in misura pari al 15 per cento è prevista, dunque, soltanto in relazione a quelle ipotesi in cui la partecipazione nel REIT non può considerarsi equivalente alla diretta titolarità della proprietà immobiliare

⁽⁶²⁾ Si definisce diversificato il Reit che abbia effettuato investimenti in proprietà immobiliari, il cui valore, singolarmente considerato, non eccede il 10 per cento dell'ammontare complessivo degli investimenti effettuati dallo stesso Reit.

⁽⁶³⁾ Resta comunque ferma la possibilità per il soggetto non residente di optare per un regime di tassazione sul reddito netto derivante dagli investimenti immobiliari.

sottostante (i requisiti per godere dell'aliquota ridotta implicano, infatti, una partecipazione limitata nel REIT)⁽⁶⁴⁾.

Quanto sopra esposto vale per i redditi prodotti dal REIT derivanti da attività immobiliari. Per quanto concerne, invece, i redditi provenienti da mutui ipotecari, che rappresentano la tipica forma di investimento dei Mortgage REIT, il trattamento convenzionale è diverso.

Ai sensi della Section 871(h) dell'IRC, essi sono a tutti gli effetti considerati come interessi. Di conseguenza, i predetti redditi, quando pagati a soggetti non residenti, godono dell'esenzione, se si qualificano come portfolio interests, o dell'aliquota ridotta del 10 per cento, negli altri casi⁽⁶⁵⁾.

2.7.2. La distribuzione ad un soggetto residente in Italia degli utili derivanti da attività di affitto o interessi relativi a finanziamenti garantiti da immobili: norme interne dell'ordinamento italiano.

Le norme formali interne dello Stato della residenza del percipiente (l'Italia) che, come abbiamo visto, ha la potestà impositiva concorrente sui dividendi transnazionali, prevedono una tassazione diversa a seconda della natura del percipiente e dell'entità della partecipazione.

In particolare, in base alle norme interne italiane, è prevista l'applicazione di una ritenuta in entrata nella misura del 12,5 per cento a titolo di imposta sul netto

⁽⁶⁴⁾ Sul tema, cfr. Lupo – Rotondaro, *Regulated Investment Companies e Real Estate Investment Trusts*, in *La Convenzione Italia – Usa contro le doppie imposizioni, Commentario*, a cura di Garbarino, Milano 2001, p. 131.

⁽⁶⁵⁾ Il regime convenzionale applicabile degli interessi è contenuto all'art. 11 della Convenzione Italia - Stati Uniti.

frontiera⁽⁶⁶⁾ se il soggetto che percepisce il dividendo è una persona fisica che non opera in qualità di imprenditore e la partecipazione è "non qualificata"⁽⁶⁷⁾. Tale ritenuta è versata dal soggetto che interviene nella riscossione (in genere l'intermediario finanziario) e questa operazione esaudisce tutti gli adempimenti tributari relativi ai dividendi ricevuti.

Qualora, invece, il dividendo venga incassato senza l'intervento di un intermediario, il soggetto percipiente ha l'obbligo di pagare sull'ammontare del dividendo (al netto delle ritenute subite all'estero) un'imposta sostitutiva del 12,5 per cento⁽⁶⁸⁾.

Nel caso in cui, invece, il percipiente del reddito sia una persona fisica che non opera in qualità di imprenditore e possieda una partecipazione "qualificata" è prevista l'applicazione di una ritenuta del 12,5 per cento a titolo d'acconto sul 40 per cento dell'ammontare lordo dei dividendi. I predetti redditi dovranno essere dichiarati in sede di presentazione della dichiarazione dei redditi e concorreranno alla formazione del reddito complessivo del soggetto percipiente.

Nel caso, invece, di persone fisiche che operano in regime d'impresa o di società di persone che esercitano attività di impresa, i dividendi relativi ad una partecipazione in un REIT statunitense concorrono alla formazione del reddito complessivo in misura pari al 40 per cento dell'ammontare lordo delle somme

⁽⁶⁶⁾ Ovvero al netto delle ritenute eventualmente applicate nello Stato della fonte del reddito.

⁽⁶⁷⁾ Per partecipazione non qualificata si intende una partecipazione al capitale sociale inferiore al 25 per cento e che attribuisce una percentuale ai diritti di voto esercitabili in Assemblea inferiore al 20 per cento. Se le azioni sono quotate in mercati regolamentati, le predette soglie sono rispettivamente ridotte in misura pari al 5 per cento del capitale sociale e al 2 per cento dei diritti di voto.

⁽⁶⁸⁾ Cfr. art. 27, quarto comma, d.P.R. 29 settembre 1973, n. 600.

ricevute, a prescindere dal fatto che la partecipazione sia "qualificata" ovvero "non qualificate"⁽⁶⁹⁾.

Se il percipiente, infine, è una società di capitale o un ente commerciale, concorre a formare reddito imponibile il 5 per cento dell'ammontare lordo del dividendo percepito⁽⁷⁰⁾.

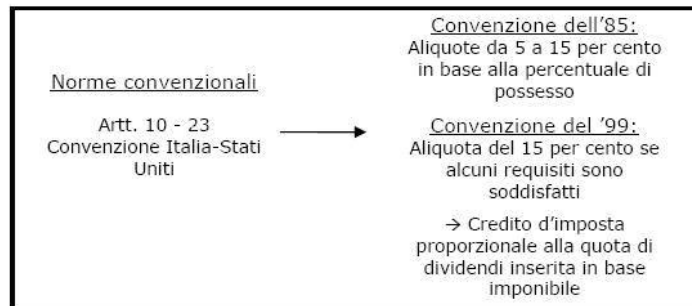
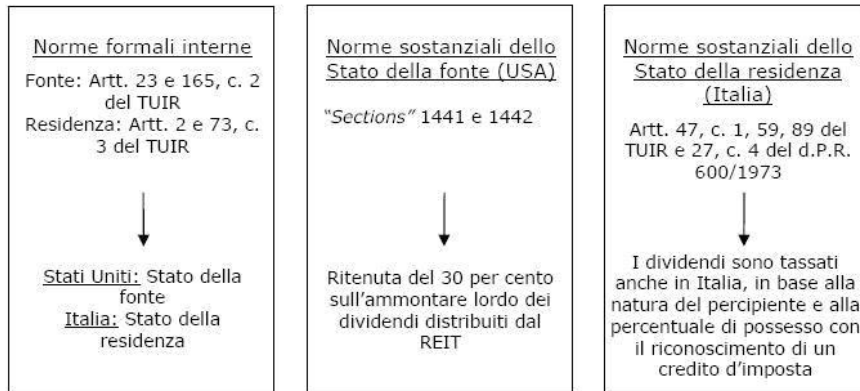
Al contribuente che ha inserito l'ammontare lordo dei dividendi nella sua base imponibile viene riconosciuto un credito per le imposte pagate all'estero. Tale credito, però, a norma dell'art. 165, decimo comma del TUIR è "*ridotto in misura proporzionale alla quota del reddito estero che non concorre alla formazione del reddito complessivo*". Da un punto di vista operativo, quindi, ciò significa che il soggetto residente in Italia che ha inserito solo il 5 o il 40 per cento dei dividendi nella sua base imponibile, potrà richiedere un credito per le imposte agate all'estero limitatamente a una quota proporzionale.

Lo schema riportato di seguito riassume il trattamento fiscale dei dividendi distribuiti dal REIT a un soggetto residente in Italia.

⁽⁶⁹⁾ Cfr. il combinato disposto degli artt. 47, primo comma, d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, e 27, quarto comma, d.P.R. n. 600, citato.

⁽⁷⁰⁾ Cfr. il combinato disposto degli artt. 59, d.P.R. n. 917, citato, e 47, primo comma, d.P.R. n. 600, citato.

Distribuzione di dividendi relativi all'attività caratteristica del REIT



2.7.3. I dividendi percepiti da un soggetto residente in Italia relativi all'attività di impresa svolta, negli Stati Uniti per il tramite di una stabile organizzazione.

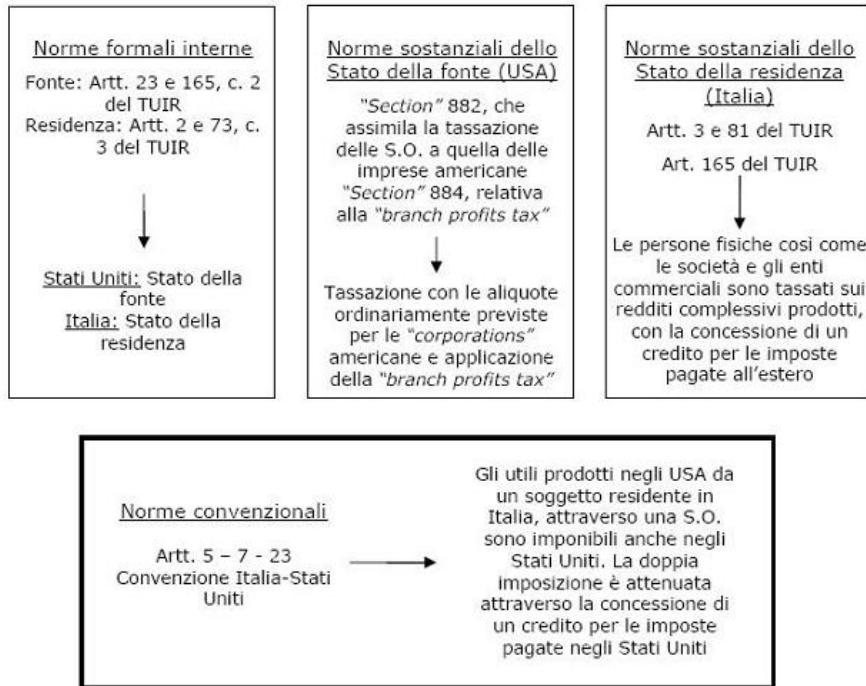
Per quanto riguarda i dividendi distribuiti da un REIT statunitense percepiti da un soggetto residente in Italia operante negli Stati Uniti per il tramite di una stabile organizzazione, gli articoli 5 e 7 della Convenzione Italia – Stati Uniti prevedono che tali redditi sono tassati negli Stati Uniti secondo le regole dell'ordinamento

interno esposte in precedenza. La tassazione è, però, concorrente, poiché lo Stato della residenza del soggetto percipiente (l'Italia), tassa questi utili secondo il principio della worldwide taxation. Essi, a norma dell'art. 81 del TUIR, sono considerati reddito di impresa e sono sottoposti alle regole relative alla determinazione della base imponibile.

La doppia imposizione che grava sulla distribuzione di tali utili, è attenuata tramite la concessione in Italia di un credito per le imposte pagate all'estero (tra le quali rientra anche la c.d. branch profits tax).

Lo schema riportato di seguito riassume quanto sopra esposto, in relazione al trattamento fiscale dei dividendi distribuiti dal REIT a un soggetto residente in Italia che svolge un'attività imprenditoriale negli Stati Uniti alla quale la partecipazione al REIT è effettivamente connessa.

**Distribuzione di dividendi dal REIT a un soggetto italiano
che svolge un'attività imprenditoriale negli USA**



2.7.4 La tassazione delle plusvalenze derivanti dalla cessione di proprietà immobiliari da parte di un soggetto residente in Italia.

Come si è già avuto modo di rilevare, i capital gain dividends distribuiti dai REIT sono equiparabili alle plusvalenze derivanti dalla cessione di una proprietà immobiliare (c.d. "United States Real Property Interest") e sono, quindi, tassate negli Stati Uniti, anche se percepiti da soggetti non residenti.

Tuttavia la riqualificazione dei capital gain dividends ai fini dell'ordinamento interno statunitense non rispecchia quella prevista dalle norme convenzionali.

Analizzando, infatti, la Convenzione Italia – Stati Uniti, tale fattispecie sembra rientrare nella definizione dell'art. 10, terzo comma, ai sensi del quale sono considerati dividendi "*i redditi derivanti da azioni, da azioni o diritto di godimento, da quote minerarie, da quote di fondatore o da altre quote di partecipazione agli utili, ad eccezione dei crediti, nonché i redditi di altre quote sociali assoggettati al medesimo regime fiscale dei redditi delle azioni secondo la legislazione fiscale dello Stato in cui è residente la società distributrice*".

Dalla lettera della norma pare in dubbio che, ai fini convenzionali, i capital gain dividends debbano essere considerati dividendi in quanto derivano da un titolo azionario e l'attribuzione di questi utili segue le modalità tipiche dei dividendi azionari (basti pensare al fatto che essi siano distribuiti agli azionisti solo in virtù di una delibera di distribuzione).

Se si ammettesse, invece, una determinazione del trattamento fiscale convenzionale basata sulla qualificazione del provento applicata dallo Stato della fonte si violerebbero le norme della Convenzione Italia – Stati Uniti che, all'art. 3, secondo comma, prevedono che tale determinazione è ammissibile solo per le espressioni non definite dal trattato stesso⁽⁷¹⁾.

Se si ammette questa tesi, quindi, il trattamento fiscale dei capital gain dividends deve essere individuato nelle disposizioni che regolano nelle disposizioni convenzionali la distribuzione dei dividendi.

⁽⁷¹⁾ Cfr. Lupo – Rotondaro, *Regulated Investment Companies e Real Estate Investment Trusts*, in *La Convenzione Italia – Usa contro le doppie imposizioni, Commentario*, a cura di Garbarino, Milano 2001, p. 133.

2.7.5. I proventi derivanti dalla cessione della partecipazione di un Reit da parte di un soggetto residente in Italia.

In applicazione dell'art 13, quarto comma della Convenzione Italia – Stati Uniti, la plusvalenza derivante dalla cessione di partecipazioni in una società americana da parte di un soggetto residente in Italia dovrebbe essere tassata in via esclusiva in Italia. Tuttavia, l'art. 1, paragrafo 12 del Protocollo della Convenzione prevede che *"ai fini del paragrafo 1 dell'articolo 13 (Utile di capitali) della Convenzione [...], l'espressione beni immobili, per quanto concerne gli Stati Uniti, comprende una partecipazione ("interest") in beni immobili degli Stati Uniti."*

Ne consegue che le plusvalenze relative a partecipazioni detenute da soggetti italiani nei REIT che, come abbiamo visto, sono considerate United States Real Property Interests, possono essere tassate negli Stati Uniti a norma dell'articolo 13, primo comma della Convenzione. Le modalità di tassazione sono quelle previste dall'ordinamento americano, che abbiamo già esaminato distinguono tra "domestically controlled" e "foreign controlled" REIT.

Tuttavia la tassazione non è esclusiva dello Stato della fonte, configurandosi una tassazione concorrente dello Stato della residenza del trasferente le azioni.

Il soggetto residente in Italia che trasferisce le azioni del REIT sarà, quindi, gravato anche dalle norme sostanziali interne che, per le plusvalenze sulla cessione di quote di partecipazione in società non residenti, prevedono quanto segue:

- a) per le persone fisiche e per gli enti che non operano in qualità di imprenditori se la partecipazione ceduta è qualificata, le plusvalenze sono

considerate tra i redditi diversi e il 40 per cento della differenza tra plus e minusvalenze viene inserito nella base imponibile⁽⁷²⁾;

- b) per le persone fisiche e per gli enti che non operano in qualità di imprenditori se la partecipazione ceduta è non qualificata, le plusvalenze sono considerate tra i redditi diversi e la tassazione si esaurisce tramite il pagamento di un'imposta sostitutiva del 12,5 per cento sulla differenza tra plus e minusvalenze. Tuttavia il contribuente può scegliere i regimi opzionali del risparmio gestito e del risparmio amministrato;
- c) per i soggetti imprenditori, le plusvalenze sono inserite nel reddito di impresa secondo il principio della competenza economica⁽⁷³⁾. Va sottolineato che il primo comma lett. (b) dell'art. 87 del TUIR nega la possibilità di applicare il regime della participation exemption alle partecipazioni in società il cui patrimonio è prevalentemente composto da beni immobili. Si ritiene, di conseguenza, che il soggetto residente in Italia non possa beneficiare della participation exemption relativamente alla cessione di partecipazioni in REIT, anche in presenza degli altri requisiti.

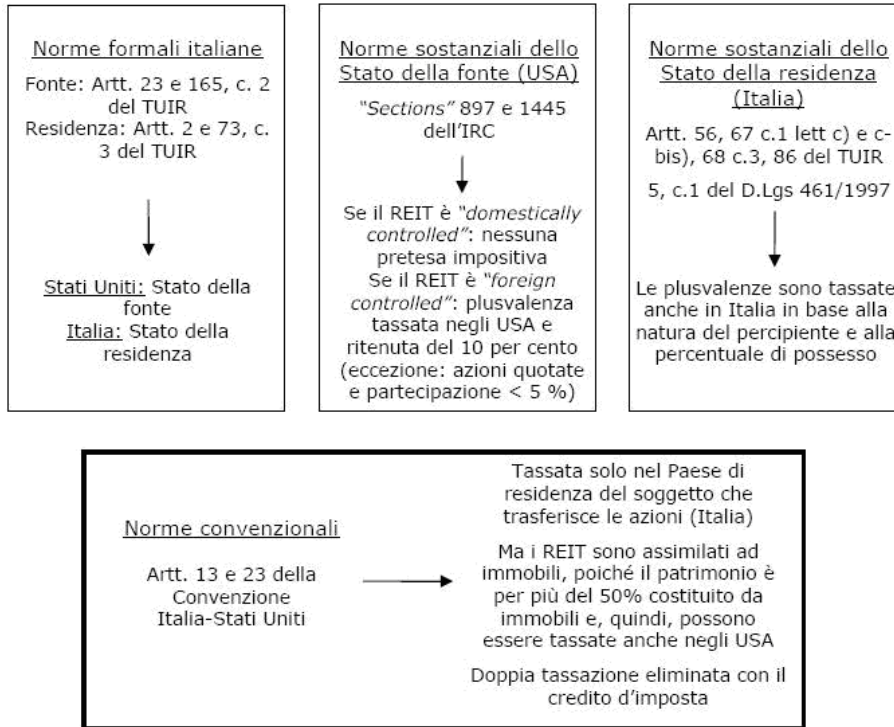
Ovviamente, se il soggetto residente in Italia ha pagato imposte anche negli Stati Uniti, ha diritto ad un credito di imposta, determinato secondo quanto stabilito nell'articolo 165 del TUIR.

Lo schema riportato di seguito riassume il trattamento fiscale delle plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni in REIT statunitensi da parte di un soggetto residente in Italia.

⁽⁷²⁾ Cfr. il combinato disposto degli artt. 68, primo comma, lett. c) e 68, terzo comma, d.P.R. n. 917, citato.

⁽⁷³⁾ Cfr. art. 5, d.lgs. 21 novembre 1997, n. 461.

Trattamento fiscale delle plusvalenze relative alla cessione da parte di un soggetto italiano di partecipazioni in un REIT



Capitolo terzo

L'affermazione del modello di trasparenza fiscale nell'esperienza europea

SOMMARIO: **3.1.** L'affermazione del modello di trasparenza fiscale nel mercato internazionale. **3.2.** Gli effetti dell'introduzione dei REIT nel mercato immobiliare. **3.2.1.** L'aumento della massa critica del settore immobiliare quotato. **3.2.2.** La specializzazione dei portafogli immobiliari. **3.2.3.** L'affermazione del modello di gestione interna. **3.2.4.** L'aumento dell'efficienza valutativa. **3.2.5.** Il trattamento delle attività di sviluppo immobiliare. **3.2.6.** Lo stimolo all'espansione internazionale. **3.3.** Le Fiscle Beleggingstellings olandesi. **3.3.1.** Profili essenziali. **3.3.2.** Il regime fiscale del REIT. **3.3.3.** Il regime fiscale dei sottoscrittori del REIT. **3.4.** Le Société d'Investissement à Capital Fixe Immobiliare in Belgio. **3.4.1.** Profili essenziali. **3.4.2.** Il regime fiscale del REIT. **3.4.3.** Il regime fiscale dei sottoscrittori del REIT. **3.5.** Il regime di trasparenza fiscale in Francia. **3.5.1.** Profili essenziali. **3.5.2.** Il regime fiscale del REIT e dei sottoscrittori del REIT. **3.6.** Il regime fiscale del Deutscher Reit tedesche. **3.6.1.** Profili essenziali. **3.6.2.** Il regime fiscale del REIT e dei sottoscrittori del REIT. **3.7.** Le Property Investment fund inglesi. **3.7.1.** Profili essenziali. **3.7.2.** Il regime fiscale del REIT e dei sottoscrittori del REIT. **3.8.** L'esperienza italiana: l'introduzione delle Società di investimento quotate. **3.8.1.** I Profili essenziali. **3.8.2.** I requisiti civilistici per l'accesso al regime proprio delle SIIQ. **3.8.3.** Il regime fiscale delle SIIQ. **3.8.4.** Il regime fiscale degli utili corrisposti dalla SIIQ. **3.8.5.** Le partecipazioni detenute in società soggette a regime SIIQ. **3.8.6.** Le plusvalenze da conferimento di immobili in SIIQ.

3.1. L'affermazione del modello di trasparenza fiscale nel mercato internazionale.

L'introduzione dei REIT nell'ambito del mercato immobiliare rappresenta il momento che generalmente segna la maturità del mercato immobiliare, comportando un miglioramento delle dinamiche competitive e valutative dello stesso.

L'introduzione dei REIT avviene, di regola, in una fase successiva all'introduzione nel mercato immobiliare delle prime moderne società immobiliari che incominciano ad interagire con analoghi mercati immobiliari stranieri più evoluti. Sino ad allora, infatti, il mercato immobiliare nazionale è stato fondamentalmente autosufficiente, fondando la propria crescita su aumenti

di capitale sostenuti da investitori nazionali. Con il progredire della crescita del settore immobiliare, i soggetti operanti nel mercato immobiliare cominciano ad ambire a profili di crescita non più realizzabili nel contesto nazionale, di modo che gli stessi si trovano a dover porsi in relazione alle alternative di investimento offerte nel mercato internazionale.

In questa fase il mercato nazionale è interessato ad adottare strutture fiscali trasparenti alla stregua degli strumenti adottati nell'ambito del panorama internazionale di modo da offrire agli investitori internazionali strumenti giuridici efficienti, in grado di attrarre nuove opportunità di investimento e, nel contempo, non perdere di competitività nel mercato internazionale.

Volendo provare ad individuare una definizione che esuli dalle peculiarità proprie delle singole normative nazionali, i REIT possono essere definiti come società di investimento immobiliare generalmente quotate che operano nel mercato immobiliare al fine di acquistare, mantenere nel lungo termine e gestire, in modo più o meno attivo, cespiti immobiliari tipicamente costituiti da uffici, proprietà commerciali, industriali o residenziali⁽⁷⁴⁾.

I REIT, in particolare, sono caratterizzati da un regime di trasparenza fiscale consistente nell'esenzione dalle imposte sui redditi e spesso sui capital gain, per gli utili derivanti da attività derivanti o connesse all'investimento immobiliare non speculativo ma di lungo termine. A fronte dell'esenzione dal carico tributario diretto, i REIT sono tenuti a distribuire i propri utili entro limiti che variano a seconda della legislazione in esame, ai propri azionisti o detentori di quote di

⁽⁷⁴⁾ Sul tema cfr. London Stock Exchange , *REIT, A new route up the property ladder*, 2006; Bear, Sterns & Co. Inc. , *Real Estate Investment Trusts – REIT 101: A REIT Primer*, 2006; Shaun A. Bond, John L. Glascock, *The performance and diversification benefits of European Public Real Estate Securities*, University of Cambridge; European Public Real Estate Association , *EPRA Global REIT Survey – A comparison of the major REIT regimes in the world*, 2004.

capitale. I dividendi saranno poi soggetti a tassazione in capo all'individuo o ente beneficiario⁽⁷⁵⁾.

Il primo modello di trasparenza fiscale dell'investimento immobiliare è stato introdotto negli Stati Uniti nel 1960 in forza del Real Estate Investment Trust Act, immediatamente seguiti da quelli olandesi nel 1969.

L'obiettivo che si intendeva perseguire attraverso l'introduzione dei predetti strumenti era quello di favorire gli investimenti in larga scala e, allo stesso tempo, renderli accessibili ai piccoli investitori.

Inizialmente, nonostante il legislatore statunitense avesse previsto che i REIT potessero rivestire la forma chiusa od aperta, si privilegiarono le strutture di tipo aperto.

In seguito alla recessione del mercato immobiliare americano negli anni Settanta, i REIT quotati persero circa il 60% del loro valore, con conseguenti rilevanti richieste di riscatto da parte degli investitori. Nel 1975, al fine di evitare il ripetersi di dissesti finanziario-societari, la SEC introdusse il divieto di procedere alla costituzione di REIT aperti negli Stati Uniti. Da allora, pertanto, i REIT statunitensi possono assumere solo la forma chiusa.

Successivamente alla favorevole esperienza statunitense in materia di REIT per efficienza e trasparenza fiscale, si è avuta nel tempo una larga diffusione dei REIT nel mondo: dall'Australia al Giappone, alla Corea del Sud, a Singapore, ad Hong Kong, e da ultimo ai Paesi membri U.E.

⁽⁷⁵⁾ Per un inquadramento sistematico del modello di tassazione per trasparenza dell'investimento immobiliare cfr., nella dottrina italiana, ex pluribus, Cappio – Felling – Vedana, *I fondi immobiliari*, Milano, 2006; Gnech – Redaelli, *Fiscalità immobiliare*, Milano, 2005; Cacciamani, *Real Estate*, Milano 2006; Delli Santi – Annibali, *REITs europei, SIQ e Fondi immobiliari*, in *Fisco e Real estate*, a cura di Delli Santi – Annibali, Milano, 2007.

Al riguardo, basti pensare alle *Fiscale Beleggingsinstelling* (FB) olandesi del 1969, alle *Sociétés d'Investissement à Capital Fixe en Immobilier* (SICAFI) del 1995 in Belgio, alle *Sociétés d'Investissement Immobiliers Cotées* (SIIC) del 2003 in Francia, nonché all'introduzione, nel 2007, dei regimi della Società d'Investimento Immobiliare Quotate (SIIQ) in Italia, del G-Reit in Germania e dell'UK-REIT nel Regno Unito⁽⁷⁶⁾.

L'introduzione di tali veicoli nella finanza immobiliare risponde certamente all'esigenza di offrire agli investitori forme alternative e diversificate di allocazione del risparmio. Tra l'altro, gli investitori sono attratti da tali forme d'investimento per differenti ragioni, quali il trattamento fiscale particolarmente vantaggioso, la soglia d'ingresso piuttosto bassa, i rendimenti di gran lunga migliori rispetto a quelli offerti dagli altri strumenti finanziari, i bassi rischi legati agli investimenti, la diversificazione dell'investimento in una pluralità di immobili⁽⁷⁷⁾, la gestione dei portafogli immobiliari da parte di esperti del settore.

I REIT quotati hanno inoltre consentito agli investitori del settore immobiliare l'investimento in società specializzate nella gestione di investimenti immobiliari caratterizzate dall'elevata liquidità assicurata dai mercati dei capitali regolamentati, nonché la possibilità di investire nel mercato immobiliare con risorse notevolmente inferiori a quelli che sarebbero state necessarie per effettuare investimenti diretti.

Il successo dei REIT è confermato dal forte miglioramento che i predetti strumenti hanno apportato ai mercati degli investimenti immobiliari in tutti i Paesi

⁽⁷⁶⁾ Per un'introduzione ai regimi REIT in ambito internazionale si fa rimando, tra i vari, a Di Tanno - Brunelli, «*Il regime fiscale delle SIIQ*», Atti convegno Paradigma, Milano, 7 febbraio 2007; Gualtieri, *Il regime fiscale dei fondi immobiliari*, Atti convegno Synergia, Milano, 31 novembre 2006, e Giannantonio, *Regime fiscale dei fondi immobiliari alla luce del d.l. n. 223 del 2006. Le esperienze straniere*, Atti convegno Synergia, Milano, 2 ottobre 2006.

⁽⁷⁷⁾ La diversificazione degli investimenti immobiliari riguarda uffici, fabbricati abitativi, commerciali ed industriali ed alberghi.

in cui sono stati introdotti. L'introduzione dei REIT ha creato notevoli vantaggi sia per le società immobiliari che per le società non immobiliari in possesso di ingenti patrimoni immobiliari, oltre che ovviamente per gli investitori diretti ed indiretti nel settore immobiliare.

Per quanto riguarda le società immobiliari, l'introduzione dei REIT ha di regola comportato una maggiore attenzione per il comparto immobiliare quotato da parte dei grandi investitori istituzionali. Questo maggiore interesse – principalmente riconducibile al miglior profilo di rendimento dei REIT se paragonato a quello delle società soggette a piena imposizione fiscale – ha favorito, a sua volta, l'incremento della liquidità dei titoli e del segmento di mercato, anche per effetto dell'aumento della copertura, in termini di analisi finanziaria o ricerca azionaria, delle società immobiliari quotate da parte delle grandi banche d'affari internazionali.

Quest'ultimo fenomeno consente in primo luogo di mantenere costante l'interesse degli investitori istituzionali attraverso i continui aggiornamenti riguardo alla performance delle società in esame e quindi sostiene la liquidità dei titoli; in secondo luogo sottopone le società immobiliari quotate all'esame di esperti specialisti di settore causando usualmente una graduale adesione delle stesse agli standard operativi e di investimento considerati ottimali da parte della comunità finanziaria internazionale. Questo circolo virtuoso tende pertanto ad incrementare ancor più la liquidità delle azioni delle società immobiliari. L'aumento di liquidità degli strumenti e l'aumento della copertura da parte degli analisti di ricerca, inoltre, produce un ulteriore effetto positivo che ha fortemente sostenuto il successo dei REIT: i valori rispecchiati dai prezzi di mercato delle azioni di società immobiliari tendono sempre più verso il reale valore che ad esse dovrebbe essere attribuito, di modo che i mercati guadagnano in termini di scala e professionalità, e quindi di efficienza. Questo, come provato dall'esperienza di numerose nazioni europee, tra cui recentemente anche la Francia ed il Regno

Unito, porta all'eliminazione del tradizionale sconto di valutazione sul Net Asset Value, azzerando uno dei principali fattori che rendeva storicamente non conveniente, sotto il profilo economico, la quotazione di società immobiliari sui mercati azionari.

I vantaggi derivanti dall'introduzione dei REIT sono evidenti anche per tutti gli altri operatori industriali il cui campo di specializzazione non è direttamente quello immobiliare, ma che hanno accumulato sui propri bilanci significative quantità di cespiti immobiliari per investimento o per sostenere le proprie attività operative. Il vantaggio principale per gli operatori industriali è rappresentato dalla possibilità di monetizzare dei propri investimenti immobiliari a valore di mercato, liberando spesso notevoli quantità di valore al momento della realizzazione a prezzi considerevolmente superiori al valore contabile di bilancio. Questa possibilità è spesso valutata molto positivamente da parte dei mercati, dal momento che implica la riallocazione di ingenti capitali finanziari ed umani sul core business dell'attore industriale. Investimento che si ipotizza dovrebbe essere in grado di generare rendimenti notevolmente superiori essendo focalizzato sull'area nella quale risiedono l'esperienza e le capacità del management. Inoltre, nel caso in cui l'operatore economico opti per una struttura che prevede il mantenimento degli asset strategici in locazione (*"sale and leaseback"*), quest'ultimo potrà verosimilmente beneficiare di una migliore gestione dei cespiti da parte di una società specializzata, con ritorni positivi anche sul core business. Inoltre, l'esternalizzazione degli investimenti immobiliari di una società immobiliare a favore di un REIT, già esistente o creato "ad hoc", è favorita dal legislatore in molte nazioni, tramite l'applicazione di un'aliquota di favore sui capital gain corrisposta in occasione del conferimento e/o della vendita ad un REIT, consentendo, in tal modo, un'ulteriore leva di creazione di valore per operatori industriali che decidessero di seguire questa strada.

Questi effetti positivi, unitamente al forte miglioramento dell'intero mercato immobiliare quotato nei paesi in cui sono stati inseriti i REIT, ha fortemente sostenuto lo sviluppo di questa forma societaria nel mondo⁽⁷⁸⁾.

3.2. Gli effetti dell'introduzione dei REIT nel mercato immobiliare.

L'esperienza internazionale permette di isolare i principali effetti connessi all'introduzione della normativa REIT in un mercato immobiliare nazionale, che possono essere descritti nei termini che seguono:

- i)** aumento della massa critica del settore immobiliare quotato;
- ii)** specializzazione dei portafogli immobiliari;
- iii)** affermazione del modello di gestione interna;
- iv)** aumento dell'efficienza valutativa;
- v)** particolare trattamento delle attività di sviluppo immobiliare;
- vi)** stimolo all'espansione internazionale.

⁽⁷⁸⁾ Cfr. Lazarski, *Introduction of a New Tax Regime Available to Quoted Real Estate Investment Companies*, in *European Taxation*, 2003, 133. Sul tema dei possibili contrasti della disciplina nazionale introdotta nei principali Paesi europei con i principi comunitari cfr. Cornelisse, Weber, Wijs, Blokland, *Proposal for a Uniform EU REIT Regime – Part I*, in *European Taxation*, 2006, 6; European Public Real Estate Association, *European REIT regimes and the impact of the EC treaty freedoms*, Agosto 2005; *European Public Real Estate Association, Progress on REIT regimes in Europe*, Settembre 2006; European Public Real Estate Association, *FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index*, dicembre 2006; European Public Real Estate Association, *EPRA Global REIT Survey – A comparison of the major REIT regimes in the world*, settembre 2004.

3.2.1. L'aumento della massa critica del settore immobiliare quotato.

L'aumento della dimensione e del numero delle società immobiliari quotate ed il conseguente raggiungimento della massa critica richiesta per stimolare l'interesse internazionale creano immediati vantaggi sui mercati dei capitali, tra i quali un notevole aumento della liquidità degli strumenti azionari sottostanti ed una maggiore visibilità sui mercati internazionali.

La predetta circostanza, peraltro, risulta chiaramente analizzando le caratteristiche del mercato immobiliare americano nel 1992, ovvero alcuni mesi dopo che il settore era entrato nell'attuale fase di maturità, con la situazione in essere a dicembre 2006, cioè con la situazione osservabile in un mercato maturo e stabile quale era quello statunitense prima della recente crisi dei mutui sub-prime.

In particolare, all'inizio della fase di maturità, solo due società nell'intero settore immobiliare quotato avevano una capitalizzazione di mercato totale superiore ad un miliardo di dollari e due società con una capitalizzazione di mercato inferiore ai 200 milioni di dollari potevano essere rinvenute tra i primi dieci REIT negli Stati Uniti. Questa struttura frammentata del settore, dove oltre il 70% delle società capitalizzava meno di 100 milioni di dollari, era probabilmente connessa agli effetti della prima vera ondata di quotazioni di REIT a livello nazionale durante la quale, in condizioni di mercato ancora non particolarmente raffinate, molte società si erano affrettate a completare la quotazione per garantirsi una parte del valore generatosi grazie ai REIT.

La recente esperienza europea consente di isolare un ulteriore effetto derivante dall'introduzione dei REIT nei mercati europei, consistente in un significativo vantaggio competitivo per i first movers. Gli investitori istituzionali sono, infatti, generalmente disposti nei confronti dei primi specialisti di un sotto-settore immobiliare (per destinazione d'uso o collocazione geografica) a scendere a

compromessi in ordine ad imperfezioni della struttura, senza che le stesse possano assumere rilevanza determinante nella loro valutazione finale. Compromessi che, invece, non saranno più disposti ad accettare nelle ipotesi in cui esistano altre alternative di investimento per il sotto-settore di riferimento.

Tali dinamiche hanno, da ultimo, caratterizzato anche il mercato residenziale tedesco, nell'ambito del quale le prime due società che hanno proceduto alla quotazione delle rispettive azioni sono state accolte con estremo entusiasmo e favore, mentre i tentativi di quotazione successivi sono stati valutati con elevato spirito critico (portando all'annullamento di diversi processi di quotazione).

L'aumento di interesse dimostrato dagli investitori internazionali e l'incremento nella copertura attiva e critica da parte delle grandi case di ricerca, congiuntamente alle naturali forze competitive di mercato, hanno imposto un trend di razionalizzazione che ha portato ad un deciso consolidamento del settore immobiliare, oltre che alla crescita dimensionale delle società meglio gestite.

Il mercato, in particolare, agisce primariamente in due modi nell'attuare la sua selezione naturale dei migliori operatori: in primo luogo penalizza le valutazioni delle società gestite in modo sub-ottimale rendendole naturali prede per le società che, sulla base di una performance e di un profilo di crescita soddisfacenti, beneficiano di una valutazione a premio sui loro concorrenti. In secondo luogo, inibisce la crescita delle società che non apprezzano: dati gli obblighi legali di distribuzione dei dividendi e l'elevata scala degli investimenti necessari per le caratteristiche intrinseche del settore, le società immobiliari non possono finanziare pienamente la loro crescita tramite i flussi di cassa prodotti internamente, diventando quindi fortemente legati al mercato dei capitali.

3.2.2. La specializzazione dei portafogli immobiliari.

Come si è già avuto modo di rilevare, l'introduzione di una normativa REIT in un ordinamento nazionale avviene solitamente quando il settore immobiliare nazionale è già sviluppato ed è pronto alla maturità definitiva, spesso stimolata dai processi innescati dall'introduzione stessa di tali strumenti. Nella maggior parte delle nazioni in cui i REIT sono stati introdotti si è registrata una fase di maturità dei mercati immobiliari quotati, in cui interagiscono con un maggior interesse gli investitori istituzionali internazionali con attori industriali di successo destinati a garantire la specializzazione per quanto riguarda la destinazione d'uso dei cespiti immobiliari in cui investono ("*asset class*").

A titolo esemplificativo, possiamo osservare che nella fase iniziale di maturità del mercato statunitense (i.e. primi anni 1990), solo tre dei primi dieci REIT statunitensi avevano più del 90% dei loro investimenti specializzati in una singola asset class. Alla fine del 2006, invece, 9 dei 10 REIT statunitensi per capitalizzazione di mercato avevano più del 90% dei loro investimenti in una sola asset class.

Alla base di questo processo di specializzazione si possono individuare motivazioni di carattere industriale: la quotazione in borsa delle società immobiliari obbliga a produrre rendimenti soddisfacenti per gli apportatori di capitali di rischio e, quindi, obbliga a creare valore attraverso la gestione attiva dei loro portafogli immobiliari. In questo senso, quindi, la specializzazione in una sola asset class non può che giovare ai processi di formazione delle conoscenze necessarie per rendere i dirigenti di un REIT specialisti nel loro settore di attività. È, infatti, indubbio come le conoscenze necessarie per massimizzare il valore di immobili destinati ad uso ufficio, o commerciali o logistico-industriali siano uniche e non necessariamente trasferibili, per non parlare delle relazioni con i diversi inquilini, che rappresentano il patrimonio intangibile principale di una

società immobiliare. Ad esempio, una società specializzata in immobili ad uso commerciale potrà certamente beneficiare dalla propria specializzazione, acquisendo, grazie alla propria esperienza conoscenze uniche riguardo alle disposizioni ottimali dei centri commerciali in diverse zone geografiche per massimizzare il rendimento delle attività dei propri locatari e, conseguentemente, sviluppare relazioni di lungo termine con le catene commerciali occupanti i propri cespiti, che consentano di avere una rete di contatti di facile attivazione per mettere a reddito nuovi spazi o spazi liberati dal precedente locatario.

Oltre alle motivazioni industriali appena descritte, un ulteriore motivo alla base del maggiore successo delle società specializzate per asset class è da rinvenire nella chiara preferenza degli investitori istituzionali. Una definita specializzazione strategica consente, infatti, agli investitori istituzionali di gestire al meglio l'asset allocation dei loro portafogli di investimento, permettendo agli stessi di distribuire i propri capitali sui vari settori immobiliari in base alle aspettative formatesi autonomamente in relazione alle prospettive di rendimento di ogni settore, senza dover necessariamente accettare l'asset allocation attuata dai gestori delle società immobiliare disponibili per l'investimento. Inoltre, va osservato come investimenti focalizzati su una singola asset class consentono di massimizzare anche la correlazione tra la performance dei REIT e del mercato immobiliare diretto.

3.2.3. L'affermazione del modello di gestione interna.

L'esperienza internazionale dimostra che entrambi i modelli di gestione interna ed esterna possono funzionare, seppure in differenti condizioni di mercato. In un mercato dove i sistemi di gestione delle società immobiliari non sono predeterminati per legge, la gestione interna è preferita dagli investitori

istituzionali, che conseguentemente tendono ad applicare uno sconto di valutazione a fondi e società che ricorrono alla gestione esterna. Di recente, gli investitori istituzionali si sono dimostrati particolarmente riluttanti verso le società a gestione esterna e le menzionate resistenze sono state particolarmente forti in recenti processi di quotazione, comportando modifiche alla struttura delle commissioni originariamente proposte e significativi sconti in termini di valutazione, oltre che nell'annullamento di numerosi processi di quotazione.

In questo modo, non si intendono certamente negare le possibilità di successo per la quotazione di un fondo gestito esternamente, specialmente in un sistema normativo in cui i REIT sono stati appena introdotti, a condizione, tuttavia, che la struttura delle commissioni sia relativamente accettabile e la società esterna dedicata alla gestione sia una società di primario livello e di riconosciuta reputazione.

Un successo recente è rappresentato da ProLogis European Properties (PEP), alla cui quotazione ha partecipato anche JPMorgan, che è stata ben accolta da parte della comunità internazionale in virtù della sponsorship da parte della più importante società immobiliare specializzata in proprietà logistiche, ProLogis, appunto. Inoltre, appaiono preferite dal mercato le operazioni di aumento di capitale effettuate da società a gestione esterna che abbiano già in qualche modo mostrato il loro potenziale al mercato, come ad esempio l'aumento di capitale completato con successo da JPMorgan nell'aprile 2007 per l'austriaca Conwert AG.

I motivi alla base della preferenza mostrata verso il modello delle società a gestione esterna da parte degli investitori istituzionali possono essere principalmente ricondotti alla convinzione diffusa nel mercato immobiliare che gli interessi dei gestori non sono pienamente allineati con quelli degli azionisti. L'elevata componente fissa delle commissioni, determinata da una percentuale

del valore lordo del portafoglio, potrebbe spingere infatti i gestori ad aumentare irrazionalmente il portafoglio senza adottare processi di selezione degli investimenti e attività di gestione attiva post-acquisizione ottimali per la massimizzazione del valore. La previsione di criteri di determinazione variabili delle commissioni rappresenta una prima risposta alla predetta preoccupazione.

Inoltre, un ulteriore ostacolo all'affermarsi del modello di gestione esterna è rappresentato dalla struttura delle commissioni che spesso risultano articolate su onerose clausole di risoluzione nel contratto di gestione la cui durata può essere fissata per periodi lunghi (dieci o quindici anni), e che prevedono il pagamento del valore attuale di tutte le commissioni future o significative percentuali del patrimonio immobiliare in gestione, in caso di risoluzione anticipata.

Per questi motivi nella maggioranza dei mercati immobiliari maturi l'avvento dei REIT ha in qualche modo stimolato l'internalizzazione delle società di management esterne, dopo la prima accettazione di modelli gestiti esternamente, in attesa della maturazione del settore nazionale e della creazione di una più vasta classe manageriale in grado di gestire tutte le società create. Questo è avvenuto negli Stati Uniti, ed è anche avvenuto nell'altro primario mercato immobiliare: l'Australia. Esempi del processo di internalizzazione che ha preso atto in Australia sono l'acquisizione della piattaforma manageriale Prime Retail Trust da parte di Centro Properties Trust nel 2004, che ha successivamente permesso alla società di assicurare una crescita annua dei dividendi del 7,5%, paragonato al 3-4% raggiunto negli anni precedenti con una struttura gestita esternamente, e l'acquisizione della piattaforma manageriale MG Management Ltd da parte di Macquarie Goodman Industrial Trust, che ha permesso a Macquarie Goodman IT di diventare un primario consolidatore a livello globale.

Le società a gestione interna risultano pertanto preferite dagli investitori e possano raggiungere quotazioni a premio sul Net Asset Value mentre società a

gestione esterna difficilmente ottengono premi significativi. IPO di SIIC a gestione esterna sono comunque possibili. In tali, ultime ipotesi occorrerà effettuare una attenta preparazione della società, una dettagliata strutturazione del contratto di gestione esterna, una minuziosa pianificazione della struttura di corporate governance e un attento studio del posizionamento della società stessa in termini di equity story per minimizzare i punti negativi apportati dal management esterno e sottolineare alla comunità finanziaria gli altri eventuali punti di forza che la rendono un'attraente opportunità di investimento.

3.2.4. L'aumento dell'efficienza valutativa.

Nelle prime fasi di sviluppo dei mercati immobiliari quotati, le società immobiliari tendono ad essere quotate in un intorno del valore di mercato del loro patrimonio netto, meglio conosciuto nella pratica internazionale come Net Asset Value⁽⁷⁹⁾. Questo può rappresentare un'inefficienza intrinseca nel mercato e lasciare apparentemente inspiegate valutazioni a premi sostanziali sul NAV. L'esperienza internazionale mostra come nella maggior parte dei mercati evoluti che hanno adottato una normativa REIT, i criteri di valutazione adottati dagli operatori finanziari migliorano in termini di sofisticatezza abbandonando il

⁽⁷⁹⁾ In una fase successiva di puntualizzazione investitori e analisti distinguono poi tra *Net Asset Value* (NAV), *Double Net Asset Value* (NNAV) e *Triple Net Asset Value* (NNNAV). Come discusso, il *Net Asset Value* è rappresentato dal valore di mercato del patrimonio netto, includendo eventuali tasse su *capital gain* latenti che non sono ancora state pagate ("*Deferred tax liabilities*"). Il NNAV depura la metrica da questo ultimo elemento, rendendo in qualche modo comparabili società sottoposte ad imposizione fiscale sui *capital gain* e società fiscalmente efficienti: in virtù dei nuovi principi contabili IFRS e dell'adesione da parte della maggior parte delle società immobiliari quotate ai dettami del principio IAS 40, una buona *proxy* del NNAV è rappresentata dal valore di bilancio del capitale azionario. Il NNNAV rappresenta il valore di liquidazione della società immobiliare ed è determinato sottraendo al NNAV eventuali aggiustamenti necessari per l'adeguamento degli strumenti debitori al loro valore corrente di mercato e il costo che si dovrebbe sostenere qualora si volessero estinguere tutti gli strumenti derivati che la società ha concluso.

NAV, considerato solo un driver valutativo secondario e di conferma. In questi mercati l'ottica valutativa si sposta dal patrimonio esistente alle capacità della società immobiliare di creare valore e di gestire efficacemente il proprio portafoglio: le valutazioni vengono quindi prevalentemente basate sulla capacità della società di generare flussi di cassa (multipli dell'FFO) o di distribuire dividendi (dividend yield). La focalizzazione sulle reali capacità operative dei team dirigenziali ha un effetto significativo sul settore immobiliare, tendendo a premiare le società in grado di produrre un rendimento superiore alla media di settore, rendendolo totalmente giustificabili valutazioni a premi anche significativi sul Net Asset Value.

La performance estremamente positiva ottenuta dai mercati immobiliari negli ultimi anni sino alla recente crisi legata alla crisi dei mutui subprime, infatti, è in parte da attribuirsi, oltre che alla positiva congiuntura di settore, all'introduzione dei REIT in un mercato importante a livello continentale come quello francese, al successo degli FBI olandesi e delle SICAFI belghe e alle attese di introduzione di sistemi simili nel Regno Unito ed in Germania. Nel 2002, prima dell'adozione del primo decreto SIIC da parte dell'esecutivo transalpino, tutti i mercati immobiliari europei quotavano sconti significativi sul Net Asset Value, rendendo quasi impossibile uno sviluppo del settore basato su di un aumento di efficienza stimolato da operazioni di fusione e acquisizione per azioni o grandi acquisizioni di portafogli immobiliari che richiedessero sostanziali aumenti di capitale⁽⁸⁰⁾.

⁽⁸⁰⁾ Un'operazione di fusione o di acquisizione dove il corrispettivo è pagato con azioni ha l'effetto di distruggere immediatamente valore nel caso l'emittente nuove azioni acquisti a fronte di ciò una partecipazione in una società pagata ad un prezzo che rifletta un minore sconto o un premio sul *Net Asset Value*. Un'aumento di capitale per finanziare un'acquisizione di portafoglio distrugge molto facilmente valore per gli azionisti della società offerente nel caso in cui le azioni debbano essere emesse ad un significativo sconto sul NAV, a prescindere dalla potenziale alta redditività del portafoglio acquistato.

Se si osserva la situazione al febbraio 2007, l'intero settore immobiliare quota interessanti livelli di premio sul Net Asset Value, condizione che ha anche stimolato un certo livello di attività di finanza straordinaria.

Il dividend yield è quindi sempre più costantemente usato come parametro di valutazione per il settore immobiliare, di società che possono beneficiare di regimi fiscali agevolati caratterizzati da una valutazione a premio su società comparabili, ma sottoposte a carico fiscale pieno.

3.2.5. Il trattamento delle attività di sviluppo immobiliare.

Le attività di sviluppo immobiliare, attuate sotto varie forme dalla maggioranza delle società immobiliari europee, offrono agli azionisti un notevole aumento della redditività del capitale a fronte di un aumento del profilo di rischio relativamente limitato, specialmente se attuate secondo specifiche strategie spesso seguite da molti REIT (per esempio forward funding di progetti di sviluppo gestiti da società partner specializzate che offrono anche periodi di rental guarantee una volta che il progetto è terminato, o joint ventures con altri investitori immobiliari).

Molti legislatori nazionali sono stati finora propensi ad escludere lo sviluppo immobiliare dalle attività esenti per svariati motivi.

Una prima parte di Paesi ha deciso di decretare la completa esclusione di ogni attività di sviluppo immobiliare per quanto riguarda i REIT, come è successo, fino ad ora in attesa di modifiche legislative, per gli FBI olandesi. In questo caso, gli utili derivanti da questa attività non possono rientrare tra quelli rilevanti per il test necessario per qualificarsi come REIT, nè sono fiscalmente agevolati. In questa ultima ipotesi, le possibilità di svolgere attività di sviluppo immobiliare

sono fortemente limitate e i REIT in queste nazioni tendono a quotare a dividend yields anche superiori al 6%.

I restanti Paesi, come mostrato dall'esempio francese, hanno deciso di adottare una normativa più flessibile e di escludere gli utili derivanti da attività di sviluppo immobiliare da ogni agevolazione fiscale, ma di accettare nel contempo la loro rilevanza ai fini del il test necessario per qualificare una società come REIT.

Per finire, alcuni Paesi concedono i benefici fiscali per quanto riguarda i cespiti immobiliari derivanti da attività di sviluppo immobiliare, a patto che questi vengano mantenuti come investimento di lungo termine dal REIT stesso per un determinato periodo temporale.

In ogni caso, nonostante le diverse limitazioni previste nell'ambito della legislazione nazionale, una soluzione spesso adottata nella pratica da società specializzate in sviluppo immobiliare è la costituzione di una controllata REIT alla quale conferire a condizioni di mercato beni immobili per beneficiare della tassazione agevolata. Questa controllata può a proprio titolo incontrare il favore degli investitori, a patto che la sua condizione di società captive non implichi che l'unica fonte di crescita potenziale sia determinata dallo sviluppatore immobiliare del cui gruppo fa parte, ma abbia anche piani di crescita indipendente che le permettano di essere un vero e proprio attore nei mercati immobiliari di competenza e non quello che nella pratica internazionale è conosciuto come take-out fund.

3.2.6. Lo stimolo all'espansione internazionale.

Le straordinarie performance dei mercati immobiliari internazionali negli ultimi anni hanno definitivamente chiarito come gli investitori immobiliari attuino le loro scelte di investimento su scala continentale, se non globale. Come affermato

precedentemente, i benefici sinergici appaiono evidenti in caso di diversificazione geografica, soprattutto in alcuni segmenti dei mercati immobiliari e, soprattutto per quanto riguarda cespiti immobiliari commerciali e logistico-industriali. Infatti, molti investitori internazionali mostrano interesse verso società attive in diversi mercati internazionali, soprattutto se focalizzate su un asset class dove queste effettive sinergie operative possono essere estratte.

Nonostante questo, per motivi prettamente tributari, la maggior parte delle legislazioni nazionali alla base dei sistemi REIT accordano lo status di trasparenza fiscale solo ai ricavi derivanti da investimenti immobiliari localizzati sul territorio nazionale, anche se gli investimenti esteri sono quasi sempre conteggiati per quanto riguarda i test patrimoniali necessari per qualificare una società come REIT.

Esistono, però, tecniche utilizzate dalle società immobiliari per minimizzare il carico fiscale derivante dagli investimenti effettuati all'estero.

Alcune legislazioni nazionali permettono a società immobiliari estere di creare controllate nazionali e accedere allo status di REIT domestico tramite i cosiddetti technical listings o quotazioni tecniche. In questo modo, quotando sui mercati azionari pubblici solo una porzione minimale del capitale azionario della controllata estera, il REIT può assicurarsi una efficienza fiscale totale per i propri investimenti in quella nazione. Una delle nazioni in cui è stato finora possibile utilizzare il technical listings è la Francia, ma, come si avrà modo di osservare meglio oltre, con i requisiti di flottante minimo introdotti con il decreto SIIC 4, questa possibilità si è significativamente indebolita.

3.3. Le Fiscle Beleggingstellings olandesi.

3.3.1. Profili essenziali.

Il regime delle Fiscal Investment Institution (Fiscle Beleggingstellings o, più semplicemente FBI) è stato introdotto nell'ordinamento tributario olandese nel 1969. Sino ad allora, nei confronti delle società di investimento trovava applicazione il regime della participation exemption che, al ricorrere di determinate condizioni, consentiva l'esenzione fiscale sui dividendi e sulle plusvalenze conseguite in esito alla cessione della partecipazione detenuta in società immobiliari⁽⁸¹⁾.

Con l'introduzione delle Investment Institution il legislatore olandese ha inteso favorire il settore del real estate mediante l'introduzione di un veicolo "fiscalmente trasparente" per il cui tramite gli investitori individuali possono riunire gli investimenti del proprio portafoglio a fronte della applicazione del medesimo regime fiscale previsto per l'investimento diretto in immobili.

Al pari dei REIT americani, le Investment Institution non presentano una particolare forma giuridica, essendo di contro consentito ad una FBI costituita nella forma della società pubblica a responsabilità limitata (NV), della società a responsabilità limitata (BV) ovvero di un fondo comune di investimento, la facoltà di optare per il regime elettivo di trasparenza fiscale.

La disciplina delle FBI prevede condizioni particolarmente stringenti in ordine alla composizione degli investitori sottoscrittori al fine di evitare che il veicolo

⁽⁸¹⁾ In proposito cfr. European Public Real Estate Association, *Global REIT Survey, A comparison of the major REIT regimes in the world*, 2004; European Public Real Estate Association, *European REIT Regimes and the impact of the EC Treaty freedoms*, 2005; Notermans – Forsth, *Regimi di politica macroeconomica e regolazione finanziaria in Europa (1931-1996)*, in *Stato e mercato*, 1996, vol. 48, fasc. 3, 367.

REIT possa risultare accessibile ai piccoli investitori e, nel contempo, che la partecipazione ad un REIT risulti in capo ad un numero limitato di investitori societari. In particolare, è previsto che non oltre il 45 per cento del capitale di una FBI possa essere detenuto da una singola società assumendo rilevanza, ai predetti fini, anche le partecipazioni indirettamente detenute. Inoltre, non può essere detenuta da soggetti non residente una partecipazione superiore al 25 per cento del capitale sociale della FBI.

Analogamente a quanto previsto nella legislazione statunitense, l'attività svolta dalla FBI deve consistere unicamente in investimenti nel settore immobiliare del proprio portafoglio. Di converso, non è consentito lo svolgimento di attività collaterali o accessorie di carattere commerciale o finanziario diverse dal real estate.

Quanto poi agli obblighi di distribuzione degli utili realizzati, il regime olandese delle FBI impone la distribuzione, sotto forma di dividendi, del 100 per cento dell'imponibile fiscale dalle stesse conseguite. In particolare, i capital gain e le perdite derivanti dall'attività di investimento immobiliare sono allocate in una apposita riserva di reinvestimento che non concorre alla formazione dell'imponibile fiscale e che deve essere distribuita entro il termine di otto mesi dalla data di chiusura del periodo d'imposta di riferimento.

3.3.2. Il regime fiscale del REIT.

Le Investment Institution non beneficiano di una vera e propria forma di esenzione fiscale dall'imposizione sui redditi, dato che i proventi e le perdite derivanti dagli investimenti in asset immobiliari o in partecipazioni in società operanti nel real estate concorrono comunque alla formazione del reddito imponibile di una FBI. Tuttavia, l'applicazione sui predetti redditi dell'aliquota in

misura pari allo zero per cento realizza l'effetto di una sostanziale esenzione dei redditi conseguiti dalla FBI nell'attività di investimento immobiliare.

Le plusvalenze e le minusvalenze realizzate nell'attività di investimento immobiliare non costituiscono componente positivo o negativo di reddito fiscalmente rilevante a condizione che siano allocate in una riserva di reinvestimento fiscalmente non rilevante, sulla quale grava l'obbligo di distribuzione annuale.

I redditi percepiti sotto forma di dividendi dai partecipanti dei REIT risultano tassabili secondo lo schema della trasparenza fiscale nella forma della esenzione fiscale in capo al REIT e nella simmetrica tassazione degli utili fiscali distribuiti ai sottoscrittori. La predetta distribuzione è soggetta, in forza della normativa interna, ad una ritenuta del 25 per cento, suscettibile di riduzione per effetto dell'applicazione della normativa convenzionale prevista nell'ambito delle Convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni stipulate con il Paese in cui è fiscalmente residente il sottoscrittore del REIT. Di contro la distribuzione della riserva di reinvestimento costituita da plusvalenze e minusvalenze realizzate dalle Investment Institution nella propria attività immobiliare non è soggetta, in linea di principio, all'applicazione di ritenute fiscali essendo la predetta distribuzione assimilata, sotto il profilo fiscale, al capitale di rischio delle società di capitali.

3.3.3. Il regime fiscale dei sottoscrittori del REIT.

La disciplina fiscale applicabile nei confronti dei sottoscrittori delle Investment Institution differisce a seconda che il percettore dei dividendi sia una società

ovvero una persona fisica, ed ancora a seconda che i predetti soggetti siano o meno residenti ai fini fiscali in Olanda⁽⁸²⁾.

In particolare, in forza della disciplina fiscale olandese, nell'ipotesi in cui il sottoscrittore dei fondi sia una società fiscalmente residente in Olanda non trova applicazione, con riferimento al predetto investimento, il regime della participation exemption. Di conseguenza, le plusvalenze da realizzo conseguenti alla cessione delle partecipazioni in Investment Institution concorrono alla formazione del reddito imponibile secondo le regole ordinarie previste in materia di tassazione dei redditi d'impresa. Analogamente, i dividendi distribuiti dalla FBI sono soggetti all'applicazione di una ritenuta a titolo di acconto del 25 per cento.

Nei confronti di un sottoscrittore persona fisica residente, ai fini fiscali, in Olanda il regime fiscale applicabile nei confronti dei redditi derivanti dall'investimento in una Investment Institution differisce a seconda della qualificazione dell'investimento in capo all'investitore. Di regola, tuttavia, si assume che il predetto investimento costituisca un investimento ordinario di portafoglio, ed in tale ultima ipotesi l'imposta sui redditi è applicata su una base reddituale presunta. In luogo, infatti, della imposizione sui dividendi ricevuti, è assoggettata ad imposizione un reddito presunto determinato in misura pari all'1,2 per cento del valore medio dell'investimento durante l'anno solare. I capital gains derivanti dalla cessioni delle partecipazioni nella FBI sono considerati assorbiti nella base imponibile della imposta forfettaria così determinata, salvo che le riferite plusvalenze non siano considerate redditi di lavoro.

⁽⁸²⁾ Per un approfondimento cfr. Loyens – Loeff, *Benelux Fund Briefing. Benelux Investment & Private Equity Funds: new fund regimes and recent developments*, gennaio, 2007.

La distribuzione dei dividendi effettuata dalla FBI ad una persona fisica fiscalmente residente in Olanda è soggetta ad un ritenuta alla fonte pari al 25 per cento. Ritenuta che può essere scomputata in diminuzione dell'imposta lorda.

Gli investitori non residenti non sono di regola assoggettati ad imposizione sui redditi o sul reddito delle società con specifico riguardo all'investimento in una FBI, fatta eccezione per la ritenuta del 25% applicata al momento della distribuzione dei dividendi. Ritenuta che, in applicazione della disciplina convenzionale contro le doppie imposizioni, di regola è ridotta al 15 per cento. Peraltro, in ragione della limitazione del 25 per cento al capitale sociale della FBI prevista nell'ambito della legislazione belga all'investimento da parte di un soggetto non residente non potrà trovare applicazione la riduzione della ritenuta al 5 per cento prevista nell'ambito della normativa convenzionale per l'ipotesi in cui il percettore del reddito detenga una partecipazione pari al 25 per cento del capitale sociale del soggetto che ha effettuato la distribuzione di dividendi.

Da ultimo occorre segnalare che a fronte della sostanziale esenzione dall'applicazione dell'imposizione sui redditi nei confronti della FBI i dividendi distribuiti dai predetti veicoli di investimento non beneficiano dell'applicazione delle disposizioni contenute nella Direttiva Madre – Figlia.

3.4. Le Société d'Investissement à Capital Fixe Immobiliare in Belgio.

3.4.1. Profili essenziali.

Le Société d'Investissement à Capital Fixe Immobiliare in Belgio sono state introdotte nel 1995 nel sistema fiscale belga al fine di favorire l'investimento in real estate attraverso l'introduzione di un veicolo che, al pari di quello statunitense e olandese, consentisse di investire in forma aggregata nel settore

immobiliare beneficiando dell'applicazione di un regime fiscale sostanzialmente analogo a quello che avrebbe trovato applicazione nell'ipotesi di investimento diretto in immobili⁽⁸³⁾.

Più precisamente le SICAFI costituiscono un fondo immobiliare quotato a capitale fisso soggetto al controllo della Commissione Banca e Finanza regolato dal Regio Decreto 10 aprile 1995 per quanto attiene ai profili civilistici e dalla Legge 4 dicembre 1990 per quanto attiene ai profili di regolamentazione fiscale. In particolare, sotto il profilo fiscale è prevista una sostanziale neutralità fiscale delle operazioni di raccolta e di distribuzione dei redditi locatizi conseguiti nell'attività di investimento immobiliare.

La SICAFI deve assumere la forma giuridica di una società a responsabilità limitata o di una società in accomandita per azioni quotata nel mercato regolamentato belga, soggetta all'obbligo di distribuzione annuale dei risultati derivanti dalla gestione caratteristica dell'impresa nel settore immobiliare in misura pari all'80 per cento, fatta eccezione per i capital gain i quali beneficiano di un regime di esenzione dall'imposizione sui redditi a condizione che siano reinvestiti nei successivi quattro anni. In caso contrario, i predetti componenti positivi di reddito ricadono nell'obbligo di distribuzione previsto per i risultanti derivanti dalla gestione caratteristica dell'impresa.

Trattandosi di un soggetto che, per espressa previsione di legge, deve essere quotato nel mercato regolamentato belga, è del tutto evidente che la SICAFI è stata introdotta dal legislatore belga non al fine di attrarre investimenti di piccoli

⁽⁸³⁾ Sul tema cfr., "ex pluribus", European Public Real Estate Association, *Global REIT Survey, A comparison of the major REIT regimes in the world*, 2004; European Public Real Estate Association, *European REIT Regimes and the impact of the EC Treaty freedoms*, 2005; Notermans – Forsth, *Regimi di politica macroeconomica e regolazione finanziaria in Europa (1931-1996)*, in *Stato e mercato*, 1996, vol. 48, fasc. 3, 367.

investitori, quanto piuttosto investimenti di operatori specializzati e professionali operanti nel settore del real estate.

3.4.2. Il regime fiscale del REIT.

Le SICAFI sono soggette all'imposta sul reddito delle società secondo le aliquote ordinarie. Tuttavia i redditi immobiliari non concorrono alla formazione del reddito imponibile beneficiando di un regime di esenzione dall'imposizione reddituale.

Al pari, i dividendi e gli interessi distribuiti da una società fiscalmente residente in Belgio ad una SICAFI sono esenti dall'applicazione di ritenute alla fonte.

I dividendi distribuiti da una SICAFI ai propri sottoscrittori sono, invece, soggetti ad una ritenuta alla fonte del 15 per cento che può essere ridotta in applicazione delle disposizioni contenute nelle Convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni.

E' inoltre previsto nell'ambito della legislazione belga un particolare regime di esenzione dall'applicazione della ritenuta sui dividendi distribuiti dalla SICAFI per l'ipotesi in cui quest'ultima investa oltre il 60 per cento dei propri assets nell'edilizia abitativa privata.

Da ultimo va inoltre evidenziato che la SICAFI è soggetta all'applicazione di una ritenuta d'imposta patrimoniale relativamente agli immobili, ubicati nel territorio belga, posseduti o detenuti in long lease ovvero costituenti diritti reali minori, oltre che ad una imposizione dello 0,06 per cento in riferimento ai valori di inventario così come risultano alla data di chiusura del periodo d'imposta.

3.4.3. Il regime fiscale dei sottoscrittori del REIT.

La disciplina fiscale applicabile nei confronti dei sottoscrittori delle Investment Institution differisce a seconda che il percettore dei dividendi sia una società ovvero una persona fisica, ed ancora a seconda che sia o meno residente ai fini fiscali in Belgio.

In particolare, in forza della disciplina fiscale interna, una società belga titolare di partecipazione in un REIT è soggetta, in linea di principio, all'imposta sul reddito societario relativamente agli utili derivanti da dette partecipazioni. Di regola, invece, i dividendi distribuiti da una società immobiliare belga diversa da una SICAFI beneficiano dell'applicazione di un regime di esenzione a condizione che il soggetto percettore del reddito posseda una partecipazione superiore al 10 per cento, ovvero fornita di un valore di acquisizione superiore ai 1.200.00 euro, per un periodo ininterrotto di almeno un anno e che siffatta partecipazione risulti iscritta tra le immobilizzazioni finanziarie. Al ricorrere delle predette condizioni, il 95 per cento dei dividendi ricevuti è fiscalmente esente, mentre il restante 5 per cento è soggetto all'applicazione delle ordinarie disposizioni in materia di tassazione dei redditi d'impresa.

In linea di principio, la dividend exemption non si applica ai dividendi derivanti da partecipazioni in una SICAFI. Con la conseguenza che i dividendi concorrono integralmente alla formazione del reddito d'impresa. Tuttavia, il regime di esenzione si applica a condizione che la SICAFI distribuisca il 90 per cento dell'imponibile fiscale e tale reddito origini da proventi o capital gains su partecipazioni ricomprese nel regime di applicazione della participation exemption.

Le plusvalenze da cessione di partecipazioni in un REIT belga sono di regola escluse dall'applicazione del regime di participation exemption, essendo soggette alle ordinarie regole in materia di tassazione dei redditi d'impresa.

Nell'ipotesi in cui il sottoscrittore sia una persona fisica residente ai fini fiscali in Belgio la ritenuta fiscale applicata, al momento della distribuzione, sui dividendi si assume a titolo definitivo. Le plusvalenze realizzate in esito alla cessione di partecipazione nella SICAFI non sono soggette ad imposizione in capo alle persone fisiche fiscalmente residenti in Belgio a condizione che il capital gains non sia stato conseguito nei limiti della normale gestione degli assets privati.

In caso di sottoscrittore non residente, persona fisica o società, i dividendi distribuiti dalla SICAFI sono soggetti ad una ritenuta del 15 per cento a titolo di imposta che può essere ridotta in applicazione delle disposizioni contenute nelle Convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni stipulate con il Paese di residenza del soggetto percettore.

Le plusvalenze conseguite per effetto della cessione di partecipazioni in una SICAFI da parte di un soggetto non residente non sono soggette ad imposizione in applicazione della normativa nazionale belga.

3.5. Il regime di trasparenza fiscale in Francia.

3.5.1. Profili essenziali.

Le Sociétés d'Investissement Immobiliers Cotées (SIIC) sono state introdotte dalla legge finanziaria del 30 dicembre 2002, n. 1575, in vigore dal 1° gennaio

2003, modificata ed integrata dalle successive leggi finanziarie per il 2004, 2005 e 2007⁽⁸⁴⁾.

In particolare, il Legislatore francese ha previsto che le Sociétés Anonymes o le Sociétés en Commandite par Actions, che vogliono beneficiare dello speciale regime fiscale delle SIIC, devono essere necessariamente quotate nel mercato regolamentato francese ed avere un capitale sociale minimo pari almeno a 15 milioni di euro⁽⁸⁵⁾.

Possono optare per il regime fiscale della SIIC anche le società non residenti, a condizione che siano quotate sull'Euronext di Parigi e che, secondo l'ordinamento francese, siano considerati soggetti passivi dell'imposta sulle società (IS).

Con l'introduzione della normativa SIIC nel novembre 2002, il settore immobiliare francese è stato soggetto ad una notevole trasformazione, che ha portato ad una performance superiore all'80% ed alla scomparsa del tradizionale sconto di valutazione sul Net Asset Value.

La finalità che il legislatore fiscale francese intendeva perseguire attraverso l'introduzione dei SIIC è da rinvenirsi nella introduzione di un regime fiscale che consentisse di trasferire la tassazione dei redditi derivanti dalla locazione di immobili e delle plusvalenze sui beni immobiliari direttamente in capo ai soci,

⁽⁸⁴⁾ Per un approfondimento sul regime di trasparenza fiscale introdotto in Francia cfr., “ex pluribus”, CORNELISSE - WEBER – WIJS – BLOKLAND, *Proposal for a Uniform EU Reit Regime – Part 1*, in *European Taxation*, 2006, 3; CORNELISSE - WEBER – WIJS – BLOKLAND, *Proposal for a Uniform EU Reit Regime – Part 2*, in *European Taxation*, 2006, 68; European Public Real Estate Association, *Global REIT Survey, A comparison of the major REIT regimes in the world*, 2004; European Public Real Estate Association, *European REIT Regimes and the impact of the EC Treaty freedoms*, 2005; Notermans – Forsth, *Regimi di politica macroeconomica e regolazione finanziaria in Europa (1931-1996)*, in *Stato e mercato*, 1996, vol. 48, fasc. 3, 367.

⁽⁸⁵⁾ Per le società controllate non è, in realtà, previsto alcun limite al capitale minimo.

consentendo alle società quotate che esercitano l'opzione per il regime SIIC di divenire veicoli trasparenti alla stregua dei REITS americani.

Il principale fattore di successo dei SIIC francesi è rappresentato proprio dalla loro flessibilità e dalla disponibilità mostrata dal legislatore fiscale francese a modificare le previsioni normative in modo da fornire risposte alle richieste del mercato massimizzando, in tal modo, l'efficienza delle società immobiliari. Ciò che, peraltro, risulta chiaramente analizzando i principali cambiamenti che hanno portato, nell'arco di quattro anni, alla disciplina attualmente in vigore.

In particolare, nella versione introdotta nel 2003, il regime di trasparenza fiscale opzionale era applicabile nei confronti delle società immobiliari quotate sul mercato francese e delle società controllate almeno al 95%, trovando applicazione unicamente sugli utili derivanti da locazione immobiliare e capital gain. Di contro, il predetto regime non trovava applicazione sugli utili derivanti da servizi prestati a soggetti terzi, come ad esempio il property management o i servizi relativi allo sviluppo immobiliare.

A fronte dell'applicazione del predetto regime di esenzione, era previsto l'obbligo di distribuzione di almeno l'85% degli utili derivanti da attività di locazione e del 50% dei capital gain realizzati.

Le predette disposizioni sono state modificate nel corso del 2004 al fine di agevolare il conferimento di immobili ai SIIC da parte degli operatori industriali, consentendo, in particolare, per un arco temporale predeterminato⁽⁸⁶⁾, alla società francesi di conferire i propri patrimoni immobiliari ad una SIIC – che si impegnavano a mantenere gli immobili costì acquistati per un periodo non inferiore al quinquennio – beneficiando dell'applicazione dell'aliquota d'imposta agevolata

⁽⁸⁶⁾ Tale facoltà è venuta meno nell'ambito delle disposizioni introdotte dalla Legge Finanziaria per l'anno 2007.

del 16,5% sul capital gain così realizzato, in luogo dell'applicazione delle aliquote ordinarie in materia di redditi d'impresa.

Al fine di massimizzare gli incentivi alla professionalizzazione del settore immobiliare avviata per effetto delle previsioni introdotte nel 2004, nel 2005 è stata estesa la possibilità di beneficiare dell'applicazione dell'aliquota agevolata del 16,5% anche ai conferimenti di immobili detenuti da società di capitali francesi ad un OPCI (società immobiliare non quotata) a condizione, sempre, che quest'ultima si impegnasse a mantenere gli immobili così acquisiti a bilancio per almeno 5 anni.

Con la legge Finanziaria 2007, la disciplina in commento è stata ulteriormente modificata limitatamente ai requisiti di assetto proprietario prevedendo un flottante del 40,01%, a fronte del 25% previsto dalla precedente normativa. In altre parole, nessun socio può possedere, direttamente o indirettamente, il 60% o più del capitale sociale o dei diritti di voto. Tale norma, però, non trova applicazione allorché una SIIC sia posseduta da un'altra SIIC.

Inoltre, a partire dal 1° gennaio 2007, il 15% dello share capital (o dei voting rights) di una SIIC deve essere posseduto da shareholders che detengono, direttamente o indirettamente, meno del 2% di detti diritti di partecipazione agli utili o di voto nell'assemblea ordinaria. Siffatta disposizione non si applica alle SIIC già esistenti.

L'attività principale svolta dalle suddette società deve consistere, nella misura pari almeno all'80%, nell'acquisto o nella costruzione di immobili per la locazione, nella detenzione diretta o indiretta di partecipazioni in società di persone o di capitali svolgenti la medesima attività, ovvero nell'attività di leasing immobiliare⁽⁸⁷⁾.

⁽⁸⁷⁾ L'inclusione del *leasing* tra le attività immobiliari che beneficiano dell'esenzione è stata introdotta dalla legge Finanziaria del 2005.

L'esercizio dell'opzione per il regime di esenzione SIIC comporta, poi, l'obbligo di distribuire ai soci almeno l'85% dei proventi derivanti dall'attività locativa, entro la fine dell'esercizio successivo a quello di realizzo, il 50% delle plusvalenze derivanti dal trasferimento degli immobili, delle partecipazioni in società immobiliari o di partecipazioni in una controllata, entro la fine del secondo esercizio successivo a quello di realizzo, nonché il 100% dei dividendi distribuiti dalle controllate (sub-SIIC) alla parent-SIIC, entro l'anno successivo alla distribuzione.

Possono inoltre beneficiare del regime SIIC anche le società controllate, direttamente o indirettamente, per almeno il 95% (sub-SIIC) da una SIIC, a condizione che le controllate siano soggette all'imposta sulle società e rechino lo stesso oggetto sociale della SIIC controllante.

3.5.2. Il regime fiscale del REIT e dei sottoscrittori, residenti e non residenti.

Per effetto dell'opzione al predetto regime, le società che aderiscono alla disciplina SIIC beneficiano dell'esenzione dall'imposta sul reddito delle società per i proventi derivanti dall'attività locativa, per le plusvalenze derivanti dal trasferimento degli immobili e per quelle relative alle partecipazioni in società immobiliari, nonché per i dividendi distribuiti dalle società controllate, aventi i requisiti SIIC.

In caso di inosservanza di uno dei citati requisiti, la società decade dal beneficio fiscale di sostanziale esenzione in capo alla stessa dei proventi immobiliari. Qualora venga meno uno dei citati requisiti anteriormente al decimo anno dall'esercizio dell'opzione, trovano applicazione retroattivamente le regole ordinarie previste in materia di tassazione dei redditi d'impresa.

Si deve, tra l'altro, specificare che le SIIC possono svolgere anche attività ancillari a quella principale, ma in misura non superiore al 20% dell'attivo patrimoniale lordo. I proventi di dette attività sono, tuttavia, soggetti a tassazione con aliquota ordinaria.

In virtù della trasparenza fiscale, i dividendi, derivanti dalle "eligible activities", distribuiti dalla SIIC agli shareholders societari sono soggetti ad imposizione ordinaria senza attribuzione di crediti d'imposta. Del pari, scontano la stessa tassazione i capital gain derivanti dalla cessione di partecipazioni SIIC, salva l'applicazione dell'aliquota agevolata del 20,2% per le società che hanno detenuto, per almeno 2 anni, azioni SIIC.

Viceversa, i dividendi relativi alla gestione esente, distribuiti alle persone fisiche, sono soggetti a tassazione, secondo le aliquote marginali, del 50% dell'ammontare dei dividendi, laddove analoga imposizione sia applicata ai capital gain derivanti dalla cessione di partecipazioni SIIC. A tal proposito, si evidenzia che le azioni della SIIC possono essere detenute in un piano di investimento azionario fiscalmente agevolato (PEA, Plan d'Epargne en Actions). In tale ultima ipotesi, i dividendi percepiti dagli individual shareholders ed i capital gain su partecipazioni SIIC sono esenti, sempreché i proventi ed i capital gain relativi alla SIIC siano reinvestiti nel PEA per un minimo di 5 anni.

I redditi non inclusi nel regime speciale esentivo recano, invece, un credito d'imposta del 10%.

Diverso trattamento fiscale è riservato, dal legislatore francese, agli investitori non residenti. Invero, detti investitori sono soggetti ad una ritenuta fiscale del 25%, che può essere ridotta al 15% in virtù di convenzioni bilaterali contro le doppie imposizioni, per soci od investitori residenti nei Paesi membri dell'Unione Europea.

Da ultimo, va ribadito che, in seguito all'entrata in vigore della legge finanziaria 2007, sono assoggettati ad imposizione, con aliquota del 20%, i dividendi derivanti da eligible activities distribuiti agli shareholders, diversi dalle persone fisiche, che direttamente o indirettamente detengono il 10% o più dello share capital e sono esenti dall'imposta sulle società rispetto ai dividendi percepiti. Tale disciplina non trova, però, applicazione nel caso che lo shareholder sia una SIIC francese od una società estera con lo stesso status civile e fiscale.

3.6. Il regime fiscale delle Deutscher Reit tedesche.

3.6.1. Profili essenziali.

Il regime delle Deutscher Reit tedesche è stato introdotto in Germania nel 2007 al termine di un acceso dibattito politico in ordine alla opportunità di introdurre, nel mercato immobiliare, un veicolo che presentava i caratteri propri di uno strumento finanziario speculativo⁽⁸⁸⁾.

La principale preoccupazione riguardava, in particolare, il trattamento degli immobili residenziali, tradizionalmente portatori di una connotazione altamente sociale in Germania. Sino alla recente introduzione dei G-REIT, le pubbliche amministrazioni e le società private hanno tentato di fornire una risposta ai bisogni locativi dei propri dipendenti mediante l'applicazione di canoni di locazione sensibilmente inferiori rispetto al valore di mercato.

⁽⁸⁸⁾ Per un approfondimento del regime REIT introdotto in Germania cfr., ex pluribus, Fox, *Il nuovo regime tributario dei Real Estate Investment Trusts in Germania*, Atti Convegno Certi, Università Bocconi, Milano, 26 novembre 2006; Lachner-Von Heppe, *The introduction of Real Estate Investment Trusts in Germany*, in *German Law Journal*, 2006, 135; Roland Berger Strategy Consultants, *REIT – Chances for the German real estate and financial markets*, settembre 2006.

In questo contesto, la soluzione di compromesso che è stata adottata nel 2007 è nel senso di escludere i cespiti immobiliari a destinazione residenziale dalla disciplina dei G-REIT: in altri termini, una società che voglia beneficiare del regime di esenzione previsto per i G-REIT non deve, infatti, avere investimenti in nessun immobile a vocazione prevalentemente residenziale.

Più precisamente, i G-REIT devono avere la forma giuridica di società di capitali con capitale sociale minimo pari a 15 milioni di Euro, con sede legale o amministrativa in Germania, quotate nel mercato regolamentato dell'Unione Europea ovvero dell'Area Economica Europea, operanti nel settore dell'acquisto, della costruzione, vendita, locazione e gestione degli asset immobiliare.

In particolare, ai fini dell'applicazione del regime di trasparenza fiscale, i G-REIT devono investire almeno il 75 per cento del capitale sociale in diritti reali immobiliari e conseguire almeno il 75 per cento dei rendimenti lordi attraverso l'affitto o la vendita di asset immobiliari (beni immobili, diritti reali sui medesimi, partecipazioni in società immobiliari). Vendita che, tuttavia, non può eccedere il 50 per cento dei beni immobili nell'arco temporale di un quinquennio.

E' inoltre consentito lo svolgimento di attività accessorie, quali il property management, il project management e i servizi di intermediazione immobiliare, nonché di attività supplementari verso soggetti terzi svolte dalle proprie controllate, a condizione che non eccedano il 20 per cento del totale degli assets del REIT e il 20 per cento del risultato lordo.

Particolari limitazioni sono previste in ordine alla composizione degli investitori sottoscrittori: nessun azionista, infatti, può detenere direttamente più del 10% delle azioni di un G-REIT direttamente e, indirettamente, più dell'85% delle azioni. Inoltre, al momento della loro costituzione, almeno il 25 per cento delle azioni dei G-REIT deve essere detenuto da investitori che non posseggono più del

3 per cento delle predette azioni. Percentuale che, in una fase successiva alla costituzione, scende al 15 per cento.

A fronte del regime di esenzione fiscale dall'imposta sul reddito delle società, è previsto in capo al G-REIT l'obbligo di distribuire almeno il 90 per cento degli utili realizzati a favore degli investitori⁽⁸⁹⁾. Inoltre, allo scopo di accumulare risorse per nuove acquisizioni, il G-REIT può allocare fino al 50% dei capital gain realizzati dalla cessione di assets immobiliari in una apposita riserva patrimoniale destinata all'acquisto di beni immobili nel termine di due anni, non concorrendo alla determinazione dell'utile distribuibile. Ove, tuttavia, la predetta riserva non sia reinvestita nel termine di due anni, la stessa dovrà essere interamente distribuita a favore degli investitori.

3.6.2. Il regime fiscale del G-REIT e dei sottoscrittori, residenti e non residenti.

I redditi percepiti sotto forma di dividendi dai partecipanti ai G-REIT risultano tassabili secondo lo schema della trasparenza fiscale nella forma della esenzione fiscale in capo al REIT e nella simmetrica tassazione degli utili fiscali distribuiti ai sottoscrittori. La predetta distribuzione è soggetta, in forza della normativa interna, ad una ritenuta del 25 per cento, applicabile sia nei confronti degli investitori residenti che di quelli non residenti, suscettibile in questa ultima ipotesi, di riduzione per effetto dell'applicazione della normativa convenzionale prevista nell'ambito delle Convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni stipulate con il Paese in cui è fiscalmente residente il sottoscrittore del REIT.

⁽⁸⁹⁾ I G-REIT non sono soggetti al rispetto delle disposizioni previste nella sezione 150 del German Stock Corporation Act, in materia di accantonamento in bilancio di riserve patrimoniali.

Non essendo consentita l'acquisizione di una partecipazione superiore al 10 per cento, nei confronti degli investitori non residenti non può trovare applicazione la Direttiva Madre – Figlia.

Riguardo alle plusvalenze derivanti dalla cessione della partecipazioni in un G-REIT, nell'ipotesi in cui l'investitore rivesta la forma giuridica societaria, il capital gain è interamente assoggettato a tassazione tanto nei confronti dei soggetti residenti quanto dei soggetti non residenti.

Le plusvalenze conseguite da investitori persone fisiche residenti in Germania sono soggette a tassazione su una base reddituale presunta. In luogo, infatti, della imposizione sulla plusvalenza conseguita, è assoggettato ad imposizione un reddito presunto determinato in misura pari all'1,2 per cento del valore medio dell'investimento durante l'anno solare qualora si tratti di partecipazioni che rappresentano almeno l'1 per cento del capitale del G-REIT detenute per un periodo non inferiore al quinquennio, ovvero di partecipazioni detenute per un periodo inferiore all'anno.

Laddove non ricorrano i predetti requisiti le plusvalenze conseguite da persone fisiche fiscalmente residenti in Germania sono soggette all'applicazione di una ritenuta a titolo di acconto nella misura del 25 per cento.

In caso di investitori non residenti, le plusvalenze conseguite al momento della cessione della partecipazioni sono tassabili in Germania sulla base delle disposizioni che compongono il diritto tributario internazionale tedesco. Tuttavia, in applicazione delle disposizioni contenute nelle Convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni internazionali, i predetti redditi risultano tassabili soltanto nello Stato di residenza del percettore del reddito.

Da ultimo, occorre rilevare la presenza di una exit tax in misura pari al 25 per cento applicabile sulla metà del valore delle plusvalenze latenti relative ad immobili iscritti tra le immobilizzazioni finanziarie del soggetto cedente. Tale

imposizione si applica nei confronti delle persone fisiche e delle società che detengono i beni immobili in relazione alle sole transazioni concluse tra il 1° gennaio 2007 e il 31 dicembre 2009.

3.7. Le Property Investment fund inglesi.

3.7.1. Profili essenziali.

Anche nel Regno Unito, al termine di un dibattito che ha avuto inizio nel 2005, è stata prevista nel 2006 l'introduzione di un regime di trasparenza fiscale applicabile nei confronti delle società svolgenti prevalentemente attività di carattere immobiliare⁽⁹⁰⁾.

Mediante l'introduzione del REIT, il governo britannico intendeva facilitare l'accesso ad investimenti immobiliari da parte di una classe di investitori più vasta, inclusi i piccoli investitori privati, creando dei veicoli più liquidi ed efficienti dal punto di vista fiscale, in modo da instaurare un circolo virtuoso che potesse a sua volta stimolare la crescita del settore immobiliare professionale. La legislazione definitiva sugli UK REIT venne quindi inserita nella Parte Quarta della Legge Finanziaria britannica del 2006 ed è stata successivamente oggetto di importanti chiarimenti di carattere interpretativo. dal Ministero del Tesoro britannico ("*HM Revenue & Customs*" – *HMRC*).

Gli UK-REIT devono avere la forma giuridica di società per azioni⁽⁹¹⁾ ed essere domiciliati nel Regno Unito, non potendo assumere la forma di fondi di

⁽⁹⁰⁾ Sul tema cfr. Ellis, *UK REIT: market impacts*, gennaio, 2007; Shearman – Sterling, *UK REIT within an international context*, 2006; Eurohypo, *UK REIT: living with the new landscape*, agosto, 2006.

⁽⁹¹⁾ Non è previsto il raggiungimento di un capitale sociale minimo al fine dell'applicazione del regime di trasparenza fiscale.

investimento aperti. Inoltre, le azioni dei REIT devono essere quotate nel mercato regolamentato inglese, ma non sull'Alternative Investment Market (AIM). Non possono tuttavia optare per il regime di trasparenza fiscale le cd. "closed company", ovvero le società in cui cinque o meno dirigenti controllino oltre il 50 per cento del capitale sociale.

Sotto il profilo dell'attività caratteristica dell'UK-REIT è previsto che il 75 per cento del patrimonio investito debba essere rappresentato da immobili locati a lungo termine⁽⁹²⁾, con conseguente realizzo di ricavi derivanti dalla predetta attività in misura non inferiore al 75 per cento di quelli conseguiti complessivamente.

Particolari limitazioni sono previste in ordine alla composizione degli investitori sottoscrittori: nessun azionista, infatti, può detenere direttamente più del 10% del capitale sociale del REIT.

A fronte del regime di esenzione fiscale dall'imposta sul reddito delle società, è previsto in capo all'UK-REIT l'obbligo di distribuire almeno il 90 per cento degli utili realizzati nell'ambito dell'attività di locazione immobiliare a favore degli investitori⁽⁹³⁾.

3.7.2. Il regime fiscale del REIT e dei sottoscrittori del REIT.

I redditi percepiti sotto forma di dividendi dai partecipanti dei G-REIT risultano tassabili secondo lo schema della trasparenza fiscale nella forma della esenzione

⁽⁹²⁾ I proventi derivanti dalla property rental income devono essere contabilizzati separatamente (cd. ring-fence).

⁽⁹³⁾ I G-REIT non sono soggetti al rispetto delle disposizioni previste nella sezione 150 del German Stock Corporation Act, in materia di accantonamento in bilancio di riserve patrimoniali.

fiscale in capo al REIT e nella simmetrica tassazione degli utili fiscali distribuiti ai sottoscrittori.

In maggiore dettaglio, i proventi realizzati nell'ambito dell'attività di locazione immobiliare sono esenti dal pagamento delle imposte sui redditi. Di contro, i proventi derivanti dalle attività immobiliari accessorie sono soggetti all'applicazione delle ordinarie regole in materia di tassazione dei redditi d'impresa.

La distribuzione dei dividendi è soggetta, in forza della normativa interna, ad una diversa disciplina a seconda, in particolare, che il soggetto percettore del reddito sia un soggetto residente o non residente, ed ancora a seconda che sia una persona fisica, ovvero una persona giuridica.

In particolare, la distribuzione, da parte di un G-REIT, dei dividendi derivante dalla gestione dell'attività immobiliare, a favore di una persona fisica fiscalmente residente nel Regno Unito è soggetta ad imposizione ordinaria, scontando, al momento della erogazione dei redditi, una ritenuta a titolo di acconto pari al 22 per cento dell'ammontare lordo del dividendo distribuito.

La distribuzione dei dividendi a favore di una società residente in Regno Unito è soggetta all'applicazione delle ordinarie disposizioni in materia di redditi d'impresa, concorrendo i predetti redditi alla formazione del reddito complessivo, e scontando l'aliquota ordinaria pari al 30 per cento.

Nei confronti, invece, di investitori non residenti è prevista l'applicazione di una ritenuta pari al 22 per cento sull'ammontare dei dividendi distribuiti, fatta salva l'applicazione del più favorevole regime contenuto nell'ambito delle Convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni, nell'ambito delle quali è di regola, prevista, l'applicazione da parte dello Stato della fonte del reddito di una ritenuta che non può eccedere la misura del 15%.

3.8. L'esperienza italiana: l'introduzione delle Società di investimento quotate.

3.8.1. Profili essenziali.

A partire dal periodo d'imposta 2008, anche nell'ambito del sistema fiscale italiano, è stato introdotto un modello di investimento immobiliare, in specie quello delle società di investimento immobiliari quotate, ispirato ai c.d. Real Estate Investment Trust (*i.e.* Reits), che consente, al ricorrere di determinati requisiti⁽⁹⁴⁾, l'applicazione di un regime fiscale elettivo di sostanziale esenzione dall'applicazione delle imposte sui redditi e sulle attività produttive in relazione ai redditi provenienti da attività di locazione immobiliare⁽⁹⁵⁾.

In tal modo, l'Italia ha inteso allinearsi ai principali Paesi europei ed extra-europei che utilizzano analoghi modelli di investimenti immobiliari. Il predetto strumento, in particolare, va ad affiancarsi ai fondi comuni di investimento immobiliare, previsti sin dal 1994 nell'ambito delle disposizioni nazionali. Rispetto, in particolare, a questi ultimi strumenti, le SIIQ determinano un'ulteriore opportunità di investimento che si giustappone, per l'appunto, a quella che già caratterizza il regime degli organismi di investimento collettivo. D'altronde, la possibilità di avvalersi del regime di trasparenza fiscale che, in buona sostanza, consente al socio di trasformare redditi di natura immobiliare in dividendi, è stata prevista al fine di aumentare la competitività, nel mercato immobiliare internazionale, dell'investimento in Italia. E ciò, in particolare, anche

⁽⁹⁴⁾ Le modalità applicative di esercizio dell'opzione per accedere al regime SIIQ sono state definite nel Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, emanato il 7 settembre 2007, n. 174, pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 24 ottobre 2007 .

⁽⁹⁵⁾ L'introduzione della disciplina SIIQ in Italia è da ricondurre ad un'intensa attività di studio comparato dei regimi REIT, nei Paesi membri dell'Unione Europea ed extra-UE, realizzata ai fini della promozione normativa di tali istituti di trasparenza ed efficienza fiscale nel real estate.

in considerazione del successo registrato in ambito internazionale, idoneo ad influenzare positivamente gli investimenti immobiliari ad uso locativo⁽⁹⁶⁾.

3.8.2. I requisiti civilistici per l'accesso al regime proprio delle SIIQ.

Possono accedere al regime delle SIIQ solo quei soggetti che svolgono in via prevalente attività di locazione immobiliare.

In generale, la prevalenza di tale attività è individuata sulla base di un duplice criterio, patrimoniale da un lato e reddituale dall'altro. In maggior dettaglio, l'attività di locazione è da considerarsi prevalente se:

- i)** gli immobili (posseduti a titolo di proprietà o di altro diritto reale ad essa destinati) rappresentano almeno l'80 per cento dell'attivo patrimoniale della società⁽⁹⁷⁾; e
- ii)** in ciascun esercizio, i ricavi⁽⁹⁸⁾ provenienti dall'attività di locazione rappresentano almeno l'80 per cento dei componenti positivi del conto economico⁽⁹⁹⁾.

⁽⁹⁶⁾ Per un approfondimento sui tratti caratterizzanti il regime SIIQ e le ragioni alla base dell'introduzione, nel sistema fiscale italiano, del predetto strumento, cfr., ex pluribus, Capolupo, *Finanziaria 2007: società di investimento immobiliare quotate (SIIQ)*, in *Il fisco*, 2007, n. 32, p. 4665; Del Federico, *Regime fiscale delle società di investimento immobiliare quotate (SIIQ)*, in *Il fisco*, 2007, n. 12, p. 1682; Arquilla, *Disciplina delle Siiq e dei fondi di investimento immobiliare*, in *Corriere tributario*, 2007, n. 11, p. 767; Avolio, *Definito il regime SIIQ*, in *Corriere tributario*, 2008, n. 5, p. 365; Manguso – Raiola, *Sugli effetti derivanti dall'esenzione del reddito prodotto dalle società di investimento immobiliare quotate (SIIQ)*, in *Bollettino tributario*, 2007, n. 11, pag. 949; Manguso – Raiola, *Il regime delle SIIQ - I primi chiarimenti dell'Agenzia delle quotate (SIIQ), entrate (parte I)*, in *Bollettino tributario*, 2008, n. 4, p. 302; Manguso – Raiola, *Il regime di imposizione dei dividendi distribuiti dalle SIIQ ai soggetti non residenti*, in *Bollettino tributario*, 2007, n. 19, p. 1519.

⁽⁹⁷⁾ Assumono rilevanza, per la verifica della condizione *sub i)* anche le partecipazioni che rappresentano immobilizzazioni finanziarie ai sensi dell'art. 11, comma 2, D. Lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, detenute in altre SIIQ nonché nelle società controllate da SIIQ ai sensi del comma 125, citato.

In caso di alienazione degli immobili e dei diritti reali su immobili, anche nel caso di classificazione degli stessi tra le attività correnti, ai fini della verifica del parametro *sub ii*), le eventuali plusvalenze realizzate concorrono a formare i componenti positivi derivanti dallo svolgimento di attività diverse dalla locazione immobiliare.

Al fine di garantire una adeguata rappresentazione contabile, i soggetti che optano per il regime SIIQ devono tenere contabilità separate per rilevare i fatti di gestione dell'attività di locazione immobiliare e delle altre attività⁽¹⁰⁰⁾.

L'adozione del regime SIIQ comporta, sotto il profilo giuridico, l'assunzione della forma giuridica della società per azioni i cui titoli di partecipazione siano negoziati in mercati regolamentati⁽¹⁰¹⁾. Inoltre, la qualifica "SIIQ" deve figurare nella denominazione sociale, nonché in tutti i documenti della società stessa.

Con specifico riferimento al requisito della quotazione, occorre considerare che, per effetto delle modifiche introdotte dalla Legge 24 dicembre 2007, n. 244, i titoli delle società che fruiscono del regime SIIQ devono essere quotati in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al comma 1 dell'articolo 168-bis del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, ed individuati con un apposito decreto, che allo stato attuale non risulta ancora adottato⁽¹⁰²⁾.

Ai sensi del comma 125 della citata Legge Finanziaria 2007, il regime speciale può essere esteso anche alle società per azioni, residenti nel territorio dello Stato,

⁽⁹⁸⁾ Assumono altresì rilevanza, per la verifica della condizione *sub ii*) i relativi dividendi formati, a loro volta, con utili derivanti dall'attività di locazione immobiliare svolta da tali società.

⁽⁹⁹⁾ Cfr. l'art. 1, comma 121, Legge Finanziaria per l'anno 2007.

⁽¹⁰⁰⁾ In specie, tali soggetti dovranno dare indicazione, tra le informazioni integrative al bilancio, dei criteri adottati per la ripartizione dei costi e degli altri componenti comuni, come previsto dall'ultimo periodo del comma 125, legge finanziaria 2007, citata.

i cui titoli di partecipazione non siano negoziati in mercati regolamentati (di seguito, per brevità anche “SIINQ”), a condizione che:

- i) svolgano in via prevalente l'attività di locazione immobiliare;
- ii) siano possedute da SIIQ, anche congiuntamente ad altre SIIQ, per almeno il 95 per cento in relazione ai diritti di voto dell'assemblea ordinaria ed alla partecipazione agli utili⁽¹⁰³⁾;
- iii) esercitino l'opzione per il regime speciale congiuntamente con la SIIQ controllante.

Per effetto dell'adesione al regime speciale di gruppo, la SIINQ ha l'obbligo di redigere il bilancio di esercizio in conformità ai Principi Contabili Internazionali (“IAS/IFRS”).

Particolari limitazioni, inoltre, sono poi previste, analogamente a quanto accade nell'ambito delle legislazioni nazionali previste negli altri Paesi che hanno adottato un modello di trasparenza fiscale, con specifico riferimento alla diffusione dei titoli fra il pubblico.

E', infatti, previsto che nessun socio possa possedere direttamente o indirettamente più del 51 per cento dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e

⁽¹⁰¹⁾ Cfr. art. 1, comma 119, Legge n. 296, citata.

⁽¹⁰²⁾ Sul tema della compatibilità del regime di tassazione per trasparenza dell'investimento immobiliare con i principi comunitari di non discriminazione e di libera circolazione cfr. Lazarski, *Introduction of a New Tax Regime Available to Quoted Real Estate Investment Companies*, in *European Taxation*, 2003, 133; Cornelisse - Weber - Wijs - Blokland, *Proposal for a Uniform EU REIT Regime – Part 1*, in *European Taxation*, 2006, 5-6.

⁽¹⁰³⁾ L'art. 1, comma 1, lett. b), del Decreto nel definire la SIINQ, precisa che quest'ultima deve essere controllata da "una SIIQ che abbia i requisiti per il consolidamento di cui agli artt. 117, comma 1, e 120 del testo unico delle imposte sui redditi ...". Ciò comporta che - oltre ai requisiti sopra menzionati - e' comunque necessario che almeno una delle SIIQ partecipanti abbia il controllo richiesto ai sensi degli articoli 117 e 120 del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 ai fini dell'applicazione del regime di tassazione di gruppo (c.d. consolidato nazionale).

più del 51 per cento dei diritti di partecipazione agli utili.

Inoltre, per effetto delle disposizioni recate con la Finanziaria 2007, è richiesto un ulteriore livello minimo di diffusione delle azioni delle SIIQ tra il pubblico (c.d. “requisito del flottante”), dato che almeno il 35 per cento delle azioni deve essere detenuto da soci che non possiedano al momento dell’opzione direttamente o indirettamente più dell’2 per cento dei diritti di voto nell’assemblea ordinaria e più dell’2 per cento dei diritti di partecipazione agli utili.

Occorre, peraltro considerare che ai fini del calcolo della percentuale di diritti di voto e di partecipazioni agli utili attribuibile al titolare delle azioni, rilevano anche le azioni date in pegno, qualora venga concordato che il diritto di voto nell’assemblea ordinaria ed il diritto di partecipazione agli utili spettino comunque al titolare delle stesse. Ai fini, invece, della verifica del requisito del flottante, si deve tener conto di quanto precisato dal Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A., per l’ammissione alla quotazione delle azioni delle Real Estate Investment Companies (*i.e.* REIC) tra cui rientrano le SIIQ (cfr. sul punto, circolare n 8, citata).

3.8.3. Il regime fiscale delle SIIQ.

Ai sensi del comma 120 della legge finanziaria 2007, l’accesso al regime SIIQ è subordinato all’esercizio di un’apposita opzione, da esercitarsi entro il termine del periodo d’imposta anteriore a quello a partire dal quale il contribuente intende avvalersene⁽¹⁰⁴⁾.

⁽¹⁰⁴⁾ Ad esempio, ipotizzando una società con esercizio coincidente con l’anno solare che intenda avvalersi dal 2009 della nuova disciplina, la stessa deve esercitare l’opzione entro il 31 dicembre 2008, ed ha effetto fin dall’inizio del periodo di imposta stesso se sono rispettati i requisiti brevemente esaminati in precedenza, ed in specie relativi a **(i)** residenza della società, **(ii)** negoziazione dei relativi titoli in mercati regolamentati, e **(iii)**

L'accesso al regime opzionale determina il realizzo, a valore normale⁽¹⁰⁵⁾, degli immobili e dei diritti reali su immobili destinati alla locazione posseduti dalla società alla data di chiusura dell'ultimo esercizio in regime ordinario; ovvero destinati alla vendita⁽¹⁰⁶⁾.

L'importo complessivo delle plusvalenze realizzate, al netto delle eventuali minusvalenze, è assoggettato ad un'imposta sostitutiva di IRES ed IRAP con aliquota pari al 20%. La base imponibile dell'imposta sostitutiva come sopra individuata è costituita dall'importo complessivo delle plusvalenze al netto delle eventuali minusvalenze, da determinarsi mediante il confronto fra il valore normale degli immobili e dei diritti reali immobiliari alla data di chiusura dell'ultimo periodo di imposta in regime ordinario e il loro costo fiscalmente riconosciuto" (circolare Agenzia delle Entrate 31 gennaio 2008, citata).

Devono essere assoggettati ad imposta sostitutiva non solo i fabbricati in senso stretto ma anche le aree su cui essi insistono, quelle pertinenziali e le aree fabbricabili. Queste ultime, analogamente a quanto previsto per gli immobili, possono essere assoggettate ad imposta sostitutiva anche se destinate alla vendita, a condizione che venga mutata la loro destinazione.

Si ritiene, infine, che sono da assoggettare ad imposta di ingresso anche i plusvalori (determinati facendo riferimento al *fair value*) relativi agli immobili oggetto di "attività di sviluppo del compendio immobiliare", ovvero gli immobili

struttura partecipativa e requisito del flottante minimo. Sul tema cfr. Dal Federico, *Provvedimento Agenzia delle Entrate 28 novembre 2007: la comunicazione dell'opzione per il regime delle società di investimento immobiliare quotate (Siiq)*, in *Il fisco*, 2007, n. 45, p. 6025.

⁽¹⁰⁵⁾ Il valore normale rappresenta il nuovo valore fiscalmente riconosciuto degli immobili e dei diritti reali su immobili. Esso rileva inoltre ai fini della verifica del requisito patrimoniale di prevalenza dell'attività di locazione, a decorrere dal quarto periodo d'imposta successivo a quello anteriore all'ingresso nel regime opzionale.

⁽¹⁰⁶⁾ In proposito, cfr. Fusa, *La valutazione degli immobili nelle società: aspetti contabili e fiscali alla luce delle nuove disposizioni sulle SIIQ. Natura civilistica dell'imposta di ingresso*, in *Il fisco*, 2007, n. 34, p. 4997.

in corso di costruzione e quelli oggetto di ristrutturazione diretta destinati all'attività di locazione immobiliare, in quanto anch'essi rientranti nella gestione esente.

Se gli immobili, ovvero i diritti reali, sono ceduti anteriormente a tale termine, ai fini della determinazione del reddito d'impresa e del valore della produzione assoggettati ad imposizione ordinaria, si assume come costo fiscale quello riconosciuto prima dell'ingresso nel regime speciale, al netto delle quote di ammortamento calcolate su tale costo.

L'imposta sostitutiva proporzionalmente imputabile agli immobili o ai diritti reali alienati, costituisce credito d'imposta.

L'imposta sostitutiva deve essere versata in un massimo di cinque rate annuali di pari importo. La scadenza della prima rata coincide con il termine previsto per il versamento a saldo dell'IRES relativa al periodo d'imposta anteriore a quello a partire dal quale viene acquisita la qualifica di SIIQ.

Le altre rate devono essere versate entro il termine rispettivamente previsto per il versamento a saldo dell'imposta sul reddito delle società relativa ai periodi d'imposta successivi. Sono ammesse le compensazioni ai sensi del D.Lgs. 9 luglio 1997, n. 241.

In caso di pagamento rateale, sull'importo delle rate successive alla prima si applicano gli interessi nella misura del tasso di sconto aumentato di un punto percentuale. Il versamento è perfezionato con il pagamento di ciascuna delle predette rate.

In luogo dell'applicazione dell'imposta sostitutiva, l'importo complessivo delle plusvalenze, al netto delle eventuali minusvalenze, calcolate in base al valore normale, può essere incluso, a scelta della società, nel reddito d'impresa del periodo anteriore a quello di decorrenza del regime speciale.

In alternativa, sempre a scelta della società, può essere incluso, per quote costanti, nel reddito di detto periodo ed in quello dei periodi successivi, ma non oltre il quarto, qualificandosi, in tal caso, interamente come reddito derivante da attività diverse da quella esente.

A partire dal periodo d'imposta in cui l'opzione per il regime speciale dispiega i propri effetti, il reddito d'impresa derivante dall'attività di locazione immobiliare è esente da IRES. La parte di utile civilistico ad esso corrispondente è quindi assoggettata ad imposizione in capo ai soci della SIIQ.

La SIIQ è altresì esente da IRAP, e, a tal fine, si tiene conto della parte del valore della produzione attribuibile all'attività di locazione immobiliare. A questo riguardo, è stato introdotto un criterio forfetario per individuare la quota del valore della produzione da attribuire alla gestione esente, non soggetta dunque ad imposizione sulle attività produttiva, determinata in misura corrispondente al rapporto tra i componenti positivi imputabili alla gestione esente rilevanti ai fini dell'imposta regionale sulle attività produttive e l'ammontare complessivo dei componenti positivi rilevanti agli stessi effetti.

Il valore della produzione complessivamente realizzato, sul quale applicare il suddetto criterio forfetario, dovrà essere determinato applicando le ordinarie regole di calcolo della base imponibile IRAP.

Le quote degli elementi di reddito, positivi e negativi, originatesi in periodi precedenti a quello a partire dal quale decorrono gli effetti dell'opzione, e delle quali sia stata rinviata la tassazione in conformità a previsioni del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, si imputano per la parte ad esso riferibile, al reddito derivante dall'attività di locazione immobiliare, mentre per la parte residua, al reddito derivante dalle altre attività eventualmente esercitate.

Al riguardo, il comma 1 dell'articolo 8 del Decreto disciplina l'imputazione delle residue quote delle plusvalenze realizzate e dei contributi percepiti in periodi

d'imposta anteriori a quello d'inizio del regime speciale, la cui tassazione e' stata rinviata rispettivamente ai sensi del comma 4 dell'articolo 86 e del comma 3, lettera b), dell'articolo 88 del d.P.R. 917, citato.

In specie si prevede che tali quote "*costituiscono in ogni caso componenti della gestione imponibile e, per il loro trattamento ai fini della base imponibile dell'imposta sul reddito delle società e dell'imposta regionale sulle attività produttive, continuano ad applicarsi le regole ordinarie*".

Pertanto, indipendentemente dalla circostanza che le plusvalenze e i contributi in questione riguardino o meno l'attività di locazione immobiliare o il possesso di partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie in SIIQ o SIINQ, gli stessi concorrono a formare il risultato della gestione imponibile.

Per quanto concerne le perdite generatesi anteriormente alla vigenza del regime SIIQ, queste possono essere utilizzate:

- i) ad abbattimento della base imponibile dell'imposta sostitutiva d'ingresso al regime; e
- ii) a compensazione dei redditi imponibili derivanti dalle eventuali attività diverse da quella esente.

In specie, alla SIIQ e' lasciata la possibilità di utilizzare le perdite prodotte anteriormente all'ingresso nel regime speciale:

- i) per abbattere la base imponibile dell'imposta d'ingresso dovuta, per effetto dell'esercizio dell'opzione per il regime speciale, sull'ammontare delle plusvalenze, al netto delle minusvalenze, derivanti dal "realizzo" a valore normale degli immobili destinati alla locazione nonché di quelli destinati alla vendita;
- ii) per compensare gli eventuali redditi della gestione imponibile prodotti durante il regime speciale da assoggettare ad IRES secondo le regole

ordinarie.

Le due modalità di utilizzo indicate dalla norma non sono alternative, ma possono essere adottate entrambe: in altri termini, la perdita pregressa che, a seguito dell'abbattimento della base imponibile dell'imposta sostitutiva d'ingresso, risulta utilizzata solo parzialmente potrà essere computata (per il rimanente ammontare) in diminuzione dell'eventuale reddito imponibile prodotto dalla società nei periodi d'imposta successivi (sul punto, cfr. circolare Agenzia delle Entrate 31 gennaio 2008, citata).

3.8.4. Il regime fiscale degli utili corrisposti dalla SIIQ.

Ai sensi del comma 123 della Finanziaria per il 2007, le società che optano per il regime SIIQ sono tenute a distribuire ai soci, in ciascun esercizio, almeno l'85 per cento dell'utile netto derivante dall'attività di locazione immobiliare e dal possesso delle partecipazioni indicate al comma 121 (partecipazioni in SIIQ o SIINQ).

Nel caso in cui tale obbligo non venga osservato, l'opzione per il regime speciale cessa di avere effetto a partire dallo stesso esercizio di formazione degli utili non distribuiti.

Inoltre, gli intermediari presso i quali le azioni stesse sono state depositate operano una ritenuta del 20% sugli utili in qualunque forma corrisposti a soggetti diversi (dalle stesse SIIQ), derivanti:

- i)** dall'attività di locazione immobiliare; nonché
- ii)** dal possesso delle partecipazioni in altre SIIQ ovvero in società per azioni non quotate controllate di cui la SIIQ possiede almeno il 95% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria ed il 95% dei diritti di partecipazione agli

utili, ai sensi del comma 125.

La ritenuta, inoltre, è ridotta al 15% in relazione alla parte dell'utile di esercizio riferibile a contratti di locazione di immobili ad uso abitativo stipulati ai sensi dell'art. 2, comma 3, L. 9 dicembre 1998, n. 431.

La ritenuta è operata a titolo d'acconto nei confronti di:

- a) imprenditori individuali, se le partecipazioni sono relative all'impresa commerciale;
- b) società in nome collettivo, in accomandita semplice ed equiparate, società ed enti indicati nelle lettere a) e b) dell'art. 73 d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, e stabili organizzazioni in Italia di società ed enti non residenti di cui all'art. 73, comma 1, d.P.R. 917, citato.

Nel caso di ritenuta effettuata a titolo d'acconto, i redditi corrisposti dalla SIIQ concorrono integralmente alla formazione del reddito imponibile in capo al percipiente. In tutti i casi diversi da quelli sopra elencati, la ritenuta è operata a titolo d'imposta.

E' inoltre previsto che la ritenuta non sia effettuata nel caso in cui i percipiente siano forme di previdenza complementare ai sensi del D. Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252; ovvero organismi collettivi di investimento di cui al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

Infine, non risultano assoggettati a ritenuta i redditi che concorrono a formare il risultato maturato delle gestioni individuali di portafoglio di cui all'art. 7 D. Lgs. 21 novembre 1997, n. 461.

Le medesime regole previste per l'effettuazione delle ritenute da parte delle SIIQ valgono anche per le società non quotate controllate dalle SIIQ di cui al comma 125, tranne che per i redditi corrisposti alle SIIQ controllanti ovvero ad altre SIIQ. In quest'ultimo caso, invece, non viene effettuata alcuna ritenuta.

Le riserve di utili formatesi anteriormente all'effettiva vigenza del regime SIIQ sono soggette alle ordinarie regole in materia di ritenute.

3.8.5. Le partecipazioni detenute in società soggette a regime SIIQ.

Le partecipazioni detenute nelle società che abbiano optato per il regime speciale (i.e. le SIIQ e le società non quotate controllate dalle SIIQ ai sensi del comma 125) non beneficiano dei regimi di esenzione di cui agli articoli 58, 68 comma 3, e 87 d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917.

In specie, le citate disposizioni si riferiscono al regime della c.d. *participation exemption* di (i) imprenditori individuali, (ii) società di persone e (iii) società ed enti soggetti all'IRES, nonché al regime di tassazione al 40 per cento delle plusvalenze derivanti da partecipazioni qualificate costituenti redditi diversi di natura finanziaria.

Sulla base della citata previsione, quindi, le plusvalenze relative a partecipazioni in SIIQ o SIINQ concorrono alla formazione dell'imponibile IRES o IRPEF per il loro intero ammontare, per la ragione che il reddito prodotto da tali società beneficia di un regime di esenzione per la parte (prevalente) riferita alla gestione esente.

3.8.6. Le plusvalenze da conferimento di immobili in SIIQ.

Le plusvalenze realizzate all'atto del conferimento di immobili e di diritti reali su immobili in società che abbiano optato o che, entro la chiusura del periodo d'imposta del conferente nel corso del quale è effettuato il conferimento, optino per il regime speciale, ivi incluse quelle di cui al comma 125, sono assoggettabili, a scelta del contribuente, alle ordinarie regole di tassazione ovvero ad un'imposta

sostitutiva di IRES ed IRAP con aliquota al 20%.

L'applicazione dell'imposta sostitutiva è subordinata al mantenimento degli immobili o diritti reali su immobili conferiti nella SIIQ all'interno della sfera proprietaria della conferitaria per almeno tre anni.

Per il versamento dell'imposta sostitutiva sulle plusvalenze da conferimento, valgono le stesse regole previste per le plusvalenze conseguenti all'ingresso nel regime SIIQ.

Conclusioni

Come si evince dall'analisi prospettata, si registra, in ambito internazionale, una tendenza generalizzata verso l'affermazione di un modello di trasparenza fiscale dell'investimento immobiliare, in grado di garantire la sostanziale esenzione dell'investimento immobiliare, che consenta, dunque, l'applicazione del medesimo regime fiscale che avrebbe trovato applicazione nell'ipotesi di investimento diretto in immobili.

Nel contempo, la previsione di modelli di trasparenza fiscale dell'investimento immobiliare consente di dare risposta, altresì, all'esigenza, registrata nel corso degli ultimi anni nella finanza immobiliare, alla professionalizzazione dell'investimento in immobili. Professionalizzazione garantita, appunto, attraverso la previsione di strumenti normativi in grado di garantire la possibilità di partecipare "pro quota" ad investimenti di natura immobiliare (superando, in tal modo, le difficoltà proprie della predetta forma di investimento, date, in particolare, dalle elevate disponibilità finanziarie necessarie per operare nel predetto settore di investimento) che, nel contempo, siano in grado di garantire anche un regime fiscale di sostanziale neutralità/trasparenza fiscale dei redditi provenienti dai predetti investimenti immobiliari, i quali saranno sostanzialmente tassati in capo agli investitori/quotisti al momento in cui quest'ultimi percepiranno i proventi derivanti dai loro investimenti.

Sul modello, dunque, dei REITS statunitensi in ambito europeo negli ultimi anni si è registrata l'introduzione – talvolta in aggiunta a forme preesistenti di investimento immobiliari (quali, ad esempio, i fondi immobiliari italiani) – di Real Investment Trust, caratterizzati essenzialmente da un alto livello di liquidità, limitati oneri gestionali, una notevole diversificazione degli investimenti, con contestuale riduzione del rischio sottostante, meccanismi di governance societaria che consentano l'effettiva gestione diretta dei soci, e, da

ultimo, sotto il profilo fiscale, un regime di sostanziale trasparenza fiscale in capo al veicolo con differimento dell'imposizione in capo, direttamente, agli investitori.

In questo contesto, si registra, quindi, anche nell'ambito dell'ordinamento fiscale italiano ed, in specie, delle disposizioni previste nell'ambito della Legge Finanziaria per l'anno 2007, l'introduzione della disciplina delle Società di investimento immobiliare quotate («SIIQ»), variante italiana, appunto, dei REIT americani.

L'introduzione di un veicolo immobiliare fiscalmente trasparente, secondo il modello già in uso da diversi decenni negli USA e in altri Paesi europei, è stata accolta dal mondo della finanza e del Real Estate con una generale soddisfazione, in considerazione, in particolare, della capacità di quest'ultimo strumento di attrarre in misura crescente investimenti esteri e di colmare la distanza con le altre realtà internazionali.

L'esperienza internazionale, in particolare, mostra i numerosi vantaggi assicurati da questi strumenti finanziari, che non soltanto favoriscono una maggiore diversificazione degli investimenti, ma sono in grado, altresì, di aumentare la liquidità e la trasparenza del mercato.

Peraltro, con specifico riferimento alle caratteristiche proprie del mercato immobiliare italiano, vale osservare che l'esigenza di un'iniziativa in tal senso (i.e. previsione di un modello di trasparenza fiscale dell'investimento immobiliare) è dimostrata dalla dimensione del settore immobiliare quotato italiano, decisamente esigua se confrontata con le dimensioni del Paese e del suo mercato azionario. Basti pensare, in proposito, che i titoli immobiliari rappresentano soltanto lo 0,8% di tutte le società quotate in Italia, rispetto, invece, al 10% in Australia, al 4% nei Paesi Bassi, al 3,3% negli USA, al 2,8% a Singapore ed al 2% in Francia. Anche la stessa Borsa ha una capitalizzazione di

mercato di circa € 585 miliardi corrispondente al 52% del PIL che si paragona sfavorevolmente al 139% degli USA, al 128% dell'Australia, al 100% della Francia e all'87% dei Paesi Bassi.

L'introduzione di un modello di trasparenza fiscale dell'investimento potrebbe, quindi, fornire una risposta all'esigenza di aumento di liquidità sia degli asset che delle quote realizzato, appunto, per effetto dell'ingresso di nuovi investitori, riducendo, conseguentemente, i rischi legati ad eventuali disinvestimenti.

La possibilità di beneficiare, a certe condizioni, di una detassazione del capital gain potrebbe, inoltre, facilitare il turnover degli asset in portafoglio, permettendo di eliminare un'ulteriore inefficienza del mercato immobiliare che attualmente costituisce un ostacolo alla libera circolazione degli asset.

Ancora, un miglioramento significativo che ci si attende dall'introduzione delle SIIQ è da ricollegare alla maggiore trasparenza delle attività delle società (quotate e non) operanti nel settore immobiliare grazie all'istituzione di obblighi di informativa al pubblico, agli azionisti e alle competenti autorità finanziarie, supportati da una costante supervisione da parte di organismi indipendenti quali Borsa Italiana e Consob, rafforzato dall'ingresso di società multinazionali già da tempo abituate a operare in contesti regolamentati e trasparenti.

I minori costi derivanti da una normativa chiara e da una politica fiscale lungimirante, la facilitazione e lo snellimento delle transazioni e la possibilità di raffrontare gli asset e le società del settore sembrano essere, in un'ultima analisi, ulteriori elementi in grado di garantire un benefico effetto sull'efficienza del mercato e sulla sua complessiva professionalizzazione a tutto vantaggio sia del mercato che dei risparmiatori.

Queste, in buona sintesi, le attese legate all'introduzione di questo nuovo strumento nel contesto italiano. Ma le ricadute positive non si limitano al solo

contesto nazionale.

L'adozione di uno strumento di investimento immobiliare quale le SIIQ è sicuramente un imprescindibile passaggio verso l'ammodernamento del sistema finanziario italiano, ma è anche un'opportunità per l'intera Comunità Europea che vede ampliarsi il numero dei mercati in cui operare

Più in generale, la sempre più diffusa adozione di veicoli grazie ai quali è possibile indirizzare investimenti in modo fiscalmente efficiente verso il settore della proprietà immobiliare, che già coinvolge Italia, Francia, Gran Bretagna, Olanda e Germania, mette in evidenza l'opportunità di un intervento volto ad omogeneizzare i regolamenti nazionali su base europea al fine di realizzare uno strumento che faciliti ulteriormente gli investimenti transnazionali e si ponga come una concreta alternativa ai REITS statunitensi.

L'attuale frammentazione a livello nazionale dei regolamenti determina, infatti, una limitazione sia alla possibilità di alimentare ulteriormente questo processo di valorizzazione nazionale, sia di dar vita a una potenza paneuropea in grado di competere con le maggiori realtà internazionali.

La situazione attuale, oltre a limitare lo sviluppo dell'intero settore in Europa, crea inoltre distorsioni sulla concorrenza nei mercati interni, dovute al flusso di capitali a favore dei Paesi in cui i REITS sono già in adozione, a danno sia degli Stati membri minori e dei loro risparmiatori che di un'equa distribuzione del capitale.

Infatti gli Stati minori non dotati di REITS non solo vedono le loro proprietà venir acquisite da grandi investitori istituzionali estere, ma trovano un accesso limitato anche verso gli investimenti immobiliari di buona qualità, vista la scarsità dei prodotti di investimento aperti al pubblico e commercializzati su base europea.

Dimostrazione delle difficoltà della finanza immobiliare a raggiungere una dimensione europea è il volume degli affari transfrontalieri che, sebbene da quasi

nulla dell'inizio degli anni '90 hanno raggiunto nel 2004 i 95,6 miliardi di Euro, rimane tuttavia esiguo come è dimostrato dai dati che invece quantificano la dimensione del mercato immobiliare globale che nel 2004 è stato stimato in 4,1 miliardi di euro.

Tale stima è certamente un importante elemento che consente di avere un'idea più chiara dei traguardi che l'immobiliare europeo deve prefiggersi e può raggiungere se opera a livello globale.

La soluzione appare quindi essere nel senso della definizione di un quadro normativo che porti all'istituzione di un EU REIT paneuropeo, nato dal coordinamento degli elementi fiscali dei REITS dei singoli Stati membri, sempre nell'ottica della competitività con i REIT internazionali già presenti sui nostri mercati e che faccia della trasparenza una sua imprescindibile caratteristica.

In un contesto storico che ha prodotto il superamento dei confini nazionali e la generalizzata apertura alle attività transfrontaliere, il settore immobiliare correttamente armonizzato avrebbe il potenziale di assicurare la diffusione dei fondi globali per investimenti e lo sviluppo immobiliare in tutta l'Unione Europea, alimentando un processo che favorisce il progresso economico e sociale dell'intero sistema di Paesi, garantendo la liquidità necessaria ai processi di sviluppo urbano e ammodernamento infrastrutturale, favorendo anche i Paesi meno competitivi e garantendo, quindi, su medio lungo periodo, il raggiungimento di un maggior livello di integrazione.

Inoltre l'esigenza di un tale trattamento sovranazionale si basa sull'evidenza che le nuove tipologie di investimento immobiliare non ragionano più in funzione di un'appartenenza territoriale, ma in base a settori o nicchie di mercato che trovano senso solo se affrontate in un ottica transfrontaliera, visto che la gestione intensiva, il particolare know-how, la necessità di operatori specializzati trova giustificazione e redditività solo a fronte di portafogli significativi che permettano adeguate economie di scala.

In effetti, l'industria immobiliare contemporanea, per sviluppare tutto il suo potenziale di traino necessario a rendere un'economia competitiva, deve ricorrere a prodotti sempre più specializzati, che per divenire efficienti necessitano di una possibilità di scambio su scala europea, essendo definitivamente superati i tempi in cui l'investimento e la gestione immobiliare si concentravano a livello nazionale diversificandosi per settori.

Una struttura REITS europea, che coordini gli aspetti essenziali, lasciando ai singoli Stati membri la flessibilità di adattare i regolamenti alle situazioni nazionali in termini di tasse e risparmio, permetterebbe da un lato di avere dei veicoli in grado di garantire un'elevata capitalizzazione e che investono e vengono commercializzati in tutta Europa, dall'altro faciliterebbe la nascita di REITS di scala ridotta, superspecializzati in mercati di nicchia ma con un'operatività in ambito europeo.

Da ultimo, ma non per ultimo, pare essenziale svolgere alcune considerazioni sui possibili effetti che la crisi finanziaria internazionale potrebbe avere sul successo del modello di trasparenza fiscale internazionale degli investimenti immobiliare in ambito europeo.

In proposito, pur con tutte le prudenze del caso, va osservato che la storia insegna come, in altri momenti di crisi che hanno coinvolto il mercato finanziario, si è registrato un significativo interesse verso il settore immobiliare. E ciò, in particolare, in quanto, per le sue caratteristiche strutturali, l'investimento immobiliare sembrerebbe essere in grado di garantire un significativo contenimento dei profili di rischio rispetto a forme alternative di allocazione del risparmio, quali, ad esempio, quelle azionarie o obbligazionarie.

In tale contesto, anche la variabile fiscale, ed in specie, la possibilità di beneficiare, al ricorrere di particolari condizioni di un regime di sostanziale esenzione dell'investimento in capo al veicolo, unitamente alla significativa

riduzione dei tassi di interesse, potrebbe rappresentare un ulteriore elemento in grado di agevolare l'affermazione nel mercato internazionale dei predetti strumenti di investimento.

BIBLIOGRAFIA

Dottrina italiana

AMENDOLA PROVENZANO – DEDOLA – DI FELICE, *Gli strumenti di investimento finanziario*, Milano, 2000.

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2007.

ARCELLA, *Risparmio finanziario e fondi di investimento a livello internazionale*, in *Rivista Bancaria*, 2002, 61.

ARCUCCI, *Alcune riflessioni sulla teoria dell'investimento*, in *Banche e banchieri*, 2002, 405.

ARQUILLA, *I fondi comuni di investimento riservati ad investitori istituzionali*, in *Corr. Trib.*, 2001, 20.

ARQUILLA, *Problemi aperti sui fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Corr. Trib.*, 2000, 2543.

ARQUILLA, *Disciplina delle SIIQ e fondi d'investimento immobiliare*, in *Corr. Trib.*, 2007, 767.

ARTONI, *Elementi di scienza delle finanze*, Bologna, 2004.

AVOLIO – CAPITTA, *Gli apporti ai fondi immobiliari*, in *Corr. Trib.*, 2004, 3443.

AVOLIO, *Assogestioni e Assonime chiariscono le novità sugli apporti ai fondi immobiliari*, in *Corr. Trib.*, 2005, 2943.

AVOLIO, *Le società di investimento immobiliare quotate*, in *Corr. Trib.*, 2007, 452.

AVOLIO, *Definito il regime SIIQ*, in *Corr. Trib.*, 2008, 365.

AVOLIO, *Definito il regime SIIQ*, in *Corriere tributario*, 2008, n. 5, 365.

BETTI, *Il risk management nella gestione professionale del risparmio*, in *Amministrazione e finanza*, 2006, 61.

BIANCA – MARZIA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996.

BIASIN, *Il ruolo del real estate nell'asset allocation di portafoglio: una riflessione sulla base dell'esperienza statunitense*, in *Banca Impresa Società*, 2002, n. 1.

BRACCIONI, *Sistemi fiscali a confronto. Modelli stranieri nella riforma del sistema fiscale italiano*, Milano, 1998.

BREGLIA – CATELLA, *I fondi di investimento immobiliare: aspetti istituzionali, finanziari ed economici*, Milano, 2000.

BOLELLI – CALORI – PIAZZA, *La tassazione delle rendite finanziarie – La nuova disciplina tributaria dei redditi di capitale e diversi in vigore dal 1° luglio 1998*, Milano, 2005.

BORGHI – MORRI, *Principi di finanza immobiliare*, Milano, 2008.

CACCIAMANI (a cura di), *Il rischio immobiliare*, Milano, 2003.

CACCIAMANI (a cura di), *I fondi immobiliari ad apporto specializzato*, Milano, 2006.

CACCIAMANI (a cura di), *Real Estate*, Milano, 2007.

CAPOLUPO, *Finanziaria 2007: le società di locazione*, in *Il Fisco*, 2007, 307.

CAPOLUPO, *Finanziaria 2007: società di investimento immobiliare quotate (SIIQ)*, in *Il fisco*, 2007, n. 32, 4665.

CAPPIO – FELLINE – VEDANA, *I fondi immobiliari*, Milano, 2006.

CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994, 93.

CASTELLI, *Il regime dei fondi comuni di investimento immobiliare*, in *Corr. Trib.*, 2002, 1684.

COLOMBINI – DE SIMONI – MANCINI, *La gestione dei portafogli azionari. Modelli e tecniche per l'attività di asset management*, Roma, 2000.

COSTI, *Il mercato immobiliare*, Torino, 2006.

CUGNASCA, *Circolare n. 38/E del 5 agosto 2004. Fondi comuni di investimento immobiliare: le novità dell'Agenzia delle Entrate*, in *Il Fisco*, 2004, 6027.

DEL FEDERICO, *La nuova disciplina dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi*, in *Rass. Trib.*, 1997, 1514.

DEL FEDERICO, *Fondi immobiliari: attuale trattamento e futura riforma fiscale in base alle nuove disposizioni introdotte dalla legge finanziaria 2004*, in *Il Fisco*, 2003, 7167.

DEL FEDERICO, *Fondi immobiliari chiusi: apporto di pluralità di immobili*, in *Il Fisco*, 2003, 7167.

DEL FEDERICO, *Disciplina Iva degli apporti di beni immobili ai fondi di investimento immobiliare*, in *Il Fisco*, 2004, 1112.

DEL FEDERICO – GIOMMI – VARCASIA, *Guida alla gestione dei patrimoni immobiliari*, Milano, 2006.

DEL FEDERICO, *Regime fiscale delle società di investimento immobiliare quotate (SIIQ)*, in *Il Fisco*, 2007, 1682.

DEL FEDERICO, *Provvedimento Agenzia delle Entrate 28 novembre 2007: la comunicazione dell'opzione per il regime delle società di investimento immobiliare quotate (Siiq)*, in *Il Fisco*, 2007, 6025.

DEL FEDERICO, *Regime fiscale delle società di investimento immobiliare quotate (SIIQ)*, in *Il fisco*, 2007, n. 12, 1682.

DELLI SANTI – ANNIBALI, *Fisco e real estate*, Milano, 2007.

DEZZANI, *I fondi immobiliari al test dei mercati finanziari europei: le novità dell'Agenzia delle Entrate*, in *Fiscalità Internazionale*, 2003, 374.

- DEZZANI**, *La fiscalità della finanza*, Milano, 2004.
- DI BITONTO**, *Operatività transfrontaliera delle succursali di sgr “domestiche” e “armonizzate”*, in *Le Società*, 2005, 1510.
- DI TANNO**, *Fondi chiusi ed immobiliari (dir. trib.)*, Voce Enciclopedia Giuridica, 1997, Roma.
- DI TANNO – PAULETTI**, *Il regime fiscale degli apporti ai fondi immobiliari*, in *Boll. Trib.*, 2002, 1285.
- FLORA – SAFFIRIO**, *Fondi comuni di investimento immobiliare*, in *Boll. Trib.*, 2002, 734.
- FRUSCIO**, *I Fondi comuni di investimento immobiliare*, Torino, 1992.
- FUSA**, *La valutazione degli immobili nelle società: aspetti contabili e fiscali alla luce delle nuove disposizioni sulle SIIQ. Natura civilistica dell'imposta di ingresso*, in *Il fisco*, 2007, n. 34, 4997.
- GARBARINO**, *La tassazione del reddito transnazionale*, Padova, 1990.
- GARBARINO** (a cura di), *Convenzione Italia – Usa contro le doppie imposizioni: commentario*, Milano, 2001.
- GARBARINO**, *Manuale di tassazione internazionale*, Milano, 2005.
- GIANNINI**, *Fisco e finanza in Italia e in Europa*, Roma, 2004.
- GIANNOTTI**, *La gestione del fondo immobiliare: rischio, diversificazione e pianificazione*, Milano, 2006.
- GRECH – REDAELLI**, *Fiscalità immobiliare*, Milano, 2007.
- LEMMA**, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Bari, 2006.
- PIAZZA**, *Guida alla fiscalità internazionale: tassazione dei redditi prodotti in Italia e all'estero: convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni*, Milano, 2004.

MANGUSO – RAIOLA, *Il regime delle SIIQ (parte prima)*, in *Boll. Trib.*, 2008, 302.

MANGUSO – RAIOLA, *Il regime delle SIIQ (parte seconda)*, in *Boll. Trib.*, 2008, 372.

MARINO, *Requisiti ed effetti dell'ingresso nel regime SIIQ*, in *Corr. Trib.*, 2007, 855.

MASERA, *La corporate governance e la regolazione finanziaria*, in *La corporate governance nelle banche*, Bologna, 2006, 21.

MEROLA, *I fondi immobiliari: uno strumento tra finanza e mattone: caratteristiche dell'investimento e tipologie di prodotto*, Milano, 2004.

MICCINESI, *L'articolo 9, comma 2 del TUIR i conferimenti effettuati da soggetti non imprenditori*, in *Rass. Trib.*, 1995, 1234.

MAIOLO – PASQUALE – SCANDIZZO, *Analisi finanziaria degli investimenti in contesti di incertezza*, in *Economia e diritto del terziario*, 2005, vol. 17, fasc. 1, 99.

NIUTTA, *I patrimoni e i finanziamenti destinati*, Milano, 2006.

PETRULLI, *Analisi finanziaria degli investimenti infrastrutturali da parte degli enti locali*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, vol. 79, fasc. 1, 66.

PINO, *Il patrimonio separato*, Padova, 1950.

PORTER, *La strategia competitiva. Analisi per le decisioni*, Bologna, 1997.

PORZIO – ZAMPOGNARO, *L'investimento immobiliare*, Roma, 2007.

RAGGI, *Regime fiscale dei "fondi comuni di investimento". Le novità del maxidecreto e le prospettive di riforma*, in *Dir. Prat. Trib.*, 2004, I, 449.

RUSSO, *I soggetti passivi dell'Ires e la determinazione dell'imponibile*, in *Riv. Dir. Trib.*, 2004, I, 331.

SANGUINETTI – FORTE, *Le società di gestione del risparmio*, Milano, 2000.

Dottrina straniera

BOYCE, *Liberazione e fallimento del mercato*, in *Politica Internazionale*, 1998, Vol. II, Fasc. 5, 161.

BLOCK, *Investing in Reits*, Milano, 2006.

BRUEGGEMAN – FISHER, *Real estate finance and investments*, Boston, 2001.

CHAN, *Real estate investments trusts: structure, performance and investments opportunities*, Oxford, 2003.

CHIARELLA – MORRI, *Italian real estate investment funds*, Milano, 2006.

CORNELISSE - WEBER – WIJS – BLOKLAND, *Proposal for a Uniform EU Reit Regime – Part 1*, in *European Taxation*, 2006, 3.

CORNELISSE - WEBER – WIJS – BLOKLAND, *Proposal for a Uniform EU Reit Regime – Part 2*, in *European Taxation*, 2006, 68.

DASH, *Quantitative Finance and Risk Management*, Londra, 2004.

DICKINSON, *Lo sviluppo dell'enterprise risk management*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2004, fasc. 2, 483.

DOWD, *Beyond Value at Risk: The New Science of Risk Management*, Chichester, 1999.

European Public Real Estate Association, *Global REIT Survey, A comparison of the major REIT regimes in the world*, 2004.

European Public Real Estate Association, *European REIT Regimes and the impact of the EC Treaty freedoms*, 2005.

FASS – SHAFF – ZIEF, *Real investment trusts handbook: a pass-through entity to make mortgage loans and operate real estate*, New York, 1990.

FERRERO – MORRI, *Real estate indexes and performance benchmarks*, in *Corporate Finance and Real Estate Department (SDA BOCCONI), 2004 annual meeting of the European Real Estate Society, 2 – 5 June*, Milan.

GARRIGAN – PARSON, *Real estate investment trusts: structure, analysis and strategy*, New York, 2002.

GRILLI, *Tax treaty entitlement of investment funds*, in *Dir. Prat. Trib. internazionale*, 2004, 863.

IMPERIALE, *Real estate investment trusts: new strategies for portfolio management*, New York, 2002.

LACHNER – VON HEPPE, *The introduction of Real Estate Investment Trusts in Germany*, in *Germany Law Journal*, 2006, 135.

LAZARSKI, *Introduction of a New Tax Regime Available to Quoted Real Estate Investment Companies*, in *European Taxation*, 2003, 133.

MELNIKOV, *Risk Analysis in Finance and Insurance*, Boca Raton, 2003.

NATIONAL ASSOCIATION of REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS, *The investor's Guide to Real Estate Investments Trusts (REITs)*, 2007.

NOTERMANS – FORSTH, *Regimi di politica macroeconomica e regolazione finanziaria in Europa (1931-1996)*, in *Stato e mercato*, 1996, vol. 48, fasc. 3, 367.

OECD, *Tax Treaty Issues related to Reits*, 2007.

SANGER – SIRMANS – TURNULL, *The effects of tax reform on real estate: some empirical results*, Winsconsin, 1990.

SHEARMAN – STERLING, *UK REIT within an international context*, 2006.