



CONFINDUSTRIA  
ASSOIMMOBILIARE



*Nomisma*

# Veicoli di investimento immobiliare

LE SOCIETÀ DI INVESTIMENTO IMMOBILIARI QUOTATE (SIIQ)

NOVEMBRE 2022

I QUADERNI DI  
ASSOIMMOBILIARE **06**



# INDICE

## 2 PREFAZIONE

## 4 LE SOCIETÀ DI INVESTIMENTO IMMOBILIARI QUOTATE (SIIQ)

4 Il mercato immobiliare in Europa

5 I REIT in Europa e in Italia

7 La SIIQ come strumento di attrazione dei capitali

10 La limitata diffusione delle SIIQ in Italia

## 12 LE PROPOSTE DI ASSOIMMOBILIARE

13 1. Rimozione degli ostacoli normativi e economici al libero e non discriminato svolgimento nel territorio dello Stato dell'attività di locazione immobiliare qualificata ai sensi della normativa SIIQ da parte di Real Estate Investment Trusts residenti in Stati membri UE o aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo

20 2. Aggiornamento della misura dell'aliquota dell'imposta sostitutiva dovuta per effetto del realizzo a valore normale degli immobili destinati alla locazione conseguente all'ingresso nel regime SIIQ (c.d. "entry tax") e coordinamento con eventuali leggi di rivalutazione

22 3. Inclusione dei fondi pensione e degli organismi di investimento collettivo del risparmio istituiti in Stati o territori dell'UE/SEE tra i soggetti cui non si applica la ritenuta sui dividendi distribuiti dalle SIIQ/SIINQ tratti da utili della gestione esente

23 4. Applicazione della aliquota ridotta al 2% delle imposte ipotecarie e catastali anche alle cessioni e ai conferimenti di immobili eseguiti da SIIQ/SINQ

24 5. Estensione alle società, e relative stabili organizzazioni, cui si applica il regime speciale delle SIIQ della disciplina in materia di rimborsi IVA Prevista dall'art. art. 8, comma I, del DL 351/2001

## 25 BENEFICI CONNESSI ALLA CRESCITA DEL REAL ESTATE QUOTATO IN ITALIA

*Allegato a cura di Nomisma*

27 Executive summary

30 Il corporate real estate italiano a confronto con l'Europa

34 Il potenziale di crescita del corporate real estate italiano

37 Gli impatti della proposta di riforma normativa

39 I riflessi della proposta di riforma sul risparmio previdenziale

43 Effetti sul gettito fiscale della proposta di riforma

# PREFAZIONE

Nel 2021 il settore immobiliare, come tutti gli altri settori, ha beneficiato in maniera importante della ripresa economica registratasi a livello mondiale al termine della fase acuta della pandemia. In quell'anno gli investimenti europei in *Commercial Real Estate* (uffici, centri commerciali, alberghi, logistica e in generale tutti gli altri immobili non di proprietà di persone fisiche e famiglie) si sono attestati a € 355 miliardi, con un incremento di circa il 29% rispetto al 2020, ma soprattutto di circa il 25% rispetto alla media dei cinque anni precedenti. Anche in Italia la ripresa del 2021 è stata importante: i volumi delle transazioni hanno raggiunto €9,4 miliardi, con un incremento rispetto all'anno precedente intorno al 10%, ma soprattutto raggiungendo un livello ben superiore (+25%) rispetto alla media degli ultimi 10 anni.

Gli investimenti dei primi 9 mesi del 2022 si sono assestati a €9,1 miliardi, suggerendo che il trend di crescita del settore immobiliare italiano si stia ulteriormente ristabilendo. La ricomparsa sulla scena economica dell'inflazione dovrebbe generare un ulteriore effetto positivo sugli investimenti immobiliari, tradizionalmente difensivi rispetto alla crescita dei prezzi. Questo a condizione che gli impatti sul reddito disponibile dei consumatori e sugli investimenti delle imprese siano limitati nel tempo, grazie all'adozione da parte delle istituzioni preposte di politiche economiche in grado di governare efficacemente la dinamica dei prezzi e dei tassi di interesse.

In Italia più del 70% degli investimenti in *Commercial Real Estate* vengano realizzati da investitori stranieri, per lo più espressione dei grandi asset manager e delle compagnie assicurative internazionali che investono su scala globale i risparmi delle famiglie europee e i fondi destinati a coprire le pensioni dei lavoratori che operano nell'Eurozona. Per consentire al nostro Paese di intercettare porzioni sempre maggiori degli enormi flussi di investimento collegati alla gestione professionale del risparmio collettivo e dei fondi pensionistici, è necessario che esso si doti di strumenti normativi e regolamentari in grado di agevolare e di attrarre efficacemente questi investimenti e sia in grado di adattarli al mutare, talvolta anche repentino, delle condizioni di contorno.

È questo sicuramente il caso della normativa delle Società di Investimento Immobiliari Quotate (SIIQ), che, dopo essere stata introdotta nel 2006 e riformata nel 2014, necessita nell'attuale contesto di elevata volatilità dei mercati finanziari di una ulteriore revisione, per consentire a questi strumenti di diffondersi finalmente nel nostro paese ed assolvere quella funzione di investitori "pazienti" del risparmio collettivo che, normalmente svolgono nei principali paesi europei e del resto del mondo. Lo sviluppo di un settore immobiliare quotato di dimensioni paragonabili a quelli degli altri paesi europei, inoltre, è condizione essenziale per il rinnovamento del patrimonio immobiliare nazionale in chiave sostenibile richiesto dalle normative comunitarie, che non potrà mai essere realizzato nei tempi e con le modalità previste senza la mobilitazione di importanti risorse finanziarie fornite dai privati da affiancare agli incentivi pubblici.

---

Il Quaderno contiene una serie di proposte miranti a far evolvere la normativa nel senso indicato senza oneri aggiuntivi per le finanze pubbliche, anzi nella prospettiva di aumentare in maniera significativa le entrate tributarie sia in connessione diretta con l'adozione del regime SIIQ da parte di nuovi operatori, sia con lo sviluppo delle transazioni immobiliari che si prevede la riforma sarà in grado di generare, così come evidenziato nello studio sviluppato da Nomisma presentato in chiusura del Quaderno. Una particolare attenzione è poi dedicata al mercato di borsa nazionale che, in base alle nostre proposte, trarrebbe benefici significativi in termini di incremento dei volumi scambiati dall'introduzione dell'obbligo di quotazione anche sul nostro mercato delle azioni degli operatori europei operanti nel nostro Paese attraverso il regime SIIQ.

Le proposte sono state elaborate dai professionisti esperti di fiscalità che collaborano al Tavolo Fiscale di Assoimmobiliare. A loro va un grande e sentito ringraziamento per il costante lavoro svolto a favore della nostra Associazione e per il prezioso contributo fornito nell'elaborazione di proposte normative che riteniamo siano in grado di contemperare efficacemente gli interessi degli operatori con quelli del bilancio dello Stato, in una logica vincente per la collettività nazionale nel suo insieme.



Luca Lucaroni

Presidente Tavolo Fiscale di Assoimmobiliare

# LE SOCIETÀ DI INVESTIMENTO IMMOBILIARI QUOTATE (SIIQ)

## IL MERCATO IMMOBILIARE IN EUROPA

Uno studio effettuato congiuntamente da EPRA e INREV (le associazioni europee delle società immobiliari quotate e non quotate), ha evidenziato che gli investimenti europei in costruzione, ristrutturazione e sviluppo di immobili nel settore del *Commercial Real Estate* (uffici, centri commerciali, alberghi, logistica e in generale tutti gli altri immobili non di proprietà di persone fisiche e famiglie) sono stati pari nel 2019 a circa 291 miliardi di Euro, corrispondenti a più del 10% del totale degli investimenti annuali in capitale fisso nei 28 paesi dell'Unione Europea. Lo stock complessivo degli immobili di questo settore, pari a circa 7.500 miliardi di Euro, ha generato nel 2019 un giro di affari di 452 miliardi (corrispondente a circa il 3.1% delle attività economiche europee, dato comparabile alla somma dei settori *automotive* e telecomunicazioni nel continente), occupando circa 4,2 milioni di addetti diretti.

Il *Commercial Real Estate* svolge quindi un ruolo molto importante nello sviluppo e nello svolgimento delle attività economiche in generale, di cui costituisce la necessaria e fondamentale infrastruttura.

Oltre a confermare la centralità di questo settore nell'ambito dell'economia reale europea, però, questi valori costituiscono un indicatore del massimo rilievo anche dal punto di vista dei mercati finanziari. Dei 7.500 miliardi di stock complessivo di immobili appartenenti al settore del *Commercial Real Estate*, infatti, poco meno di 2.700 miliardi sono detenuti a scopo di investimento da soggetti diversi dagli utilizzatori. Si tratta di numeri che, da un lato, testimoniano un movimento di flussi di capitale tale da influenzare significativamente i mercati finanziari coinvolti, dall'altro garantiscono agli investitori istituzionali meno propensi ad investimenti speculativi (fondi pensione, enti previdenziali, assicurazioni, fondi sovrani) occasioni di investimento caratterizzate da stabilità nel rendimento e dalla prospettiva di conservazione del capitale nel tempo. Si tratta, infatti, di investimenti tendenzialmente anticiclici che mitigano i ricorrenti eccessi del mercato finanziario, svolgendo una tradizionale funzione moderatrice della volatilità caratteristica dei mercati finanziari. A tale proposito, il citato studio EPRA/INREV evidenzia come circa il 6% degli investimenti totali dei fondi pensione e dei fondi assicurativi europei siano investiti direttamente o indirettamente in immobili.

Una parte significativa degli investimenti europei in *Commercial Real Estate*, pari a più di 500 miliardi di euro (intorno al 20% del totale), è effettuata da società immobiliari quotate. Richiedendo investimenti rilevanti e in un'ottica sempre più rivolta al conseguimento di efficienza attraverso la realizzazione di specializzazione e di economie di scala, gli investimenti europei di questo comparto tendono infatti a concentrarsi in soggetti di grandi dimensioni, operanti contemporaneamente in più paesi, secondo un modello di investimento "paneuropeo", fondato sulla esistenza di una "casa-madre" localizzata nella giurisdizione "di partenza" e più *subsidiaries* (per lo più interamente controllate) localizzate nelle altre giurisdizioni in cui hanno luogo gli investimenti.

Il modello ad oggi prevalente per queste organizzazioni è quello di grandi imprese immobiliari specializzate in specifici prodotti (uffici, *shopping centers*, alberghi, etc.) che trasferiscono le competenze e le relazioni commerciali maturate nei contesti di origine in altri paesi. Tipico è il caso degli *shopping center* dove il poter servire il cliente *retailer*/conduttore nei vari mercati dove opera costituisce un importante vantaggio competitivo. Analogamente nel settore alberghiero, le relazioni con le grandi catene internazionali richiedono la possibilità per lo stesso soggetto di poter investire nei diversi paesi dove viene svolta l'attività del cliente.

La diversificazione geografica collegata alle relazioni commerciali con grandi clienti internazionali si accompagna normalmente alla crescita dimensionale degli operatori immobiliari, che consente un incremento dell'efficienza di cui beneficia l'intero sistema e, in ultima analisi, il consumatore finale dei servizi prodotti attraverso l'utilizzo dell'infrastruttura immobiliare.

## I REIT IN EUROPA E IN ITALIA

Sempre di più in ambito europeo, queste grandi imprese immobiliari quotate e spesso diversificate geograficamente hanno assunto la forma di REITs (*Real Estate Investment Trusts*), ovvero di società in grado di attrarre cospicue risorse finanziarie dagli investitori in virtù di una specifica regolamentazione fiscale. Detta specificità si traduce nel trasferimento della tassazione dalla società all'investitore nell'intesa che la distribuzione di una certa aliquota di profitti è obbligatoria per l'accesso e la permanenza nel regime speciale. Il particolare regime di questi soggetti è collegato altresì ad obblighi ben precisi in termini di trasparenza, comunicazione e vigilanza, fatto – questo – che li rende molto attrattivi per gli investitori istituzionali.

I dati più recenti forniti da EPRA evidenziano l'esistenza di 71 REITs quotati in Europa operanti in 13 paesi, proprietari di un patrimonio immobiliare di circa 300 miliardi di euro.

Il particolare meccanismo di tassazione dei REITs, lungi dal rappresentare un'agevolazione accordata ad uno specifico settore, è strutturato in modo tale da spostare il peso della tassazione diretta sul socio investitore, mantenendo invece sul REIT la tassazione indiretta riferita all'immobile. Uno studio pubblicato da PwC nel novembre 2020 sulla fiscalità dei REITs europei ha infatti stimato in circa 4,1 miliardi di euro il contributo annuo dei REITs alla tassazione dei paesi dell'Eurozona, di cui 1,7 miliardi costituiti da imposte direttamente sostenute dai REITs e 2,4 miliardi di imposte intermedie (tra cui le ritenute applicate sui dividendi distribuiti obbligatoriamente ai soci) e da altri pagamenti a favore dei governi locali. Lo studio ha concluso che per ogni 100 miliardi di euro di fatturato, il sistema dei REITs europei genera e gestisce imposte per 32,8 miliardi di euro.

Come detto, i REITs esistono in quasi tutti i principali paesi europei, con denominazioni diverse (SIIC - *Sociétés d'Investissement Immobilier cotée* in Francia, FBI - *Fiscale Beleggingsstelling* in Olanda, SICAFI - *Société d'Investissement en Immobilier à Capitale Fixe* in Belgio, in Spagna SOCIMI - *Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria*) ma con caratteristiche di base simili (obbligo di quotazione, esenzione totale degli utili derivanti dall'attività immobiliare, obbligo di distribuire almeno una certa percentuale dell'utile con applicazione della relativa tassazione in capo al socio mediante ritenute alla fonte, obbligo di investire in maniera prevalente in immobili destinati alla locazione, divieto per singoli azionisti di detenere partecipazioni oltre una certa soglia, ecc.).

In Italia, come noto, la Legge 296/2006 ha istituito le Società di Investimento Immobiliare Quotate (SIIQ), che rappresentano la versione italiana del modello REIT pensata sulla base del modello francese. Nella tabella 1 si riporta l'elenco, aggiornato ad ottobre 2022, dei principali REITs europei quotati a vocazione "paneuropea", con l'indicazione del paese di origine e la suddivisione degli investimenti immobiliari per area geografica (i dati includono anche il Regno Unito).

Tabella 1 - Principali REITs quotati europei

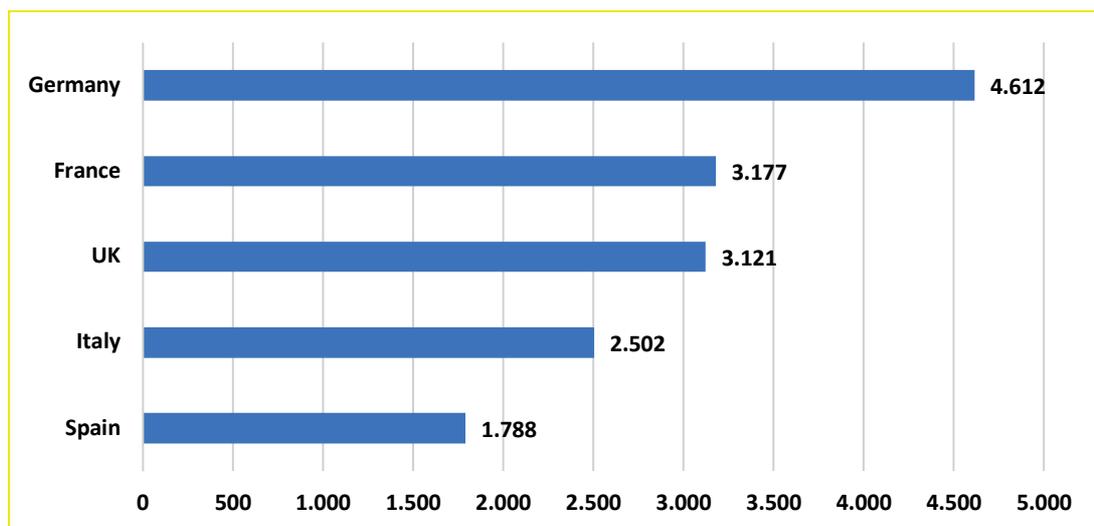
Top REITS in the FTSE EPRA												
Constituent Name	Country	France	Spain+Portugal	UK+Ireland	Germany+Austria	Italy	Netherlands+Belgium	Nordics	Central Europe	USA+OTHER	TOTAL	
Unibail Rodamco Westfield	NETH	18.520.820.000	3.813.110.000	3.813.110.000	5.992.030.000	-	1.634.190.000	3.268.380.000	4.902.570.000	12.528.790.000	54.473.000.000	
Covivio	FRA	7.989.563.000	630.000.000	785.000.000	10.135.878.000	3.160.436.000	399.000.000	-	-	959.080.000	24.058.957.000	
Klepierre	FRA	8.492.330.000	2.069.000.000	-	712.459.022	3.935.470.000	1.182.540.978	3.053.000.000	1.052.000.000	216.200.000	20.713.000.000	
Gecina	FRA	19.951.990.665	-	-	-	150.009.335	-	-	-	-	20.102.000.000	
Segro	UK	1.944.490.750	388.898.150	12.833.638.953	1.750.041.675	1.361.143.525	194.449.075	-	972.245.375	-	19.444.907.504	
Inmobiliaria Colonial S.A.	SP	7.697.920.000	4.718.080.000	-	-	-	-	-	-	-	12.416.000.000	
Merlin Properties Socimi SA	SP	-	12.297.257.000	-	-	-	-	-	-	-	12.297.257.000	
Icade	FRA	10.649.583.000	244.818.000	-	856.863.000	489.636.000	-	-	-	-	12.240.900.000	
Hammerson	UK	1.392.627.894	476.198.220	3.442.761.990	470.582.675	234.729.783	223.498.693	-	-	-	6.240.399.254	
<b>Total</b>		<b>76.639.325.309</b>	<b>24.637.361.370</b>	<b>20.874.510.943</b>	<b>19.917.854.372</b>	<b>9.331.424.644</b>	<b>3.633.678.745</b>	<b>6.321.380.000</b>	<b>6.926.815.375</b>	<b>13.704.070.000</b>	<b>181.986.420.758</b>	

Fonte: EPRA (European Public Real Estate Association)

Dall'esame dei dati contenuti dalla tabella, emerge chiaramente la tendenza dei grandi REIT's europei alla diversificazione geografica, confermando la vocazione sovranazionale di questi gruppi. È importante peraltro segnalare come non tutti gli investimenti da parte dei REIT's in altri paesi siano svolti localmente attraverso questo strumento, a causa sia dell'indisponibilità dello strumento in alcuni paesi o, più spesso, a causa dell'inefficienza nel suo utilizzo dovuta all'assenza di coordinamento delle legislazioni dei vari paesi europei relative a questi strumenti. Molti REIT's europei, ad esempio, investono infatti in Italia attraverso società di capitali tradizionali (S.p.A. o S.r.l.) non ritenendo possibile o conveniente adottare la struttura SIQ nel nostro paese.

Dall'esame della tabella emerge però altrettanto chiaramente l'assenza di soggetti italiani nell'elenco dei principali REIT's paneuropei, nonostante il mercato italiano sia invece oggetto di investimento da parte di operatori di altri paesi. Questa situazione è un riflesso dello scarso peso in Italia del comparto delle società immobiliari quotate sul prodotto interno rispetto ai principali paesi europei. Come evidenziato dalla figura 1 sottostante, l'Italia rientra tra i cinque Paesi con il maggior prodotto interno lordo in Europa (incluso anche il Regno Unito).

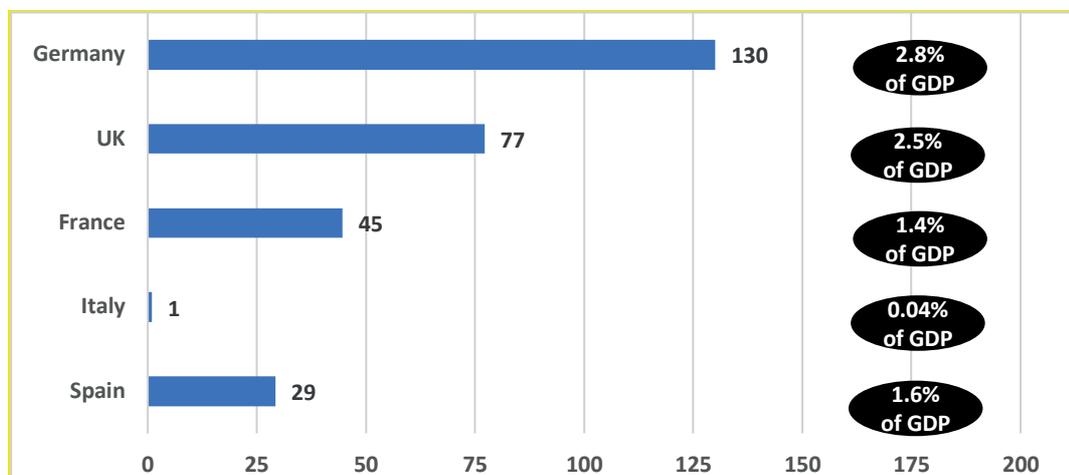
Figura 1 - Cinque più grandi Paesi Europei per Prodotto Interno Lordo (2020, miliardi di dollari PPP)



Fonte: OECD - 2022

Se si confronta però il prodotto interno lordo di questi Paesi con la capitalizzazione delle società immobiliari quotate (figura 2), risulta un rapporto mediamente pari al 2,0.

Figura 2 - Capitalizzazione delle società immobiliari quotate (Q3 2020, miliardi di dollari)



Fonte: Assoimmobiliare

La presenza delle società immobiliari quotate nel mercato italiano è dunque molto scarsa, rendendo impossibile lo sviluppo di campioni

nazionali a livello europeo.

Il mercato delle società quotate in borsa rappresenta senza dubbio un importante porta di accesso al settore immobiliare, sia per i capitali istituzionali (sia domestici che stranieri) che per il mercato *retail* domestico. Risulta quindi di assoluta importanza creare un mercato dimensionalmente rilevante, liquido, trasparente ed efficiente che possa accogliere questi possibili afflussi di capitali e questo obiettivo può essere realizzato incentivando e potenziando il comparto delle SIIQ.

In Italia l'attuale tendenza di mercato sta andando in direzione opposta: mentre non si registrano progetti di nuove quotazioni, sono invece state annunciate, e in parte eseguite, operazioni sul capitale di alcune società immobiliari quotate finalizzate al *delisting*, che porteranno a una ulteriore riduzione del peso dell'immobiliare quotato sul prodotto interno lordo nazionale.

## LA SIIQ COME STRUMENTO DI ATTRAZIONE DEI CAPITALI

Le Società di Investimento Immobiliare Quotate, ovvero la versione nazionale dei REITs europei, costituiscono una importante fonte di opportunità per il nostro sistema economico e finanziario. Le SIIQ rappresentano innanzitutto lo strumento ideale per incontrare le esigenze degli investitori con obiettivo di conservazione e accrescimento del capitale nel medio/lungo termine e risultano, sotto questo profilo, preferibile per le loro caratteristiche rispetto ai fondi immobiliari quotati (in quanto questi ultimi, avendo una data di scadenza specificata, non possono essere considerati un veicolo permanente e sono quindi maggiormente soggetti al rischio di oscillazione del prezzo nella fase finale di vita degli stessi).

L'adozione di miglioramenti normativi dello strumento SIIQ miranti a renderlo più appetibile e più utilizzabile potrebbe far sì, quindi, che l'Italia si allinei maggiormente alla media Europea in termini di capitalizzazione. Il che, sulla base dei dati in precedenza illustrati, vorrebbe dire un incremento potenziale fino a cinquanta volte della capitalizzazione di mercato del comparto immobiliare.

La limitata dimensione del settore quotato, inoltre, costituisce di per sé una barriera all'ingresso per molti investitori italiani, ma soprattutto esteri, che considerano il mercato italiano troppo piccolo e sostanzialmente illiquido. Questo comporta costi sproporzionati per seguire il settore rispetto ai volumi di investimento realizzabili e difficoltà di entrata e di uscita dall'investimento a causa dei limitati volumi di transazione. Ci sono svariati investitori specializzati negli investimenti *real estate* che auspicano un'evoluzione e una crescita del mercato immobiliare quotato italiano, in quanto al momento non riescono ad accedervi per questi motivi.

La tabella a pagina seguente, che raffronta gli investitori stranieri istituzionali che erano presenti nel capitale della società italiana quotata COIMA RES nel 2021 e quelli presenti nel capitale delle società di altri paesi europei ad essa equiparabili, evidenzia come molti degli investitori specializzati stranieri investiti nelle principali società europee non siano presenti in Italia.

E' il caso di sottolineare come Coima RES SIIQ, anche in dipendenza di questa situazione, sia stata recentemente oggetto di un'offerta pubblica di acquisto che ha permesso ai promotori della stessa di acquisire la proprietà del 98,2% delle azioni della società; secondo quanto reso noto dai promotori, la società rinuncerà alla quotazione e continuerà ad operare in forma privata, sotto il controllo diretto di un piccolo nucleo di investitori e con orizzonti e prospettive di investimento inevitabilmente differenti rispetto al passato.

Analoga situazione si sta verificando per un'altra società immobiliare quotata, Aedes SIIQ, il cui controllo sta per essere acquisito da un ristretto gruppo di investitori che hanno annunciato al mercato la loro intenzione di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni della società finalizzata al *delisting* della stessa.

L'afflusso di capitali stranieri nel mercato immobiliare italiano risulta pertanto significativamente inferiore rispetto a quanto potrebbe essere, qualora il nostro paese disponesse di un settore immobiliare quotato di dimensioni paragonabili a quelle degli altri paesi europei.

Tabella 2 - Raffronto fra gli investitori stranieri istituzionali presenti nel capitale di COIMA RES e quelli presenti nel capitale di altre società europee (dati 2021)

#	Investitore	Paese	Investimento aggregato (US\$m)	COIMA RES	Società Europee comparabili a COIMA RES					
					Alstria	Castellum	Colonial	Gecina	Great Portland	NSI
1	The Caisse de depot et placement du Quebec	CA	1.429					X		
2	Predica SA	FR	1.426		x			X		
3	Norges Bank Investment Management	NO	1.407	x	x	X	x	X	X	x
4	APG Asset Management NV	NL	595	x	x	X	x	X	X	x
5	PGGM Vermogensbeheer BV	NL	383			X	x			
6	BlackRock Advisors (UK) Ltd.	UK	374	x	x	X	x	X	X	x
7	Lansforsakringar Fondforvaltning AB	SE	154			X	x	X	X	
8	T. Rowe Price Associates, Inc. (IM)	US	152			X	x	X	X	
9	T. Rowe Price International Ltd.	UK	148			X	x	X	X	
10	Amundi Asset Management SA (IM)	FR	147		x	X	x	X	X	x
11	Cohen & Steers Capital Management, Inc.	US	140		x	X	x	X		x
12	AMF Fonder AB	SE	133			X				
13	AXA Investment Managers (Paris) SA	FR	123		x	X	x	X	X	x
14	BNP Paribas Asset Management France SAS	FR	120			x	x	X	X	x
15	Lannebo Fonder AB	SE	120			x				
16	Legal & General Investment Management Ltd.	UK	113		x	x	x	X	X	x
17	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	UK	111		x	x	x	X	X	x
18	ACTIAM NV	NL	103			x	x	X	X	
19	Principal Real Estate Investors LLC	US	101			x	x	X	X	x
20	Swedbank Robur Fonder AB	SE	101			x		X		
21	Degroof Petercam Asset Management SA	BE	98	x	x	x	x	X	X	x
22	KKR Investment Management LLC	US	97						X	
23	SSgA Funds Management, Inc.	US	86		x	x	x	X	X	x
24	HSBC Global Asset Management (UK) Ltd.	UK	85		x	x	x	X	X	x
25	Handelsbanken Fonder AB	SE	82		x	x	x	X	X	
26	BlackRock Asset Management Deutschland AG	DE	78		x	x	x	X		
27	Thames River Capital LLP	UK	74		x	x	x	X	X	x
28	DWS Investments (UK) Ltd.	UK	69		x	x	x	X	X	x
29	Morgan Stanley IM, Inc.	US	63		x	x	x	X	X	x
30	ICAMAP Investments SARL	LU	61							x

Source: Factset

I vantaggi di una larga diffusione del regime SIIQ non si limitano però al settore privato. La SIIQ, infatti, può rappresentare anche uno strumento utile per la valorizzazione, trasformazione, gestione e alienazione del patrimonio immobiliare pubblico di proprietà dei Comuni, Province, Città metropolitane, Regioni, Stato e degli Enti vigilati dagli stessi, nonché dei diritti reali relativi ai beni immobili, anche demaniali. Veicolare questo processo di dismissione attraverso la costituzione di una SIIQ, permetterebbe alla Pubblica Amministrazione una serie di vantaggi derivanti dalla natura privatistica delle stesse e dalle caratteristiche del regime che le caratterizza. Innanzitutto, sarebbe possibile esternalizzare la complessità amministrativa legata alla gestione degli immobili con effetti positivi in termini di efficienza; attraverso il conferimento degli stessi in una SIIQ, infatti, si ottimizzerebbero tutti gli oneri di gestione che una società di investimento immobiliare è chiamata ad affrontare all'interno del core business della propria attività e che invece un ente pubblico difficilmente si trova a dover gestire.

In secondo luogo, attraverso la creazione di una SIIQ, l'ente pubblico che intendesse dismettere i propri immobili potrebbe mantenere parte del proprio potere di indirizzo e di controllo strategico sugli stessi per il tramite una rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione della SIIQ, in misura coerente con la partecipazione posseduta (e nel rispetto vincolo del 60 per cento, che consente comunque di preservare un flottante rilevante).

In terzo luogo, ed è probabilmente questo l'aspetto più conveniente, si potrebbero realizzare entrate significative nelle casse pubbliche attraverso l'alienazione e la messa a reddito degli immobili.

In tal modo i vantaggi economici derivanti dall'operazione diventerebbero molteplici: l'abbattimento delle spese di gestione dell'immobile, i proventi derivanti dal collocamento sul mercato delle quote che non possono essere detenute dal socio di maggioranza e il reddito derivante dai canoni di locazione per la quota di propria competenza. Bisogna poi considerare, a tal proposito, come la quotazione nel mercato azionario non sia un aspetto secondario, poiché lo stato di SIIQ garantisce una maggiore fiducia degli investitori in virtù dei requisiti elevati di trasparenza e di comunicazione richiesti dallo status di società quotata. Questa differente soluzione permetterebbe all'ente di delegare in maniera completa la gestione dell'immobile alla società immobiliare, con un conseguente probabile incremento della redditività dello stesso, derivante dalla maggiore propensione all'investimento e allo sfruttamento del mercato tipico degli strumenti privatistici, rispetto alla Pubblica Amministrazione.

Lo strumento SIIQ potrebbe poi facilitare lo scorporo del patrimonio non strumentale di istituti quali banche ed assicurazioni, in modo da ottenere una maggiore redditività dagli immobili direttamente detenuti e non funzionali all'attività principale.

Un altro ambito di potenziale sviluppo dell'attività delle SIIQ è legato allo spin-off immobiliare di qualsiasi tipologia di azienda, che consente l'estromissione dal proprio patrimonio degli immobili non strumentali alla propria attività economica. L'operazione in questione rappresenta una grande variabile strategica, in particolar modo per le imprese di grandi dimensioni per le quali gli immobili in bilancio possono rappresentare asset da valorizzare tramite una più mirata gestione, dal momento che non rappresentano elementi di primaria importanza per lo svolgimento del proprio core business, ma spesso solamente voci di immobilizzazioni e relativi ammortamenti. Trasferendo invece tali immobili in una SIIQ, l'impresa otterrebbe significativi vantaggi, come ad esempio una migliore definizione delle proprie attività principali e una gestione più efficiente degli stessi immobili derivante da competenze specifiche del settore.

La SIIQ potrebbe infine giocare anche un ruolo fondamentale nello sviluppo di nuovi modelli di business immobiliari, quali il "*private rented sector*" (i.e. il settore immobiliare residenziale in locazione) al momento sottosviluppato in Italia, ma che vede una forte domanda sia da parte degli investitori sia da parte della popolazione stessa, che sempre più vede nella locazione una soluzione ottimale per le proprie esigenze abitative.

## LA LIMITATA DIFFUSIONE DELLE SIIQ IN ITALIA

In Italia la legislazione SIIQ, introdotta come detto nel 2006, è stata più volte integrata e modificata in modo da renderla il più possibile omogenea con quella degli altri paesi europei, in particolare attraverso la riforma del 2014 che ha colmato una serie di importanti lacune della normativa che penalizzavano i REITs nazionali rispetto agli analoghi strumenti europei. Nonostante ciò, e nonostante i numerosi vantaggi e opportunità offerti dallo strumento ed evidenziati in precedenza, la sua diffusione risulta ancora limitata. Occorre pertanto interrogarsi sui motivi per cui il mercato delle SIIQ in Italia stenti ancora a decollare.

Le motivazioni probabilmente risiedono in fattori sia di tipo contingente (principalmente la grave crisi finanziaria iniziata nel 2007 subito dopo l'introduzione dello strumento e la conseguente diffidenza da parte dei grandi capitali stranieri ad investire in Italia), sia di tipo strutturale (principalmente un mercato finanziario nazionale ancora poco sviluppato che tende a limitare l'afflusso di capitali al settore e, quindi le dimensioni degli operatori presenti e potenziali). I progetti di lancio di nuove SIIQ che erano entrati in fase di implementazione subito dopo l'approvazione della legge nel 2006, infatti, si erano infatti tutti scontrati con la crisi del debito iniziata nel 2007 i cui effetti si sono protratti lungamente nel tempo. Superata questa fase, sull'onda della citata riforma del 2014 sono stati avviati numerosi progetti di costituzione di nuove SIIQ. Tali progetti, però, hanno tutti trovato l'ostacolo della quotazione in borsa, in un mercato come quello italiano caratterizzato da scambi limitati e con scarsa rappresentanza del settore immobiliare, e sono stati pertanto tutti abbandonati ad eccezione di uno.

Ad esito di tali dinamiche, sono quindi presenti oggi in Italia, direttamente o attraverso la formula della *branch*, solo 5 SIIQ, il cui numero si ridurrà presto a 3 dopo il completamento delle operazioni descritte in precedenza. La maggior parte di esse deriva la sua attuale struttura dalla trasformazione in SIIQ di società già in precedenza quotate, potendo contare un solo caso di quotazione di una nuova SIIQ avvenuto nel 2016 (la già citata Coima RES).

Senza dubbio il limitato sviluppo di questo strumento in Italia ha avuto l'inevitabile conseguenza di limitare il volume degli investimenti immobiliari professionali nel nostro paese da parte di grandi investitori professionali esteri, con importanti conseguenze in termini di efficienza del sistema e di trasparenza degli operatori e di tutto il mercato. L'investimento immobiliare in Italia, infatti, è oggi svolto dagli investitori industriali esteri (anche REITs) prevalentemente attraverso società di capitali di ridotte dimensioni (spesso Srl) o attraverso i fondi immobiliari.

Quali possono essere, dunque, gli interventi in grado di sviluppare nel nostro paese il comparto delle SIIQ e promuovere finalmente lo sviluppo in Italia di un mercato immobiliare quotato in grado di assicurare la corretta, trasparente ed efficiente gestione di una infrastruttura così fondamentale per il paese quale quella immobiliare e di assicurare un flusso di capitali adeguato a garantire la conversione del patrimonio esistente in senso sostenibile?

È necessario intervenire innanzitutto su meccanismi che consentano un accesso al regime SIIQ senza necessariamente dover immediatamente passare attraverso la quotazione di una società. Ciò può avvenire, essenzialmente, rendendo possibile ed economicamente praticabile per i REITs europei svolgere la loro attività di investimento nel nostro paese attraverso l'istituzione di una *branch* e/o di società controllate che siano soggette alle medesime condizioni di una SIIQ quotata sul mercato italiano. Oltre ad ampliare il flusso di capitali destinati al comparto immobiliare nazionale, la quotazione secondaria dei titoli del REIT europeo che investe in Italia anche sul listino nazionale, inoltre, consentirebbe di allargare, anche se in forma indiretta, il mercato delle società immobiliari quotate nel nostro paese.

È opportuno poi eliminare o quantomeno attenuare alcuni elementi di disparità che tuttora permangono con lo strumento dei Fondi Immobiliari, che così tanto successo ha riscosso negli anni scorsi presso gli investitori nazionali ed internazionali e agevolare la transizione da uno strumento di investimento all'altro. Qui non si tratta di incentivare l'utilizzo delle SIIQ rispetto a quello dei fondi o viceversa, bensì di evitare, rendendo il più possibile omogenee le normative e agevolando la permeabilità dei diversi strumenti, che alcuni investitori scelgano di utilizzare una tipologia di strumento solo per ragioni di convenienza fiscale relativa e non sulla base di una effettiva valutazione della rispondenza degli stessi al proprio profilo di rischio/rendimento e alle proprie finalità di investimento.

Appare assolutamente evidente, infatti, la maggiore adeguatezza dello strumento del Fondo per operazioni di valorizzazione da effettuare su un periodo di tempo limitato, rispetto a quello della SIIQ che risulta più adatto ad acquisire *asset* stabilizzati da gestire con un orizzonte temporale potenzialmente indefinito. Il tutto con obiettivi di ritorno e di stabilità dei flussi evidentemente diversi. Il poter prevedere una transizione agevole e neutrale dal Fondo alla SIIQ, ad esempio, può consentire di adottare strutture adeguate di investimento in momenti diversi del ciclo di vita del prodotto immobiliare, contribuendo inoltre a fornire al fondo in scadenza una potenziale via di uscita in fase di dismissione del suo patrimonio.

Inoltre, si ritiene utile suggerire alcuni interventi che si potrebbero definire di "manutenzione" della normativa i quali, non essendo stati effettuati nel tempo anche a causa del limitato utilizzo della stessa, ne rendono oggi non conveniente l'adozione sia per il permanere di aliquote ormai sorpassate, sia per la mancanza di un adeguato coordinamento con altre norme nel frattempo intervenute.

Le proposte di modifica normativa riportate di seguito, se adottate, riteniamo sino in grado di esercitare un'azione di stimolo decisiva per

L'adozione dello strumento e per lo sviluppo di un settore immobiliare nazionale quotato di dimensioni e caratteristiche adeguate alla fase storica che ci apprestiamo ad affrontare.

L'Italia è tenuta, quale stato membro dell'Unione Europea, a seguire le raccomandazioni - specifiche per ogni singolo paese - formulate dal Consiglio dell'Unione Europea. La riforma e lo sviluppo delle SIIQ e con esso del comparto immobiliare quotato è totalmente coerente con la Raccomandazione del Consiglio dell'Unione Europea (COM(2020) 512 *final*), che sollecita l'Italia affinché “*adotti provvedimenti ... nel 2021 al fine di promuovere gli investimenti privati per favorire la ripresa economica*”.

È opportuno infine sottolineare il fondamentale contributo che un mercato delle SIIQ attivo e di grandi dimensioni può fornire all'ammodernamento del patrimonio immobiliare del paese, in linea con l'evoluzione normativa europea in tema di sostenibilità. Gli edifici sono responsabili di circa il 40% del consumo di energia in Europa e, pertanto, l'ammodernamento in chiave sostenibile del patrimonio immobiliare comunitario è un passo essenziale per il raggiungimento degli obiettivi che la UE si è prefissata della riduzione entro il 2030 del 55% delle emissioni e del raggiungimento della neutralità climatica entro il 2050. Secondo il documento “*A Renovation Wave for Europe - greening our buildings, creating jobs, improving lives*” pubblicato dalla Commissione Europea il 14 ottobre 2020 (COM 2020/662), infatti, si stima che siano necessari in ognuno dei prossimi 10 anni circa 275 miliardi di investimenti sullo stock degli edifici nell'intera Comunità Europea per raggiungere questo obiettivo, ovvero 2.750 miliardi in totale.

Una parte consistente di questo enorme intervento avverrà auspicabilmente attraverso il rinnovamento del patrimonio immobiliare esistente, che per l'85% è stato costruito prima del 2001 e che sarà ancora in uso nel 2050. Il mancato rinnovamento di tale patrimonio, di converso, genererebbe una rilevantissima perdita di valore per l'intero sistema, in considerazione delle regole molto stringenti in termini di attestati di performance energetica introdotti dalla direttiva 2018/844 (la cosiddetta Energy Performance Building Directive) che ha modificato la direttiva 2010/31/UE sull'efficienza energetica: secondo tale direttiva, infatti, gli edifici non residenziali dovranno essere ristrutturati e migliorati almeno fino alla classe F entro il 2027 ed alla classe E entro il 2030.

È difficilmente pensabile che tale immane intervento di ristrutturazione del patrimonio immobiliare non residenziale possa avvenire in Italia senza un intervento significativo di investitori istituzionali nazionali ed esteri, in grado di convogliare verso il nostro paese i rilevanti flussi di investimento del risparmio previdenziale e del risparmio gestito europei. La disponibilità di un mercato efficiente in cui operino su scala significativa strumenti di investimento di lungo periodo universalmente riconosciuti come i REIT/SIIQ, pertanto, appare come una pre-condizione essenziale per la realizzazione di questo processo di trasformazione e per non compromettere irrimediabilmente la commerciabilità e quindi il valore del patrimonio immobiliare nazionale.

# LE PROPOSTE DI ASSOIMMOBILIARE

Nelle pagine che seguito verranno espone nel dettaglio le seguenti proposte normative:

1. Rimozione degli ostacoli normativi e economici al libero e non discriminato svolgimento nel territorio dello Stato dell'attività di locazione immobiliare qualificata ai sensi della normativa SIIQ da parte di *Real Estate Investment Trusts* residenti in Stati membri UE o aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo:
  - A. Aggiornamento delle previsioni relative alla possibilità di esercizio diretto dell'attività di locazione, mediante stabile organizzazione ("Branch") nel territorio dello Stato, attraverso la normalizzazione della misura dall'imposizione sostitutiva;
  - B. Inclusione dei REITs UE/SEE, in aggiunta alle SIIQ, quali soggetti che possono detenere la partecipazione "qualificante" (almeno del 50%<sup>1</sup>) nelle SIINQ per assicurare l'applicazione del regime speciale;
  - C. norma di coordinamento e subordinata alla precedente riforma *sub* B: semplificazione della trasformazione di stabile organizzazione SIIQ in SIINQ mediante conferimento dell'intero patrimonio e contestuale scioglimento della stabile organizzazione;
2. Aggiornamento della misura dell'aliquota dell'imposta sostitutiva dovuta per effetto del realizzo a valore normale degli immobili destinati alla locazione conseguente all'ingresso nel regime SIIQ (c.d. "entry tax") e coordinamento con eventuali leggi di rivalutazione;
3. Inclusione dei fondi pensione e degli organismi di investimento collettivo del risparmio istituiti in Stati o territori dell'UE/SEE, tra i soggetti cui non si applica la ritenuta sui dividendi distribuiti dalle SIIQ/SIINQ tratti da utili della gestione esente;
4. Applicazione della aliquota ridotta al 2% delle imposte ipotecarie e catastali anche alle cessioni e ai conferimenti di immobili eseguiti da SIIQ/SIINQ;
5. Estensione alle società, e relative stabili organizzazioni, cui si applica il regime speciale delle SIIQ della disciplina in materia di rimborsi IVA prevista dall'art. 8, comma 1, del DL 351/2001.

---

<sup>1</sup> Come anticipato il regime delle SIINQ è già stato parzialmente modificato dalla legge di bilancio per il 2022 che ha rivisto, essenzialmente, i requisiti partecipativi che consentono l'applicazione del regime speciale.

## 1. RIMOZIONE DEGLI OSTACOLI NORMATIVI E ECONOMICI AL LIBERO E NON DISCRIMINATO SVOLGIMENTO NEL TERRITORIO DELLO STATO DELL'ATTIVITÀ DI LOCAZIONE IMMOBILIARE QUALIFICATA AI SENSI DELLA NORMATIVA SIIQ DA PARTE DI *REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS* RESIDENTI IN STATI MEMBRI UE O ADERENTI ALL'ACCORDO SULLO SPAZIO ECONOMICO EUROPEO

In mancanza di armonizzazione, le legislazioni relative ai REITs dei vari paesi europei prevedono dei meccanismi che consentono alle società basate in un paese di operare in altri paesi in regime di esenzione, in modo da rimandare sostanzialmente la tassazione degli utili prodotti fino al momento della distribuzione all'investitore finale. Ciò avviene, di massima, attraverso i due meccanismi di seguito indicati.

- Un primo meccanismo normalmente utilizzato è quello di un REIT basato in un determinato paese che costituisce delle stabili organizzazioni ("*branch*") in altri paesi dove esiste una legislazione REIT analoga: in questi casi gli utili prodotti dalle *branch* negli altri paesi, se le stesse soddisfano i criteri previsti dalle singole legislazioni nazionali per l'adozione del regime di REIT, normalmente non vengono tassati localmente, ma solo nel paese in cui ha sede la società che ha costituito le *branch* e al momento della distribuzione dei proventi realizzati per effetto dell'attività (anche riferita alla *branch*) ai suoi soci. Questo meccanismo, pienamente coerente con i concetti di base di libera circolazione delle merci e dei servizi in ambito europeo, ha consentito lo sviluppo ed il successo degli operatori paneuropei cui si è accennato in precedenza. Ciò accade, ad esempio, in Francia e in Olanda, dove le *branch* di REIT residenti in Stato membri dell'Unione europea o aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico europeo ("REITs UE/SEE") sono – a certe condizioni – del tutto esenti da imposizione.
- Un secondo meccanismo utilizzato per consentire lo svolgimento (questa volta indiretto) dell'attività esente di gestione immobiliare è quello di consentire al REIT estero di partecipare direttamente la società locale che applica il regime di esenzione. Così accade, ad esempio, in Spagna dove il regime delle SOCIMI può essere adottato da una società residente interamente partecipata da un REIT estero, raggiungendo in sostanza lo stesso risultato di esenzione dell'attività immobiliare e di traslazione dell'imposizione a mani dei partecipanti al momento della distribuzione dei risultati agli investitori (sono note come SOCIMI non quotate).

Un importante fattore di freno all'afflusso di capitali esteri ai veicoli SIIQ è dovuto, ad avviso degli operatori professionali del settore, anche a una normativa sul trattamento fiscale delle *branch* in Italia dei REITs UE/SEE assolutamente non soddisfacente e non in linea con quella dei mercati più evoluti degli altri paesi europei.

Attualmente, infatti, è possibile per un REIT UE/SEE istituire una stabile organizzazione in Italia che opti, se ne sussistono i requisiti, per il regime SIIQ. Gli utili prodotti dalla stabile organizzazione però, invece che essere esenti da imposizione (come avviene nel caso di SIIQ nostrane), vengono tassati localmente con una imposta sostitutiva del 20% peraltro applicata su di un parametro (il reddito imponibile derivante dall'attività di locazione) diverso e normalmente più elevato di quello proprio delle SIIQ (l'utile netto di conto economico derivante dalla medesima attività) non misurato all'importo effettivamente distribuito. Tale imposta, oltre ad essere molto elevata in termini assoluti, non è poi recuperabile nel paese di residenza dal REIT europeo (perché non è, tecnicamente parlando, un'imposta sui redditi societari), che quindi distribuirà ed assoggetterà in quella sede a ritenuta a carico dei suoi soci un utile che ha già scontato il 20% di imposte in Italia (doppia tassazione).

L'esempio seguente illustra chiaramente la situazione:

Tassazione socio di un REIT olandese per gli utili prodotti da una <i>branch</i> italiana e da una francese	Branch Italiana	Branch Francese
Utile Branch <sup>2</sup>	100	100
Imposte locali	(20)	-
Utile distribuibile come dividendo dal REIT olandese	80	100

<sup>2</sup> Assunto per semplicità pari al reddito imponibile.

Ritenute applicate da REIT olandese sul dividendo	(12)	(15)
Dividendo netto percepito dal socio	68	85
Incidenza imposte/ritenute su utile Branch	32%	15%

L'attuale struttura, inoltre, non appare neppure coerente con il regime ordinario delle SIIQ costituite in Italia. In caso di distribuzione dei dividendi da parte di una SIIQ italiana a un REIT straniero che ne sia azionista, infatti, è attualmente prevista la normale applicazione dei trattati contro le doppie imposizioni (sul presupposto che il REIT sia considerato soggetto residente ai fini dei trattati secondo la normativa fiscale del proprio paese di residenza)<sup>3</sup>; l'utile SIIQ (*i.e.* derivante dalla c.d. "gestione esente") che non ha scontato imposte in Italia, in questo caso, sarebbe assoggettato in sede di distribuzione sotto forma di dividendo ad una ritenuta del 5% in caso di partecipazione "rilevante" secondo la definizione dei principali trattati contro le doppie imposizioni sul reddito (es. Regno Unito, Francia, Olanda), ritenuta che in alcuni paesi come l'Olanda può essere recuperata nel momento della distribuzione dei dividendi ai propri soci.

L'esempio che segue espone la tassazione degli utili (derivanti dall'attività di locazione) distribuiti da una SIIQ italiana ad un REIT olandese che ne ha detenuto nei 12 mesi precedenti una partecipazione almeno del 50%:

Utile della SIIQ	200
Imposte dirette della SIIQ	-
Utile distribuito	200
Dividendo distribuito a REIT olandese (50%)	100
Ritenuta su dividendo (applicazione del trattato) <b>A</b>	(5)
Dividendo distribuito dal REIT olandese ai suoi soci	100
Ritenuta applicata da REIT olandese <b>B</b>	(15)
Dividendo netto percepito dal socio del REIT olandese	85
Ritenute recuperate da REIT olandese <b>C</b>	5
Totale ritenute applicate <b>A+B+C</b>	(15)
Incidenza imposte/ritenute su utile SIIQ	15%

Il sistema in tal modo realizza pienamente l'effetto della "trasparenza" che il mercato si attende dai REITs e, quindi, la maggiore efficienza nel loro utilizzo.

Tuttavia, la costituzione di SIIQ Italiane da parte di operatori stranieri presenta numerose controindicazioni, legate principalmente alla quotazione, tra cui:

- La complessità di gestire più società quotate in paesi diversi con differenti normative
- La necessità di non poter disporre del 100% dell'investimento locale, dovendo mantenere la partecipazione nella SIIQ non superiore al 60%, con evidenti conseguenze in termini di velocità delle decisioni

<sup>3</sup> Come è il caso delle SIIC francesi.

- La necessità di confrontarsi con mercati finanziari locali non in grado di valorizzare adeguatamente gli investimenti effettuati.

In particolare, la scarsa efficienza del mercato finanziario italiano ha costituito, come già ricordato in precedenza, uno dei maggiori ostacoli alla formazione nel nostro paese di un settore di REITs paragonabile a quello degli altri principali paesi europei. Dopo la riforma del 2014, che ha significativamente migliorato la normativa italiana in materia di SIIQ, diversi operatori hanno infatti avviato il processo di costituzione di nuove SIIQ (o di trasformazione in SIIQ delle loro società) cercando di attrarre capitali, soprattutto stranieri; la maggior parte di loro ha dovuto però fermarsi di fronte all'ostacolo della quotazione e in particolare alla necessità di dover accettare, per poter collocare le loro azioni sul mercato, un significativo sconto sul valore degli investimenti immobiliari incorporati nel valore dei titoli offerti.

Ci si trova di fronte, quindi, a una situazione per cui gli investitori professionali stranieri (già REIT nella legislazione del paese di origine) non sono propensi ad investire in Italia né attraverso la costituzione di nuove SIIQ o la trasformazione in SIIQ di veicoli esistenti (per le ragioni in precedenza esposte), né attraverso loro stabili organizzazioni in Italia soggette al regime SIIQ (in ragione del rilevante, e non recuperabile, peso fiscale che ne deriva). Conseguenze, da un lato, un minor flusso di capitali da investire anche per modernizzare il settore immobiliare; dall'altro la ricerca all'occorrenza di soluzioni spurie (investimento attraverso società scarsamente capitalizzate) e come tali inadeguate a dare luogo ad ulteriori sviluppi.

Questa situazione di stallo può essere rimossa mediante un duplice ordine di provvedimenti di aggiornamento della normativa SIIQ. Da un lato, prevedendo un'imposizione per le stabili organizzazioni ("Branch") SIIQ meno penalizzante e allineata a quella dei principali paesi europei, misura che avrebbe, tra le altre cose, il pregio di superare le difficoltà legate alla necessità della quotazione in Italia, rendendo lo strumento della *branch* il mezzo adatto per allargare finalmente il settore delle SIIQ nel nostro paese mediante la canalizzazione dei capitali stranieri. Da un altro lato, estendendo anche ai REITs UE/SEE la possibilità di partecipare positivamente, assicurando quindi l'applicazione del regime speciale, alle SIIQ costituite e operanti in Italia. In entrambi i casi prevedendo un obbligo di quotazione anche ("double listing") nei mercati regolamentati italiani del REIT UE/SEE interessato a beneficiare della previsione.

Si propone, pertanto, di adottare un duplice ordine di modifiche al regime SIIQ così da consentire ai REITs UE/SEE di poter esercitare l'attività qualificata di locazione immobiliare in Italia, sia direttamente, mediante una propria *branch*, che indirettamente, mediante una propria *subsidiary*, comunque beneficiando della (sostanziale) esenzione da imposizione prevista dal regime speciale, sottoponendo, tuttavia, tale possibilità alla condizione della quotazione dei titoli del REIT UE/SEE anche in Italia.

#### A. AGGIORNAMENTO DELLE PREVISIONI RELATIVE ALLA POSSIBILITÀ DI ESERCIZIO DIRETTO DELL'ATTIVITÀ DI LOCAZIONE, MEDIANTE STABILE ORGANIZZAZIONE ("BRANCH") NEL TERRITORIO DELLO STATO, ATTRAVERSO LA NORMALIZZAZIONE DELLA MISURA DELL'IMPOSIZIONE SOSTITUTIVA

A tale scopo, si propone, in primo luogo, di modificare il regime fiscale delle *branch* cui si applica il regime SIIQ prevedendo la riduzione dell'imposta sostitutiva dall'attuale 20% al 5%, aliquota prevista dai principali trattati contro le doppie imposizioni per le ritenute applicabili ai dividendi distribuiti in relazione alle partecipazioni "rilevanti", allineando così, almeno tendenzialmente, la tassazione degli utili della SIIQ quotata e quelli della *branch* soggetta al regime SIIQ.

È noto, infatti, che la misura del 20% è stata prevista all'epoca dell'introduzione della previsione normativa *de qua* (nel 2009) in quanto tale era, al tempo, l'aliquota ordinaria della ritenuta sui dividendi distribuiti dalle SIIQ, ivi inclusi quelli distribuiti ai soci residenti all'estero. In questo modo, il legislatore ha inteso prelevare un'imposta a carico del reddito della stabile organizzazione italiana come se, per *factio iuris*, (a) la stabile organizzazione fosse in realtà una società italiana soggetta al regime SIIQ, e (b) tutti i suoi redditi fossero distribuiti alla propria casa madre e dunque soggetti alla predetta ritenuta.

Tuttavia, nel menzionato intento di parificazione sostanziale del regime fiscale applicabile a soggetti aventi analoghe caratteristiche, non si è considerato che, a seguito della modifica normativa introdotta dal D.L. n. 133/2014 all'art. 1, comma 134 della legge n. 296/2006, la misura della ritenuta sui dividendi pagati da una SIIQ italiana ad azionisti residenti in altri Stati membri può beneficiare delle riduzioni previste dalle Convenzioni contro le doppie imposizioni che prevedono di norma aliquote inferiori al 20%. L'imposta sostitutiva al 20% dà luogo, in questi casi, a una imposizione in Italia maggiore di quella altrimenti prevista dalle Convenzioni bilaterali. Si consideri al riguardo che tutti i paesi EU/SEE hanno sottoscritto con l'Italia un trattato contro la doppia imposizione di talché qualsiasi investitore REIT stabilito in questi stati potrebbe beneficiare della riduzione della ritenuta all'aliquota convenzionale.

Nella sostanza, invece, attualmente le società estere assimilate alle SIIQ che svolgono in Italia la propria attività per mezzo di una stabile organizzazione continuano ad essere di norma tassate in misura più gravosa rispetto all'ipotesi in cui le medesime società estere costituissero una società per azioni in Italia che optasse per il regime SIIQ.

Per ovviare a quanto precede, viene prevista anzitutto una modifica dell'art. 1, comma 141-bis, della legge 296/2006, riducendo al 5% l'aliquota dell'imposta sostitutiva. Questa misura corrisponde – come sopra evidenziato – a quella normalmente prevista dai trattati contro le doppie imposizioni stipulati dall'Italia in relazione al pagamento di dividendi ad un socio estero detentore di una partecipazione totalitaria nella società partecipata italiana. In tal modo, lo svantaggio competitivo dell'investimento in Italia mediante branch SIIQ, pur non essendo del tutto eliminato in ragione della non recuperabilità da parte del REIT casa-madre dell'imposta sostitutiva pagata in Italia dalla sua branch, è tuttavia significativamente ridotto rispetto alla situazione attuale, come evidenziato dall'esempio che segue, il quale illustra l'onere fiscale complessivamente gravante su un REIT residente in Olanda (Paese la cui convenzione con l'Italia prevede per l'appunto, come sopra evidenziato, l'aliquota del 5% sui dividendi distribuiti da società italiane) che posseda una branch in Italia soggetta al regime SIIQ:

Tassazione socio di un REIT olandese per gli utili prodotti da una <i>branch</i> italiana	Branch Italiana
Utile <i>branch</i> <sup>4</sup>	100
Imposte locali	(5)
Utile distribuibile come dividendo dal REIT olandese	95
Ritenute applicate da REIT olandese sul dividendo	(14,25)
Dividendo netto percepito dal socio	80,75
Incidenza imposte/ritenute su utile <i>branch</i>	19,25%

La previsione per cui i titoli di partecipazione del REIT estero devono essere negoziati anche nel mercato regolamentato italiano consente di incrementare la capitalizzazione dei mercati azionari domestici riferibile alle società immobiliari.

A scopo di maggior chiarezza, inoltre, si ritiene di dover inserire una precisazione, in via preliminare, mediante rinvio alla analoga precisazione che si propone di inserire nell'art. 1, comma 125, in applicazione della seconda proposta qui formulata, con riguardo alle caratteristiche che deve possedere la casa-madre estera per essere considerata un REIT UE/SEE e poter, quindi, essere ammessa al regime in questione.

La sostanziale riduzione della tassazione in capo alla *branch* soggetta al regime SIIQ di un REIT UE/SEE, oltre ad essere un passo dovuto per assicurare un regime di parità con gli altri Stati europei, rappresenta un importantissimo incentivo per gli operatori stranieri a sviluppare i loro investimenti in Italia. La previsione, infatti, è volta a diffondere lo strumento delle SIIQ domestiche attraverso l'estensione territoriale di paritetici istituti UE/SEE. In Francia si calcola che 1/3 delle SIIC esistenti siano riconducibili a stabili organizzazioni di REITs esteri.

La modifica comporterebbe importanti conseguenze per l'economia nazionale nel suo complesso, attraverso lo sviluppo dell'indotto (servizi di *asset management*, *property management*, di valutazione e amministrativi, attività di manutenzione svolte da soggetti e imprese nazionali), ma anche l'emergere di maggiori imposte indirette applicate sul maggiore volume di transazioni. Un volume più rilevante di investimenti esteri in Italia, inoltre, comporterebbe necessariamente anche un incremento degli investimenti in nuove costruzioni e riqualificazioni di immobili esistenti, con impatto ancor più diretto e significativo sul PIL.

La condizione di negoziazione anche nel mercato regolamentato italiano dei titoli di partecipazione del REIT estero comporterà inoltre un incremento degli scambi complessivi dello stesso.

La modifica non comporterebbe oneri rilevanti per il bilancio delle Stato, in quanto ad oggi esiste solo una stabile

<sup>4</sup> Assunto per semplicità pari al reddito imponibile.

organizzazione SIIQ di REITs UE/SEE. È importante poi evidenziare come l'adozione da parte degli investitori stranieri di questo strumento potrebbe generare una importante fonte di introito per lo Stato attraverso l'applicazione della cosiddetta "entry tax", prevista anche nel caso delle stabili organizzazioni per l'adozione del regime SIIQ e calcolata sulla differenza tra il valore di mercato ed il valore fiscale degli investimenti immobiliari. Tale imposta, infatti, matura al momento dell'ingresso nel regime e diversamente non sarebbe percepita dallo Stato.

#### PROPOSTA DI MODIFICA NORMATIVA

All'art. 1, comma 141-bis, della legge 27 dicembre 2006, n. 296, le parole "nella lista di cui al decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze adottato ai sensi del comma 1 dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi approvato con decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917" sono sostituite con le seguenti: "nei decreti emanati in attuazione dell'articolo 11, comma 4, lettera c), del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239 e che rispettano i requisiti di cui al secondo periodo del comma 125".

All'art. 1, comma 141-bis, della Legge 27 dicembre 2006, n. 296, secondo periodo, le parole "20 per cento" sono sostituite dalle parole "5 per cento".

## B. INCLUSIONE DEI REITS UE/SEE, IN AGGIUNTA ALLE SIIQ, QUALI SOGGETTI CHE POSSONO DETENERE LA PARTECIPAZIONE “QUALIFICANTE” (ALMENO DEL 50%) NELLE SIINQ PER ASSICURARE L’APPLICAZIONE DEL REGIME SPECIALE

Nello stesso solco si inserisce la proposta di modifica dell’art. 1, comma 125, della legge 296/2006, volta a consentire l’applicazione del regime civilistico e fiscale delle SIINQ anche ai soggetti partecipati da REITs UE/SEE residenti nell’Unione Europea, attualmente esclusi dalla relativa disciplina.

A seguito delle modifiche normative introdotte nel 2021 al regime speciale delle SIINQ, attualmente queste ultime devono essere necessariamente partecipate da una o più SIIQ (o SIINQ) residenti ai fini fiscali in Italia in misura prevalente (per più del 50% da una sola SIIQ, nel caso di SIINQ “aperte” ovvero congiuntamente da più di una in caso di SIINQ “istituzionali”). L’esenzione dalle imposte sui redditi prodotti dalla SIINQ è bilanciata, da un lato, dall’obbligo di distribuzione di una percentuale minima degli utili della gestione esente analogo a quello applicato alle SIIQ e, dall’altro, dall’applicazione della ritenuta sui dividendi distribuiti al socio non residente, come previsto dal penultimo periodo dell’art. 1, comma 134.

La ritenuta, di regola applicata con aliquota del 26%, potrà eventualmente essere ridotta in conformità alle più favorevoli aliquote previste dalla Convenzione in vigore tra l’Italia ed il Paese di residenza del socio. I dividendi distribuiti andranno poi ad incrementare il reddito dei percettori e assoggettati a tassazione sulla base delle regole ad essi applicabili.

Anche questo intervento mira, da un lato, ad instaurare un sistema maggiormente coerente con i principi comunitari (eliminando l’attuale divieto di aderire al regime SIINQ per le società controllate da imprese residenti in un Paese dell’UE/SEE diverso dall’Italia) e, dall’altro, ad incentivare gli investimenti in Italia da parte di società dell’UE/SEE che sono soggette a regimi fiscali speciali analoghi a quello previsto dalla legge 296/2006 per le SIIQ italiane.

Infine, si propone l’inserimento di un secondo periodo all’interno del comma 125, allo scopo di definire le caratteristiche minime che le società non residenti devono possedere affinché sia consentito optare per gli speciali regimi di tassazione sopra indicati in relazione alle SIINQ italiane, ovvero alle stabili organizzazioni situate nel territorio italiano in attuazione della disciplina dell’art. 1, comma 141-bis.

A questo proposito, mutuando i requisiti caratterizzanti il regime SIIQ domestico, è previsto innanzitutto che tali società non residenti siano quotate in almeno un mercato regolamentato di Stati membri dell’Unione europea o aderenti allo spazio economico europeo e comunque anche in Italia e siano, ai sensi delle leggi applicabili nello Stato di residenza, tenute a svolgere in via prevalente, direttamente o anche mediante il possesso di partecipazioni, l’attività di locazione immobiliare (elemento, questo, che seppur diversamente declinato nei diversi ordinamenti, caratterizza sia il regime SIIQ italiano, sia i principali analoghi regimi presenti in altri Paesi dell’Unione). Inoltre, è richiesto che dette società non residenti siano soggette, per legge, all’obbligo di distribuire la maggior parte del risultato derivante dall’attività immobiliare caratteristica, e siano altresì soggette a speciali regimi fiscali.

### PROPOSTA DI MODIFICA NORMATIVA

All’art. 1, comma 125, della legge 27 dicembre 2006, n. 296, dopo il primo periodo, è inserito il seguente:

*“Ai fini dell’applicazione della presente disposizione, alle SIIQ sono assimilate le società residenti in uno Stato membro dell’Unione europea o in uno degli Stati aderenti all’Accordo sullo spazio economico europeo che sono inclusi nei decreti emanati in attuazione dell’articolo 11, comma 4, lettera c), del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239 i cui titoli di partecipazione siano negoziati in uno dei mercati regolamentati di cui al comma 119 e comunque anche in Italia, le quali svolgano in via preponderante, direttamente o anche mediante il possesso di partecipazioni, l’attività di locazione immobiliare, siano soggette all’obbligo di distribuire la maggior parte del risultato dell’attività di locazione immobiliare come determinato in conformità alla normativa dello Stato di residenza della società, e che siano inoltre soggette a regimi fiscali speciali.”*

### C. NORMA DI COORDINAMENTO E SUBORDINATA ALLA PRECEDENTE RIFORMA SUB B: SEMPLIFICAZIONE DELLA TRASFORMAZIONE DI STABILE ORGANIZZAZIONE SIIQ IN SIINQ MEDIANTE CONFERIMENTO DELL'INTERO PATRIMONIO E CONTESTUALE SCIoglIMENTO DELLA STABILE ORGANIZZAZIONE

In caso di accoglimento della precedente proposta *sub B*, è altresì necessario prevedere misure che rendano possibile, e non inutilmente onerosa, la trasformazione dell'investimento fatto dal REIT UE/SEE nell'unico modo attualmente previsto, tramite SO italiana, nell'investimento indiretto, tramite SIINQ interamente partecipata. In tal modo, la scelta del modello organizzativo (stabile organizzazione soggetta al regime delle *branch* SIIQ ai sensi dell'art. 1, comma 141-bis, della legge 296/2006, ovvero SIINQ direttamente partecipate ai sensi delle nuove previsioni introdotte con le modifiche all'art. 1, comma 125, della legge n. 296/2006) sarà rimessa solo a valutazioni di carattere imprenditoriale e societario, senza risultare influenzata da ragioni di carattere fiscale, a quel punto neutre.

La naturale operazione da porre in essere per realizzare la "trasformazione" in questione dovrebbe essere la scissione transnazionale, avente a oggetto la porzione del complessivo patrimonio della casa-madre non residente costituente la stabile organizzazione italiana oggetto di trasferimento in neutralità a beneficio di società che abbia optato per il regime SIINQ e che sia interamente partecipata dalla società scindenda.

Tuttavia, per ovviare a eventuali rigidità normative proprie dei multiformi ordinamenti esteri, o anche solo a difficoltà operative nell'organizzazione della scissione, in ragione delle peculiarità di ciascun ordinamento societario nonché del fatto che l'operazione riguarderebbe, comunque, un soggetto quotato, è certamente opportuno prevedere una operazione alternativa, fondata solo su norme di diritto italiano, che consenta effetti complessivamente analoghi alla scissione, non dando luogo a effetti impositivi ai fini di tutte le imposte e assicurando la ricostituzione di tutti i vincoli precedentemente esistenti,

Ciò può essere realizzato prevedendo un'operazione di trasformazione modellata sulla falsariga delle norme dell'art. 176 del TUIR, per le imposte sui redditi, e dell'art. 1, comma 140-ter, interamente richiamato, per le imposte indirette, volendo significare che a tutti i fini impositivi il trasferimento del patrimonio della stabile organizzazione deve avvenire senza effetti impositivi, in neutralità fiscale e così anche la contestuale chiusura della stabile organizzazione con la conseguente restituzione del fondo di dotazione a quel punto rappresentato dalla partecipazione nella conferitaria.

Il riferimento testuale alle universalità anziché ai complessi aziendali intende eliminare ogni possibile, anche marginale, dubbio applicativo, dovendo la norma riguardare qualsiasi situazione di fatto che, pur coerente con la normativa SIIQ, non vedesse, sia pure in ipotesi estreme, la presenza in Italia di complessi aziendali. Infine, sempre nella prospettiva della piena neutralità fiscale dell'operazione è prevista l'automatica ricostituzione nel patrimonio netto della società conferitaria delle eventuali riserve in sospensione d'imposta già presenti nel patrimonio della stabile organizzazione oggetto di trasformazione e sono altresì previste disposizioni di dettaglio ai fini della continuazione del consolidato fiscale nazionale di cui la stabile organizzazione fosse consolidante, così da consentire la piena migrazione di tutte le posizioni soggettive fiscali senza effetti penalizzanti.

## PROPOSTA DI MODIFICA NORMATIVA

1. All'art. 1 della legge 27 dicembre 2006, n. 296, dopo il comma 141-bis, è inserito il seguente:

*141-ter. I conferimenti della totalità degli attivi e dei passivi costituenti stabili organizzazioni di cui al comma 141-bis in favore di società che abbiano optato per il regime speciale di cui al comma 125 comportano lo scioglimento della stabile organizzazione conferente e la diretta imputazione della partecipazione nella società conferitaria alla casa-madre estera. I predetti conferimenti non costituiscono realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni conferiti. Tuttavia, la casa-madre cui viene imputata la partecipazione nella società conferitaria deve assumere, quale valore delle partecipazioni ricevute, l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto dell'universalità di beni e diritti conferita e la società conferitaria subentra nella posizione della conferente in ordine agli elementi dell'universalità stessa. Ai predetti conferimenti si applica, in ogni caso, il trattamento fiscale di cui al comma 140-ter in relazione all'intero patrimonio conferito.*

*In conseguenza delle operazioni di cui ai periodi precedenti, le riserve in sospensione d'imposta presenti nel fondo di dotazione della stabile organizzazione che viene chiusa, incluse quelle tassabili solo in caso di distribuzione, sono ricostituite nelle riserve disponibili del patrimonio netto della società conferitaria, compreso il capitale sociale, nel primo bilancio di esercizio successivo al conferimento e il vincolo precedentemente gravante sul fondo di dotazione viene meno senza alcun effetto impositivo in capo alla stabile organizzazione conferente.*

*La diretta imputazione della partecipazione nella società conferitaria alla casa-madre estera a seguito della restituzione alla stessa del fondo di dotazione e della chiusura della stabile organizzazione in Italia non produce alcun effetto impositivo. Ai fini dell'imposta sul valore aggiunto l'imputazione della partecipazione alla casa-madre costituisce, in ogni caso, operazione non rilevante ai fini del calcolo del pro-rata di detraibilità ai sensi dell'art. 19-bis del decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633.*

*I conferimenti di cui ai periodi precedenti non interrompono il regime di tassazione di gruppo di cui agli artt. 117 e seguenti del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 cui partecipa la stabile organizzazione in veste di consolidante. A seguito del conferimento e della contestuale chiusura della stabile organizzazione, la società conferitaria assume la veste di consolidante in luogo della stabile organizzazione, subtrandole in tutte le posizioni soggettive rilevanti nell'ambito del persistente regime di tassazione di gruppo.*

## 2. AGGIORNAMENTO DELLA MISURA DELL'ALIQUOTA DELL'IMPOSTA SOSTITUTIVA DOVUTA PER EFFETTO DEL REALIZZO A VALORE NORMALE DEGLI IMMOBILI DESTINATI ALLA LOCAZIONE CONSEGUENTE ALL'INGRESSO NEL REGIME SIIQ (C.D. "ENTRY TAX") E COORDINAMENTO CON EVENTUALI LEGGI DI RIVALUTAZIONE

Un importante fattore di freno all'adozione del regime SIIQ è dovuto, ad avviso degli operatori professionali del settore, anche alla misura dell'aliquota attualmente prevista dalla legge per determinare la cosiddetta "imposta di ingresso" ("entry tax") nel regime SIIQ.

Come noto, infatti, una delle condizioni previste per l'adozione del regime SIIQ è il pagamento di una imposta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP pari al 20% della differenza tra il valore fiscale ed il valore di mercato degli immobili alla data di chiusura dell'ultimo esercizio in regime ordinario (i.e. all'ingresso nel regime speciale SIIQ). In alternativa, la società che intende esercitare l'opzione può decidere di far contribuire tale differenza al reddito imponibile dell'esercizio precedente a quello in cui ha effetto l'opzione, scontando quindi la tassazione ordinario (IRES ed IRAP) ad aliquota piena.

Tale imposta di ingresso ha natura, sostanzialmente, di imposta sostitutiva di rivalutazione e, pertanto, l'aliquota è stata fissata nel 2006 dalla legge istitutiva delle SIIQ nella misura agevolata del 20%, a fronte di un livello complessivo di tassazione allora ordinariamente del 37,25% (33% IRES + 4,25% IRAP). Nel corso del tempo, però, le aliquote per la tassazione del reddito d'impresa nel nostro paese hanno subito una significativa riduzione, attestandosi oggi ordinariamente al 27,9% complessivo (24% IRES+3,9% IRAP), con una riduzione di circa un quarto rispetto alla misura in vigore al momento in cui è stata fissata l'aliquota originaria (mai più modificata) dell'*entry tax*.

La riduzione delle aliquote ordinarie è stata altresì accompagnata da ricorrenti interventi normativi che hanno consentito la rivalutazione ai fini fiscali dei beni d'impresa (e/o il riallineamento dei valori fiscali ai maggiori valori contabili già iscritti in bilancio), previo pagamento di una imposta sostitutiva con aliquota ridotta rispetto alle aliquote IRES ed IRAP. Si rammenta, da ultima, la disciplina di rivalutazione e riallineamento introdotta dall'art. 110 del D.L. 14 agosto 2020, n. 104, convertito in legge 13 ottobre 2020, n. 126 (c.d. Decreto Agosto), la quale consente di rivalutare e riallineare i valori fiscali dei beni d'impresa (inclusi i beni immobili), e di affrancare la relativa riserva di rivalutazione, con un onere complessivo a titolo di imposta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP pari al 13%.

Sotto altro profilo, va considerata in via sistematica la possibilità che, in occasione dell'esercizio dell'opzione per il regime speciale, il valore degli immobili destinati alla locazione posseduti dalla società alla data di chiusura dell'ultimo esercizio in regime ordinario sia stato

oggetto di rivalutazione o di riallineamento per effetto di una delle predette leggi speciali che, come usualmente accade, abbiano tuttavia differito di alcuni esercizi, rispetto a quello di esecuzione dell'operazione, il riconoscimento dei maggiori valori ai fini diversi dagli ammortamenti. Ciò vale, ad esempio, per gli effetti delle opzioni di rivalutazione o riallineamento previste dal menzionato art. 110 del D.L. 14 agosto 2020, n. 104 (c.d. Decreto Agosto) i cui effetti, ai fini delle plusvalenze da "realizzo" (*capital gains*), sono rinviati, per effetto del comma 5 di tale previsione, al quarto esercizio successivo a quello nel cui bilancio è stata effettuata l'operazione. Analoga disciplina era già stata prevista in occasione dell'entrata in vigore dell'iniziale disciplina delle SIIQ ad opera dell'art. 1, commi 119-141, della Legge 27 dicembre 2006, n. 296, dalla norma di attuazione contenuta nell'art. 4, comma 2, del D.M. 7 settembre 2007, n. 174 facendo espresso riferimento alle previsioni dell'art. 1, commi da 469 a 476, della Legge 23 dicembre 2005, n. 266, i cui effetti erano, a quel tempo, in corso di maturazione e rendevano pertanto necessario un coordinamento. Ebbene, ancorché appaia fondato in via sistematica che i principi sottesi a tale previsione debbano applicarsi a tutte le norme che, analogamente alla disciplina della legge del 2005, prevedano identiche opzioni di rivalutazione o riallineamento (come dimostrato dalla natura di norma secondaria di attuazione di detta previsione di specificazione del presupposto impositivo dell'*entry tax*), è certamente auspicabile un chiarimento in via normativa che elimini ogni possibile dubbio al riguardo, anche alla luce della frequenza con la quale le menzionate leggi speciali di rivalutazione sono state di tempo in tempo introdotte.

Si propone pertanto di ridurre l'aliquota dell'*entry tax* in maniera corrispondente all'onere complessivo previsto dalla più recente legge speciale di rivalutazione, portandola al 13% e, inoltre, di chiarire che, in caso di opzione, in un periodo d'imposta precedente a quello di ingresso nel regime speciale, per la rivalutazione o il riallineamento con effetti fiscali relativi alla plusvalenze da "realizzo" che, in quanto differiti *ex lege* a un periodo d'imposta successivo, non si sono ancora consolidati a tale data, nella determinazione dell'imposta d'ingresso assume comunque rilievo il costo fiscale comprensivo dei maggiori valori derivanti dalla suddetta rivalutazione (o riallineamento), ancorché non ancora consolidati, senza che, conseguentemente, il realizzo a valore normale previsto dal comma 126 possa costituire oggetto di decadenza dalla precedente rivalutazione (o riallineamento).

È evidente come la riduzione dell'aliquota dell'imposta di ingresso rappresenterebbe un importantissimo incentivo per gli operatori stranieri a trasferire i loro investimenti in Italia a veicoli SIIQ (società o *branch*) ed anche un maggior incentivo per gli operatori italiani per optare per la trasformazione delle strutture esistenti. La modifica in parola contribuirebbe ad incrementare le importanti conseguenze per l'economia nazionale nel suo complesso già indicate ai punti precedenti, cui si rinvia. Inoltre, il chiarimento rispetto alla persistente applicazione, fino al maggior valore rivalutato (o riallineato), consentirebbe di non modificare i *business plan* già approvati e consolidati, dando ulteriore stimolo alle adesioni al regime speciale.

La modifica non comporterebbe alcun onere per il bilancio dello Stato, in quanto l'attuale livello dell'imposta di ingresso disincentiva i proprietari o gestori di patrimoni immobiliari in Italia a trasferire i loro investimenti a veicoli SIIQ. La riduzione dell'aliquota invece rappresenterebbe un forte incentivo che potrebbe generare una importante fonte di introito per lo Stato.

#### PROPOSTA DI MODIFICA NORMATIVA

All'art. 1, comma 126, della Legge 27 dicembre 2006, n. 296, le parole: "20 per cento" sono sostituite dalle parole: "13 per cento". Inoltre, dopo le parole: "13 per cento" è aggiunto il seguente periodo: "In caso di immobili o diritti reali sottoposti alla disciplina di rivalutazione o riallineamento prevista da una legge che abbia previsto la decorrenza degli effetti a fini diversi dagli ammortamenti ad un esercizio successivo al primo esercizio di applicazione del regime speciale, l'imponibile è determinato assumendo come costo fiscale dei predetti immobili o diritti reali quello comprensivo dei maggiori valori, anche se non ancora riconosciuti agli effetti della legge di rivalutazione o riallineamento in esame".

### 3. INCLUSIONE DEI FONDI PENSIONE E DEGLI ORGANISMI DI INVESTIMENTO COLLETTIVO DEL RISPARMIO ISTITUITI IN STATI O TERRITORI DELL'UE/SEE TRA I SOGGETTI CUI NON SI APPLICA LA RITENUTA SUI DIVIDENDI DISTRIBUITI DALLE SIIQ/SIINQ TRATTI DA UTILI DELLA GESTIONE ESENTE

L'art. 1, comma 134, della legge 296/2006, nella vigente formulazione prevede, al quinto periodo, che: "La ritenuta non è operata sugli utili corrisposti alle forme di previdenza complementare di cui al decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, e agli organismi d'investimento collettivo del risparmio istituiti in Italia e disciplinati dal testo unico di cui al decreto legislativo

24 febbraio 1998, n. 58, nonché su quelli che concorrono a formare il risultato maturato delle gestioni individuali di portafoglio di cui all'articolo 7 del decreto legislativo 21 novembre 1997, n. 461”.

L'attuale previsione è suscettibile di censure per discriminazione ai danni degli analoghi soggetti residenti in Paesi UE/SEE che vengono disincentivati all'utilizzo delle SIIQ quale strumento di investimento a favore di altre strutture. Infatti, mentre l'applicazione della ritenuta è espressamente esclusa per le forme pensionistiche complementari disciplinate dal D. Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 e per gli organismi di investimento collettivo del risparmio (fondi mobiliari, SICAV, fondi immobiliari, SICAF) istituiti in Italia ai sensi del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, non sono inclusi nella previsione i fondi pensione e gli organismi di investimento collettivo del risparmio istituiti in Stati UE/SEE diversi dall'Italia. Tale esclusione costituisce una violazione della libertà di stabilimento di cui al Titolo IV, Capo 2, del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, in quanto comporta l'applicazione di diversi regimi di tassazione ai medesimi soggetti se istituiti in Italia o in altri Stati Membri.

Detto pregiudizio, peraltro, risulta ulteriormente aggravato per il fatto che in relazione ai dividendi distribuiti a fondi pensione e organismi di investimento collettivo del risparmio istituiti in Stati diversi dall'Italia, non ricorrendone i presupposti, potrebbero non trovare applicazione le Convenzioni per evitare la doppia imposizione sul reddito. Di conseguenza, i dividendi distribuiti da SIIQ/SIINQ a tali soggetti sarebbero assoggettati a ritenuta a titolo d'imposta nella misura piena del 26%.

Viceversa, i medesimi soggetti beneficiano dell'esenzione da ritenuta in relazione agli investimenti in fondi immobiliari italiani e SICAF immobiliari italiane, ai sensi dell'art. 7, comma 3, del D.L. 25 settembre 2001, n. 351. Di conseguenza, l'investimento in SIIQ italiane sarebbe altresì penalizzato, per gli investitori istituzionali esteri, rispetto all'investimento in fondi immobiliari italiani e SICAF immobiliari italiane.

Da ciò l'esigenza di includere nell'ambito dell'esenzione da ritenuta anche tali categorie di soggetti esteri.

Si propone pertanto di includere espressamente nell'esenzione da ritenuta di cui all'art. 1, comma 134, della legge 296/2006, anche i fondi pensione e gli organismi di investimento collettivo del risparmio istituiti in Stati o territori dell'UE/SEE inclusi nella white list dei Paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni.

L'intervento normativo contribuirebbe ad eliminare evidenti profili di contrarietà dell'attuale disciplina con la libertà di stabilimento in ambito comunitario e di prevenire le prevedibili procedure di infrazione dinanzi agli Organi comunitari. Inoltre, verrebbe così rimosso un importante fattore di disomogeneità tra SIIQ e FIA immobiliari, rendendo maggiormente neutra, sotto il profilo fiscale, l'opzione per l'uno o per l'altro strumento.

#### PROPOSTA DI MODIFICA NORMATIVA

All'art. 1, comma 134, della Legge 27 dicembre 2006, n. 296 dopo il quinto periodo è inserito il seguente: *“La ritenuta non è, inoltre, operata sui sugli utili corrisposti a fondi pensione e organismi di investimento collettivo del risparmio esteri, sempreché istituiti in Stati o territori dell'Unione Europea o in Stati aderenti allo Spazio Economico Europeo”.*

#### 4. APPLICAZIONE DELLA ALIQUOTA RIDOTTA AL 2% DELLE IMPOSTE IPOTECARIE E CATASTALI ANCHE ALLE CESSIONI E AI CONFERIMENTI DI IMMOBILI ESEGUITI DA SIIQ/SINQ

L'art. 1, comma 139, della legge 296/2006 nella vigente formulazione prevede: “Ai fini delle imposte ipotecaria e catastale per le cessioni e i conferimenti alle predette società, diversi da quelli di cui al comma 138, trova applicazione la riduzione alla metà di cui all'articolo 35, comma 10-ter, del decreto-legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito, con modificazioni, dalla legge 4 agosto 2006, n. 248”.

Tale ultima disposizione prevede che le imposte ipotecaria e catastale sono ridotte alla metà per le volture catastali e le trascrizioni di immobili strumentali di cui all'art. 10, comma 1, n. 8-ter) del D.R.R. n. 633/1972, anche se assoggettati ad IVA, nelle quali intervengano come parti (sia acquirente sia venditrice) fondi immobiliari chiusi. L'Agenzia delle Entrate, Circolare n. 8/E del 31

gennaio 2008, par. 7.2.2, ha precisato che, sulla base del richiamo contenuto nel comma 139, le imposte ipotecaria e catastale sono dovute nella misura ridotta del 2%, anziché nella misura ordinaria del 4%, nel caso in cui il conferimento o la cessione di immobili a favore della SIIQ sia effettuato da un soggetto passivo IVA e abbia ad oggetto immobili strumentali.

Sulla base della formulazione della norma e del chiarimento fornito dall'Agenzia delle Entrate il regime fiscale agevolato si applicherebbe esclusivamente nel caso di cessioni e conferimenti a favore di SIIQ o SIINQ. Tale soluzione era coerente con il regime di tassazione delle plusvalenze nell'ambito della disciplina SIIQ precedentemente alle modifiche apportate dall'art. 20 del D.L. 12 settembre 2014, n. 133, convertito con modificazioni dalla Legge 11 novembre 2014, n. 164 (c.d. "Decreto Sblocca Italia").

Viceversa, con le modifiche apportate dal Decreto Sblocca Italia all'art. 1, comma 121, comma 123-*bis* e comma 131, della legge 296/2006 è stata riconosciuta la rilevanza delle plusvalenze relative agli immobili destinati alla locazione ai fini della "gestione esente" delle SIIQ. In particolare, è stato introdotto un nuovo regime fiscale di esenzione e di distribuzione delle plusvalenze realizzate su immobili destinati alla locazione.

Come chiarito dalla relazione illustrativa al disegno di legge di conversione del Decreto Sblocca Italia, la *ratio* dell'esenzione risiede nella considerazione che la natura della SIIQ è prioritariamente quella di generare e ottimizzare gli introiti da locazione, ma anche quella di valorizzare il proprio patrimonio immobiliare attraverso la cessione degli immobili. Inoltre, la rotazione del portafoglio immobiliare costituisce l'unica vera forma di autofinanziamento per le SIIQ, stanti gli obblighi stringenti di distribuzione degli utili e i limiti massimi all'indebitamento.

In altri termini, le modifiche apportate dal Decreto Sblocca Italia hanno riconosciuto la rilevanza della dismissione degli immobili, e delle relative plusvalenze, ai fini dell'attività propria delle SIIQ. Conseguentemente, risulta incoerente una disposizione che limita l'applicazione del regime fiscale di favore ai fini delle imposte ipotecaria e catastale alla fase di acquisizione degli immobili da parte delle SIIQ/SIINQ.

Si propone pertanto di includere espressamente anche le cessioni e i conferimenti di immobili eseguiti dalle SIIQ/SIINQ nell'art. 1, comma 139, della legge 296/2006.

L'intervento normativo consentirebbe di applicare le imposte ipotecaria e catastale nella misura ridotta del 2% non solo in sede di acquisizione degli immobili da parte delle SIIQ/SIINQ, ma anche in sede di dismissione. Tale intervento è coerente con la rilevanza attribuita alla fase della dismissione del patrimonio immobiliare attraverso le modifiche operate dal Decreto Sblocca Italia.

#### PROPOSTA DI MODIFICA NORMATIVA

All'art. 1, comma 139, della Legge 27 dicembre 2006, n. 296 le parole: "*alle predette società*" sono sostituite dalle seguenti: "*di cui siano parte le predette società*".

Di talché l'art. 1, comma 139, della Legge 27 dicembre 2006, n. 296 risulterebbe "*Ai fini delle imposte ipotecaria e catastale per le cessioni e i conferimenti di cui siano parte le predette società, diversi da quelli di cui al comma 138, trova applicazione la riduzione alla metà di cui all'articolo 35, comma 10-ter, del decreto-legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito, con modificazioni, dalla legge 4 agosto 2006, n. 248*".

### 5. ESTENSIONE ALLE SOCIETÀ, E RELATIVE STABILI ORGANIZZAZIONI, CUI SI APPLICA IL REGIME SPECIALE DELLE SIIQ DELLA DISCIPLINA IN MATERIA DI RIMBORSI IVA PREVISTA DALL'ART. ART. 8, COMMA 1, DEL DL 351/2001

Un ulteriore elemento di ingiustificata differenza tra il regime delle SIIQ e quello dei FIA immobiliari è rappresentato dalla mancata estensione alle prime delle previsioni speciali in materia IVA che semplificano le procedure di rimborso dell'IVA a credito ai sensi dell'art. 38-bis del DPR 26 ottobre 1972, n. 633, in particolare prevedendo che a tale rimborso possa procedersi senza la presentazione delle garanzie ordinariamente previste.

Anche tale mancata estensione determina una asimmetria che impedisce l'effetto della piena indifferenza (quantomeno sotto il profilo fiscale) nella scelta dello strumento di investimento. Non vi è motivo per non assimilare pienamente i due strumenti.

Si propone di estendere alle SIIQ le previsioni speciali in materia di rimborsi IVA previste dall'art. 8, comma 1, ultimo periodo, del D.L. n. 351/2001.

L'intervento normativo contribuirebbe ad eliminare un importante fattore di disomogeneità tra SIIQ e FIA immobiliari rendendo maggiormente neutra, sotto il profilo fiscale, l'opzione per l'uno o per l'altro strumento. La modifica non comporterebbe alcun onere per il bilancio dello Stato, trattandosi di norme procedurali per il rimborso di somme dovute.

#### PROPOSTA DI MODIFICA NORMATIVA

All'art. 1 della Legge 27 dicembre 2006, n. 296, dopo il comma 141-bis è inserito il seguente: *“141-ter. Le disposizioni di cui all'art. 8, comma 1, ultimo periodo, del D.L. 25 settembre 2001, n. 351 si applicano anche alle società e relative stabili organizzazioni cui si applica il regime speciale di cui ai commi da 119 a 141-bis del presente articolo”*.

# BENEFICI CONNESSI ALLA CRESCITA DEL REAL ESTATE QUOTATO IN ITALIA

ALLEGATO A CURA DI



**INDICE**

<b>Executive Summary.....</b>	<b>27</b>
<b>Il corporate real estate italiano a confronto con l'Europa.....</b>	<b>30</b>
<b>Il potenziale di crescita del corporate real estate italiano.....</b>	<b>34</b>
<b>Gli impatti della proposta di riforma normativa .....</b>	<b>37</b>
<b>I riflessi della proposta di riforma sul risparmio previdenziale.....</b>	<b>39</b>
<b>Effetti sul gettito fiscale della proposta di riforma.....</b>	<b>43</b>

## Executive Summary

Nel nostro Paese, gli impieghi immobiliari a scopo di investimento, il c.d. mercato immobiliare “corporate”, ha un valore al 31 dicembre 2021 di circa € 134 miliardi e rappresenta soltanto il 3,7% del totale europeo, meno di 1/3 rispetto al valore che dovrebbe avere in proporzione al PIL nazionale.

Il nostro mercato, oltre ad essere molto piccolo, è anche caratterizzato dalla netta prevalenza di fondi immobiliari riservati ad investitori istituzionali, ovvero oltre l’80% del totale: si tratta di capitali pari a circa € 106 miliardi che hanno spesso attese di rendimento di breve-medio periodo, avendo i fondi natura chiusa quindi durate limitate, di norma tra 5 e 10 anni, che talvolta generano non pochi problemi di liquidità e liquidabilità degli investimenti.

Il settore immobiliare quotato italiano ha dimensioni addirittura microscopiche: è pari a circa € 0,8 miliardi, rappresenta solo lo 0,2 % della capitalizzazione complessiva di Borsa, ben 16 volte inferiore alla media dei principali paesi europei, pari al 3,3%. Le dimensioni estremamente limitate del nostro comparto immobiliare quotato, rispetto ai principali paesi europei, si evince chiaramente anche dal confronto rispetto al PIL: in Italia tale rapporto è pari a circa lo 0,04% a fronte di una media europea pari a circa il 2,8%, ovvero oltre 60 volte inferiore.

Gli effetti principali del sopra descritto sotto-dimensionamento del comparto immobiliare “corporate” italiano, rispetto ai principali competitor europei, a maggior ragione se riferiti al segmento quotato, sono connessi ad una limitata liquidità e trasparenza del mercato immobiliare nel suo complesso, che genera una minore attrattività verso i grandi investitori internazionali, che nella loro “asset allocation” dedicata all’area sud-europea privilegiano altri paesi caratterizzati da mercati immobiliari più efficienti e dinamici.

L’assenza di un mercato immobiliare quotato di dimensioni adeguate, inoltre, non stimola nemmeno gli impieghi di capitale da parte degli investitori istituzionali italiani con ottica di lungo termine, a partire dai rami vita delle assicurazioni, ai fondi pensione ed alle casse di previdenza, che ne avrebbero un grande beneficio, visti i punti di forza dell’investimento nel real estate quotato riconosciuti nel mondo<sup>1</sup>, in termini di diversificazione del portafoglio, dividendi stabili e bassa correlazione – nel medio/lungo periodo - con altri titoli azionari.

Secondo recenti studi<sup>2</sup> sulle dinamiche globali dei mercati finanziari ed immobiliari, anche la quota del mercato immobiliare corporate italiano ha la potenzialità di crescere notevolmente nei prossimi anni, sino a raggiungere l’ammontare di circa € 211 miliardi (rispetto ai € 134 miliardi attuali). Ma per poter concretizzare tale evoluzione sarà fondamentale attivare tutte le leve utili ad incrementare la quota di capitali investiti da players privati sia nazionali che

---

<sup>1</sup> Vari studi internazionali stimano tra il 5% ed il 10% la corretta allocazione del real estate quotato per ottimizzare il rapporto di rischio-rendimento in un portafoglio istituzionale con ottica di medio-lungo periodo.

<sup>2</sup> Oxford Economics – Ottobre 2021

internazionali, in particolare operatori con ottica di medio/lungo termine, in grado di sostenere investimenti anche di tipo infrastrutturale.

I vantaggi per il Sistema Paese sono riconducibili non soltanto ad un contributo rilevante allo sviluppo del PIL e del gettito fiscale, ma anche alla forte accelerazione degli investimenti nella modernizzazione dello stock edilizio con evidenti positivi impatti in ottica ESG, a nuove risorse per realizzare nuovi sviluppi in settori strategici, molto richiesti dagli investitori, quali le infrastrutture logistiche e turistiche, il comparto residenziale dedicato alla locazione e gli immobili destinati ai servizi sanitari ed alla terza età.

Le nuove proposte normative di riforma della legislazione SIIQ elaborate da Assoimmobiliare vanno nella direzione di agevolare lo sviluppo del comparto in quanto promuovono da un lato l'ampliamento del listino delle SIIQ nel mercato borsistico nazionale, a partire dalla previsione dell'obbligo di "dual listing" dei REITS UE/SEE<sup>3</sup> interessati all'applicazione del regime fiscale speciale SIIQ sulle proprie "branch"<sup>4</sup> operanti in Italia e, dall'altro, generano una maggior flessibilità di scelta e di trasformazione dei veicoli di investimento immobiliare, creando così le condizioni per un maggior afflusso di capitali italiani ed esteri.

Si potrebbe così avviare un circolo virtuoso di crescita del comparto immobiliare quotato italiano, con la potenzialità di raggiungere una capitalizzazione complessiva entro il 2030 pari a circa € 29 miliardi<sup>5</sup>, un importo in linea a quello che già oggi caratterizza il mercato spagnolo, ovvero pari a circa 2/3 rispetto alla Francia ed 1/3 rispetto al Regno Unito<sup>6</sup>.

Per quanto concerne infine l'indotto diretto potenzialmente generabile dallo sviluppo del mercato descritto nelle pagine precedenti, è stimabile una crescita, entro il 2030, del fatturato annuo dei servizi immobiliari di circa il 16%, ovvero un fatturato incrementale pari ad oltre € 7 miliardi<sup>7</sup>.

L'investimento nel comparto immobiliare quotato, oggi sostanzialmente inesistente nei bilanci dei nostri Fondi Pensione, potrebbe garantire al risparmio previdenziale italiano evidenti vantaggi in termini di rendimenti<sup>8</sup>, e diversificazione<sup>9</sup> degli impieghi rispetto ad altre

---

<sup>3</sup> Real Estate Investment Trusts resident in Stati membri dell'Unione Europea o aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo.

<sup>4</sup> Intese in senso lato, sia quali sedi secondarie/stabili organizzazioni sia quali SIINQ-Società di investimento Immobiliare Non Quotate controllate.

<sup>5</sup> Stima Nomisma fondata sull'incidenza del Real Estate Quotato nelle principali economie europee rispetto al valore del mercato complessivo degli investimenti immobiliari stimato al 2030. Sulla base della medesima proporzione osservata attualmente nei mercati immobiliari quotati a livello internazionale, ovvero circa il 54% SIIQ e 46% società immobiliari, si può stimare la capitalizzazione delle SIIQ in circa € 15,8 miliardi

<sup>6</sup> Dati EPRA aggiornati al 30 giugno 2022.

<sup>7</sup> Crescita di fatturato stimata in proporzione all'aumento del valore dello stock immobiliare italiano nel periodo 2021-2030, proposta dal citato studio di Oxford Economics, al netto dell'inflazione).

<sup>8</sup> I rendimenti medi delle società immobiliari quotate in Europa negli ultimi 20 anni sono stati pari al 7,1%, sovraperformando le altre principali asset class finanziarie: azioni 5% e bond 4,8% (Fonte: Epra, Luglio 2021).

<sup>9</sup> I fondi pensione nord-europei allocano in media l'8% degli investimenti al settore immobiliare, di cui il 25% è rappresentato da impieghi nel real estate quotato ed il 75% in veicoli immobiliari non quotati.

“asset class” finanziarie contribuendo nel contempo a far crescere gli investimenti domestici con ottica di medio-lungo termine, più che mai di importanza strategica per la ripartenza del Paese.

La tavola seguente sintetizza i calcoli effettuati per stimare gli effetti sul gettito fiscale della proposta di riforma, limitatamente al comparto delle SIIQ, pari complessivamente a circa € 355 milioni suddividendo i flussi nel periodo temporale di 7 anni, a partire dall’entrata in vigore della riforma, ipotizzata nel 2024, assumendo una maggior entità di interventi nei primi 3-4 anni.

Tavola 1 – Stima del gettito indotto dalla riforma nel comparto SIIQ (€/milioni)

Operazioni e gettito	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Totale
Acquisti SIIQ	1500,0	1500,0	1500,0	1200,0	1200,0	1000,0	900,0	8.800
<b>Gettito da imposte ipo-catastali (2%)</b>	<b>30,0</b>	<b>30,0</b>	<b>30,0</b>	<b>24,0</b>	<b>24,0</b>	<b>20,0</b>	<b>18,0</b>	<b>176</b>
Investimenti in Capex	1100,0	1100,0	1100,0	900,0	900,0	700,0	618,0	6.418
Redditi imponibili Impresa (10%)	110,0	110,0	110,0	90,0	90,0	70,0	61,8	642
<b>Gettito da redditi d'impresa (27,9%)</b>	<b>30,7</b>	<b>30,7</b>	<b>30,7</b>	<b>25,1</b>	<b>25,1</b>	<b>19,5</b>	<b>17,2</b>	<b>179</b>
<b>Gettito complessivo annuo</b>	<b>60,7</b>	<b>60,7</b>	<b>60,7</b>	<b>49,1</b>	<b>49,1</b>	<b>39,5</b>	<b>35,2</b>	<b>355,1</b>

Fonte: elaborazioni Nomisma con il supporto dello Studio Di Tanno e Associati

Nel complesso, tenuto conto delle stime prudenziali fin qui elaborate, prendendo anche in considerazione l’indotto generato dalla crescita di fatturato del comparto dei servizi immobiliari, il gettito fiscale complessivo riveniente dalla proposta di riforma oggetto di analisi, ipotizzando la crescita dell’indotto proporzionale allo sviluppo del comparto SIIQ, è pari a circa € 2,1 miliardi entro il 2030.

Tavola 2 – Stima del gettito complessivo dalla riforma (€/milioni)

Operazioni e gettito	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Totale
<b>Gettito da imposte ipo-catastali (2%)</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>176</b>
<b>Gettito da redditi d'impresa (27,9%)</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>179</b>
<b>Gettito da indotto servizi (27,9%)</b>	<b>68</b>	<b>137</b>	<b>205</b>	<b>260</b>	<b>315</b>	<b>360</b>	<b>400</b>	<b>1.746</b>
<b>Gettito complessivo annuo</b>	<b>129</b>	<b>197</b>	<b>266</b>	<b>309</b>	<b>365</b>	<b>400</b>	<b>435</b>	<b>2.101</b>

Fonte: elaborazioni Nomisma con il supporto dello Studio Di Tanno e Associati

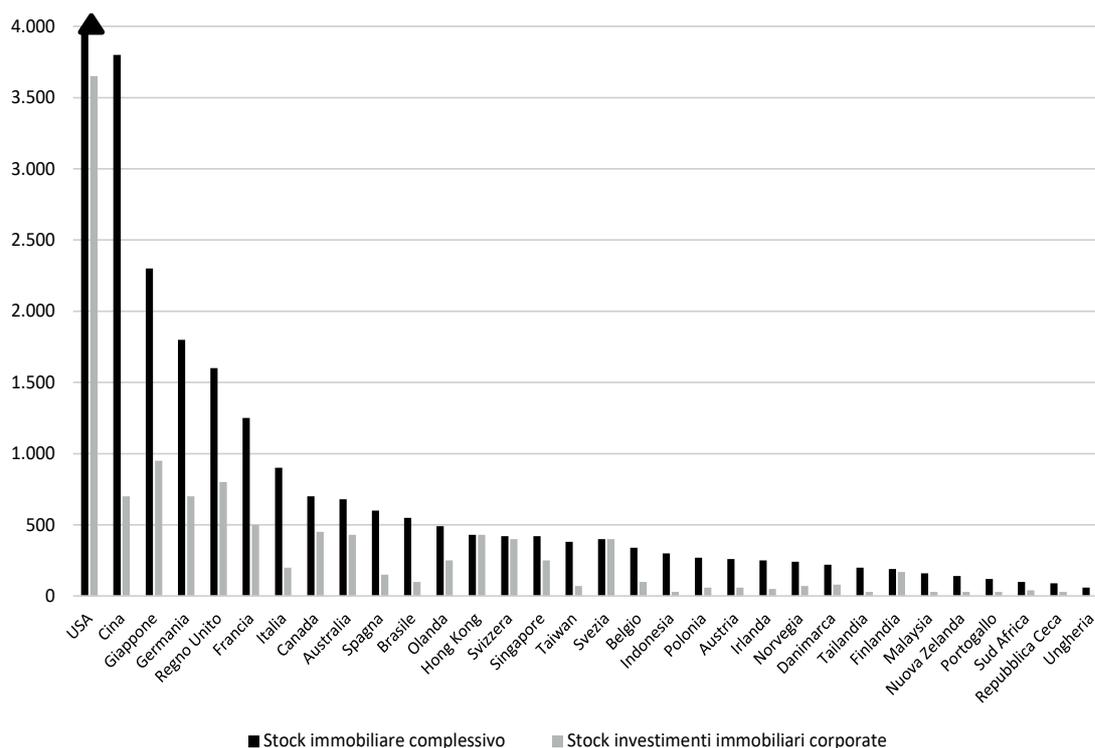
## Il corporate real estate italiano a confronto con l'Europa

Il valore dello stock immobiliare in Europa a fine 2021 è pari a circa € 8.574 miliardi, di cui il 9,1% ovvero circa € 780 miliardi è localizzato in Italia, una quota in linea con il peso del nostro PIL rispetto a quello europeo.

Nel nostro Paese, gli impieghi immobiliari a scopo di investimento, il c.d. mercato immobiliare “corporate”, ha un valore al 31 dicembre 2021 di circa € 134 miliardi e rappresenta soltanto il 3,7% del totale europeo; il nostro mercato degli investimenti immobiliari, è molto più limitato poiché rappresenta soltanto il 17,2% dello stock immobiliare nazionale; in altri paesi europei di dimensione comparabile si registrano valori ben maggiori: ad esempio in Spagna è del 23,2%, in Germania del 41%, in Francia del 43%, nel Regno Unito del 52%, addirittura in Svezia ed in Svizzera raggiunge quasi il 100%.

Figura 1 – Stock ed investimenti immobiliari nei principali Paesi nel mondo al 31 dicembre 2021 (miliardi di dollari)

(USA \$ 9.370)



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Oxford Economics

Ciò è dovuto a vari fattori connessi al “framework” legale e normativo che disciplina il settore, alla relativa vetustà del patrimonio immobiliare italiano, a consuetudini e culture differenti nonché, in termini generali, alla diversa maturità, apertura e dimensione dei mercati finanziari nazionali. Il mercato immobiliare corporate italiano, inoltre, è caratterizzato dalla netta prevalenza di fondi immobiliari riservati ad investitori istituzionali, come sintetizzato nella tavola seguente (tav. 3).

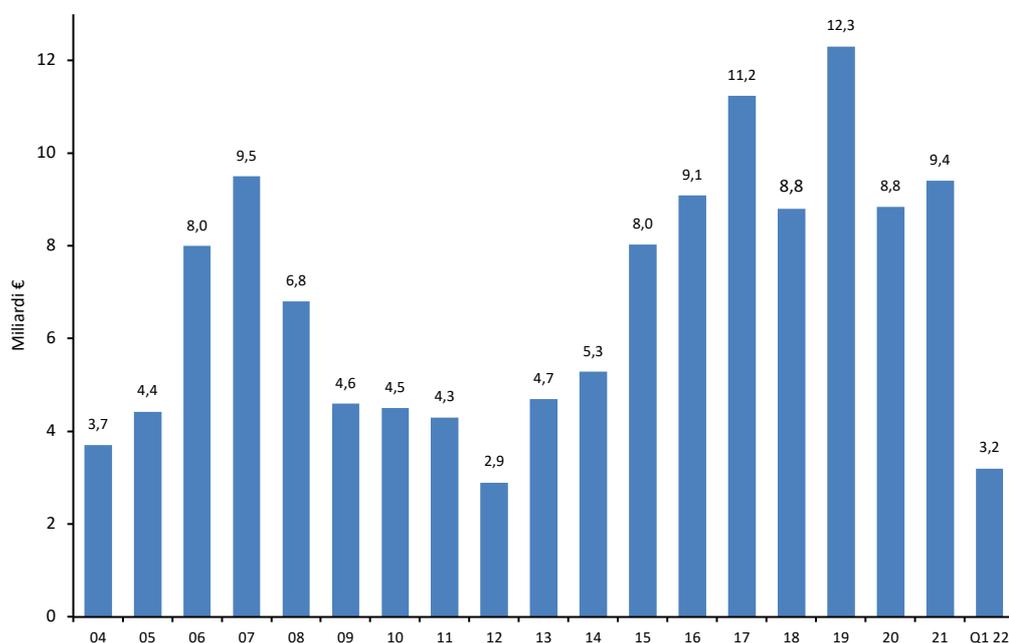
Tavola 3 - Mercato immobiliare Corporate italiano (miliardi di euro)

	€/miliardi	%
Fondi immobiliari retail quotati	0,9	0,7%
Fondi Immobiliari riservati	105,4	83,7%
Assicurazioni	5,3	4,2%
Fondi pensione	1,2	0,9%
Casse di previdenza	4,6	3,7%
SIQ e Immobiliari quotate	0,8	0,6%
Società Immobiliari non quotate	15,9	12,6%
<b>Totale</b>	<b>134,0</b>	<b>100%</b>

Fonte: elaborazioni Nomisma su fonti varie (dati al 31 dicembre 2021)

In tale contesto, il mercato immobiliare “corporate” italiano, ha registrato nel 2021 una buona ripresa a valle della dalla pandemia da Covid-19, con una crescita delle transazioni annue pari a circa il 13%: da € 8,8 miliardi nel 2020 siamo risaliti a circa 9,4 miliardi nel 2021 e nel primo semestre 2022 i volumi registrati si sono confermati in crescita, con una stima di chiusura dell’anno intorno ai € 10-11 miliardi.

Figura 2 - Volumi di compravendita mercato immobiliare corporate in Italia (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Nomisma su fonti varie: BNP Reim, Colliers, CBRE

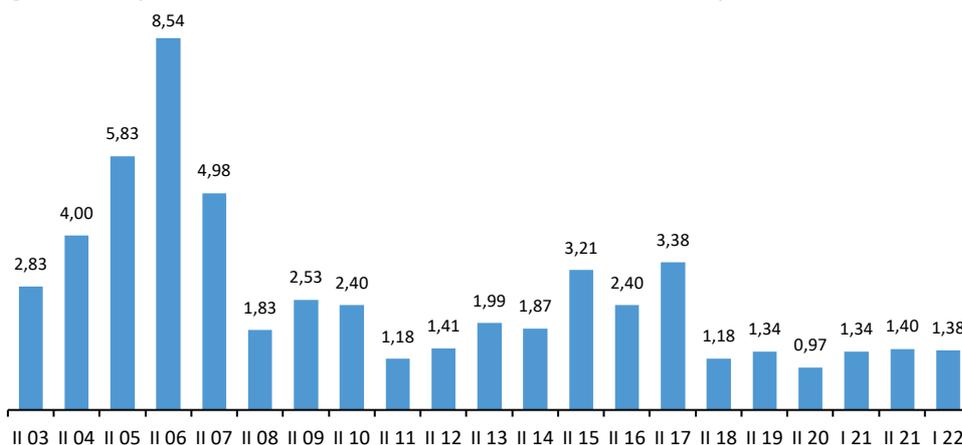
Se da un lato la tipologia degli investimenti immobiliari “corporate” in Italia è simile a quella degli altri grandi paesi europei , ovvero una maggioranza di impieghi nel settore uffici con una crescente quota di investimenti nella logistica e nel residenziale, dall’altro è molto diversa nel caso italiano

l'origine dei (limitatissimi<sup>1</sup>) capitali investiti, che per il 75% sono di provenienza straniera, spesso con attese di rendimento di breve periodo, mentre di norma nei principali paesi europei la maggioranza degli investimenti è sempre appannaggio di operatori domestici, in particolare fondi pensione, assicurazioni e veicoli di investimento privato, quotati e non quotati, con logiche e ottiche di investimento di medio-lungo periodo.

Lo sviluppo della previdenza complementare nel nostro Paese, e con essa la maggior disponibilità di risorse finanziarie per impieghi anche di carattere immobiliare, dovrebbe contribuire a far crescere sensibilmente la quota di investimenti domestici: i fondi pensione, infatti, a livello globale rappresentano la tipologia di investitori istituzionali più presenti ed attivi nel mercato del corporate real estate<sup>2</sup>.

Per quanto riguarda in particolare il settore immobiliare quotato italiano, la capitalizzazione a fine giugno 2022 registrata è pari a circa € 1,4 miliardi di cui il 40% rappresentato da SIIQ ed il 60% da altre società immobiliari. Tale valore si è ulteriormente ridotto negli ultimi mesi a circa € 0,8 miliardi a causa del “delisting” di Coima RES, avvenuto lo scorso Agosto 2022.

Figura 3 - Capitalizzazione di Borsa delle società immobiliari quotate in Italia (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Datastream

Il peso del comparto italiano rispetto alla capitalizzazione complessiva di Borsa è pari a circa lo 0,2%, 16 volte inferiore alla media dei principali paesi europei, pari al 3,3%<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Le transazioni annue in Italia, hanno un valore inferiore a quello che si registra in una singola grande città tedesca. La quota di mercato italiana, rispetto al dato complessivo a livello continentale, si è attestata nel 2021 a circa il 2,6%, in riduzione del 18% circa rispetto al 2020 e pari a circa 1/4 rispetto a quanto dovrebbe rappresentare, proporzionalmente alle dimensioni sia del nostro PIL che dello stock immobiliare complessivo, entrambi nell'intorno del 9-10% rispetto ai valori totali europei.

<sup>2</sup> Diversi studi internazionali stimano tra il 5% ed il 10% la corretta allocazione per gli investimenti immobiliari al fine di ottimizzare diversificazione e rischio-rendimento di un portafoglio istituzionale con ottica di medio-lungo termine quale quello che caratterizza i Fondi Pensione.

<sup>3</sup> Le dimensioni estremamente limitate del Real Estate quotato italiano, rispetto ai principali paesi europei, si evince chiaramente anche dal confronto rispetto al PIL: in Italia tale rapporto è pari a circa lo 0,04% a fronte di una media europea pari a circa il 2,8%, ovvero 60 volte inferiore.

Anche il peso del real estate quotato italiano rispetto al mercato immobiliare corporate è estremamente contenuto, pari a circa lo 0,6%, oltre 20 volte inferiore rispetto alla media delle economie europee più sviluppate del 13,8%.

Tavola 4 – Peso del comparto quotato in Italia e nei principali paesi europei

Paese	Popolazione (milioni)	PIL (€/mld)	Valore Stock totale RE (€/mld)	Valore Corporate RE (€/mld)	Quota % Corporate RE /Totale Stock	Volumi investimento 2021 (€/mld)	Market Cap LRE 2022-2Q (€/Mld)	Quota % Listed RE Vs Corporate RE	Market Cap 2022-2Q (€/mld)	Listed RE/Stock Market (%)
Francia	67	2484	1095	470	43%	31,7	45,5	9,7%	2699	2,1%
Germania	83	3570	1574	644	41%	110,2	113,1	17,6%	1752	5,4%
<b>Italia</b>	<b>60</b>	<b>1781</b>	<b>781</b>	<b>134</b>	<b>17%</b>	<b>9,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6%</b>	<b>607</b>	<b>0,2%</b>
Olanda	17	860	370	199	54%	17,1	10,0	5,0%	867	1,6%
Spagna	47	1205	515	120	23%	12,8	28,9	24,2%	700	4,6%
Regno Unito	68	2526	1428	739	52%	71,1	89,7	12,1%	3071	3,2%
Paesi Nordici <sup>(*)</sup>	27	1523	718	541	75%	63,5	106,0	19,6%	2182	5,0%
<b>Media</b>								<b>13,8%</b>		<b>3,3%</b>

(\*) Danimarca, Finlandia, Svezia, Norvegia

Fonte: elaborazioni Nomisma su fonti varie al 31.12.2021

Gli effetti principali del sopra descritto sotto-dimensionamento del comparto immobiliare “corporate” italiano, rispetto ai principali competitor europei, a maggior ragione se riferiti al segmento quotato, sono connessi ad una limitata liquidità e trasparenza del mercato, che genera una minore attrattività verso i grandi investitori internazionali, che nella loro “asset allocation” dedicata all’area del sud-europea privilegiano altri paesi caratterizzati da mercati immobiliari più efficienti e dinamici, anche se relativi a sistemi paese contraddistinti da un PIL inferiore a quello italiano, quale ad esempio la Spagna.

L’assenza di un mercato immobiliare quotato di dimensioni adeguate, inoltre, non stimola nemmeno gli impieghi di capitale da parte degli investitori istituzionali italiani con ottica di lungo termine, a partire dai rami vita delle assicurazioni ai fondi pensione ed alle casse di previdenza, che ne avrebbero un grande beneficio, visti i punti di forza dell’investimento nel real estate quotato riconosciuti a livello internazionale, in termini di diversificazione del portafoglio, dividendi stabili e bassa correlazione – nel medio/lungo periodo - con altri titoli azionari e obbligazionari<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Studio CEM Benchmarking Research 2018 – Asset allocation, cost of investing and performance of European Pension Funds, the impact of Real Estate.

## Il potenziale di crescita del corporate real estate italiano

Secondo recenti studi<sup>1</sup> sulle dinamiche globali dei mercati finanziari ed immobiliari, anche la quota del mercato immobiliare istituzionale italiano ha la potenzialità di crescere notevolmente nei prossimi anni, sino a rappresentare entro il 2030 almeno il 20% dello stock complessivo immobiliare nazionale (rispetto al 17,2% attuale), raggiungendo l'ammontare di circa € 211 miliardi (rispetto ai € 134 miliardi attuali).

Tavola 5 – Evoluzione degli stock e degli investimenti immobiliari in Europa 2021-2040

Paese	Investimenti Immobiliari (€/miliardi)			Stock immobiliare totale (€/miliardi)		
	2021	2030	2040	2021	2030	2040
Austria	48	91	153	180	271	369
Belgium	62	112	180	214	311	415
Bulgaria	5	9	16	16	28	43
Czech Republic	33	79	171	83	159	269
Denmark	80	149	271	144	212	299
Finland	94	157	255	110	157	255
France	470	817	1.284	1.095	1.566	2.064
Germany	644	1.131	1.784	1.574	2.231	2.899
Greece	17	32	49	70	114	153
Hungary	12	22	39	48	84	125
Ireland	38	91	172	169	290	421
<b>Italy</b>	<b>134</b>	<b>211</b>	<b>293</b>	<b>781</b>	<b>1.058</b>	<b>1.289</b>
Netherlands	199	361	579	370	538	712
Norway	69	175	308	167	292	394
Poland	58	143	308	198	410	706
Portugal	31	49	71	81	116	149
Romania	19	41	83	60	112	189
Russia	112	172	332	368	524	872
Slovak Republic	10	18	30	35	59	88
Spain	120	203	292	515	766	977
Sweden	297	690	1.256	297	690	1.256
Switzerland	297	458	778	303	458	778
Turkey	54	107	209	243	439	776
Ukraine	10	27	116	25	65	197
United Kingdom	739	1.426	2.595	1.428	2.178	3.107
<b>Totale</b>	<b>3.650</b>	<b>6.771</b>	<b>11.623</b>	<b>8.574</b>	<b>13.128</b>	<b>18.802</b>

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Oxford Economics-PGIM, Ottobre 2021

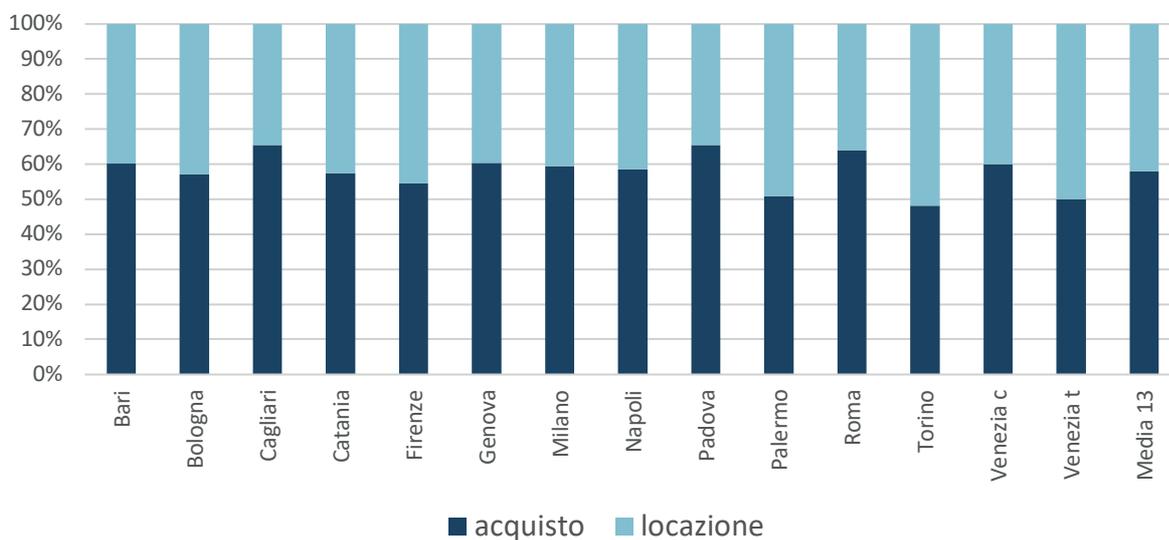
Per poter concretizzare tale evoluzione sarà tuttavia fondamentale attivare tutte le leve utili a far crescere la quota di capitali investiti da players privati sia nazionali che internazionali, in particolare operatori con ottica di medio/lungo termine, in grado di sostenere investimenti anche di tipo infrastrutturale, a partire

<sup>1</sup> Oxford Economics, PGIM Real Estate – Ottobre 2021

dal segmento del residenziale in locazione, di cui tutte le aree metropolitane italiane hanno un gran bisogno, e per il quale si sta registrando negli ultimi due anni anche nel nostro Paese un interesse crescente da parte degli investitori istituzionali<sup>2</sup>.

In proposito una recente survey Nomisma ha stimato in circa 760.000 le famiglie già attualmente alla ricerca di un'abitazione in locazione. Vista l'evidente scarsità di offerta, soprattutto nelle grandi città, considerata la necessità di riquilibrare lo stock di case attualmente sfitte ed inutilizzate, oltre che prevedere nuove realizzazioni residenziali destinate alla locazione, è ragionevole stimare la necessità di nuovi investimenti immobiliari per oltre € 42 miliardi<sup>3</sup>, risorse finanziarie che potrebbero essere generate dalla crescita del mercato italiano degli investimenti immobiliari, sia quotati che non quotati, sopra richiamata.

Figura 4 - Domanda di acquisto e di locazione nei 13 maggiori mercati nel primo semestre del 2022 (quota %)



Fonte: Nomisma

Le dimensioni potenziali del comparto real estate quotato italiano, considerato il valore complessivo del mercato corporate pari a circa € 134 miliardi nel 2021, assumendo il medesimo peso percentuale osservato nelle principali economie europee, sia rispetto alle dimensioni dei mercati finanziari (3,3%) che in relazione al settore corporate immobiliare (13,8%), si attesta oggi a circa € 18-20 miliardi<sup>4</sup>, di cui € 11-11,5 miliardi SIQ ed € 8,5-9 miliardi di altre società immobiliari.<sup>5</sup>

<sup>2</sup> Nonostante le limitazioni ed i vincoli di carattere normativo e fiscale che storicamente hanno disincentivato gli investimenti istituzionali nel comparto residenziale italiano, la domanda di questo genere di prodotto è in forte crescita anche nel nostro Paese, trainata da "megatrend" globali quali la crescente urbanizzazione e la propensione delle famiglie e dei single a ricercare un mix di spazio immobiliare, anche in locazione, unitamente a vari servizi accessori, in precedenza presenti soltanto nel settore ricettivo: nella "community" del corporate real estate si parla di "hotelization" per descrivere in sintesi questa evoluzione in corso nel settore residenziale.

<sup>3</sup> Stima Nomisma basata su dati ISTAT: Investimenti complessivi di € 42 miliardi, di cui circa € 20,5 miliardi per riquilibramenti e circa € 21,5 miliardi per nuove costruzioni.

<sup>4</sup> Stima Nomisma basata sull'incidenza media del Real Estate Quotato nei principali paesi europei rispetto al valore complessivo del mercato degli investimenti immobiliari (media Europa 13,8% x valore corporate italiano € 126 miliardi = 18,5 miliardi), valore molto simile a quello che si ottiene confrontando il valore medio del Listed RE rispetto alle dimensioni dei mercati azionari (media europea 3,4% x valore market cap italiano €607 miliardi = 20,7 miliardi).

<sup>5</sup> Stima Nomisma basata sulla medesima proporzione oggi osservata nel mercato immobiliare quotato globale: ovvero circa il 54% REITS e 46% società immobiliari.

Per quanto riguarda il valore degli investimenti immobiliari su base annua, il potenziale italiano – in proporzione al PIL ed alle dimensioni dello stock immobiliare nazionale – è pari ad almeno € 30 miliardi di euro l’anno, ovvero circa il triplo dei valori medi registrati nell’ultimo triennio.

In questo quadro complessivo il comparto del real estate quotato potrebbe contribuire con una quota di almeno il 10-15%, quindi con investimenti annui non inferiori a € 3-4 miliardi, in linea con il peso percentuale registrato in altre economie avanzate europee.

L’evoluzione potenziale del settore immobiliare corporate fin qui descritta, sia esso quotato che non quotato, è connessa allo sviluppo di nuovi prodotti immobiliari attraverso non soltanto nuove costruzioni ma anche alla riqualificazione di una parte del patrimonio complessivo già esistente ma non adatto per finalità di investimento, nel quadro di una generale maturazione del mercato finanziario nazionale e dello sviluppo di una quota maggiore di investimenti anche da parte di investitori domestici, a partire dai fondi pensione di nuova generazione e dai rami vita delle assicurazioni.

I vantaggi per il Sistema Paese connessi alla suddetta crescita del settore real estate “corporate” e del comparto immobiliare quotato sono riconducibili non soltanto ad un contributo rilevante allo sviluppo del PIL e del gettito fiscale, ma anche alla forte accelerazione degli investimenti nella modernizzazione dello stock edilizio nazionale con evidenti positivi impatti in ottica ESG, a nuove risorse fondamentali per settori strategici del mercato immobiliare italiano ancora poco sviluppati quali: i) le infrastrutture logistiche e turistiche, in particolare nel centro-sud, ii) il comparto residenziale dedicato alla locazione e iii) gli immobili destinati ai servizi sanitari ed alla terza età, tutti ambiti di particolare interesse per gli investitori istituzionali internazionali, anche perché coerenti con alcuni “mega-trend” che caratterizzano tutte le principali economie avanzate a livello globale.

Se l’Italia sarà in grado di fare la sua parte e di proporsi in modo convincente nel contesto dei mercati internazionali non mancherà l’afflusso di liquidità anche da parte di investitori esteri, che operano con ottica di lungo termine quali fondi sovrani, fondi pensione e compagnie assicurative e che ricercano con crescente interesse nel settore immobiliare rendimenti finanziari stabili e diversificazione degli impieghi. Recenti studi internazionali<sup>6</sup> stimano infatti una crescita a livello globale degli impieghi nel real estate ad un ritmo superiore al 5% annuo nei prossimi 20 anni passando dagli attuali \$ 11.800 a circa \$ 40.000 miliardi investiti entro il 2040.

D’altro canto, al fine di attrarre capitali esteri che operano su scala globale, il nostro Paese dovrà rendersi più appetibile poiché la concorrenza internazionale sarà sempre più forte, non soltanto a livello europeo, ma anche da parte dei mercati asiatici a partire dalla Cina, il cui mercato immobiliare corporate è previsto in grandissima crescita nel prossimo decennio fino a diventare, dopo gli USA, il principale luogo di destinazione delle operazioni di investimento internazionale.

---

<sup>6</sup> A Bird’s eye view of Real Estate Markets – Oxford Economics -PGIM – October 2021

## Gli impatti della proposta di riforma normativa

Le nuove proposte normative di riforma della legislazione SIIQ elaborate da Assoimmobiliare vanno nella direzione di agevolare lo sviluppo del comparto immobiliare quotato in quanto promuovono da un lato l'ampliamento del listino delle SIIQ nel mercato borsistico nazionale, a partire dalla previsione dell'obbligo di "dual listing" dei REITS UE/SEE<sup>1</sup> interessati all'applicazione del regime fiscale speciale SIIQ sulle proprie "branch"<sup>2</sup> operanti in Italia e, dall'altro, generano una maggior flessibilità di scelta e di trasformazione dei veicoli di investimento immobiliare, creando così le condizioni per un maggior afflusso di capitali italiani ed esteri nel segmento real estate.

Per quanto concerne il c.d. dual listing dei REITS UE/SEE, in particolare, sembrano evidenti i vantaggi non soltanto sui singoli titoli in termini di maggior concorrenza e di relativa liquidità, ma anche (soprattutto) in relazione alla crescita dimensionale del comparto immobiliare in Borsa nel suo complesso, e con essa una maggior attenzione e copertura da parte degli analisti finanziari con la connessa soluzione, o quanto meno attenuazione, della problematica chiave dei valori di quotazione scontati rispetto al NAV, tutti elementi che potrebbero contribuire a rendere più attrattive nuove IPO di SIIQ in Italia, nonché a stimolare l'afflusso di capitali sul mercato nazionale da parte dei REITS UE/SEE attualmente invece bloccati dagli impedimenti normativi che imporrebbero la costituzione di subsidiaries quotate.

Si potrebbe così avviare un circolo virtuoso di crescita del comparto immobiliare quotato italiano, con la potenzialità di superare il livello che già oggi dovrebbe essere proprio del settore, pari a € 18-20 miliardi, e raggiungere una capitalizzazione complessiva entro il 2030 pari a circa € 29 miliardi<sup>3</sup>, un importo in linea a quello della Spagna, ovvero pari a circa 2/3 rispetto alla Francia ed 1/3 rispetto al Regno Unito<sup>4</sup>.

Le proposte inerenti la permeabilità dei veicoli di investimento immobiliare italiani, inoltre, oltre ad assicurare una maggiore certezza agli operatori circa il corretto regime fiscale applicabile ai passaggi da una tipologia di veicolo all'altro, sembrano particolarmente opportune in considerazione della peculiare composizione dello "stock" di investimenti corporate in Italia, come già evidenziato pari a circa € 134 miliardi, decisamente sbilanciato verso il comparto dei fondi immobiliari, che rappresentano oltre l'80% dell'intero mercato corporate italiano, probabilmente grazie ai peculiari vantaggi fiscali che garantiscono agli investitori esteri, a differenza di altre forme di investimento immobiliare indiretto.

Si tratta di veicoli immobiliari con patrimoni complessivi per circa € 105 miliardi, in netta prevalenza riservati ad investitori istituzionali<sup>5</sup>, caratterizzati dalla natura chiusa e quindi da una durata limitata nel tempo, una parte non marginale dei quali con evidenti difficoltà di liquidazione entro le scadenze predeterminate, non soltanto connesse all'attuale periodo post-pandemico.

---

<sup>1</sup> Real Estate Investment Trusts resident in Stati membri dell'Unione Europea o aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo.

<sup>2</sup> Intese in senso lato, sia quali sedi secondarie/stabili organizzazioni sia quali SIINQ-Società di investimento Immobiliare Non Quotate controllate.

<sup>3</sup> Stima Nomisma fondata sull'incidenza del Real Estate Quotato nelle principali economie europee (pari al 13,8%) rispetto al valore del mercato complessivo degli investimenti immobiliari stimato al 2030 in Italia, pari a circa € 211 miliardi. Sulla base della medesima proporzione osservata attualmente nei mercati immobiliari quotati a livello internazionale, ovvero circa il 54% SIIQ e 46% società immobiliari, si può stimare la capitalizzazione delle SIIQ in circa € 16 miliardi e delle altre società immobiliari in circa 14 miliardi.

<sup>4</sup> Dati EPRA aggiornati al 30 giugno 2022.

<sup>5</sup> Al termine del 2021 il saldo del numero dei fondi si è attestato a 714 veicoli, di cui 10 retail e 704 riservati, a fronte di 47 società di gestione del risparmio con almeno un fondo immobiliare in gestione (si veda 15° Rapporto sulla Finanza Immobiliare 2021, Nomisma).

I capitali detenuti dai fondi immobiliari, inoltre, sono molto spesso vincolati ad elevate attese di rendimento nel breve-medio periodo generate da una propensione all'investimento che risulta di frequente incompatibile con politiche di impiego dei capitali volte alla riqualificazione urbana ovvero ad altri segmenti del mercato immobiliare con ricadute importanti in ottica ESG, quali ad esempio le residenze per studenti (student accomodation), per gli anziani (senior living) e per le giovani coppie con limitata capacità reddituale (social housing).

Nello specifico, per quanto concerne i veicoli destinati al pubblico risparmio, si rileva una persistente difficoltà di liquidazione degli stessi entro le scadenze predeterminate. Tali difficoltà e limitazioni potrebbero essere alleviate, se non risolte, grazie alla più agevole permeabilità, in condizioni di neutralità fiscale, tra veicoli di tipologia diversa e durata indeterminata, quali le SIIQ italiane ed i REITS UE/SEE che dovessero optare per il dual listing, ovvero le SICAF immobiliari, in evidente crescita nel mercato italiano<sup>6</sup>, anche grazie ad un particolare appeal dei relativi meccanismi di governance che risultano maggiormente in linea con le esigenze degli investitori istituzionali italiani e stranieri, non sempre soddisfatti degli assetti propri del comparto dei fondi immobiliari.

In termini generali, pertanto, le proposte di riforma normativa in esame sono tutte volte a promuovere una modernizzazione del mercato finanziario italiano, di cui gli investimenti immobiliari in veicoli quotati e non quotati rappresentano una parte rilevante, mutuando soluzioni già praticate con successo in altre economie e sistemi-paese europei molto vicini o comunque comparabili al nostro, a partire dalla Spagna e della Francia.

Lo sviluppo del comparto immobiliare quotato italiano in linea con le dimensioni medie delle principali economie europee, inoltre, porterebbe grandi benefici indiretti anche all'intero mercato immobiliare nazionale poiché, al di là delle risorse finanziarie incrementalmente attratte dal "mattone" in Borsa, aumenterebbe notevolmente la trasparenza sul mercato generata dalla qualità e quantità di informazioni che le società quotate sono obbligate a fornire agli analisti ed investitori.

L'importanza di questa tipologia di dati, per la comunità degli investitori istituzionali e dei relativi advisors, non deriva soltanto dalla conoscenza degli andamenti specifici dei singoli titoli, bensì è connessa ad una più generale capacità di analizzare e prevedere i trend prospettici del mercato immobiliare nel suo complesso. Ciò è dovuto alla capacità del "real estate quotato" – come già accennato nei paragrafi precedenti e come ampiamente dimostrato da vari studi internazionali<sup>7</sup> - di anticipare le tendenze del mercato immobiliare nel suo complesso e quindi di rappresentare un valido riferimento per modellare nuove strategie di investimento e di asset allocation immobiliare.

Per quanto concerne infine l'indotto diretto potenzialmente generabile dallo sviluppo del mercato descritto nelle pagine precedenti, è stimabile una crescita, entro il 2030, del fatturato annuo dei servizi immobiliari, attualmente pari a circa 44 miliardi, di circa il 16%, ovvero in termini assoluti un fatturato incrementale pari ad oltre € 7 miliardi<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Al termine del 2021 il patrimonio immobiliare delle SICAF è salito a circa € 6,5 miliardi, un incremento di oltre il 40% rispetto all'anno precedente (si veda 15° Rapporto sulla Finanza immobiliare 2022, Nomisma).

<sup>7</sup> Cfr. Research Paper Teuben & Cullen – 2017

<sup>8</sup> Crescita di fatturato stimata in proporzione all'aumento del valore dello stock immobiliare italiano nel periodo 2021-2030, proposta dallo studio di Oxford Economics . PGIM citato nella nota 10).

## I riflessi della proposta di riforma sul risparmio previdenziale

La crescita del comparto immobiliare “corporate” italiano, ed in particolare del segmento quotato, potrebbe rappresentare una forma trasparente e moderna di raccolta ed impiego sul territorio nazionale del risparmio privato, spesso “bloccato” su conti correnti in liquidità priva di rendimenti reali, ovvero del risparmio previdenziale intermediato da casse di previdenza e fondi pensione, solo in parte minoritaria impiegato in Italia.

A tale proposito, dal rapporto annuale Covip del 2021 si evince che a fine 2021 il risparmio previdenziale complementare ha raggiunto la soglia dei € 213,2 miliardi, di cui soltanto il 22,7% è rappresentato da investimenti domestici, in riduzione di 2 punti rispetto al 2020. Complessivamente, al netto degli investimenti immobiliari e dei titoli di Stato, le risorse finanziarie destinate alle imprese italiane vengono calcolate da Covip in 4,7 miliardi di euro, ovvero soltanto il 2,6% del totale.

Le casse di previdenza detengono un patrimonio complessivo pari a circa 100,7 miliardi, di cui ancora circa il 19,4% in immobili e veicoli immobiliari non quotati, mentre i fondi pensione hanno allocato soltanto il 1,9% nel real estate, per un importo complessivo pari a circa € 3,3 miliardi, essenzialmente rappresentato da fondi immobiliari (1,2%), immobili posseduti direttamente e partecipazioni in società immobiliari (0,7%). Gli investimenti domestici delle Casse, infine, sono pari a circa il 34,6% in diminuzione di quasi 2 punti percentuali rispetto all’anno precedente.

Se da un lato la diversificazione all’estero degli investimenti effettuati dal nostro sistema previdenziale è importante e doverosa al fine di perseguire una corretta allocazione dei capitali ed il giusto equilibrio tra rischi e rendimenti, dall’altro è evidente che un mercato finanziario domestico più efficiente e liquido, a partire dal settore immobiliare quotato, potrebbe contribuire a riequilibrare l’asset allocation attuale, sbilanciata verso l’estero, attraendo importanti risorse private a beneficio della crescita complessiva del PIL domestico<sup>1</sup>.

Nello stesso tempo l’investimento nel comparto immobiliare quotato, in particolare nel segmento delle SIIQ, potrebbe garantire al risparmio previdenziale italiano evidenti vantaggi in termini di rendimenti e diversificazione degli impieghi rispetto ad altre “asset class” finanziarie<sup>2</sup>, in linea a quanto si registra in numerosi paesi europei, anche di dimensioni inferiori all’Italia, ma contraddistinti da mercati finanziari evoluti, quali ad esempio l’Olanda ed il Belgio<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Gli investimenti nel settore delle costruzioni sono contraddistinti da un moltiplicatore pari a 3,62, di cui 2,34 per effetti diretti ed indiretti; 1,28 per effetti indotti.

<sup>2</sup> I rendimenti medi delle società immobiliari quotate in Europa negli ultimi 20 anni sono stati pari al 7,1%, sovraperformando le altre principali asset class finanziarie: azioni 5% e bond 4,8% (Fonte: Epra, Luglio 2021).

<sup>3</sup> La capitalizzazione di borse delle società immobiliari quotate in Olanda è 10 volte più grande dell’Italia, a fronte di un PIL pari a circa la metà rispetto a quello italiano.

Secondo una recente ricerca di CEM Benchmarking<sup>4</sup>, primaria società di analisi dei mercati finanziari europei, il settore immobiliare rappresenta la leva principale di diversificazione nei portafogli dei fondi pensione europei.

In particolare, i fondi pensione nord-europei allocano in media l'8% degli investimenti al settore immobiliare, di cui il 25% è rappresentato da impieghi nel real estate quotato ed il 75% in veicoli immobiliari non quotati. I fondi UK e di altri paesi nell'area Euro stanziavano in media poco più del 5% nel settore immobiliare, in netta prevalenza non quotato.

Secondo le evidenze raccolte nella citata ricerca di CEM Benchmarking, su un orizzonte temporale decennale (2005-2016), al lordo dei costi di investimento, il private equity è stata la classe di attività più performante, ma anche la più onerosa con costi di investimento di circa 400 punti base. Il rendimento del "real estate" quotato registrato nel medesimo periodo è stato il secondo più alto in assoluto, pari a circa il 9,3%, molto vicino e paragonabile al 10,8% circa del private equity. Diversa la performance degli investimenti in immobili detenuti direttamente ovvero tramite veicoli non quotati il cui rendimento complessivo medio (total return) è stato pari a circa il 5%, quasi la metà del rendimento del comparto immobiliare quotato.

Per quanto concerne la tematica della diversificazione, inoltre, va evidenziato come la performance del real estate quotato sia, in sintesi, una combinazione di caratteristiche sia dei mercati azionari che di quelli immobiliari, contesti caratterizzati da peculiarità molto diverse: da un lato, i trend ed i valori dei mercati e degli immobili posseduti direttamente sembrano maggiormente stabili, probabilmente per effetto delle valutazioni svolte da periti indipendenti che tendono a smussare le variazioni nel breve periodo, dando l'impressione di un comportamento simile a quello obbligazionario; dall'altro l'andamento del real estate quotato è decisamente più ciclico e sensibile all'andamento dei mercati azionari nel loro complesso.

Esistono tre principali fattori che influenzano la performance del real estate quotato: i trend del mercato azionario, le strutture finanziarie utilizzate per acquisire gli immobili e, ovviamente, anche l'andamento del valore e del rendimento del portafoglio immobiliare detenuto.

Occorre pertanto esaminare ciascuno dei tre livelli operativi di gestione e attività degli investimenti:

- i) le caratteristiche patrimoniali e di reddito dell'attività di investimento sottostante;
- ii) la struttura finanziaria del veicolo in cui tale attività è detenuta;
- iii) i processi di determinazione dei prezzi del mercato dei valori mobiliari in cui il veicolo è quotato e scambiato.

D'altro canto, come evidenziato nella figura 5 a pagina seguente, riferita al mercato UK nel periodo 2001-2020, esiste una correlazione molto evidente tra l'andamento del comparto immobiliare quotato (linea blu) con quello dei corrispondenti valori immobiliari (linea gialla) anche attraverso i cicli di mercato.

---

<sup>4</sup> CEM Benchmarking Research 2018 - Asset allocation, cost of investing and performance of European Pension Funds, the impact of Real Estate.

Figura 5 - Trend rendimenti del Real Estate quotato (linea blu) e del mercato immobiliare diretto (linea gialla)



Fonte: MSCI

Il real estate quotato rappresenta pertanto una specifica opportunità di impiego immobiliare, caratterizzata da peculiarità proprie e ben identificate, da considerare nell'ambito delle scelte strategiche, non sempre agevoli, degli investitori istituzionali di lungo termine.

La maggior liquidità del portafoglio immobiliare quotato rispetto al non quotato comporta inevitabilmente un prezzo da pagare, rappresentato da una maggior volatilità dei valori. Tuttavia, vari studi<sup>5</sup> evidenziano che il divario tra il comparto quotato e quello non quotato è marcato nel breve periodo, indicativamente entro i 18 mesi di holding period. Successivamente, le performances del comparto immobiliare quotato tendono progressivamente ad allinearsi con quelle degli immobili posseduti direttamente ovvero tramite veicoli non quotati man mano che l'holding period cresce, avvicinandosi ai 3-4 anni.

D'altro canto, per gli investitori istituzionali di lungo termine, quali i fondi pensione, il periodo di detenzione degli investimenti è di norma medio-lungo pertanto sembrano prevalere nel complesso i vantaggi riconosciuti a questa categoria di impieghi finanziari, tra cui:

- Performance competitiva a lungo termine. Il comparto immobiliare quotato ha fornito rendimenti totali a lungo termine in linea con il mercato azionario e superiori al settore immobiliare non quotato.
- Rendimenti da dividendi sostanziali e stabili. I rendimenti dei dividendi del comparto quotato storicamente hanno prodotto un flusso costante di reddito attraverso una varietà di condizioni di mercato.
- Liquidità. Le azioni del settore immobiliare quotato sono prontamente negoziate sulle principali Borse.
- Trasparenza. Amministratori indipendenti, analisti e revisori, nonché il monitoraggio dei media aziendali e finanziari assicura mediamente una trasparenza più elevata al comparto immobiliare quotato rispetto al non quotato.

<sup>5</sup> Si cita in particolare il Research Paper di Teuben & Cullen (2017).

- Diversificazione del portafoglio. Il real estate quotato, nel medio lungo termine, offre l'accesso al mercato immobiliare tipicamente con una bassa correlazione con altri titoli azionari ed obbligazioni.

Va infine sottolineato che il RE quotato, alla luce delle evidenze raccolte negli anni, sembra poter rappresentare una sorta di proxy, anticipatore delle performance del mercato immobiliare nel suo complesso, così come accade anche per il private equity rispetto ai vari settori economici di riferimento.

Alla luce di quanto fin qui esposto, sembra pertanto auspicabile, anche per il risparmio privato e previdenziale italiano, nella prospettiva di una crescita importante della previdenza complementare ed una modernizzazione del comparto quotato immobiliare italiano, una riduzione del peso degli investimenti immobiliari diretti a favore di quelli in SIIQ – oggi sostanzialmente inesistenti - al fine di incrementare, sia i rendimenti complessivi che la diversificazione di portafoglio, nonché contribuire alla crescita del Sistema Paese con flussi di investimenti che privilegino gli impieghi domestici rispetto a quelli esteri.

## Effetti sul gettito fiscale della proposta di riforma<sup>1</sup>

Al fine di stimare i possibili effetti sul gettito fiscale rivenienti dalla proposta di riforma oggetto di analisi, focalizziamo innanzitutto l'attenzione sul comparto delle SIIQ e ricordiamo, come dettagliato nelle pagine precedenti, che per effetto della riforma e della maggiore trasparenza e attrattività del comparto immobiliare quotato che ne consegue, si stima potrà determinarsi una crescita della capitalizzazione complessiva incrementale delle SIIQ entro il 2030 di circa € 15,4 miliardi. Gli investimenti immobiliari corrispondenti a tale valore sono stimabili in circa € 26,4 miliardi, assumendo uno sconto rispetto al NAV del 20% ed una leva finanziaria del 30%, come sintetizzato nella tavola 6.

Tavola 6 – Calcolo degli investimenti immobiliari delle nuove SIIQ

	Valori al 2030 (€/milioni)
Stima valore Corporate RE italiano	211.207
Market cap RE quotato italiano (13,8%)	29.147
Market cap SIIQ (54%)	15.739
Market cap nuove SIIQ (escluse le attuali)	15.439
Stima sconto medio su NAV	20%
NAV	18.527
Stima leva finanziaria media	30%
<b>Asset Under Management</b>	<b>26.467</b>

Fonte: elaborazioni Nomisma su fonti varie

Il trasferimento degli immobili alle SIIQ si ipotizza avvenga da soggetti istituzionali secondo la medesima proporzione che riflette sostanzialmente l'attuale distribuzione della proprietà del patrimonio immobiliare corporate italiano, già evidenziata in tavola 3, quindi principalmente da Fondi immobiliari (83,7% del totale) e da Società non quotate (12,6%), in via residuale dagli altri soggetti citati.

I maggiori investimenti daranno luogo alla sostituzione dei redditi da locazione precedenti (in larga parte generati da soggetti istituzionali "trasparenti", come i fondi, che possiamo per semplicità assumere scontino imposte analoghe alle SIIQ) su un patrimonio mediamente da valorizzare con una redditività locativa più elevata in quanto riferita a patrimoni valorizzati grazie ad investimenti aggiuntivi ad hoc (capex). Pur in mancanza di dati quantitativi al riguardo, che impediscono un calcolo preciso, si può assumere prudenzialmente che, ancorché probabilmente ci sarà un incremento di gettito, è verosimile che non ci sarà una riduzione.

I soggetti potenzialmente interessati alla trasformazione in SIIQ per effetto della riforma (società commerciali non quotate) sono investitori professionali che hanno presumibilmente sfruttato l'opportunità di rivalutare il loro patrimonio con l'ultima legge di rivalutazione (pagando il 3%), normalmente senza affrancare le riserve (costo 10%). Anche a questo riguardo, benché gli effetti della riforma proposta inizieranno a prodursi quando saranno state già dedotte due quote annuali

<sup>1</sup> Il presente capitolo è stato elaborato con il supporto dello Studio Di Tanno e Associati.

di ammortamento di tali valori (e quindi è verosimile possano verificarsi effetti positivi sul gettito), si assume prudentemente che non si realizzi alcun effetto in termini di maggiore exit tax (che nella proposta Assoimmobiliare viene indicata nel 13%), fermo restando un possibile futuro effetto impositivo a seguito della distribuzione delle riserve.

I trasferimenti di immobili da valorizzare dal precedente proprietario alla SIIQ potranno dar luogo o meno a transfer tax del 2% a seconda della struttura dell'operazione. Tali trasferimenti, infatti, possono avvenire mediante compravendita (2%) o conferimento di pluralità di immobili o simili (0%) ovvero ancora trasformazione (es. da SRL a SIIQ). In mancanza di dati puntuali possono essere stimati volumi pari ad 1/3 per ciascuna delle tre tipologie, quindi transazioni imponibili per circa € 8,8 miliardi<sup>2</sup> e correlato gettito pari ad € 176 milioni.

Gli investimenti sugli immobili da valorizzare o da costruire ex novo (Capex) generano reddito incrementale per le imprese che li realizzano. In proposito è stata ipotizzata una ripartizione delle tipologie di investimento in linea con i target di investimento rilevati nel mercato europeo nel primo trimestre 2022 su un campione di oltre 400 investitori istituzionali<sup>3</sup>:

La tavola 7 qui di seguito proposta sintetizza i calcoli effettuati per stimare l'ammontare complessivo delle capex ed il relativo reddito imponibile, considerando prudentemente un margine dell'impresa di costruzioni del 10%.

Tavola 7 – Stima degli investimenti di valorizzazione effettuati dalle SIIQ

Distribuzione investimenti SIIQ per tipologia	Quota (%)	Valore Investimento (€/milioni)	Capex (%)	Valore Capex (€/milioni)	Reddito imponibile (10%)
Investimenti Core e Core plus (immobili a reddito)	45%	11.910	5%	596	60
Investimenti Value added (valorizzazioni)	40%	10.587	25%	2.647	265
Investimenti Opportunistic (nuove costruzioni)	15%	3.970	80%	3.176	318
<b>TOTALE</b>	<b>100%</b>	<b>26.467</b>		<b>6.418</b>	<b>642</b>

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati CBRE – Emea Investor Intentions Survey – Febbraio 2022

La tavola 8 sintetizza i calcoli effettuate per stimare gli effetti sul gettito fiscale della proposta di riforma, limitatamente al comparto delle SIIQ, pari complessivamente a circa € 355 milioni suddividendo i flussi nel periodo temporale considerato, ovvero negli 8 anni successivi all'entrata in vigore della riforma, ipotizzata prudenzialmente nel 2024, assumendo una maggior entità di interventi nei primi 3-4 anni.

Tavola 8 – Stima del gettito indotto dalla riforma nel comparto SIIQ (€/milioni)

Operazioni e gettito	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Totale
Acquisti SIIQ	1500,0	1500,0	1500,0	1200,0	1200,0	1000,0	900,0	8.800
<b>Gettito da imposte ipo-catastali (2%)</b>	<b>30,0</b>	<b>30,0</b>	<b>30,0</b>	<b>24,0</b>	<b>24,0</b>	<b>20,0</b>	<b>18,0</b>	<b>176</b>

<sup>2</sup> Importo pari ad 1/3 degli investimenti complessivi delle Siiq entro il 2030 stimati in circa € 26,4 miliardi (si veda tavola 6).

<sup>3</sup> Indagine CBRE – EMEA investor Intentions Survey 2022 – Febbraio 2022.

<sup>4</sup> Gli effetti della riforma, qualora approvata nel corso del prossimo anno, potrebbero già esplicarsi nel corso del 2023.

Investimenti in Capex	1100,0	1100,0	1100,0	900,0	900,0	700,0	618,0	6.418
Redditi imponibili Impresa (10%)	110,0	110,0	110,0	90,0	90,0	70,0	61,8	642
<b>Gettito da redditi d'impresa (27,9%)</b>	<b>30,7</b>	<b>30,7</b>	<b>30,7</b>	<b>25,1</b>	<b>25,1</b>	<b>19,5</b>	<b>17,2</b>	<b>179</b>
<b>Gettito complessivo annuo</b>	<b>60,7</b>	<b>60,7</b>	<b>60,7</b>	<b>49,1</b>	<b>49,1</b>	<b>39,5</b>	<b>35,2</b>	<b>355,1</b>

Fonte: elaborazioni Nomisma con il supporto dello Studio Di Tanno e Associati

Inoltre, prendendo in considerazione l'indotto generato dalla crescita complessiva del mercato immobiliare "corporate" italiano entro il 2030, in relazione all'aumento di fatturato del comparto dei servizi immobiliari, stimato nel capitolo precedente in circa 7 miliardi annui a regime, assumendo un Ebit medio pari al 20%, in linea con le medie di settore, adottando un tax rate del 27,9%, si perviene ad una stima di ulteriore potenziale gettito annuo a regime pari a circa € 400 milioni.

Nel complesso, tenuto conto delle stime prudenziali fin qui elaborate, il gettito fiscale complessivo riveniente dalla proposta di riforma oggetto di analisi, ipotizzando la crescita dell'indotto proporzionale allo sviluppo del comparto SIIQ, è pari a circa € 2,1 miliardi entro il 2030.

Tavola 9 – Stima del gettito complessivo dalla riforma (€/milioni)

Operazioni e gettito	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Totale
<b>Gettito da imposte ipo-catastali (2%)</b>	30	30	30	24	24	20	18	176
<b>Gettito da redditi d'impresa (27,9%)</b>	31	31	31	25	25	20	17	179
<b>Gettito da indotto servizi (27,9%)</b>	68	137	205	260	315	360	400	1.746
<b>Gettito complessivo annuo</b>	<b>129</b>	<b>197</b>	<b>266</b>	<b>309</b>	<b>365</b>	<b>400</b>	<b>435</b>	<b>2.101</b>

Fonte: elaborazioni Nomisma con il supporto dello Studio Di Tanno e Associati

Infine, a proposito di gettito complessivo, segnaliamo un recente studio di PWC<sup>5</sup>, da cui si evince che i REITS quotati in Europa hanno generato un gettito fiscale complessivo pari mediamente al 32,8% del loro fatturato, per un totale di circa € 4,1 miliardi.

<sup>5</sup> Total Tax Contribution of real estate investment trust in Europe – PWC for EPRA, Novembre 2020.

Gli impatti sul gettito stimati ai punti precedenti scontano l'approccio prudenziale, indotto anche dalla mancanza di dati affidabili su cui fondare le previsioni, in ragione del quale non sono stati considerati:

- (i) ulteriore gettito per imposte ipotecaria e catastale relative ai trasferimenti immobiliari effettuati a favore di società immobiliari quotate diverse dalle SIIQ (peraltro soggette ad aliquota piena del 4%), in quanto tale comparto si compone oltre che di investitori immobiliari puri (property companies) anche di società di servizi non consentendo di stimare in modo affidabile il *quantum* riferibile ai trasferimenti.
- (ii) Gli incrementi di gettito derivanti dal prelievo sul reddito prodotto dell'attività delle SIIQ (che certamente riguarderà sia il maggior valore degli immobili oggetto di riqualificazione, sia l'intero valore degli immobili di nuova costruzione), né
- (iii) i prevedibili effetti positivi che deriveranno dalla liquidazione dell'entry tax (ancorché nella misura ridotta del 13%) sul maggior valore di mercato dei cespiti rispetto al loro valore fiscale (differenza che, anche ammettendo, come da noi prudentemente assunto, che i cespiti siano stati rivalutati beneficiando dell'ultima legge al riguardo, potrebbe riguardare quantomeno le ultime due quote annuali di ammortamento, oltre all'ulteriore incremento del fair value), né
- (iv) i maggiori valori catastali degli immobili riqualificati e di quelli nuovi, produttivi di maggiori imposte sulla proprietà (IMU).

Il parametro fornito dallo studio PWC è utile, alla luce dell'approccio prudenziale seguito per dimostrare indirettamente come i dati quantitativi sopra indicati, costituiscono una base minimale da considerare certamente affidabile rispetto agli effetti, tutti positivi, che la proposta all'esame è ragionevolmente destinata a produrre.

Adottando la medesima stima del patrimonio immobiliare detenuto dalle SIIQ entro il 2030, pari a circa € 26,4 miliardi, come dettagliato nella tavola 6 che precede, ipotizzando una redditività media degli immobili del 5% ed il Tax Rate stimato da PWC a livello europeo del 32,8%<sup>6</sup>, si perviene ad una stima del gettito potenziale annuo complessivo a regime per il comparto delle SIIQ pari a circa € 434 milioni, come evidenziato nella tavola 10 qui di seguito proposta.

---

<sup>6</sup> Nello specifico, la percentuale del 32,8% definita nello studio PWC "total tax contribution" dei Reits, è composta dalle seguenti macro-voci:

- i) imposte dirette (Taxes borne): rappresentano il 41,5% del totale. Si tratta dell'onere fiscale presente a conto economico del Reit, la sottovoce principale è rappresentata dalle "property taxes" che pesano per oltre il 60% della macro-voce "taxes borne" e sono rappresentate in prevalenza da imposta sulla proprietà (72%) ed in misura minoritaria sui trasferimenti (28%);
- ii) ritenute – (Taxes collected): rappresentano il 56,1% del totale. Si tratta delle imposte prelevate alla fonte dal Reit e versate all'erario; le sotto voci principali riguardano le ritenute sui dividendi distribuiti, l'Iva su clienti e conduttori, le imposte ed in contributi inerenti al personale;
- iii) altre imposte e tasse (other payments): rappresentano una voce residuale (2,4% del totale) e riguardano, a titolo esemplificativo, oneri locali per l'ottenimento di autorizzazioni edilizie, locazione di spazi pubblici, ecc..

Tavola 10 – Stima alternativa del gettito indotto dalla riforma nel comparto SIIQ<sup>7</sup>

<b>Sviluppo Stima gettito da SIIQ (TTC 32,8% su fatturato)</b>	<b>Valori al 2030 (€/milioni)</b>
Stima valore Corporate RE italiano	211.207
Market cap RE quotato italiano (13,8%)	29.147
Market cap SIIQ (54%)	15.739
Market cap nuove SIIQ (escluse le attuali)	15.439
Stima sconto medio su NAV	20%
NAV	18.527
Stima leva finanziaria media	30%
Asset under Management	26.467
Stima redditività media lorda A.U.M.	5%
Fatturato locativo	1.323
Total Tax Contribution (stima Pwc)	32,80%
<b>Gettito annuo complessivo</b>	<b>434</b>

Fonte: elaborazioni Nomisma su fonti varie

<sup>7</sup> Tale stima non è direttamente comparabile con i dati proposti nella tavola 9 poiché non include gli effetti di potenziale gettito incrementale derivante dagli investimenti in capex e dalla crescita del comparto dei servizi immobiliari, ma viene comunque proposto come elemento di confronto.





FIN DALLA SUA FONDAZIONE NEL 1997, CONFINDUSTRIA ASSOIMMOBILIARE RAPPRESENTA LA FILIERA DEGLI OPERATORI DEL REAL ESTATE ATTIVI IN ITALIA. I SUOI OLTRE 180 SOCI INCLUDONO INVESTITORI ISTITUZIONALI (SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO E FONDI IMMOBILIARI, SOCIETÀ IMMOBILIARI QUOTATE E NON QUOTATE, ISTITUTI BANCARI, COMPAGNIE ASSICURATIVE), PRIMARI DEVELOPER ITALIANI E INTERNAZIONALI, SOCIETÀ PUBBLICHE CHE GESTISCONO GRANDI PATRIMONI IMMOBILIARI, SOCIETÀ DEI SERVIZI IMMOBILIARI, DEI SERVIZI LEGALI E DELLA CONSULENZA AL REAL ESTATE.



CONFINDUSTRIA  
ASSOIMMOBILIARE

Tel. +39 06 3212271 - [assoimmobiliare@assoimmobiliare.it](mailto:assoimmobiliare@assoimmobiliare.it)  
Via Quattro Novembre, 114 Roma - Via San Maurilio, 25 Milano  
[www.assoimmobiliare.it](http://www.assoimmobiliare.it) - [in](#) [assoimmobiliare](#)