

L'EDILIZIA UNIVERSITARIA TRA LE ASPETTATIVE DI RITORNO ECONOMICO DEGLI INVESTITORI E LE ESIGENZE SOCIO-ECONOMICHE DEL TERRITORIO: IL CASO DEI FONDI IMMOBILIARI

Claudio Giannotti¹, Pierluigi Bellardo², Camilla Insom³, Gianluca Mattarocci⁴

SOMMARIO

La condizione degli studenti universitari in Italia è cambiata negli ultimi anni. Dal 2000 al 2009, la quota di studenti che frequentano corsi e risiedono stabilmente in comuni diversi da quelli di origine è salita dal 21% al 30%; la quota dei posti alloggio non assegnati dagli enti per il diritto allo studio (DSU) è cresciuta nel tempo. I gestori specializzati in residenze universitarie presentano differenze sul fronte della redditività, solvibilità e liquidità rispetto ai gestori che operano nel più ampio settore della gestione degli immobili. I fondi immobiliari rappresentano una delle leve di crescita del territorio, anche sul fronte della implementazione e gestione efficiente delle residenze universitarie. Occorre tuttavia governare le relative criticità, soprattutto connesse con i profili di *governance* dei fondi e con i ritorni economici dei vari *stakeholder*.

Il lavoro nasce dalla condivisione di esperienze tra il Laboratorio di finanza immobiliare del Dottorato di Ricerca in Banca e Finanza con sede amministrativa nell'Università di Roma Tor Vergata e Fabrica Immobiliare SGR, società di gestione del risparmio, che vanta un'esperienza pluriennale nella realizzazione di progetti immobiliari nel settore dell'edilizia universitaria attraverso l'attività dei fondi immobiliari da essa istituiti e gestiti.

¹ Professore Straordinario di Economia degli intermediari finanziari, Università LUM Jean Monnet, s.s. 100 – km. 18, 70010 Casamassima (Bari) - giannotti@lum.it. Direttore del Laboratorio di finanza immobiliare del Dottorato di Ricerca in Banca e Finanza con sede amministrativa nell'Università di Roma Tor Vergata. (*corresponding author*)

² Responsabile Ricerche e valutazioni, Fabrica Immobiliare SGR S.p.A., Via Barberini 47 - 00187 Roma, pierluigi.bellardo@fimmobiliare.it

³ Analista, Fabrica Immobiliare SGR S.p.A., Via Barberini 47 - 00187 Roma, camilla.insom@fimmobiliare.it

⁴ Ricercatore di Economia degli intermediari finanziari, Università di Roma Tor Vergata, Facoltà di Economia, Dipartimento SEFEMEQ, Via Columbia, 2 – 00133 Roma, gianluca.mattarocci@uniroma2.it

1 Introduzione⁵

In questi ultimi anni sono emerse importanti novità nell'ambito dei progetti edilizi di trasformazione e valorizzazione del territorio italiano (Nomisma, 2009): la crisi economica nel settore privato ha ridotto la promozione di nuovi progetti urbani e ha rallento il progredire di quelli già avviati; le amministrazioni pubbliche hanno raggiunto un'elevata sensibilità con riferimento alla questione energetica; il Piano Casa ha rappresentato una misura anticongiunturale; sono state avviate le prime iniziative nel campo dell'abitare sociale (*social housing*); si è rilevata l'esigenza di integrare i sistemi infrastrutturali per la mobilità con la riorganizzazione funzionale ed urbanistica dei tessuti insediativi; i Ministeri e le Regioni hanno avviato importanti progetti nell'organizzazione delle risorse territoriali e nella promozione degli investimenti, spesso in attuazione della programmazione comunitaria.

L'edilizia universitaria costituisce una delle attuali criticità per lo sviluppo a medio-lungo termine del territorio, che può essere combinata con le esigenze di valorizzazione degli immobili da parte delle amministrazioni pubbliche (Amatucci, 2009).

I fondi immobiliari sono fondi comuni di investimento (OICR) gestiti da una Società di Gestione del Risparmio (SGR), che investono, esclusivamente o prevalentemente, in investimenti immobiliari. I fondi immobiliari rientrano tra le possibili leve per la crescita del territorio e la valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico, finalizzate alla dismissione degli immobili ovvero alla realizzazione di nuove opere ovvero alla riqualificazione urbana.

La ricerca si occupa del ruolo dei fondi immobiliari nell'ambito dell'edilizia universitaria italiana. In particolare il lavoro indaga le scelte residenziali degli studenti universitari italiani, esplorando anche la domanda e l'offerta di alloggi a canone non di mercato (paragrafo 2); analizza l'equilibrio reddituale, finanziario e patrimoniale dei gestori di residenze universitarie rispetto ai gestori di immobili per conto proprio o per conto terzi (paragrafo 3), evidenzia i benefici e le criticità dei fondi immobiliari, che investono nelle residenze universitarie (paragrafo 4) e riporta, infine, alcune conclusioni (paragrafo 5).

⁵ Le singole parti del lavoro sono attribuibili nel seguente modo: i paragrafi 1 e 5 a Claudio Giannotti; il paragrafo 2 a Camilla Insom; il paragrafo 3 a Gianluca Mattarocci; il paragrafo 4 a Pierluigi Bellardo e Camilla Insom.

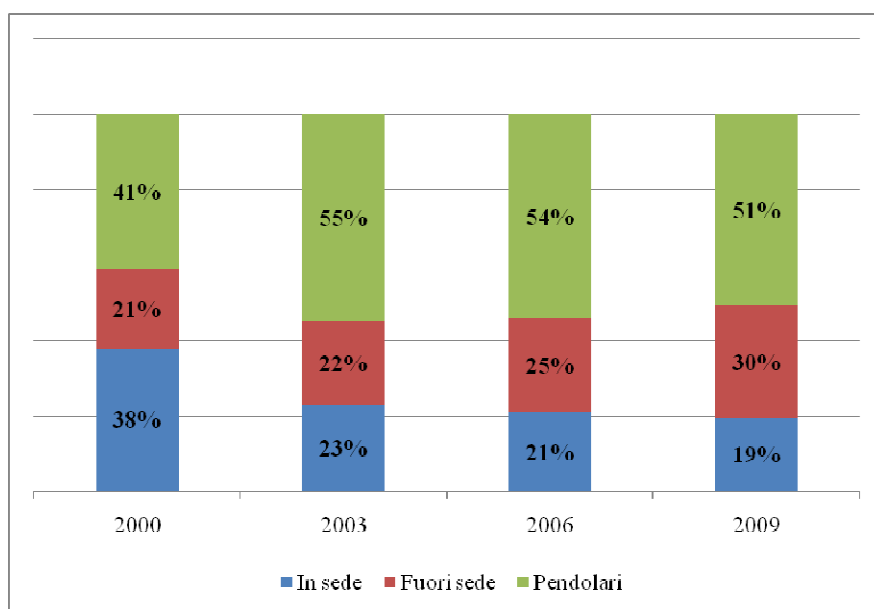
2 Il mercato di riferimento

2.1 La condizione studentesca in Italia

Nell'ultimo decennio la condizione degli studenti in Italia ha subito forti modificazioni scaturite dalle riforme dell'offerta formativa (DM 509/1999 e DM 270/2004) e del sistema degli enti per il diritto allo studio (DPCM del 9 Aprile 2001), così come dai cambiamenti socio-economici, in particolare per quanto attiene l'evoluzione del mercato del lavoro e le capacità di spesa delle famiglie.

Secondo quanto rilevato dalla VI indagine Eurostudent promossa dalla Fondazione RUI, tra il 2000 ed il 2009 si è registrato un forte decremento degli studenti in sede, passati dal 38% al 19% del totale degli studenti frequentanti, a favore di quanti scelgono di proseguire gli studi presso una sede universitaria localizzata fuori dal proprio comune di residenza; nel 2009 oltre la metà risulta pendolare, mentre solo il 30% sceglie di risiedere stabilmente presso la sede universitaria scelta.

Grafico 1 – Studenti in sede, fuori sede e pendolari (Anni 2000 – 2009)



Fonte: Fondazione RUI

In particolare se la crescita dei fuori sede, particolarmente intensa tra il 2006 ed il 2009, è riconducibile primariamente all'entrata a regime dei corsi di Laurea Magistrale, l'aumento del fenomeno del pendolarismo è ascrivibile alla concomitanza di più fattori:

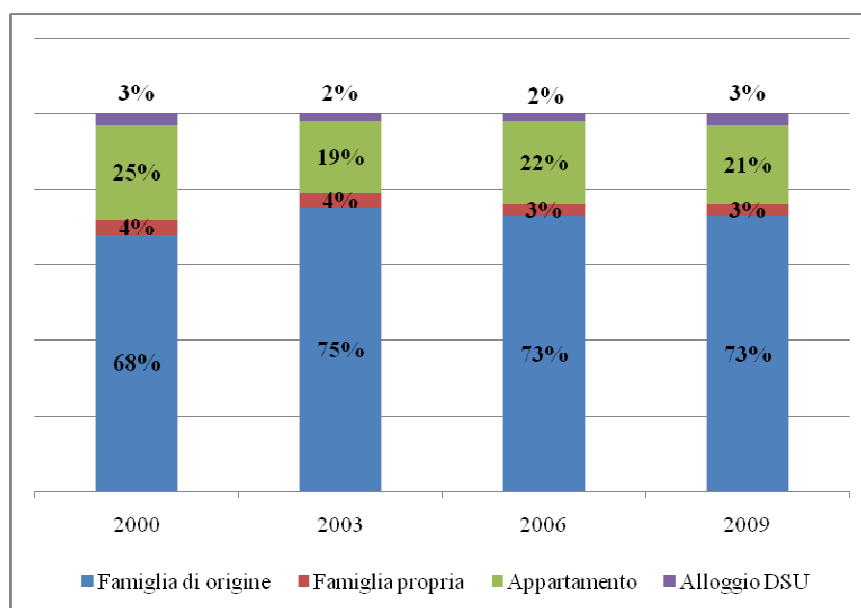
- la diffusione dell'offerta formativa sul territorio resa possibile dal decentramento delle sedi universitarie e la capillarizzazione delle strutture;
- l'aumento progressivo del costo degli studi;
- l'incremento degli immatricolati adulti, conseguente la riforma dell'offerta formativa, generalmente più vincolati al luogo di residenza da esigenze sia lavorative che familiari.

2.2 Le scelte residenziali degli studenti

Le mutate preferenze per una sede universitaria localizzata fuori dal comune di residenza non sembrano altresì aver avuto effetti importanti sulle scelte residenziali degli studenti che nelle rilevazioni dell'indagine Eurostudent si confermano sostanzialmente in linea con una tendenza ormai codificata: nel 2003 come nel 2009, quasi due terzi degli studenti risiede ancora presso la famiglia di origine mentre circa il 20% risiede in un appartamento, da solo o condiviso, e meno del 5% vive con la propria famiglia.

Il lieve incremento registrato nella quota di studenti residenti presso un alloggio DSU, ossia degli enti per il diritto allo studio universitario, passati dal 2% del 2003 al 3% del 2009, relega comunque l'Italia al penultimo posto della classifica Europea, seconda solo alla Svizzera.

Grafico 2 – Scelta residenziale degli Studenti - Anni 2000 – 2009



Fonte: Fondazione RUI

L'analisi delle scelte abitative degli studenti permette di identificare alcune costanti. La percentuale di studenti che vive presso i genitori è più alta nelle città con una popolazione superiore a 500.000 abitanti, dove si concentra anche il maggior numero di studenti in sede, e più bassa tra quanti provengono da famiglie con grado di istruzione medio-basso. La scelta di risiedere presso gli alloggi DSU si riscontra invece tra gli studenti di bassa estrazione sociale, inversamente a quanto avviene nel resto dell'Unione Europea, e maggiormente nel Nord Est, dove è presente una maggiore offerta di posti alloggio.

Considerando il livello di soddisfazione espresso dagli studenti circa la propria scelta residenziale, rilevato dall'indagine "Social and Economic Conditions of Student Life in Europe", è interessante notare come il 90% di quanti risiedono presso la propria famiglia di origine si dichiara soddisfatto o molto soddisfatto e, dato unico in Europa, il livello di soddisfazione è più alto tra quanti scelgono un alloggio DSU, 73%, rispetto a chi vive in un appartamento da solo o condiviso, 70%. Il dato può esser spiegato considerando la relazione tra soddisfazione e prezzo dell'alloggio: a Roma risiedere presso un appartamento privato rispetto ad un alloggio universitario comporta una spesa di almeno tre volte superiore: secondo una recente rilevazione di Nomisma, il prezzo medio per l'affitto di un monolocale arredato è pari a 762 €/mese, si spendono 601 €/mes per una stanza in trilocale⁶ e 482€/mese per una stanza in un quadrilocale⁷ contro i 160 €/mese per una stanza singola in un alloggio DSU. Considerazioni analoghe possono esser fatte per la città di Milano, dove i prezzi medi per gli affitti di bilocali, trilocali e quadrilocali sono sostanzialmente in linea con quelli di Roma, anche se il divario economico tra le due scelte si riduce sensibilmente a causa del maggior costo delle rette degli alloggi studenteschi, tra i 250 ed i 350 €/mese per stanza.

In conclusione gli standard qualitativi più bassi, la minor indipendenza e gli altri possibili svantaggi derivanti della scelta di risiedere in un alloggio universitario DSU pesano meno sul grado di soddisfazione degli studenti rispetto alla convenienza.

2.3 La domanda di posti alloggio

Secondo i dati forniti dal MIUR dal 2005 al 2010 il numero di domande di posti alloggio presentate presso gli enti per il diritto allo studio è diminuita dell' 8,0 %, laddove il numero di posti assegnati è aumentato del 9,1%. La quota di domanda positivamente evasa è dunque passata dal 54% del 2005 al 63% del 2010.

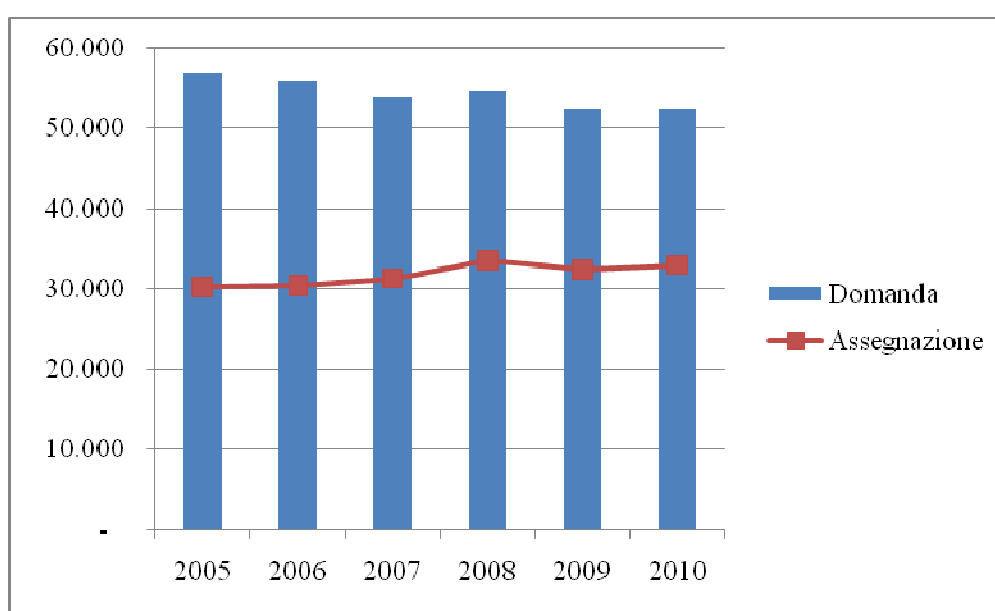
⁶ ipotizzando 2 stanze da letto

⁷ ipotizzando 3 stanze da letto

Il dato nazionale⁸ nasconde comunque forti differenze a livello regionale:

- in Piemonte, Lombardia, Trentino-Alto Adige, Veneto, Liguria, Emilia Romagna, Umbria e Calabria la percentuale di posti alloggio assegnati in relazione delle domande presentate è superiore al 70%;
- in Toscana, Marche, Lazio, Campania, Puglia e Sardegna la percentuale oscilla tra il 40 ed il 65%;
- Friuli Venezia Giulia, Basilicata e Sicilia riescono a risondere positivamente a meno del 35% delle domande;
- Valle d'Aosta e Molise, non offrono alcun servizio residenziale.

Grafico 3 – Posti Alloggio: domande ed assegnazioni (Anni 2000 – 2009)



Fonte: MIUR

Per quanto attiene la domanda potenziale assumendo per approssimazione il numero di idonei alla borsa di studio come potenziali fruitori di alloggi DSU, sulla scia del Comitato Nazionale per la Valutazione del Sistema Universitario, nell'anno accademico 2008/2009 solo il 21,8% di essi ha ottenuto un posto alloggio.

2.4 L'offerta di posti alloggio

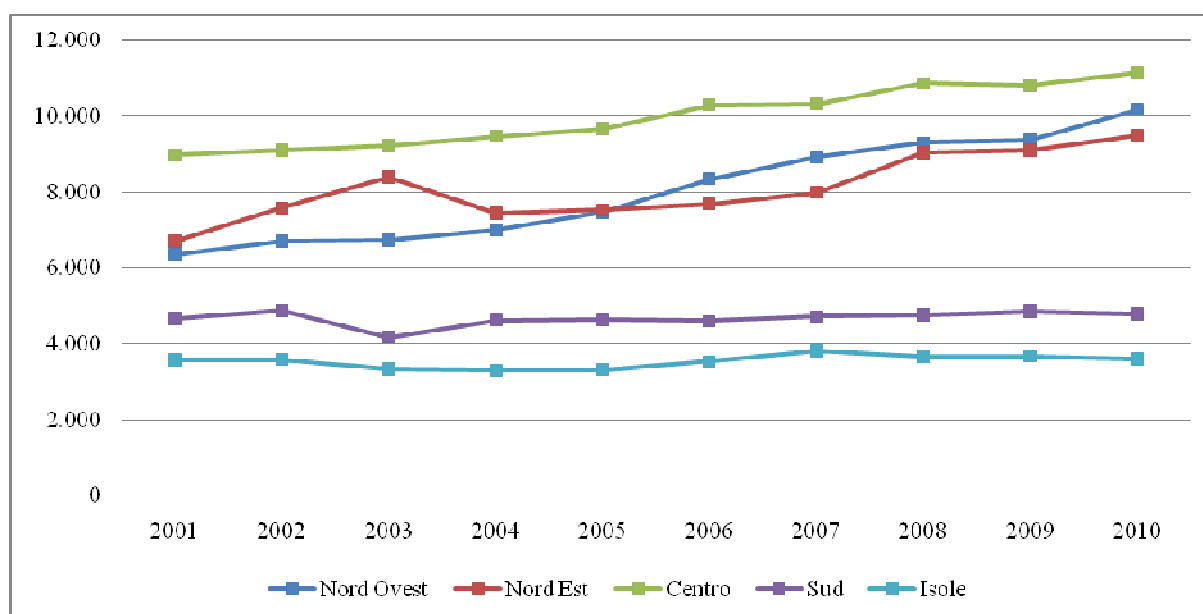
Sul piano dell'offerta la capacità ricettiva italiana è passata dai 30.270 posti alloggio DSU disponibili nel 2001 ad i 39.127 del 2010 (dati MIUR), segnando un incremento complessivo nel periodo considerato pari a +29%. Nonostante il quadro d'insieme delinei uno scenario in

⁸ Non sono disponibili i dati relativi all'Abruzzo per il 2010.

espansione, ancora una volta l'analisi dell'evoluzione del potenziale ricettivo regionale riporta un quadro non omogeneo caratterizzato da una crescita a due velocità:

- le regioni del Nord Ovest e Nord Est hanno implementato la propria dotazione ricettiva rispettivamente del +60,3% e +41,4%; seguite dal Centro, +24,1%. In particolare il Piemonte ed il Trentino-Alto Adige hanno più che triplicato il numero di posti alloggio disponibili;
- sul versante opposto le regioni del Sud e l'Italia Insulare hanno mantenuto complessivamente stabile l'offerta ed una crescita negativa si rileva per Calabria, -16%, Sicilia, -4%, e Basilicata, -3%.

Grafico 4 – Posti alloggio per macroarea geografica (2001 – 2010)



Fonte: MIUR

Occorre inoltre rilevare che dal confronto tra i dati relativi ai posti alloggio assegnati agli studenti dagli enti per il diritto allo studio ed i posti alloggi dichiarati disponibili, la quota di posti alloggio non assegnati risulta in progressiva crescita: si è passati dai circa 2.400 posti nel 2005, pari al 7%, agli oltre 6.000 nel 2010, pari al 16%.

3 L'analisi di bilancio delle società di gestione immobiliare specializzate nell'edilizia universitaria

3.1 Campione

In Italia non esiste un elenco univoco delle società specializzate nella gestione dell'edilizia universitaria che permetta di identificare il mercato e analizzare l'evoluzione nel tempo del settore. Gli operatori che si sono affermati in questo settore hanno adottato forme giuridiche differenti (società di capitali, società cooperative e fondazioni) ed hanno definito la loro struttura organizzativa interna (in termini di dimensioni, dipendenti, etc.) sulla base delle loro specifiche esigenze.

Tra i principali player che operano nel mercato italiano vi sono i seguenti:

Tabella 1 – Gli attori nel mercato italiano

Ragione sociale	Tipologia	Anno costituzione
BNP Paribas Real Estate Property Management Italia	S.p.A	2000
eFM	S.R.L.	2003
Fondazione CEUR	Fondazione	1990
Fondazione Falciola	Fondazione	1995
Gefi Servizi Immobiliari	S.p.A	2007
Icade	S.R.L.	2004
Munutencoop	Soc. Cooperativa	2003
Residence Luciani Srl	S.R.L.	1999
Saccir	S.p.A	1938

Fonte: elaborazione degli autori

Ad esclusione delle fondazioni che non sono sottoposte ai medesimi vincoli di redazione periodica dei bilanci, per tutte le imprese precedentemente identificate è possibile raccogliere i bilanci sociali dei singoli anni e valutarne le caratteristiche della loro attività. Utilizzando il database AIDA sono stati raccolti tutti i bilanci disponibili per ciascuna impresa nell'ultimo decennio (2001-2010).

Per esprimere un giudizio sulle caratteristiche di tali imprese è però necessario ricostruire anche un *benchmark* di riferimento di imprese operanti nel settore della gestione di immobili non adibiti a residenze universitarie. Considerando la classificazione ATECO 2007, le categorie di riferimento per tali attività sono la 682001 per quanto riguarda l'attività di gestione di immobili di proprietà e la 683200 per quanto riguarda la gestione degli immobili per conto terzi. Le imprese italiane che sono classificate con uno di questi codici ATECO sono 29.657, ma per costruire il parametro di riferimento del mercato della gestione di immobili si è preferito ridurre significativamente il campione includendo al suo interno soltanto le imprese che avevano dati disponibili per l'intero decennio in modo da avere un *benchmark* di riferimento che non fosse influenzato da problemi di *survivorship bias*; il numero finale delle imprese è stato pari a 1.438.

3.2 Metodologia

I dati di bilancio raccolti per le 6 società specializzate nella gestione dell'edilizia universitaria e per il campione di controllo di 1.438 imprese sono stati riclassificati in modo da costruire degli indicatori di sintesi dell'equilibrio reddituale, patrimoniale e finanziario e dei flussi di cassa dell'impresa.

Per valutare l'equilibrio reddituale per ciascuna impresa i nell'anno t sono stati costruiti i seguenti indici di riferimento:

$$ROA_{it} = \frac{UCAOF_{it}}{TA_{it}} \quad (1)$$

$$Leverage_{it} = \frac{D_{it}}{E_{it}} \quad (2)$$

$$Costo\ Debito_{it} = \frac{OF_{it}}{D_{it}} \quad (3)$$

$$Spread_{it} = ROA_{it} - Costo\ Debito_{it} \quad (4)$$

$$Contributo\ Indebitamento_{it} = Spread_{it} \times Leverage_{it} \quad (5)$$

$$GF\ \&\ S_{it} = \frac{RN_{it}}{RC_{it}} \quad (6)$$

$$ROE_{it} = \frac{RN_{it}}{PN_{it}} \quad (7)$$

$$ROI_{it} = \frac{RO_{it}}{CI_{it}} \quad (8)$$

$$ROS_{it} = \frac{RO_{it}}{Fatturato_{it}} \quad (9)$$

$$Asset\ turnover_{it} = \frac{Fatturato_{it}}{CI_{it}} \quad (10)$$

L'indice (1) indica la redditività del capitale investito (ROA) ed è costruito rapportando l'utile corrente ante oneri finanziari ($UCAOF_{it}$) al totale dell'attivo (TA_{it}).

Il leverage - indice (2) – considera il rapporto tra il capitale di terzi complessivo (D_{it}) e il capitale proprio (E_{it}).

Le formule (3), (4) e (5) analizzano nello specifico il contributo della struttura finanziaria alla redditività dell'impresa, guardando rispettivamente al costo complessivo del servizio del debito dato dal rapporto tra oneri finanziari (OF_{it}) e capitale di terzi (D_{it}), allo spread inteso come differenziale tra il rendimento dell'attivo (ROA_{it}) e il costo del debito ($Costo\ Debito_{it}$) e al contributo dell'indebitamento dato dal prodotto tra ($Spread_{it}$) e livello di indebitamento ($Leverage_{it}$).

L'indice (6) considera l'incidenza della gestione fiscale e straordinaria come rapporto tra reddito netto (RN_{it}) e reddito corrente (RC_{it}).

La formula (7) rappresenta la redditività del capitale proprio (ROE) come rapporto tra reddito netto (RN_{it}) e il patrimonio netto (PN_{it}).

L'indice (8) misura il rendimento del capitale investito nella gestione operativa (ROI) come rapporto tra il reddito operativo (RO_{it}) e il totale del capitale investito (CI_{it}).

La scomposizione del ROI determina le misure (9) e (10), che rappresentano rispettivamente il rapporto tra il reddito operativo prodotto per unità di fatturato (ROS) e il tasso di rotazione del capitale investito (*turnover*).

Per valutare l'equilibrio finanziario di breve termine per ciascuna impresa i nell'anno t sono stati costruiti i seguenti indici di riferimento:

$$Indice\ LiquiditàCorrente_{it} = \frac{ABT_{it}}{PBT_{it}} \quad (11)$$

$$Indice\ Liquidità\ Immediata_{it} = \frac{ABT_{it} - Disponibilità_{it}}{PBT_{it}} \quad (12)$$

$$gg\ clienti_{it} = \frac{Crediti\ vs\ Clienti_{it}}{Fatturato_{it} / 360} \quad (13)$$

$$gg\ scorte_{it} = \frac{Magazzino_{it}}{Fatturato_{it} / 360} \quad (14)$$

$$gg\ fornitori_{it} = \frac{Debiti\ vs\ Fornitori_{it}}{Costo\ Acquisto_{it} / 360} \quad (15)$$

$$Ciclo\ del\ circolante_{it} = gg\ clienti_{it} + gg\ scorta_{it} - gg\ fornitori_{it} \quad (16)$$

La formula (11) rappresenta l'indice di liquidità corrente misurato come rapporto tra le attività a breve termine (ABT_{it}) e le passività a breve termine (PBT_{it}), utilizzando come limite massimo dell'orizzonte temporale l'anno.

La misura (12) considera l'indice di liquidità immediata, che esclude dall'attivo a breve le componenti meno liquide (rimanenze e acconti).

La (13) considera i giorni di dilazione medi concessi alla clientela come rapporto tra i crediti verso i clienti ($Crediti\ vs\ Clienti_{it}$) e il fatturato giornaliero ($Fatturato_{it}/360$). La (14) considera i giorni di giacenza delle scorte in magazzino come rapporto tra il valore del magazzino ($Magazzino_{it}$) e il fatturato giornaliero ($Fatturato_{it}/360$). La (15) misura il tempo medio di pagamento ai fornitori come rapporto tra i debiti verso fornitori ($Debiti\ vs\ Fornitori_{it}$) e il costo di acquisto giornaliero di beni e servizi ($CostoAcquisto_{it}/360$). La (16) misura la durata del ciclo del circolante, come somma tra i giorni clienti e i giorni scorte, al netto dei giorni di dilazioni di pagamento ottenute dai fornitori.

Per valutare l'equilibrio finanziario di medio e lungo termine per ciascuna impresa i nell'anno t, oltre all'indicatore di Leverage (indice 2), sono stati costruiti i seguenti indici di riferimento:

$$Dipendenza\ Soci_{it} = \frac{Debiti\ vs\ Soci_{it}}{PN_{it}} \quad (17)$$

$$Dipendenza\ Banche_{it} = \frac{Debiti\ vs\ Banche_{it}}{PN_{it}} \quad (18)$$

$$PFN / MOL_{it} = \frac{Posizione\ Finanziaria\ Netta_{it}}{M\ arg\ ine\ Operativo\ Lordo_{it}} \quad (19)$$

$$OF / RO_{it} = \frac{Oneri\ Finanziari_{it}}{Re\ ddito\ Operativo_{it}} \quad (20)$$

$$Copertura\ Im\ mobilizzazioni_{it} = \frac{AMLT_{it}}{PN_{it}} \quad (21)$$

La (17) e la (18) considerano, rispettivamente, il finanziamento concesso dai soci ($Debiti\ vs\ Soci_{it}$) e quello concesso da banche e altri finanziatori ($Debiti\ vs\ Banche_{it}$), in rapporto al patrimonio netto.

La (19) e la (20) rappresentano entrambe misure di sostenibilità del debito. Nel primo caso viene presa in esame la posizione finanziaria netta ($Posizione\ Finanziaria\ Netta_{it}$) rispetto al margine operativo lordo ($M\ arg\ ine\ Operativo\ Lordo_{it}$), mentre nel secondo caso vengono rapportati gli oneri finanziari ($Oneri\ Finanziari_{it}$) al reddito operativo dell'impresa ($Re\ ddito\ Operativo_{it}$).

La (21) rappresenta l'indice di copertura delle immobilizzazioni costruito come rapporto tra l'attivo immobilizzato ($AMLT_{it}$) e il patrimonio netto dell'impresa (PN_{it}).

L'analisi dei flussi di cassa generati nel periodo è realizzata considerando i seguenti indicatori:

$$FC_{it} = \text{Margine Operativo Lordo}_{it} - \text{Imposte}_{it} \quad (22)$$

$$FCGC_{it} = FC_{it} - \Delta \text{Capitale circolante}_{it} \quad (23)$$

La (22) rappresenta una misura del flusso di circolante generato nel periodo dall'impresa determinato come differenza tra il margine operativo lordo e le imposte e rappresenta una misura di autofinanziamento potenziale dell'impresa.

La (23) misura l'autofinanziamento reale ossia il flusso di cassa della gestione corrente dell'impresa, dato dal flusso di circolante al netto della variazione di investimento in capitale circolante realizzata dall'impresa.

Tutti gli indicatori sono stati calcolati per il campione di imprese operanti nel settore dell'edilizia universitaria e per il campione di controllo delle imprese che gestiscono immobili per conto proprio o per conto terzi. Dei singoli indicatori sono state calcolate alcune statistiche descrittive ed è stato realizzato un test delle differenze tra medie per valutare la presenza di eventuali caratteristiche distintive per le imprese operanti nel settore dell'edilizia universitaria⁹.

3.3 Risultati

La performance delle imprese operanti nel settore dell'edilizia universitaria è solitamente migliore rispetto al mercato dei gestori di immobili per conto proprio e di terzi (tabella 2).

La maggiore capacità di produrre reddito è più evidente se si considera il ROA e il ROI mentre i risultati non sono così chiari se si prende in esame il ROE. I risultati relativi al ROE possono essere motivati in funzione di differenze esistenti nella formazione del reddito, che determinano, in alcuni casi, un rendimento del capitale proprio inferiore rispetto al *benchmark* di mercato nonostante le performance delle attività caratteristica e complessiva dell'impresa sia migliore rispetto alla media del mercato.

⁹ Sono stati utilizzati i valori medi degli indici e dei flussi dal momento che i risultati dei test t sulla differenza tra le mediane (gestori specializzati nelle residenze universitarie e campione di controllo) era meno significativo.

La struttura finanziaria adottata dalle imprese operanti nel settore dell'edilizia si caratterizza per un maggiore ricorso al debito complessivo (finanziario e non) rispetto alla media del mercato e tale politica si è ulteriormente rafforzata negli ultimi anni. Il costo degli oneri finanziari rispetto al debito complessivo è inferiore rispetto alla media del settore e lo spread tra ROA e costo del debito è superiore alla media del mercato.

Tabella 2 - L'equilibrio reddituale

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Imprese operanti nell'edilizia universitaria										
ROA	0.03** (0.01)	0.09** (0.1)	0.00 (0.15)	0.43** (0.87)	0.06 (0.08)	0.02** (0.07)	0.22** (0.33)	0.11** (0.1)	0.12 (0.13)	0.12** (0.09)
Leverage	29.54 (36)	34.25 (66.4)	7.22 (10.88)	8.34 (10.15)	201.26 (433.48)	27.35 (33.7)	60.85 (114.62)	18.76 (28.17)	7.33 (8.87)	1.98 (1.38)
Costo debito	0.01** (0.01)	0.01** (0.01)	0.01** (0.01)	0.01** (0.01)	0.01** (0.02)	0.02** (0.03)	0.25** (0.44)	0.01** (0.01)	0.01 (0.01)	0.01** (0.01)
Spread	0.02** (0.00)	0.08** (0.09)	0.00 (0.15)	0.43** (0.87)	0.05 (0.09)	0.00 (0.09)	-0.02** (0.13)	0.10** (0.08)	0.10 (0.12)	0.11** (0.09)
Contributo indebitamento	0.59 (0.71)	-0.10 (1.16)	0.22 (0.48)	0.75 (0.55)	1.95* (2.66)	0.41 (1.38)	0.25 (1.41)	0.59 (0.47)	0.35 (0.21)	0.16 (0.11)
GF&S	0.23 (0.01)	0.63 (0.58)	0.12 (1.5)	0.26 (0.79)	-0.61 (1.47)	0.30 (0.68)	0.01 (0.43)	0.29 (0.37)	0.33 (0.37)	0.51 (0.45)
ROE	0.14 (0.16)	-0.50 (1.76)	0.16 (0.32)	-0.44 (1.88)	-4.00** (8.81)	-0.52 (0.73)	0.02 (0.48)	0.12 (0.26)	0.14 (0.23)	0.20 (0.24)
ROI	0.03** (0.01)	0.09** (0.09)	0.00 (0.21)	-0.03 (0.41)	0.07** (0.13)	0.05 (0.1)	0.16** (0.17)	0.14** (0.1)	0.14** (0.12)	0.14** (0.1)
ROS	0.03 (0.02)	0.09 (0.09)	-0.11 (0.53)	-0.44** (1.33)	0.03 (0.15)	0.02 (0.12)	0.13** (0.11)	0.15** (0.16)	0.13** (0.15)	0.10** (0.04)
Asset Turnover	1.39** (0.80)	1.17** (0.50)	0.81** (0.70)	0.85 (0.70)	1.19 (0.63)	1.10 (0.58)	1.33* (0.55)	1.36 (0.60)	1.48 (0.52)	1.32 (0.77)
Imprese di gestione immobili per conto proprio e conto terzi										
ROA	0.02 (0.10)	0.03 (0.20)	-0.07 (1.49)	0.02 (0.41)	0.04 (0.37)	0.04 (0.15)	0.05 (0.12)	0.05 (0.12)	0.04 (0.39)	0.09 (0.12)
Leverage	1.34 (11.41)	2.53 (12.04)	2.22 (10.8)	20.83 (48.43)	0.61 (97.76)	6.62 (37.84)	2.6 (47.16)	8.53 (37.32)	11.65 (45.13)	11.56 (31.17)
Costo debito	0.02 (0.03)	0.03 (0.04)	0.04 (0.06)	0.04 (0.07)	0.04 (0.18)	0.03 (0.06)	0.03 (0.06)	0.04 (0.1)	0.05 (0.3)	0.04 (0.04)
Spread	0.01 (0.1)	0.00 (0.19)	-0.10 (1.49)	-0.02 (0.41)	0.00 (0.43)	0.01 (0.16)	0.02 (0.13)	0.00 (0.14)	-0.02 (0.69)	0.05 (0.12)
Contributo indebitamento	0.13 (1.36)	-0.03 (0.82)	-0.03 (0.91)	0.09 (3.43)	-0.04 (1.79)	-0.09 (2.07)	-0.76 (14.91)	-0.27 (4.93)	-0.18 (5.41)	0.23 (1.33)
GF&S	-2.28 (51.37)	-2.39 (35.01)	0.62 (21.51)	1.02 (9.56)	0.20 (10.36)	0.56 (6.77)	9.43 (257.96)	0.06 (4.46)	-1.28 (17.2)	0.58 (2.68)
ROE	0.12 (1.44)	-0.04 (0.99)	-0.13 (2.3)	0.26 (5.3)	-0.04 (1.85)	-0.04 (1.93)	0.41 (7.77)	-0.09 (1.98)	-0.39 (6.33)	0.03 (1.36)
ROI	0.00 (0.1)	0.01 (0.2)	-0.1 (1.46)	-0.02 (0.44)	-0.01 (0.26)	-0.01 (0.38)	0.01 (0.31)	0.00 (0.34)	0.01 (0.41)	0.06 (0.16)
ROS	0.00	0.05	-0.32	-0.04	-0.02	-0.01	0.01	0.00	0.01	0.04

	(0.26)	(0.39)	(2.28)	(0.46)	(0.27)	(0.48)	(0.36)	(0.28)	(0.24)	(0.13)
Asset Turnover	0.17 (0.39)	0.21 (0.51)	0.31 (0.64)	0.51 (0.95)	0.64 (0.95)	0.73 (0.8)	0.86 (0.87)	1.04 (1.21)	1.31 (1.74)	1.34 (1.25)

Note: I valori riportati per ciascun anno sono la media e tra parentesi la deviazione standard. Nel campione delle imprese specializzate nelle residenze universitarie viene anche riportato il risultato di un test t sulla differenza tra medie secondo il seguente schema: * test significativo al 95% ** test significativo al 99%

Fonte: elaborazione degli autori su dati AIDA

Differenze tra le due tipologie di imprese possono essere anche ricondotte all'equilibrio finanziario di breve termine che ha caratteristiche non comparabili tra le due realtà (Tabella 4)

Tabella 3- L'equilibrio finanziario di breve termine

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Imprese operanti nell'edilizia universitaria										
Indice Liquidità Corrente	5.31 (5.43)	5.98 (6.01)	4.66 (3.99)	2.01 (3.43)	4.77 (2.38)	5.41 (3.53)	2.29 (2.05)	8.4 (9.54)	1.81 (0.65)	4.35 (3.63)
Indici Liquidità Immediat a	5.24 (5.53)	5.96 (6.00)	4.65 (4.00)	2.01 (3.43)	4.74 (2.42)	5.41 (3.54)	2.27 (2.06)	8.4 (9.55)	1.81 (0.65)	4.34 (3.63)
gg clienti	191.03 (35.08)	164.77 (142.7 1)	200.59 (176.9 1)	174.96 (202.8 6)	251.16 (190.2 4)	242.17 (303.3 8)	177.25 (244.3 7)	184.67 (179.5 2)	143.13 (228.9 1)	125.25 (182.3 3)
gg scorte	9.19 (13)	0.69 (1.07)	1.52 (1.86)	5.99 (12.26)	1.35 (3.01)	0.24 (0.50)	0.74 (1.64)	0.02 (0.03)	0.02 (0.04)	0.02 (0.04)
gg fornitori	0.00 (0.00)	0.04 (0.11)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	6.19 (13.84)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
Ciclo del circolante	200.22 (48.08)	165.42 (142.4)	202.11 (177.1 3)	180.96 (197.3 1)	252.5 (190.1 1)	242.42 (303.4 2)	171.8 (243.2 5)	184.69 (179.5 5)	143.15 (228.9 6)	125.27 (182.3 7)
Imprese di gestione immobili per conto proprio e conto terzi										
Indice Liquidità Corrente	115.92 (350.3 2)	13.46 (39.39)	77.75 (471.8 1)	44.46 (227.6)	19.61 (71.11)	22.53 (143.5 7)	6.82 (18.49)	5.9 (25.07)	3.81 (12.91)	3.22 (5.47)
Indici Liquidità Immediat a	115.5 (350.4 7)	13.06 (39.47)	17.16 (49.78)	33.21 (210.8 4)	12.46 (48.53)	8.9 (47.28)	4.11 (8.94)	3.52 (8.64)	2.38 (5.41)	2.14 (4.66)
gg clienti	- 115.75 00 (130.6 1)	27.79 (22.53)	28.40 (28.79)	22386. 78 (22610 8.49)	11680. 96 (16887 5.84)	913.82 (3488. 11)	237.74 (1309. 94)	102.58 (363.9 8)	95.68 (479.6 2)	68.69 (130.0 1)
gg scorte	-26.10 (30.58)	180.95 (50.03)	- 2935.6 (49552 .75)	209.71 (5163. 88)	- 670.59 (51220 .49)	262.09 (1144. 7)	191.84 (861.3 7)	223.83 (988.7 4)	980.01 (12939 .1)	474.99 (3471)
gg fornitori	0.28 (2.35)	37.11 (634.8 1)	8.36 (143.4)	24.09 (353.9)	123.68 (1190. 67)	123.59 (1311. 66)	245.94 (3241. 63)	85.23 (996.8 2)	4.78 (34.29)	3.63 (21.75)
Ciclo del	-	279.27	25459.	22569.	10875	1044.4	170.35	238.42	1070.8	540.01

circolante	118.36 (133.6 6)	(225.3 9)	43 (29455 4.14)	1 (22631 2.43)	(19044 3.59)	5 (4191. 13)	(3593. 2)	(1479. 55)	1 (12950 .54)	(3468. 89)
Note: I valori riportati per ciascun anno sono la media etra parentesi la deviazione standard. Nel campione delle imprese specializzate nelle residenze universitarie viene anche riportato il risultato di un test t sulla differenza tra medie secondo il seguente schema: * test significativo al 95% ** test significativo al 99%										

Fonte: elaborazione degli autori su dati AIDA

La liquidità corrente e immediata appare più alta nel settore della gestione degli immobili rispetto al settore dell'edilizia universitaria. La durata del ciclo del circolante non evidenzia una chiara differenza tra le due realtà, anche a causa di alcuni valori anomali per quanto riguarda i giorni clienti delle imprese che gestiscono immobili.

L'equilibrio finanziario di medio-lungo termine delle imprese di edilizia universitaria si caratterizza per una minore dipendenza delle imprese dal debito verso soci e banche, rispetto al *benchmark* di riferimento (Tabella 5). Per quanto riguarda l'incidenza degli oneri finanziari sul reddito operativo non si rileva una differenza netta, mentre negli ultimi anni considerati la PFN sul MOL sembra essere mediamente più bassa con riferimento alle imprese che operano nell'edilizia universitaria.

Tabella 4 - L'equilibrio finanziario di medio lungo termine

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Imprese operanti nell'edilizia universitaria										
Dipendenza Soci	5.31 (5.43)	5.98 (6.01)	4.66 (3.99)	2.01 (3.43)	4.77 (2.38)	5.41 (3.53)	2.29 (2.05)	8.4 (9.54)	1.81 (0.65)	4.35 (3.63)
Dipendenza Banche	5.24 (5.53)	5.96 (6)	4.65 (4)	201.1 (343.3 8)	4.74 (2.42)	5.41 (3.54)	2.27 (2.06)	8.4 (9.55)	1.81 (0.65)	4.34 (3.63)
PFN/MOL	1.91 (0.35)	1.65 (1.42)	2.01 (1.76)	1.75 (2.02)	2.51 (1.90)	2.42 (3.03)	1.77 (2.44)	1.85 (1.79)	1.43 (2.29)	1.25 (1.82)
OF/RO	9.19* (13.00)	0.69 (1.07)	1.52 (1.86)	5.99 (12.26)	1.35 (3.01)	0.24** (0.5)	0.74 (1.64)	0.02 (0.03)	0.02** (0.04)	0.02 (0.04)
Copertura immobilizzazioni	0.00 (0.00)	0.04 (0.11)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	6.19 (13.84)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
Imprese di gestione immobili per conto proprio e conto terzi										
Dipendenza Soci	11.59 (35.03)	13.46 (39.39)	77.75 (47.18)	44.46 (22.76)	19.61 (71.11)	22.53 (14.35)	6.82 (18.49)	5.9 (25.07)	3.81 (12.91)	3.22 (5.47)
Dipendenza Banche	11.55 (35.04)	13.06 (39.47)	17.16 (49.78)	33.21 (21.08)	12.46 (48.53)	8.9 (47.28)	4.11 (8.94)	3.52 (8.64)	2.38 (5.41)	2.14 (4.66)
PFN/MOL	1.16 (1.30)	2.77 (2.25)	2.84 (2.87)	2.23 (2.26)	1.17 (1.68)	9.13 (3.49)	2.38 (1.31)	1.02 (3.63)	0.95 (4.79)	0.68 (1.30)
OF/RO	2.61 (3.06)	1.81 (5.00)	2.94 (4.95)	2.10 (5.16)	6.70 (5.12)	2.62 (1.14)	1.91 (8.61)	2.24 (9.88)	9.80 (1.29)	4.75 (3.47)

Copertura immobilizzazioni	0.28 (2.35)	0.37 (6.34)	8.36 (14.34)	24.09 (35.39)	12.37 (11.90)	12.36 (13.11)	24.59 (32.41)	8.52 (9.97)	4.78 (3.43)	3.63 (21.75)
----------------------------	----------------	----------------	-----------------	------------------	------------------	------------------	------------------	----------------	----------------	-----------------

Note: I valori riportati per ciascun anno sono la media etra parentesi la deviazione standard. Nel campione delle imprese specializzate nelle residenze universitarie viene anche riportato il risultato di un test t sulla differenza tra medie secondo il seguente schema: * test significativo al 95% ** test significativo al 99%

Fonte: elaborazione degli autori su dati AIDA

Analizzando la dinamica dei flussi è possibile evidenziare una maggiore capacità di generare flussi di capitale circolante e flussi di cassa da parte delle imprese operanti nel settore dell'edilizia universitaria (Tabella 6).

Tabella 5 – I flussi di circolante e di cassa

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Imprese operanti nell'edilizia universitaria										
FC (mln €)	46.77* (65.54)	15.99* (34.88)	10.79* (24.49)	9.25** (21.61)	4.87** (10.72)	4.51** (10.48)	14.73** (29.3)	0.91** (1.41)	0.83 (1.34)	0.37 (0.53)
FCGC (mln €)	15.85* (25.84)	12.90* (33.77)	-16.33 (44)	8.00 (19.92)	-7.91 (17.42)	-31.81 (49.32)	71.26** (111.28)	0.49 (0.9)	0.41 (0.35)	1.45 (3.36)
Imprese di gestione immobili per conto proprio e conto terzi										
FC (mln €)	0.12 (0.55)	0.21 (0.76)	0.14 (0.78)	0.13 (1.03)	0.15 (0.78)	0.17 (0.73)	0.17 (0.71)	0.17 (0.81)	0.27 (1.04)	0.31 (0.96)
FCGC (mln €)	0.54 (1.9)	0.47 (2.51)	0.07 (4.1)	0.45 (4.89)	-0.84 (5.64)	-0.87 (4.8)	-0.35 (2.57)	-0.15 (2.75)	0.51 (2.84)	0.25 (4.13)

Note: I valori riportati per ciascun anno sono la media etra parentesi la deviazione standard. Nel campione delle imprese specializzate nelle residenze universitarie viene anche riportato il risultato di un test t sulla differenza tra medie secondo il seguente schema: * test significativo al 95% ** test significativo al 99%

Fonte: elaborazione degli autori su dati AIDA

4 I fondi immobiliari

I fondi comuni di investimento immobiliare sono stati introdotti in Italia recentemente, con l'entrata in vigore della Legge 21 gennaio 1994 n° 86 (Cacciamani, 2008; Delli Santi e Mantella, 2009; Giannotti e Mattarocci, 2008). Tuttavia, nel giro di meno di vent'anni, la loro disciplina ha subito rilevanti e profonde modifiche e, allo stato attuale, l'evoluzione del quadro normativo che ne disciplina il funzionamento risulta quanto mai incerta, soprattutto alla luce delle recenti modifiche intervenute con le disposizioni contenute nella Legge 122/2010 (Legge Finanziaria), le quali hanno riscritto alcune delle regole di funzionamento di questo strumento d'investimento.

Nonostante i numerosi profili di incertezza circa l'evoluzione futura del settore, quest'ultima modifica normativa contiene, in primis, rilevanti novità in tema di:

- definizione di fondo comune di investimento immobiliare,
- composizione della base partecipativa di un fondo, con espressa esclusione dai benefici fiscali previsti dall'attuale disciplina per i fondi cosiddetti "veicolo o a ristretta base partecipativa", ovvero che coinvolgono un numero limitato di investitori in assenza di una reale attività di risparmio collettivo gestito,
- autonomia gestionale della Società di Gestione in relazione alle politiche di indirizzo contenute nel regolamento che disciplina il funzionamento di questi strumenti.

Le novità introdotte dal Legislatore dovrebbero con molta probabilità aprire una stagione nuova nello sviluppo del mercato dei fondi immobiliari in Italia, per via di:

- un rafforzamento della presenza (e dunque degli investimenti) di soggetti istituzionali pubblici e privati nell'industria dei fondi immobiliari, intento perseguito espressamente dal Legislatore per veicolare capitali "pazienti", con profilo di rendimento medio-basso e spesso rappresentativi di una pluralità di investitori verso l'investimento immobiliare;
- una maggiore diversificazione degli investimenti verso iniziative più complesse, ma anche più vicine al territorio e per questo capaci di generare non solo rendimenti diretti ma anche ritorni economici "indiretti" costituiti da economie esterne (impatti socio-economici sul territorio locale).

Tali linee evolutive identificano i fondi immobiliari come lo strumento ideale per l'attuazione di investimenti in grado di coniugare gli obiettivi economici degli investitori con quelli di tutela dell'interesse pubblico quali l'implementazione del patrimonio di edilizia universitaria destinato alle necessità residenziali degli studenti.

Il quadro che si sta qui delineando risulta rafforzato in considerazione della disciplina di investimento degli Enti di Previdenza Pubblica per i quali vige l'obbligo di destinare parte dei fondi disponibili (almeno il 25%) ad interventi nel comparto dell'edilizia universitaria, anche per uso residenziale, ed a favore di Istituti di Ricerca (L. 498/92, art. 3, prorogato fino al 31/12/2009 dall'art. 1, comma 436 della Finanziaria 2007); gli Enti sono altresì vincolati ad effettuare tali interventi esclusivamente in via indiretta, in particolare tramite la sottoscrizione di fondi immobiliari e/o partecipazioni minoritarie in società immobiliari (D.Lgs. 104/1996, art 11).

Il fondo immobiliare consente all'investitore di raggiungere vantaggi quali:

- lo sfruttamento di capacità gestionali specifiche: la natura fortemente localistica dei mercati immobiliari e la scelta di *asset class* di nicchia, quale appunto l'edilizia universitaria, rende necessario il possesso di competenze specialistiche, ancor più a

seguito della crisi economica e finanziaria che ha generato negli ultimi 4 anni ricadute diverse sui rendimenti delle differenti destinazioni d'uso;

- l'ottimizzazione fiscale: l'utilizzo del fondo immobiliare come veicolo per l'acquisto di immobili consente agli investitori istituzionali di entrare nel perimetro del regime IVA; ai fini IRES il loro impiego consente di garantire all'operazione la neutralità fiscale, ad eccezione che non intervengano una distribuzione di proventi (in questo caso l'aliquota è del 20% se percepiti a partire dal 1 gennaio 2008), un rimborso di capitali (soggetti anch'essi all'aliquota del 20%) o, in ultimo, una cessione di quote a terzi (in quest'ultima ipotesi, invece, l'aliquota è del 12,5% sulle plusvalenze da realizzo). Tali profitti, inoltre, non concorrono a formare il reddito imponibile dell'investitore;
- razionalizzazione dei costi di gestione: delegando le attività di gestione dei portafogli immobiliari ad Società di Gestione del Risparmio specializzate (pagando commissioni di gestione comprese tra lo 0,20% e lo 0,50% del valore del patrimonio gestito) gli investitori possono sfruttare capacità analitiche, manageriali e gestionali specifiche;
- snellezza operativa: nel caso di investitori istituzionali, qualora debba ricorrersi alla ristrutturazione o alla riqualificazione degli immobili, l'impiego del fondo consente agli investitori di superare la normativa prevista nel codice degli appalti pubblici, dal quale normalmente scaturisce l'obbligo di indire una gara europea;

A fronte di tali vantaggi l'uso del fondo immobiliare comporta però la perdita del controllo del patrimonio immobiliare, la cui responsabilità di gestione è in capo alla SGR. Un altro fattore di debolezza riguarda lo specifico caso di partecipazione in fondi quotati, storicamente caratterizzati da un forte differenziale tra del valore di scambio delle quote e NAV, che si acuisce ancor più nel caso di turbolenze sui mercati azionari. Sul fronte opposto la partecipazione in fondi immobiliari non quotati comporta una scarsa liquidabilità delle quote.

La durata fissa dei fondi può comportare l'obbligo di dimissione degli *asset* in momenti non favorevoli di mercato, in tali frangenti la possibilità di agire in maniera anticiclica rispetto al mercato è delegata alla capacità del gestore di prevedere e pianificare adeguati piani di dimissione.

La criticità di maggiore rilevanza deriva altresì dal divario dei rendimenti attesi: a fronte di operazioni complesse l'investitore attende un ritorno a vita intera del progetto compreso in un *range* tra l'8 ed il 10%. Il comparto dell'edilizia universitaria, gestito per mezzo del fondo di investimento immobiliare, genera rendimenti medi del 4,5 -5%. È in questa direzione che risulta centrale il coinvolgimento nelle operazioni di sviluppo di edilizia universitaria di operatori locali interessati, oltre che alla massimizzazione dei flussi finanziari, alle ricadute sul territorio quali la qualità e la tipologia dei servizi offerti, il governo delle infrastrutture e del territorio, la crescita dell'economia e del benessere locali e la tutela degli potenziali

utilizzatori degli immobili, soprattutto se socialmente deboli, la domanda di locazioni a canone non di mercato e le esigenze di riqualificazione urbana.

5 Conclusioni

I cambiamenti nell'offerta formativa delle Università e nella capacità di spesa delle famiglie hanno contribuito a modificare la condizione degli studenti universitari in Italia negli ultimi 10 anni. Anche a seguito dell'entrata a regime dei corsi di Laurea Magistrale, sono aumentati gli studenti che frequentano una sede universitaria diversa da quella del proprio comune di residenza e sono cresciuti (dal 25% al 30%) quelli che decidono di risiedere stabilmente "fuori sede", rispetto a soluzioni alternative (pendolarismo).

Nell'ambito delle scelte residenziali degli studenti, la soluzione di vivere con la propria famiglia di origine è molto diffusa (circa il 73%). Gli studenti che utilizzano un alloggio degli enti per il diritto allo studio (DSU) sono prevalentemente di estrazione sociale bassa e del Nord Est dove l'offerta è più ampia. La quota di studenti in alloggi DSU è bassa (3%), anche se leggermente in crescita rispetto al passato.

Il grado di soddisfazione degli studenti che utilizzano un alloggio DSU è alto, dal momento che i vantaggi percepiti (costo per la locazione nettamente più contenuto rispetto al canone di mercato) superano gli svantaggi (standard qualitativi più bassi, minore indipendenza, localizzazione geografica non sempre centrale, ecc.).

La domanda dei posti alloggio DSU è leggermente scesa nel tempo, con un aumento della quota di assegnazioni; solamente il 22% circa degli idonei ha tuttavia ottenuto effettivamente un posto alloggio. Nonostante sia aumentata l'offerta dei posti alloggio DSU, la quota dei posti non assegnati è aumentata.

L'analisi di bilancio delle imprese (valori medi) che si occupano della gestione delle residenze universitarie ha mostrato delle peculiarità rispetto al *benchmark* di riferimento, ossia all'equilibrio reddituale, finanziario e patrimoniale delle imprese che operano nel settore della gestione degli immobili per conto proprio e per conto terzi. I gestori di residenze universitarie godono di una migliore redditività del capitale investito (ROA), della gestione caratteristica (ROI) e del fatturato (ROS), nonché di una minore liquidità, di una minore dipendenza dal credito bancario e di una maggiore capacità di produrre flussi di cassa positivi. La redditività attesa dei gestori rileva per la selezione da parte della SGR dei soggetti incaricati di gestire le residenze universitarie (ovvero in caso di soluzioni alternative quali la concessione di servizi da parte delle Amministrazioni Pubbliche).

I fondi immobiliari riservati a investitori istituzionali possono rappresentare una leva di sviluppo del territorio sul fronte dell'edilizia universitaria, affidando la gestione degli immobili a un soggetto specializzato.

Rileva l'obbligo per gli enti previdenziali pubblici di destinare parte dei fondi disponibili (almeno il 25%) ad interventi nel comparto dell'edilizia universitaria, anche per uso residenziale, ed a favore di Istituti di Ricerca, attraverso investimenti indiretti (quote di fondi immobiliari ovvero partecipazioni di minoranza in società immobiliari).

La sostenibilità del *business plan* del fondo rappresenta un fattore critico. Emerge in maniera molto forte l'esigenza coniugare gli obiettivi economici degli investitori in quote con quelli di tutela dell'interesse pubblico, soprattutto laddove vi sia una partecipazione (minoritaria o non) di capitali privati nella loro costituzione.

In definitiva, la maggiore criticità dei fondi che investono in residenze universitarie risiede nei profili di *governance*, dal momento che la SGR deve gestire in modo autonomo il fondo, e nel soddisfacimento degli obiettivi economici di tutti gli *stakeholder* coinvolti (soprattutto il gestore delle residenze, la SGR, le banche che finanziano il fondo, gli investitori privati e quelli pubblici). Su questo fronte, l'utilizzo del fondo richiede il coinvolgimento di investitori locali interessati, non solo ai rendimenti economici diretti dell'operazione, ma anche alle ricadute economiche e sociali sul territorio, quali la qualità e la tipologia dei servizi offerti (agli studenti), il governo delle infrastrutture e del territorio, la crescita dell'economia e del benessere locali, il soddisfacimento della domanda di locazioni a canone non di mercato e le esigenze di riqualificazione urbana.

6 Bibliografia

- Amatucci F. (2009), *Valorizzare il patrimonio immobiliare nelle amministrazioni pubbliche. Strategie e strumenti di management*, Egea, Milano.
- Arnold G. (2002), *Corporate financial management*, Prentice Hall, Harlow
- Bretoni A. e Ghiringhelli P. (2001), *Analisi finanziarie. Gli strumenti*, Egea, Milano
- Brugger G. (1991), *La gestione del capitale circolante*, Egea, Milano
- Brunetti G. (1971), "Il sistema dei quozienti di bilancio: alcuni caratteri strutturali e funzionali", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, vol. 4, pp. 1117-1150

- Cacciamani C. (a cura di) (2008) , *Gli investimenti immobiliari nei fondi pensione e nelle casse di previdenza*, EGEA, Milano
- Caramiello C. (1987), *Indici di bilancio*, IPSOA, Milano
- Coda V., Brunetti G. e Barbato Bergamin M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari*, ETAS libri, Milano
- Dalocchio M. e Salvi A. (2011), *Finanza aziendale 1*, Egea, Milano
- Delli Santi R., Mantella S. (a cura di) (2009), *Capital Market e Real Estate*, EGEA, Milano.
- Giannotti C. e Mattarocci G. (2008), *I fondi immobiliari: tipologie, disciplina e leva finanziaria*, in Cacciamani C., a cura di, *Real Estate. Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare*, EGEA, Milano.
- Giannotti C., a cura di (2010), *Il risk management nei fondi immobiliari. Analisi, valutazione e cultura della compliance*, Bancaria Editrice, Roma.
- Massari M. (1990), “Gli strumenti per le analisi finanziarie” in Pivato G. (a cura di), *Trattato di finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano
- Mella P. (1998). *Indici di bilancio*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano
- Nomisma (2009), *Italia in sviluppo*.
- Pavarani E. (2002), *Analisi finanziaria*, McGraw Hill, Milano
- Rossignoli B. (1991), “Flusso dei fondi e fabbisogno finanziario. Elementi per la programmazione e il controllo” in Bisoni C. e Rossignoli B., *Lettture di Finanza Aziendale*, Giuffrè editore, Milano
- Ruozzi R. (1973), *Come finanziare le aziende italiane*, Giuffrè editore, Milano.

ABSTRACT

The condition of university students in Italy has changed in recent years. From 2000 to 2009, the proportion of students who attend classes and live permanently in municipalities other than those originally rose from 21% to 30%; the share of available places not assigned by the entities for the right to study (DSU) has grown over time. The firms specializing in university residences show a different profitability, solvency and liquidity respected to the firms involved in the broader field of property management. Real estate funds are one of the levers of growth of the territory, also in terms of implementation and efficient management of the university residences. However, it's time to consider not only the benefits of this instrument but also the critical factors, such as fund governance and economic returns of the various stakeholders.