Scuola Dottorale "Tullio Ascarelli"
Sezione di Dottorato di Ricerca in
ECONOMIA AZIENDALE
XXI Ciclo
Università degli Studi Roma Tre
Dipartimento di Scienze Aziendali
ed Economico-Giuridiche

DOTTORANDO: Toni Marcelli[1].

TUTOR: Prof. Raffaele Trequattrini (Economia Aziendale I e II presso l'Università degli Studi di Cassino).

TITOLO TESI: I fondi immobiliari italiani *retail*: indagine conoscitiva sui modelli di valutazione utilizzati dagli esperti indipendenti[2].

---

[1] Si ringraziano il Prof. Raffaele Trequattrini, il Prof. Giacomo Morri, l'Avv. Francesco Martiniello per i suggerimenti e i commenti ricevuti nella stesura del presente lavoro. Le opinioni espresse sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza.

[2] Si tratta di un indagine riservata. Nessuna parte di essa può essere riprodotta, memorizzata in un sistema di ricerca automatica, inserita all'interno di un sito Internet, trasmessa in qualsiasi forma o tramite qualsiasi supporto (meccanico, fotocopiatura o altro) senza l'autorizzazione scritta dell'autore.

INDICE

PREMESSA E FINALITÀ DELL'INDAGINE 6

I. IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO: I FONDI IMMOBILIARI 8

LA NORMATIVA DI RIFERIMENTO 8

I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO 10

I FONDI IMMOBILIARI 14

LA FUNZIONE ECONOMICA DEI FONDI IMMOBILIARI 17

LE DIVERSE TIPOLOGIE DI FONDI IMMOBILIARI 18

FONDI ORDINARI E FONDI AD APPORTO 19

FONDI RETAIL E FONDI RISERVATI 21

FONDI SPECULATIVI 23

II. I SOGGETTI COINVOLTI NELLA GESTIONE DEI FONDI IMMOBILIARI 25

LA SGR 26

IL REGOLAMENTO DEL FONDO 29

IL PROSPETTO D'OFFERTA/DI QUOTAZIONE 30

L'ADVISORY COMMITTEE (O COMITATO CONSULTIVO) 32

LE AUTORITÀ DI CONTROLLO 33

LA BANCA D'ITALIA 33

LA CONSOB 34

LA BANCA DEPOSITARIA 34

GLI ESPERTI INDIPENDENTI 35

LA SOCIETÀ DI REVISIONE 35

GLI ADVISOR ESTERNI, IL PROPERTY MANAGER, IL FACILITY MANAGER, IL PROJECT MANAGER, L'AGENCY MANGER 36

III. GLI ESPERTI INDIPENDENTI 38

IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO 38

PROVVEDIMENTO DELLA BANCA D'ITALIA DEL 14 APRILE 2005: CRITERI E MODALITÀ DI VALUTAZIONE DEI BENI IN CUI È INVESTITO IL PATRIMONIO DEL FONDO 44

BENI IMMOBILI 45

PARTECIPAZIONI DI FONDI CHIUSI IN SOCIETÀ NON QUOTATE 47

Criterio generale di valutazione 47

Partecipazioni in imprese non immobiliari 47

Partecipazioni non di controllo in società immobiliari 49
Partecipazioni di controllo in società immobiliari 49
Disposizioni comuni 49
I PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE DEGLI ASSET IMMOBILIARI 50
IL CRITERIO ECONOMICO - FINANZIARIO: PRINCIPI E METODOLOGIE 55
IL METODO REDDITUALE 57
La definizione di reddito 58
Il tasso di capitalizzazione 62
IL METODO FINANZIARIO 63
Periodo di analisi 64
La definizione di flusso di cassa 65
Processo di attualizzazione 67
I TASSI IMMOBILIARI: LE METODOLOGIE PRICIPALI 69
ESTRAZIONE DAL MERCATO 70
BUILD-UP APPROACH 72
Tasso privo di rischio 73
Premio per il rischio specifico 75
Fattori economico-finanziari 76
Fattori del settore delle costruzioni 77
Fattori del comparto immobiliare 77
Fattori dello specifico immobile 78
Localizzazione 78
Legislazione e fiscalità 79
Caratteristiche fisiche 80
Reddito 81
Uso presente e futuro 82
Fungibilità 82
APPLICAZIONI PRATICHE: DAL CAP RATE AL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE 83
Redditività complessiva attesa 83
Il Costo del capitale (WACC) 84

IV. IL MERCATO ITALIANO DEI FONDI IMMOBILIARI: DATI DI SINTESI 86
I FONDI IMMOBILIARI ITALIANI: TREND DI MERCATO 86
IL MARKET DISCOUNT DEI FONDI IMMOBILIARI ITALIANI 89

V. IL CAMPIONE OGGETTO DI ANALISI E OBIETTIVI DELL'INDAGINE 92

VI. ANALISI DEI DATI ED EVIDENZE DEL MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI 96

ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO 96
ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO 96
DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET 97
DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET 98
OPERATIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI 99
TIPOLOGIA DI ESPERTI INDIPENDENTI E CONCENTRAZIONE DI MERCATO 101
MODELLI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI ESPERTI INDIPENDENTI 103
PRINCIPALI PARAMETRI UTILIZZATI NEI MODELLI DI VALUTAZIONE 103
Modelli DCF 103
Media del tasso di attualizzazione 103
Media del tasso cap-out 104
Media del numero degli anni 105
Modelli reddituali 106
Media del tasso di capitalizzazione 106
ATTIVITÀ DI GESTIONE 108
ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE 108
DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET 108
DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET 109
OPERATIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI 110
TIPOLOGIA DI ESPERTI INDIPENDENTI E CONCENTRAZIONE DI MERCATO 111
MODELLI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI ESPERTI INDIPENDENTI 113
PRINCIPALI PARAMETRI UTILIZZATI NEI MODELLI DI VALUTAZIONE 113
Modelli DCF 113
Media del tasso di attualizzazione 113
Media del tasso cap-out 114
Media del numero degli anni 115
Modelli reddituali 116
Media del tasso di capitalizzazione 116
TASSI MEDI DI RIVALUTAZIONE DEI CESPITI 117
DISTRIBUZIONE DEGLI ASSET LOCATI PER CLASSI DI CONDUTTORE 119
ATTIVITÀ DI DISINVESTIMENTO 120
ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI DISINVESTIMENTO 120
DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET 120
DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET 121
OPERATIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI 122
TIPOLOGIA DI ESPERTI INDIPENDENTI E CONCENTRAZIONE DI MERCATO 123

VII. CONCLUSIONI 126

CRITICITÀ DI TIPO COMPORTAMENTALE DELLE SGR DI FONDI IMMOBILIARI RETAIL 126
CRITICITÀ DEL MERCATO DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI 129
CRITICITÀ DI TIPO INFORMATIVO DELLE RELAZIONI DI STIMA/GIUDIZI DI CONGRUITÀ 130

BIBLIOGRAFIA 132

PREMESSA E FINALITÀ DELL'INDAGINE

I fondi immobiliari italiani hanno assunto, negli anni, una dimensione crescente in termini sia di numerosità sia di patrimonio gestito, rappresentando un importante veicolo di investimento immobiliare per gli investitori retail e qualificati.

E' aumentata, parallelamente l'attenzione da parte degli operatori e degli studiosi del settore verso tale strumento del risparmio gestito.

La gestione del fondo immobiliare è, senza dubbio, complessa e richiede competenze di varia natura: finanziaria, immobiliare, amministrativa, commerciale e organizzativa.

Nel rispetto dei vincoli posti dalla normativa di riferimento, essa si può certamente avvalere di principi e di metodologie ampiamente utilizzati nel settore finanziario e industriale a condizione però di considerare le peculiarità tipiche degli investimenti e del mercato immobiliare.

Il presente lavoro si sofferma su alcuni profili gestionali rilevanti per i fondi immobiliari ed, in particolare, sull'attività di valorizzazione degli asset posta in essere dalle SGR nelle diverse fasi dell'attività gestoria (investimento, gestione, disinvestimento).

L'indagine che è stata condotta sulle informazioni rese agli investitori attraverso la documentazione, contabile e non, dei fondi ha l'obiettivo di esaminare le prassi consolidatesi nel periodo gennaio 2006 – giugno 2008 in tema di valutazione degli asset immobiliari.

Gli argomenti vengono affrontati dal punto di vista sia teorico e metodologico che pratico e applicativo.

Il capitolo I ricostruisce il quadro normativo di riferimento e la disciplina generale dei fondi immobiliari italiani. Particolare attenzione viene dedicata alla regolamentazione delle diverse tipologie di fondi immobiliari presenti sul mercato ed alla loro funzione economica.

Il capitolo II descrive i diversi soggetti coinvolti nell'operatività dei fondi immobiliari nonché le funzioni svolte dai medesimi nelle diverse fasi dell'attività gestoria posta in essere dalle SGR.

Il capitolo III descrive una delle figure chiave per il funzionamento di un fondo immobiliare: l'esperto indipendente. Particolare attenzione è dedicata alla ricostruzione del quadro normativo di riferimento ed, in particolare, ai criteri e alle modalità da adottare per la valutazione dei beni immobili. Nel medesimo capitolo

vengono altresì descritti i metodi di valutazioni maggiormente utilizzati dalla prassi valutativa nonchè i principali parametri utilizzati negli stessi.

Il capitolo IV descrive i principali dati dell'industria italiana dei fondi immobiliari in termini di andamento del numero delle SGR, delle tipologie di fondo offerte nonché delle principali scelte gestorie poste in essere nel periodo di riferimento. Il capitolo si propone altresì di individuare le possibili cause alla base del consistente incremento, registratosi nell'ultimo anno, delle quotazione a sconto dei fondi immobiliari retail rispetto ai valori correnti del patrimonio.

Il capitolo V definisce il campione oggetto di indagine, la documentazione oggetto di analisi nonché i principali obiettivi della stessa.

Il capitolo VI descrive i risultati dell'indagine all'interno delle diverse fasi gestorie, quali: fase di investimento; fase di gestione e fase di disinvestimento. Particolare attenzione viene posta alla descrizione delle scelte di asset allocation dei fondi, del mercato degli esperti indipendenti, anche in termini di concentrazione del medesimo, nonché delle principali metodologie di valutazione utilizzate. Spunti di riflessioni vengono svolti anche con riferimento ad alcuni trend riscontrati nella prassi valutativa nel periodo considerato.

Il capitolo VII sintetizza i principali profili di criticità emersi nel corso dell'indagine ed auspica una misura di intervento regolamentare, anche a livello europeo, volta ad armonizzare l'attività valutativa, attraverso la predisposizione di un apposito albo degli esperti indipendenti.

L'assenza di un albo e ancor più di un organo di controllo ha, infatti, lasciato all'autonomia privata la determinazione di linee guida e di standard di valutazione.

La speranza è che questa indagine possa contribuire a fare un passo in avanti.

I. IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO: I FONDI IMMOBILIARI

LA NORMATIVA DI RIFERIMENTO

I fondi comuni di investimento sono stati introdotti nell'ordinamento italiano con la legge 23 marzo 1983, n. 77, più volte emendata, integrata e successivamente abrogata a seguito dell'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - TUF), che ha definitivamente sistematizzato la materia, dettando i principi generali applicabili a tutte le tipologie di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR).

I fondi comuni di investimento immobiliari sono stati disciplinati per la prima volta nel 1994[3]. Nel corso degli anni il legislatore è intervenuto più volte su tale disciplina dettando specifiche regole in tema di:

- fondi immobiliari ad apporto pubblico e misto, strumentali al primo progetto organico di dismissione e valorizzazione del patrimonio immobiliare statale;
- assemblea dei sottoscrittori del fondo e gestione del conflitto di interessi;
- fondi immobiliari ad apporto privato[4];
- possibilità di utilizzo del debito;
- regime fiscale.

Passando ad illustrare il quadro normativo vigente, si precisa anzitutto che la generale definizione di fondi immobiliari è stata introdotta nel TUF con il d.l. 351/2001 (poi convertito nella legge 410/2001)[5] attraverso il riferimento alla "esclusività" o "prevalenza" dell'investimento del patrimonio del fondo in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

In particolare, è stato demandato al Ministero dell'Economia e delle Finanze (al tempo, Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica) di determinare i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento anche avendo riguardo "*alle condizioni e alle modalità con le quali devono essere effettuati gli acquisti o i conferimenti dei beni, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione del fondo, nel caso di fondi che investano esclusivamente o*

---

[3] Legge 25 gennaio 1994, n. 86.

[4] Si veda la legge 410/2001.

[5] Recante disposizioni urgenti in materia di privatizzazioni e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare.

prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari" (art. 37, comma 1, lett. *d-bis*, TUF).

Alla medesima normativa ministeriale è stato, altresì, posto un limite "negativo", prevedendosi che i fondi immobiliari "*…possano assumere prestiti sino a un valore di almeno il 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento per gli altri beni*", ed un limite "positivo", laddove è consentito che gli stessi "*…possano svolgere operazioni di valorizzazione dei beni* [immobili]" (art. 37, comma 2, lett. *b-bis*, TUF).

Come è agevole rilevare, si tratta di una normativa non organica sia sul piano definitorio che su quello degli aspetti disciplinati. Tuttavia, va evidenziato che l'intervento del legislatore primario, riguardando una norma fondante una potestà normativa di attuazione, ha reso necessaria l'adozione di una regolamentazione secondaria anche per tale specifica categoria di OICR.

In ragione di ciò, con il D.M. Economia e Finanze 47/2003, è stato integrato il testo del D.M. Tesoro 228/99 - contenente il regolamento attuativo del citato art. 37 TUF - con l'inserimento di una definizione esaustiva di fondi immobiliari e di una disciplina "speciale" in considerazione della "tipicità" dell'investimento e delle connesse esigenze di tutela degli investitori.

In virtù del processo normativo descritto ed a completamento delle norme primarie, vengono definiti fondi immobiliari i fondi comuni il cui patrimonio è investito, in misura non inferiore a due terzi del proprio valore complessivo, in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari[6].

Il citato provvedimento ministeriale non esaurisce la regolamentazione dei fondi immobiliari italiani. In attuazione del TUF, le fonti secondarie che contribuiscono a delinearne una disciplina organica sono, in estrema sintesi:

- Il Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, contenente disposizioni in tema di criteri e divieti relativi all'attività di investimento, prospetti contabili, criteri di valutazione del patrimonio e regolamento dei fondi;
- Il Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob del 29 ottobre 2007, recante norme in materia di organizzazione e procedure degli intermediari gestori;
- la Delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007, contenente le regole di

[6] Tale limite si riduce al 51% qualora il patrimonio del fondo sia investito, in misura non inferiore al 20% del suo valore, in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare.

condotta cui devono attenersi le società autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio;

- la Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, regolante la fase di offerta al pubblico nonché di ammissione alle negoziazioni su mercati regolamentati delle quote dei fondi comuni.

I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

I fondi immobiliari sono, come anticipato, Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) nella forma di fondi comuni di investimento[7].

La nozione giuridica di fondo comune di investimento è contenuta nella fonte primaria, che definisce tale strumento finanziario come: "*un patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte*", specificando altresì che "*il patrimonio del fondo, sia aperto che chiuso, può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote*" (art. 1, comma l, lett. *j*, TUF).

Ancora il Testo Unico della Finanza contiene (art. 36) i principi essenziali applicabili a tutte le tipologie di fondi comuni tra i quali si evidenziano in particolare:

- **la suddivisione in quote rappresentative del patrimonio gestito** (comma 8): "*Le quote di partecipazione ai fondi comuni, sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore, a scelta dell'investitore. La Banca d'Italia può stabilire in via generale, sentita la Consob, le caratteristiche dei certificati e il valore nominale unitario iniziale delle quote*";
- **l'autonomia patrimoniale** (comma 6): "*Ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub-depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di*

[7] Completano la categoria degli OICR le "Società di investimento a capitale variabile" (Sicav), ovvero le società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia aventi per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni (art. 1, comma 1, lett. *i*, TUF).

pertinenza dei fondi gestiti";

- **la gestione del patrimonio demandata ad un intermediario professionale** (commi 1 e 5): "*Il fondo comune di investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o da altra società di gestione del risparmio. Quest'ultima può gestire sia fondi di propria istituzione sia fondi istituiti da altre società" e "La società promotrice e il gestore assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario*".

In virtù di tale scelta legislativa, i fondi comuni costituiscono i tipici prodotti del risparmio gestito in monte, attraverso i quali è consentito al risparmiatore di:

- optare per una gestione professionale del proprio patrimonio integralmente "affidata" ad un soggetto cui l'ordinamento riserva tale attività;
- beneficiare della riduzione del rischio conseguente alla maggiore possibilità di diversificazione degli investimenti che l'entità del patrimonio "collettivo" raccolto generalmente consente.

La regolamentazione degli intermediari che gestiscono i fondi (Società di Gestione del Risparmio – SGR) è affidata principalmente alla normativa secondaria in precedenza richiamata, la quale definisce le attività di competenza della SGR, i limiti di intervento, nonché gli obblighi verso il mercato e le Autorità di Controllo.

Gli obblighi contrattuali assunti dal gestore nei confronti dei partecipanti sono definiti da un regolamento, predisposto dalla SGR[8] ed approvato dalla Banca d'Italia, che definisce gli aspetti principali della gestione e del funzionamento del fondo nonché i rapporti tra i partecipanti ai fondi, la SGR e la banca depositaria.

I fondi comuni di investimento possono essere classificati in relazione a diversi criteri.

La principale distinzione effettuata dalla legge è senza dubbio quella tra fondi aperti e fondi chiusi.

L'art. 1 del TUF, al primo comma, lett. *k*, definisce fondo aperto "*il fondo comune di investimento i cui partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo*". A riprova di quanto la possibilità di rimborso in ogni momento costituisca la caratteristica essenziale dei fondi aperti[9], l'art. 10 del Regolamento ministeriale sui

---

[8] Regolamento sulla gestione collettiva della Banca d'Italia (Tit. V, Cap. I, Sez. 11).

[9] A loro volta, poi, i fondi aperti possono essere ulteriormente distinti in due principali sottocategorie: 1) i fondi armonizzati, che rientrano nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie e possono

fondi comuni chiarisce che "*il rimborso deve essere eseguito entro quindici giorni dalla richiesta salvo casi eccezionali precisati dal regolamento del fondo, nei quali "il diritto al rimborso può essere sospeso dalla SGR per un periodo non superiore ad un mese informandone immediatamente la Banca d'Italia e la Consob*". Lo stesso articolo precisa, altresì, che in relazione al diritto al rimborso la SGR deve calcolare il valore delle quote con periodicità almeno settimanale.

La medesima disposizione del TUF (lett. *l*), definisce fondo chiuso "*il fondo comune di investimento in cui il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate*", chiarendo che il carattere distintivo di tale categoria è nella "liquidabilità" dell'investimento, subordinata alle regole (contrattuali) del fondo e non anche alla mera iniziativa dei sottoscrittori.

Sul punto, in attuazione dell'art 37 del TUF (comma 2, lettera a), il citato D.M. Tesoro 228/99 ha determinato "*le ipotesi nelle quali deve adottarsi la forma del fondo chiuso*".

La *ratio* sottesa al principio adottato è di immediata evidenza: la scelta tra fondo chiuso o aperto è libera, salvo i casi in cui è prevista l'obbligatorietà del fondo chiuso in relazione alla natura dei beni oggetto di investimento.

Le norme rilevanti al riguardo sono gli artt. 4 e 12 del regolamento ministeriale sui fondi comuni.

La prima dispone che il patrimonio dei fondi comuni di investimento può essere investito, nel rispetto dei criteri, dei divieti e delle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, in una delle seguenti categorie di beni:

- strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato;
- strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato;
- depositi bancari di denaro;
- beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;

---

quindi essere commercializzati nel territorio dell'Unione europea in regime di mutuo riconoscimento; 2) i fondi non armonizzati, istituiti secondo regole non ispirate alla predetta legislazione comunitaria e la cui commercializzazione deve essere appositamente autorizzata dalle Autorità competenti dei Paesi nei quali si intende offrire le quote. Il patrimonio dei fondi armonizzati può essere investito in tutti i beni previsti dalle direttive comunitarie, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia. Si tratta, essenzialmente, di strumenti finanziari quotati e non quotati in un mercato regolamentato, ma in quest'ultimo caso l'investimento in valori mobiliari, diversi da quote di OICR armonizzati, non può superare il 10% del patrimonio del fondo. Tale limite nel caso dei fondi aperti non armonizzati comprende anche i fondi chiusi non quotati, strumenti quest'ultimi, anche se quotati, vietati ai fondi armonizzati.

- crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

La seconda chiarisce che devono essere istituiti in forma chiusa[10] i fondi comuni il cui patrimonio è investito, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, in:

a. strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato, diversi dalle quote di OICR aperti, se l'investimento in quest'ultimi titoli supera il 10% del patrimonio del fondo;
b. beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
c. crediti e titoli rappresentativi di crediti;
d. altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale

Ciò naturalmente non preclude ai fondi chiusi la possibilità di investire, almeno in parte, anche in strumenti finanziari quotati e depositi bancari.

Lo stesso art. 12 del D.M. Tesoro 228/99 stabilisce che l'ammontare minimo di ciascuna sottoscrizione in quote di fondi chiusi investiti prevalentemente nei beni di cui alle precedenti lettere a), c) e d), non può essere inferiore a cinquantamila euro. Si tratta, pertanto, di un limite che non trova applicazione ai fondi immobiliari.

Tutto ciò premesso, va sottolineato che la prassi operativa conosce esclusivamente due diverse tipologie di fondi chiusi[11], in stretta connessione con le attività oggetto di

---

[10] Sul punto appare opportuno evidenziare che il quadro legislativo nazionale è oramai vincolato nei suoi tratti fondamentali dalle scelte effettuate a livello europeo. Nel 2007 l'Italia, con il recepimento della MiFID, delle direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, sugli obblighi informativi degli emittenti e sul prospetto ha dato sostanzialmente attuazione al Piano d'Azione Europeo. Va al riguardo, peraltro, rilevato che nel completare le misure sul Piano d'Azione mancano le iniziative in materia di fondi comuni di investimento, per le quali la Commissione Europea non ha ancora formalizzato la proposta di direttiva di modifica della direttiva 85/611/CEE. La Commissione Europea ha tuttavia avviato dei forum di discussione in materia di private placement di fondi e di fondi immobiliari aperti.

[11] Altre specifiche regole del regolamento ministeriale concernono l'obbligo di ammissione alle negoziazioni dei certificati rappresentativi delle quote su mercati regolamentati (per i fondi chiusi il cui ammontare minimo della sottoscrizione sia inferiore a venticinquemila Euro; tale obbligo va, peraltro, adempiuto entro ventiquattro mesi dalla chiusura dell'offerta), il divieto di compiere operazioni in conflitto di interessi (con soggetti normativamente individuati) e la possibilità di effettuare emissioni di quote successive alla prima (cc.dd. "finestre di riapertura"). Con riferimento al punto da ultimo indicato, la normativa consente ai fondi chiusi di raccogliere il patrimonio in più *tranches*, in conformità alle relative previsioni inserite nei regolamenti. In coincidenza con le nuove sottoscrizioni e nel limite dell'ammontare complessivo così raccolto, la normativa consente, inoltre, di effettuare rimborsi anticipati (con una possibilità di ricorso all'indebitamento fino al 10% del valore del fondo).

investimento prevalente (o esclusivo):

- i fondi mobiliari (*venture capital o private equity funds*);
- i fondi immobiliari (*real estate funds*).

Su questi ultimi si soffermerà l'analisi svolta nei paragrafi che seguono.

I FONDI IMMOBILIARI

In considerazione delle nozioni fin qui fornite, si può ulteriormente completare la definizione di "fondi immobiliari" come fondi comuni d'investimento chiusi, istituiti e gestiti da SGR autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui regolamento prevede che il patrimonio sia investito, in misura non inferiore a due terzi del proprio valore complessivo, in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

La costituzione del "patrimonio immobiliare" può avvenire attraverso uno o più apporti (iniziali) di beni, con contestuale emissione di un numero di quote pari al valore complessivo netto degli *asset* conferiti, ovvero mediante l'investimento (successivo) della liquidità raccolta a fronte di una (o più) emissioni di quote secondo un ammontare predefinito. In ogni caso, le quote devono essere sottoscritte entro 18 mesi dalla pubblicazione del prospetto (previa approvazione della Consob), in caso di offerta al pubblico, ovvero, in caso contrario (es. offerta riservata ad investitori qualificati), dalla data di approvazione del regolamento da parte della Banca d'Italia.

I versamenti relativi alle quote sottoscritte devono essere effettuati, da parte degli investitori, entro il termine stabilito nel regolamento del fondo (c.d. "richiamo degli impegni") ovvero - nel solo caso di fondi riservati - anche in più soluzioni, previa richiesta della SGR in funzione delle esigenze di investimento del fondo medesimo.

Tutte le attività di un fondo immobiliare sono gestite in conformità alle previsioni del regolamento.

Con riferimento all'investimento prevalente o "tipico", è appena il caso di sottolineare che l'attività di gestione assume connotati affatto diversi da quelli caratteristici della gestione di strumenti finanziari, essendo "prevalentemente" incentrata su beni immobili o diritti reali immobiliari, detenuti sia direttamente che per il tramite di società immobiliari di cui il fondo detiene partecipazioni, anche di controllo.

Sul punto, peraltro, si segnala che di recente il Ministero dell'Economia e delle Finanze, in risposta ad apposito quesito posto da un'Associazione di categoria, ha riconosciuto la possibilità di computare, ai fini della composizione obbligatoria di

portafoglio, anche gli investimenti "indiretti", quali certamente le quote di altri fondi immobiliari italiani o esteri, purchè, in quest'ultimo caso, sia rispettata la composizione (obbligatoria) dei due del portafoglio in *asset* immobiliari.

Ciò significa che un fondo potrà, a tutti gli effetti, essere qualificato quale fondo immobiliare anche nei casi in cui gli investimenti e, di conseguenza, la detenzione degli immobili si realizzino in via indiretta, ossia attraverso l'utilizzo di veicoli immobiliari differenti dalle società immobiliari (che costituiscono, al contrario, investimento tipico).

A tale fine, potrebbe considerarsi ammissibile l'investimento che si realizzi anche attraverso la partecipazione a società non immobiliari, a *holding* immobiliari ovvero, ancora, a *Real Estate Investment Trust* (REIT) o società di investimento immobiliari quotate (cc.dd. SIIQ).

Tutto ciò considerato, si può concludere affermando che gli investimenti possibili per un fondo immobiliare sono, nel rispetto dei limiti normativamente previsti:

- beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- partecipazioni in veicoli immobiliari diversi dalle società immobiliari (OICR immobiliari, *holding* immobiliari, REIT, SIIQ);
- strumenti finanziari non quotati;
- crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale;
- depositi bancari e strumenti finanziari quotati.

Ai fondi immobiliari è altresì consentito l'investimento in immobili da realizzare, attraverso l'affidamento delle attività di progettazione e costruzione a soggetti terzi. È, infatti, preclusa l'attività diretta di costruzione da parte dei (*rectius*, finanziata dai) fondi.

Il perimetro legale delle politiche di investimento dei fondi immobiliari non è determinato solo dalla composizione obbligatoria del portafoglio, che va comunque raggiunta entro ventiquattro mesi dall'avvio della sua operatività. La regolamentazione, infatti, stabilisce che:

- il patrimonio del fondo immobiliare non può essere investito in misura superiore ad un terzo delle proprie attività in un unico bene immobile avente

caratteristiche urbanistiche e funzionali unitarie[12];

- è vietato investire in misura superiore al 10% delle attività del fondo in società immobiliari che prevedono nel proprio oggetto sociale la possibilità di svolgere attività di costruzione.

In parziale deroga rispetto a quanto previsto, in via generale, per i fondi chiusi, il patrimonio dei fondi immobiliari[13] può essere anche investito in beni direttamente (o indirettamente) conferiti e/o ceduti da soci della SGR, o da società del gruppo della stessa. Permane, in ogni caso, il divieto assoluto di porre in essere operazioni in conflitto d'interesse solo per i sindaci, gli amministratori e i direttori generali della SGR.

La possibilità di effettuare tali operazioni è un elemento di differenziazione rispetto ai fondi mobiliari. Esse possono, tuttavia, essere eseguite solo subordinatamente ad alcune cautele. In particolare, il D.M. Tesoro 228/1999 stabilisce (art. 12-*bis*, comma 4) che:

a. il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento non può superare il 10 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione non può superare il 40 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 60 per cento del valore del fondo;

b. dopo la prima emissione di quote, il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento e in ogni caso il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 10 per cento del valore complessivo del fondo su base annua;

c. i beni acquistati o venduti dal fondo devono costituire oggetto di relazione di stima elaborata da esperti indipendenti;

d. le quote del fondo sottoscritte a fronte dei conferimenti devono essere detenute dal conferente per un ammontare non inferiore al 30 per cento del valore della sottoscrizione e per un periodo di almeno due anni dalla data del conferimento. Il regolamento del fondo disciplina le modalità con le quali i soggetti che effettuano i conferimenti si impegnano al rispetto dell'obbligo;

---

[12] Regolamento sulla gestione collettiva della Banca d'Italia (Tit. V, Cap. III, Sez. IV, par. 3.2).

[13] A seguito della riforma introdotta dal D.M. Economia e Finanze 47/2003.

e. l'intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione del fondo non deve appartenere al gruppo del soggetto conferente;

f. la delibera dell'organo di amministrazione della SGR deve illustrare l'interesse del fondo e dei suoi sottoscrittori all'operazione e va assunta su conforme parere favorevole dell'organo di controllo.

Quest'ultimo tema rappresenta una delle specificità di rilievo del settore: la strada percorsa dal legislatore per i fondi immobiliari è stata infatti - a differenza di quanto fatto con i fondi mobiliari (chiusi) - non di vietare le operazioni in conflitto di interessi, ma di sottoporle a una rigorosa disciplina di *disclosure*.

La medesima disposizione del regolamento ministeriale, al comma 5, stabilisce che le cautele *sub a*), *b*) e *c*) non si applicano ai fondi riservati e speculativi che investono prevalentemente in *asset* immobiliari e, limitatamente a quelle *sub a*) e *b*), ai fondi immobiliari le cui quote di sottoscrizione siano di importo pari o superiore a 250.000 euro.

Con riferimento all'utilizzo della leva finanziaria, il legislatore ha previsto, la possibilità di assumere prestiti sino ad un importo pari al 60% del valore dell'attivo immobiliare ed al 20% dell'attivo mobiliare. Tale aspetto rappresenta un'altra peculiarità dei fondi immobiliari all'interno della categoria dei fondi chiusi e, più in generale, del comparto del risparmio gestito.

Infine, il termine di durata dei fondi, coerente con la natura degli investimenti, è fissato dal regolamento ministeriale e non può essere superiore a trenta anni. Non è previsto, invece, un limite minimo. La Banca d'Italia può consentire una proroga del termine di durata (c.d. periodo di grazia), non superiore a tre anni, qualora richiesto per completare lo smobilizzo degli investimenti.

LA FUNZIONE ECONOMICA DEI FONDI IMMOBILIARI

La principale funzione economica dei fondi immobiliari è consentire agli investitori di beneficiare degli investimenti in immobili, sopportando rischi minori rispetto ad un investimento diretto. I fondi immobiliari, rappresentando una forma di investimento indiretto:

- consentono una maggiore diversificazione del rischio;
- richiedono un investimento minimo notevolmente inferiore rispetto all'investimento diretto;

- permettono di sfruttare i vantaggi derivanti da una gestione professionale;
- godono di maggiore potere contrattuale rispetto all'acquisto diretto di un immobile (vantaggio della dimensione dell'investimento collettivo);
- offrono un maggior grado di liquidabilità in caso di quotazione in borsa o di fondi chiusi con riaperture delle sottoscrizioni/rimborsi;
- riducono i costi di gestione rispetto ad un investimento diretto mediante economie di scala derivanti da una gestione accentrata di tutti gli investimenti.

Un simile scenario rende pertanto accessibile l'investimento in asset immobiliari, tradizionalmente riservato a soggetti con ingenti disponibilità finanziarie, anche ai piccoli risparmiatori.

LE DIVERSE TIPOLOGIE DI FONDI IMMOBILIARI

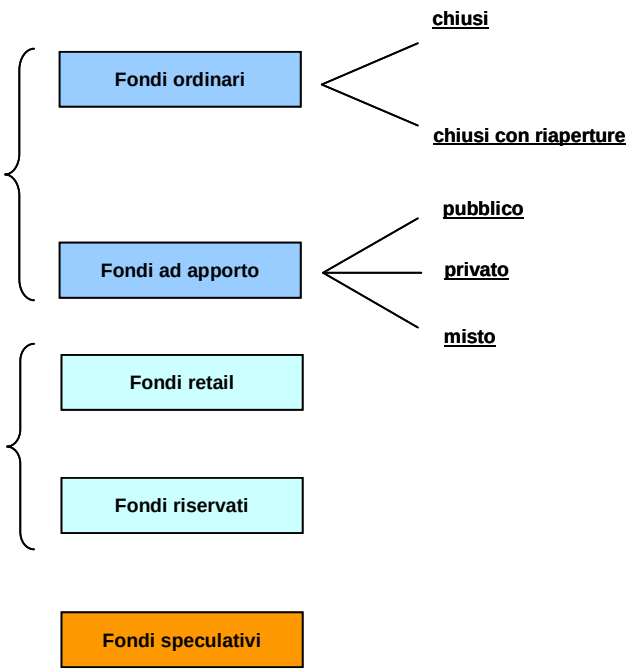
All'interno dell'ordinamento giuridico italiano è possibile istituire diverse tipologie di fondi immobiliari, raggruppabili sulla base di specifici criteri distintivi.

Una prima classificazione considera la modalità di costituzione del fondo: in tal senso si distingue tra fondi immobiliari ordinari (chiusi, anche con possibilità di riapertura delle sottoscrizioni) e fondi immobiliari ad apporto (pubblico, privato e misto).

Un secondo elemento distintivo riguarda la tipologia degli investitori cui le quote sono destinate: la distinzione riguarda i fondi immobiliari riservati ad investitori qualificati ed i fondi per il pubblico indistinto (cd. Fondi retail).

Infine, è possibile individuare una categoria di fondi caratterizzata da una serie di particolari disposizioni: i fondi immobiliari speculativi.

Di seguito si riporta una tabella di sintesi:



FONDI ORDINARI E FONDI AD APPORTO

La peculiarità dei fondi immobiliari ordinari, o fondi "a raccolta", sta nel raccogliere preventivamente il patrimonio presso i sottoscrittori del fondo e solo in seguito effettuare gli investimenti.

I fondi immobiliari ordinari possono essere di tipo "chiuso" o possono prevedere riaperture delle sottoscrizioni, cioè delle emissioni di quote successive alla prima. Un fondo immobiliare chiuso ammette la sottoscrizione delle quote unicamente nella fase di costituzione, prevedendone il rimborso soltanto alla scadenza, ossia quando il fondo verrà liquidato. La natura chiusa del fondo si spiega con la natura relativamente poco liquida dell'oggetto di investimento, che richiede un orizzonte di tempo di medio-lungo periodo. Se le quote del fondo sono quotate, l'investitore può alienare la propria quota al valore di mercato, che può essere diversa rispetto al valore di bilancio (solitamente è inferiore[14]).

Il legislatore[15] ha mitigato la struttura chiusa introducendo i fondi con riaperture delle sottoscrizioni delle quote ("finestre"): si tratta di emissioni di quote successive alla prima. Durante le riaperture previste dal regolamento è possibile sottoscrivere le nuove quote emesse e chiedere alla SGR la liquidazione delle quote esistenti.

---

[14] Cfr. successivo capitolo IV per l'analisi del market discount dei fondi immobiliari italiani retail.

[15] In particolare il D.M. 47/2003.

Tale possibilità aumenta la liquidabilità dello strumento, non più solo attraverso la cessione della quota sul mercato secondario.

I fondi "ad apporto" sono caratterizzati da un processo di costituzione inverso rispetto ai fondi immobiliari ordinari:

- un soggetto privato e/o pubblico conferisce gli asset al fondo (beni immobili, diritti reali immobiliari o partecipazioni in società immobiliari), ricevendo in cambio delle quote (fase immobiliare);
- le quote del fondo immobiliare assegnate all'apportante possono essere collocate sul mercato; in seguito all'alienazione delle quote il soggetto apportante riceve liquidità (fase finanziaria).

Nel caso dei fondi ad apporto, quindi, il primo step della costituzione è il conferimento dei beni immobili, diversamente da quanto avviene nei fondi ordinari, nei quali il primo passaggio è la raccolta delle risorse finanziarie da investire. Nel caso dei fondi ad apporto, è necessaria un'apposita relazione di stima redatta da esperti indipendenti[16] per evitare una sopravvalutazione degli asset apportati al fondo.

I fondi ad apporto erano inizialmente riservati ai soli soggetti pubblici (Stato, enti previdenziali pubblici, enti locali, società e consorzi pubblici), al fine di favorire la dismissione di ingenti patrimoni immobiliari pubblici. La costituzione dei fondi ad apporto pubblico è stata fortemente incentivata dal legislatore con una serie di norme volte a ridurre i costi fiscali dell'operazione[17].

Per essere classificati come fondi pubblici ed usufruire dei benefici fiscali previsti è necessario che l'apporto di beni pubblici ammonti almeno al 51% del patrimonio del fondo. L'apporto di beni immobili non può superare la soglia del 95% del valore del fondo, in quanto contemporaneamente al conferimento dei beni il soggetto pubblico deve conferire denaro in misura non inferiore al 5% del valore del fondo.

Nel caso di fondi ad apporto pubblico la SGR non deve essere controllata neanche indirettamente da alcuno dei soggetti che procedono all'apporto.

Un'ulteriore agevolazione per i fondi immobiliari ad apporto pubblico riguarda il conferimento in conflitto d'interesse: è infatti consentito l'apporto in conflitto d'interesse fino al 100% del valore del fondo (permane solo il divieto di operazioni in conflitto di interessi per gli amministratori, i sindaci ed il direttore generale della

---

[16] In base all'Art. 17, comma 10 del D. M. 228/99.

[17] Merola, F. (2004). I fondi immobiliari. Uno strumento tra finanza e mattone: caratteristiche dell'investimento e tipologie di prodotto. Milano: I1 Sole 24 Ore.

SGR).

Infine, almeno il 60% delle quote del fondo ad apporto pubblico devono essere cedute dal soggetto apportante entro 18 mesi, a pena di retrocessione degli immobili al soggetto pubblico apportante.

La vigente normativa consente anche la costituzione di fondi immobiliari ad apporto misto. Questi vengono costituiti mediante l'apporto sia di immobili di proprietà di soggetti privati che di enti pubblici. Ciò avviene nei casi in cui i soggetti pubblici decidano di non sottoscrivere totalmente le quote del fondo immobiliare, lasciando ai soggetti privati la possibilità di sottoscrivere la restante parte per mezzo di un conferimento. La normativa prevede che l'apporto pubblico sia in ogni caso non inferiore al 51% del valore del fondo, fermo restando l'obbligo per la pubblica amministrazione di conferire in denaro il 5% del valore del fondo (quest'ultimo obbligo cade nel caso in cui l'apportante privato conferisca in denaro una somma pari al 10% del valore del fondo).

Nel corso degli anni la possibilità di costituire un fondo immobiliare ad apporto è stata estesa anche ai soggetti privati. Sono oggi ammissibili le operazioni di conferimento di beni "in conflitto d'interessi", in quanto effettuate con i soci della SGR (entro il limite del 40% del valore del fondo) o con società facenti parte del gruppo di appartenenza della società di gestione stessa. Complessivamente tali operazioni non possono superare il 60% del valore del fondo ed il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento, non può superare il 10% del valore totale del fondo.

FONDI RETAIL E FONDI RISERVATI

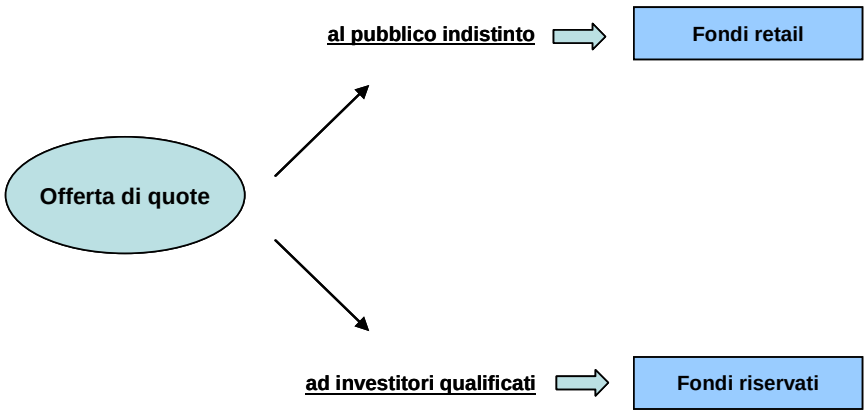
Sotto il profilo soggettivo degli investitori cui l'offerta delle quote è destinata, la normativa distingue tra fondi destinati al pubblico indistinto (qualsiasi investitore, anche i piccoli risparmiatori, c.d. fondi retail) e fondi riservati a investitori istituzionali qualificati[18] (c.d. fondi riservati).

---

[18] In particolare l'art.1, coma 1, lett. h) del Regolamento ministeriale 228/1999 definisce come investitori qualificati le seguenti categorie di soggetti: le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le società di gestione del risparmio (SGR), le società di investimento a capitale variabile (SICAV), i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del testo unico bancario; i soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio Paese di origine, le medesime attività svolte dai soggetti di cui al precedente alinea; le fondazioni bancarie; le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente.

Nel caso di fondi immobiliari riservati a investitori qualificati, che si presume abbiano una competenza economica superiore rispetto alla generalità dei risparmiatori, non sono richiesti né l'approvazione del prospetto informativo da parte della Consob né la quotazione in borsa: è sufficiente l'approvazione del regolamento da parte della Banca d'Italia.

Le quote dei fondi riservati non possano essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possieda a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento del fondo.



Le origini della distinzione tra fondi retail e fondi riservati si possono trovare nelle maggiori competenze tecniche e professionali degli investitori istituzionali, in virtù delle quali i fondi riservati possono derogare ad alcuni dei limiti prudenziali stabiliti per i fondi destinati alla generalità degli investitori. La normativa stabilisce, infatti, la non applicabilità ai fondi riservati "dei limiti stabiliti in via generale dalle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio" emanati dalla Banca d'Italia.

Una prima conseguenza è stata l'accentuarsi del grado di specializzazione dei fondi riservati in termini di asset allocation, con lo scopo di garantire rendimenti più elevati: è ammessa la possibilità di concentrare il rischio su singole operazioni maggiormente rischiose e maggiormente redditizie. Diversamente i fondi retail sono obbligati ex lege a perseguire strategie di diversificazione negli investimenti, al fine di contenere il rischio e tutelare così gli investitori, soprattutto quelli non qualificati.

In tema di operazioni in conflitto d'interessi, pur rimanendo fermo il divieto di investire il patrimonio del fondo in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, non si applicano, ai fondi riservati, i limiti alle operazioni con i soci della SGR, o con società del gruppo di appartenenza della SGR, previsti per i fondi ad apporto privato: l'ammissibilità delle

operazioni in conflitto d'interessi è, infatti, totale (fino al 100% del valore del fondo).

Infine, nei fondi riservati il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento può superare il 10% del valore totale del fondo.

FONDI SPECULATIVI

I fondi immobiliari speculativi (c.d. "opportunistici") costituiscono una tipologia particolare giacché contraddistinti da obiettivi di rendimento elevati e dalla possibilità di derogare a molte delle regole previste per i fondi immobiliari ordinari.

Il principale aspetto innovativo riguarda sicuramente l'assenza di limite all'indebitamento.

I fondi immobiliari speculativi sono legittimati a compiere operazioni in conflitto di interessi fino ad un valore pari al 100% del fondo, e non sottostanno ad alcun limite circa il valore massimo di un singolo bene conferito. Possono, inoltre, avvantaggiarsi della possibilità di investire anche in beni diversi da quelli previsti dalla normativa italiana per i fondi immobiliari (es. materie prime, metalli preziosi, opere d'arte e strumenti derivati su detti beni) tuttavia permane il vincolo della prevalenza (almeno i due terzi) dell'investimento immobiliare.

Emerge una differenza sostanziale rispetto ai fondi immobiliari riservati: essi possono operare in deroga ai soli limiti previsti da Banca d'Italia per il contenimento del rischio, mentre i fondi speculativi possono derogare anche ai divieti di carattere prudenziale nella composizione del patrimonio del fondo. Essi possono inoltre superare i limiti di indebitamento previsti per gli altri fondi immobiliari.

Dalle prime esperienze emerge che il portafoglio del fondo immobiliare speculativo è principalmente investito in immobili in sofferenza o in fase di cambiamento della destinazione d'uso, rappresentando in tal modo uno strumento appropriato per compiere operazioni di valorizzazione e sviluppo immobiliare (ristrutturazione, recupero e riqualificazione), salvo, in ogni caso, il divieto di svolgimento di attività diretta di costruzione.

Tali investimenti si caratterizzano per un'elevata rischiosità a fronte di un rendimento atteso tra il 15% ed il 25%.

I fondi immobiliari speculativi devono prevedere un investimento minimo iniziale pari ad almeno 500.000 euro per quota e non possono costituire oggetto di sollecitazione all'investimento.

Con riferimento, invece, al numero dei partecipanti ai fondi speculativi appare

opportuno richiamare il recente Decreto Legge del 28 novembre 2008 recante “misure urgenti per il sostegno a Famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in Funzione anticrisi il quadro strategico nazionale” che all’art. 14, comma 8, ha abrogato il limite massimo di 200 partecipanti previsto finora per i fondi speculativi.

II. I SOGGETTI COINVOLTI NELLA GESTIONE DEI FONDI IMMOBILIARI

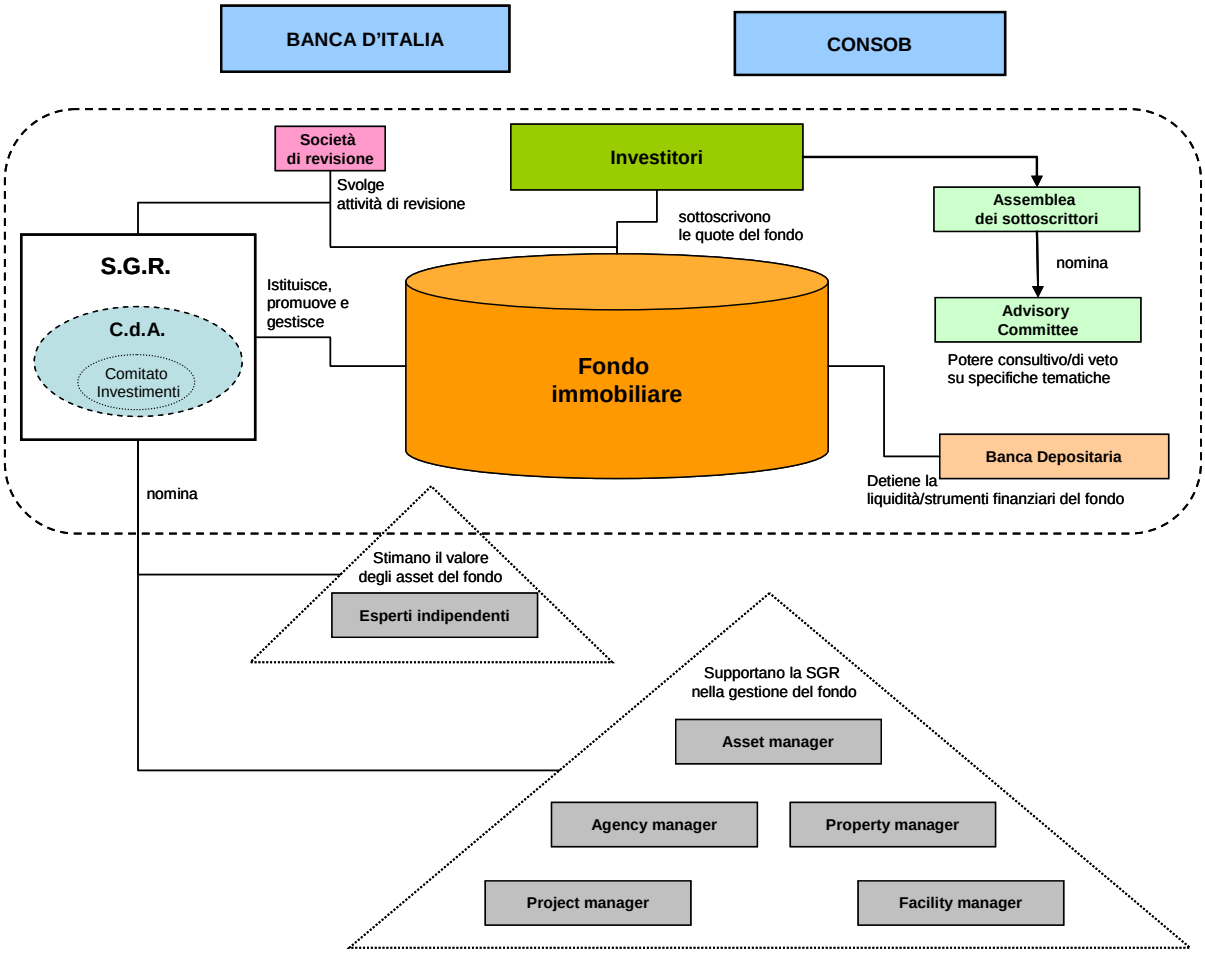
Le attività necessarie al corretto funzionamento di un fondo immobiliare sono svolte, in via generale, da un insieme eterogeneo di soggetti:

1. la SGR (in particolare il CdA ed l'eventuale Comitato Investimenti);
   - il regolamento del fondo;
   - il prospetto di offerta/di quotazione;
2. l'assemblea dei sottoscrittori;
3. l'advisory committee (o comitato consultivo).

I soggetti esterni più importanti sono:

1. le Autorità di controllo (Banca d'Italia e Consob);
2. la banca depositaria;
3. gli esperti indipendenti;
4. la società di revisione;
5. gli *advisor* esterni, il project manager, il property manager, il facility manager, l'agency manager.

Di seguito si riporta un grafico di sintesi dei soggetti coinvolti nell'attività di gestione di un fondo immobiliare.



LA SGR

La Società di Gestione del Risparmio costituisce il motore del meccanismo di funzionamento di un fondo immobiliare. Essa ha per oggetto la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, realizzata attraverso la promozione, l'istituzione e l'organizzazione dei fondi immobiliari. In virtù di una delega degli investitori, la SGR svolge l'attività gestoria del patrimonio del fondo, assumendosene la piena responsabilità.

La SGR che ha istituito e promosso il fondo può decidere di affidarne la gestione ad altre SGR.

L'organo esecutivo della SGR è il consiglio di amministrazione (CdA) che si occupa delle strategie di investimento e svolge l'attività gestionale del fondo di competenza della SGR.

Tra le principali imposizioni previste dal legislatore a carico della SGR vi è l'obbligo di operare con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei sottoscrittori e per l'integrità dei mercati. La SGR è altresì obbligata a redigere per ciascun fondo il libro giornale, il rendiconto della gestione, una relazione semestrale relativa alla gestione, un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo del fondo.

All'interno del consiglio di amministrazione è possibile prevedere un "Comitato Investimenti". Tale comitato fornisce al CdA una sorta di *pre-due diligence/*attività di *advisory*, sebbene interna, su tematiche di particolare complessità quali, ad esempio, scelte strategiche in merito all'*asset allocation* del fondo, operazioni di investimento particolarmente complesse, ecc..

Il legislatore ha imposto alle SGR di assumere, all'atto della costituzione, la veste giuridica di società per azioni e di stabilire la sede legale e la direzione generale della società nel territorio della Repubblica italiana.

Nell'espletamento delle sue funzioni la SGR deve, inoltre, rispettare una serie di altre regole generali:

- acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre informati;
- organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il conflitto di interesse e, in situazioni di conflitto, assicurare ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
- disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
- svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee alla salvaguardia dei diritti dei clienti sui beni affidati.

Gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale delle SGR devono possedere "i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza stabiliti dal Ministro dell'economia e delle finanze[19].

La Banca d'Italia valuta l'idoneità dei partecipanti al capitale ad assicurare una gestione sana e prudente dell'intermediario e a non pregiudicare l'effettivo esercizio di vigilanza sullo stesso. A tal fine, oltre ai requisiti di onorabilità, rilevano la correttezza nelle relazioni di affari, la situazione finanziaria dei partecipanti al

[19] In particolare, l'art. 13 del TUF dispone quanto segue: "i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso Sim, SGR, Sicav devono possedere i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza stabiliti dal Ministro dell'economia e delle finanze".

capitale, nonché l'esistenza di legami di qualsiasi natura, anche familiari, con gli altri soggetti capaci di influire sulla sana e prudente gestione dell'intermediario.

La SGR che gestisce fondi immobiliari chiusi non riservati è tenuta ad acquistare in proprio una quota almeno pari al 2% del patrimonio di ciascun fondo; ove il valore complessivo netto di ciascun fondo superi l'ammontare di 150 milioni di euro, la suddetta percentuale è ridotta, per la parte eccedente tale ammontare, all'1%; qualora l'attività di gestione e di promozione del fondo siano svolte da SGR distinte, ciascuna società deve acquisire in proprio la metà di tali quote.

All'interno della più ampia attività di istituzione e di gestione del fondo immobiliare rientra anche l'incarico di predisporre alcuni importanti documenti:

- il regolamento del fondo;
- il programma di attività della SGR;
- la relazione sulla struttura organizzativa della SGR.

I1 regolamento del fondo definisce gli aspetti principali del funzionamento e della gestione del fondo. Il programma di attività illustra l'attività d'impresa, le sue linee di sviluppo, gli obiettivi perseguiti, le strategie che la società intende seguire per la loro realizzazione nonché ogni altro elemento che consenta di valutare l'iniziativa. Più nel dettaglio precisa la tipologia di fondi che la SGR intende istituire, la tipologia di clientela cui il servizio è indirizzato (es. investitori qualificati o pubblico indistinto) e le modalità di svolgimento dell'attività di gestione (ossia se la SGR intende conferire a terzi l'esecuzione dell'incarico gestorio).

La relazione sulla struttura organizzativa indica, tra le altre cose, i volumi di affari programmati per i successivi tre esercizi, i risultati economici attesi, l'andamento del cash flow, i costi operativi e l'andamento del patrimonio di vigilanza.

Le SGR devono essere autorizzate dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, per poter svolgere la propria attività. L'autorizzazione della Banca d'Italia è finalizzata soprattutto a verificare l'adempimento degli obblighi imposti alle SGR, così da poter accertare l'esistenza delle condizioni atte a garantire la sana e prudente gestione del fondo. Le SGR autorizzate sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.

Nelle operazioni in conflitto di interessi la SGR ha l'obbligo di organizzarsi in modo da ridurre al minimo i rischi, adottando misure idonee a salvaguardare i diritti dei sottoscrittori.

In ogni caso può decidere, in conformità ad un'apposita previsione nel regolamento,

di non avvalersi della possibilità di porre in essere operazioni in conflitto di interessi, oppure, prevedere cautele e limitazioni ulteriori rispetto a quelle previste dalle disposizioni di legge.

Infine, nel caso dei fondi immobiliari ad apporto pubblico, l'individuazione della SGR deve avvenire per il tramite di una procedura ad evidenza pubblica, ossia tramite un bando di gara. Più nel dettaglio, la normativa sui fondi ad apporto pubblico prevede che la SGR non possa essere, neanche indirettamente, controllata da alcuno dei soggetti che procedono all'apporto, con l'unica eccezione del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

IL REGOLAMENTO DEL FONDO

Il regolamento del fondo immobiliare è redatto dalla SGR e costituisce il documento in cui si esplicita il mandato dei sottoscrittori nei confronti della SGR. Per la sua redazione la SGR deve ispirarsi a dei principi stabiliti in via generale dal legislatore (il principio di chiarezza, completezza, sintesi e coerenza).

Il regolamento si compone di tre parti:

- la scheda identificativa;
- le caratteristiche del prodotto;
- le modalità di funzionamento.

La scheda identificativa contiene gli elementi essenziali che forniscono al sottoscrittore i riferimenti principali riguardo al fondo ed alla SGR che promuove, istituisce e gestisce il fondo immobiliare. In particolare, la prima parte indica:

- la denominazione e la tipologia del fondo;
- la durata del fondo; la SGR;
- la banca depositaria;
- la periodicità di calcolo del valore della quota.

Se la SGR promotrice si limita alla promozione ed istituzione del fondo occorre specificarlo, indicando la SGR che si occuperà dell'attività di gestione.

La parte relativa alle caratteristiche del fondo definisce lo scopo del fondo, il tipo di beni oggetto di investimento, nonché le politiche di investimento. Indica, inoltre, se il fondo intende compiere operazioni con i soci della società di gestione o con soggetti appartenenti al gruppo rilevante (operazioni in conflitto di interessi).

Nella parte riguardante le "modalità di funzionamento" del fondo sono riportate tutte le informazioni sulle modalità di partecipazione, nonché i termini e le modalità di emissione e rimborso delle quote. In particolare, va indicata l'eventuale previsione di riaperture delle sottoscrizioni delle quote. Se la SGR che ha istituito e promosso il fondo immobiliare affida la gestione ad un'altra SGR, questa parte del regolamento deve contenere due distinte sezioni, una per ogni SGR. Il regolamento individua in tal modo le funzioni attribuite a ciascuno dei due soggetti e deve menzionare la responsabilità in solido nei confronti dei partecipanti.

Nel caso dei fondi immobiliari ad apporto in questa parte del regolamento vanno specificate anche le modalità con le quali gli investitori possono sottoscrivere le quote del fondo.

IL PROSPETTO D'OFFERTA/DI QUOTAZIONE

La disciplina dell'offerta al pubblico è disciplinata dagli articoli 93 e seguenti del TUF. In particolare, ai sensi dell'art 94, comma 1, del TUF, qualsiasi attività di offerta al pubblico risparmio è subordinata alla redazione e alla pubblicazione di un prospetto informativo.

La disciplina che figura nel TUF distingue due regimi differenziati:

- il primo, rappresentato dalle offerte al pubblico di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti (e quindi applicabile ai fondi chiusi immobiliari retail);
- il secondo, rappresentato dalle offerte al pubblico di quote o azioni di OICR aperti.

I principi di fondo che caratterizzano le due tipologie di operazioni sono comunque analoghi e la differenziazione di disciplina riguarda i profili più applicativi.

La finalità della disciplina dell'offerta al pubblico consiste nell'assicurare agli investitori una tutela sotto il profilo essenzialmente della trasparenza che, per qualità e quantità, possa considerarsi adeguata al fine della formulazione di un giudizio "fondato" sull'investimento.

A tal fine, sempre ai sensi dell'art 94, comma 1, del TUF, coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob.

La natura del controllo da parte dell'Autorità amministrativa riguarda essenzialmente

il profilo della completezza, intesa principalmente come conformità agli schemi di prospetto (nel caso di fondi immobiliari di emanazione comunitaria) nonché della coerenza e della comprensibilità delle informazioni fornite al mercato.

La disciplina dell'offerta al pubblico assume rilevanza anche in relazione alla fase di ammissione a quotazione in mercati regolamentati delle quote del fondo. In particolare, l'art. 113, comma 1 del TUF, nel rinviare al suddetto art. 94 (disciplina dell'offerta), prevede che prima della data stabilita per l'inizio delle negoziazioni degli strumenti finanziari comunitari (compreso quindi i fondi immobiliari) in un mercato regolamentato l'emittente o la persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni pubblica un prospetto di quotazione.

Con particolare riferimento ai fondi immobiliari *retail* ordinari, appare opportuno ricordare che l'art. 5 del regolamento ministeriale prevede che la richiesta di ammissione a quotazione (obbligatoria per i fondi chiusi il cui ammontare minimo della sottoscrizione sia inferiore a venticinquemila euro) deve essere effettuata dalla SGR entro ventiquattro mesi dalla chiusura dell'offerta.

Pertanto, in tal caso le operazioni di raccolta del risparmio sul mercato (tramite la pubblicazione di un prospetto informativo) e di successiva quotazione (tramite la pubblicazione di un prospetto di quotazione) sono consecutive e strettamente legate dal punto di vista temporale.

Il prospetto di offerta/quotazione, disciplinato dall'Allegato 1B, schema 5 al regolamento Emittenti (peraltro in corso di consultazione), si compone delle seguenti parti:

- Indice;
- Nota di sintesi;
- Fattori di rischio;
- Informazioni relative all'investimento:
    a) Parte I – Caratteristiche del fondo/comparto, modalità di partecipazione e soggetti partecipanti all'operazione.
    b) Parte II – Informazioni specifiche sull'offerta [e/o sull'ammissione alle negoziazioni], composizione del patrimonio, dati storici di andamento e costi effettivi del fondo/comparto.

L'ASSEMBLEA DEI SOTTOSCRITTORI

L'assemblea dei sottoscrittori (definita anche "assemblea dei partecipanti") accentra un insieme di competenze determinanti per l'andamento ed il funzionamento del fondo immobiliare. È composta dall'insieme dei titolari delle quote del fondo che nominano un Presidente all'interno di questo organo.

Il regolamento del fondo individua le materie sulle quali i partecipanti dei fondi chiusi si riuniscono in assemblea per adottare deliberazioni vincolanti per la società di gestione del risparmio.

L'assemblea dei sottoscrittori delibera in ogni caso sulla sostituzione della società di gestione del risparmio, sulla richiesta di ammissione a quotazione ove non prevista e sulle modifiche delle politiche di gestione.

L'assemblea è convocata dal consiglio di amministrazione della società di gestione del risparmio anche su richiesta del partecipanti che rappresentino almeno il 10 per cento del valore delle quote in circolazione e le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole del 50 per cento più una quota degli intervenuti all'assemblea.

Il quorum deliberativo non potrà in ogni caso essere inferiore al 30 per cento del valore di tutte le quote in circolazione.

Le deliberazioni dell'assemblea sono trasmesse alla Banca d'Italia per l'approvazione. Esse si intendono approvate quando il diniego non sia stato adottato entro quattro mesi dalla trasmissione.

L'ADVISORY COMMITTEE (O COMITATO CONSULTIVO)

Il regolamento del fondo immobiliare può, eventualmente, prevedere l'istituzione di un advisory committee (o comitato consultivo) di cui la SGR può avvalersi nell'espletamento delle attività di investimento.

I membri dell'advisory committe sono generalmente eletti dall'assemblea dei sottoscrittori.

Essi possono essere sia partecipanti al fondo sia soggetti esterni, aventi comprovata esperienza in ambito immobiliare.

Quest'organo si riunisce per autoconvocazione e le sue deliberazioni sono solitamente adottate con il voto favorevole di almeno la metà più uno dei membri.

L'advisory committee è responsabile, assieme all'assemblea dei partecipanti, della corporate goverance del fondo.

In particolare esprime pareri in merito a particolari operazioni, quali ad esempio l'acquisizione o la dismissione di ingenti patrimoni, operazioni in conflitto di interessi, modifiche regolamentari proposte dall'assemblea o dal consiglio di amministrazione della SGR.

L'*advisory committee* può esprimere altresì pareri consultivi/vincolanti sul *business plan*[20] del fondo nonché sull'opportunità o meno di operazioni di investimento/disinvestimento in conflitto di interessi.

Solo in alcuni casi previsti dal regolamento i pareri dell'advisory committe possono assumere una valenza vincolante. In sostanza il comitato consultivo rappresenta una specie di "contraltare decisionale" alla SGR, giacché dotato di un potere di veto sulla SGR.

Si noti, infine, che l'operato dell'advisory committee non comporta in alcun modo l'esonero della SGR dalla propria responsabilità.

Il carattere vincolante di alcuni pareri potrebbero configurare una sorta di abuso dell'attività gestoria riservata esclusivamente alle SGR. In sede di redazione del regolamento si dovrebbe, pertanto, prestare attenzione alle tematiche su cui il comitato consultivo può dare un parere vincolante.

LE AUTORITÀ DI CONTROLLO

Tra i soggetti esterni più importanti vi sono la Banca d'Italia e la Consob che rappresentano, tra l'altro, le autorità di controllo in materia di gestione collettiva del risparmio. Entrambe gli Istituti esercitano un potere di vigilanza nei confronti delle SGR/OICR.

LA BANCA D'ITALIA

La Banca d'Italia approva il regolamento del fondo ed autorizza, sentita la Consob, la costituzione delle SGR. Il controllo della Banca d'Italia sulle SGR si esplica attraverso

[20] In particolare, ai sensi dell'art. 67 del regolamento Intermediari è stabilito che: Le società di gestione del risparmio, per ciascun fondo chiuso retail: a) definiscono e aggiornano un piano previsionale patrimoniale, economico e finanziario, coerente con la durata del fondo e con le condizioni di mercato (c.d. business plan); b) ricercano e selezionano le possibili operazioni coerentemente con il piano di cui alla lettera a); c) valutano le operazioni selezionate in considerazione delle opportunità e dei rischi complessivi da esse derivanti; d) effettuano le attività di due diligence eventualmente connesse alle operazioni prima di disporne l'esecuzione; e) monitorano l'andamento della gestione del fondo rispetto al piano di cui alla lettera a). 2. Le società di gestione del risparmio conservano, per ciascun fondo chiuso gestito, la documentazione inerente alle attività svolte in base al comma 1.

la vigilanza regolamentare, informativa ed ispettiva.

In particolare, la Banca d'Italia è "competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione" con il "potere di richiedere alla SGR del fondo immobiliare, per le materie di propria competenza, la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti". Può altresì "effettuare ispezioni presso la SGR con facoltà di richiedere l'esibizione dei documenti. Le ispezioni sono volte ad accertare che l'attività dell'ente vigilato risponda a criteri di sana e prudente gestione.

Nell'espletamento delle sue attività di vigilanza la Banca d'Italia emana degli atti (i Provvedimenti), con cui organizza la propria attività e definisce gli obblighi a carico della SGR.

LA CONSOB

La Consob esercita gli stessi poteri di vigilanza spettanti alla Banca d'Italia (regolamentare, informativa ed ispettiva), ma diversamente dalla Banca d'Italia, è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti delle SGR.

L'attività legislativa della Consob si concretizza nell'emanazione di regolamenti (i Regolamenti Consob), atti per mezzo dei quali disciplina l'insieme dei comportamenti (obblighi informativi, procedure da seguire nell'espletamento del servizio di gestione nonchè per la gestione dei conflitto d'interesse, ecc.) che la SGR deve assumere nei confronti del mercato e delle Autorità stesse.

Si noti infine che le attività dei due organi sono tra loro coordinate, informandosi costantemente sui provvedimenti assunti e sulle irregolarità rilevate nell'espletamento della loro attività.

LA BANCA DEPOSITARIA

La Banca depositaria è custode delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari del fondo. Accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, nonché la correttezza del calcolo del valore delle quote del fondo e verifica il rispetto del regolamento del fondo in tema di frazionamento del rischio.

Gli amministratori ed i sindaci della banca depositaria qualora riscontrino delle irregolarità nella gestione del fondo e/o nell'amministrazione della SGR devono darne tempestiva comunicazione alla Consob ed alla Banca d'Italia.

GLI ESPERTI INDIPENDENTI

La SGR nell'esercizio della propria attività gestoria, ed in particolare, nell'attività di valorizzazione degli asset si avvale degli esperti indipendenti; soggetti questi ultimi aventi i requisiti stabiliti dalla legge e nominati dal CdA della società.

Nella gestione dei fondi i valutatori provvedono ogni sei mesi a presentare alla SGR una relazione di stima del valore dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio del fondo, nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate.

Nella relazione vanno indicati la consistenza, la destinazione urbanistica, l'uso e la redditività dei beni immobili facenti parte del patrimonio del fondo, nonché di quelli posseduti dalle società immobiliari controllate dal fondo. La SGR, oltre a ciò, richiede agli esperti indipendenti un giudizio di congruità del valore di ogni bene immobile che intende vendere nella gestione del fondo.

Gli esperti indipendenti possono essere persone fisiche o giuridiche incaricate dalla SGR. Nei casi in cui gli esperti indipendenti siano delle persone giuridiche, la relazione deve essere sottoscritta da almeno uno degli amministratori, al fine di poter individuare una persona fisica responsabile.

Per un maggior approfondimento:

- del quadro normativo e delle funzioni svolte dagli esperti indipendenti si rinvia al successivo capitolo III;
- della prassi valutativa, riscontrata nel mercato di fondi immobiliari italiani nel periodo gennaio 06 – giugno 08, si rinvia, invece, al capitolo IV.

LA SOCIETÀ DI REVISIONE

Come per qualsiasi altra società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, anche nel caso di una SGR il controllo contabile è svolto da una società di revisione iscritta all'albo speciale tenuto dalla Consob.

In particolare, la società di revisione esprime, tramite una relazione, un giudizio sia sui documenti contabili della SGR (bilancio d'esercizio/consolidato) sia sui prospetti periodici degli OICR (rendiconti con cadenza annuale o infrannuale qualora il fondo/comparto procede alla distribuzione dei proventi e rendiconto di liquidazione).

Inoltre, ai sensi dell'art. 8 del TUF, comma 4, la società di revisione ha l'obbligo di comunicare senza indugio alla Banca d'Italia e alla Consob gli atti o i fatti, rilevati nello svolgimento dell'incarico, che possano:

- costituire una grave violazione delle norme disciplinanti l'attività delle società sottoposte a revisione ovvero che possano pregiudicare la continuità dell'impresa;
- comportare un giudizio negativo, un giudizio con rilievi o una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio sui bilanci o sui prospetti periodici degli OICR.

GLI ADVISOR ESTERNI, IL PROPERTY MANAGER, IL FACILITY MANAGER, IL PROJECT MANAGER, L'AGENCY MANGER

Gli advisor esterni, così come il property manager, il facility manager, il project manager, e l'agency manger sono soggetti che non trovano una specifica regolamentazione né nella normativa primaria del mercato finanziario né nelle relative disposizioni regolamentari di attuazione.

Tuttavia è prassi del settore che il CdA delle SGR decida di esternalizzare uno o più servizi a soggetti terzi.

Di seguito si sintetizzano le principali attività svolte dai suddetti operatori:

- gli *advisor* esterni forniscono generalmente servizi di consulenza in materia di *asset allocation* strategica del fondo, di studi di fattibilità (per esempio scorpori di patrimoni immobiliari), di operazioni di ristrutturazione di società immobiliari, ecc.;
- il property manager si occupa generalmente dell'amministrazione del portafoglio immobiliare di proprietà del fondo: gestisce i contratti di locazione (stesura contrattualistica, rinegoziazione e adeguamento canoni, rapporti con conduttori morosi); effettua le operazioni di fatturazione e gestisce gli incassi/pagamenti, effettua servizi di assistenza nella stipulazione delle polizze assicurative nonché gli adempimenti fiscali gravanti sull'immobile.
- il facility manager si occupa della gestione fisica degli immobili del fondo quale: manutenzione ordinaria e straordinaria, servizi di vigilanza, pianificazione e gestione degli spazi;
- il project manager, figura tipica nel caso di operazioni di sviluppo/ristrutturazione immobiliare (frequenti nel caso di fondi immobiliari speculativi e/o riservati), si occupa della progettazione e dello sviluppo delle diverse fasi dei progetti immobiliari;

- l'agency manger fornisce tipicamente un servizio di consulenza all'SGR nell'attività di *scouting* delle opportunità immobiliari (attività di investimento) nonché nell'attività di cessione di determinati asset del fondo (attività di disinvestimento).

Dall'analisi suddetta appare evidente che i servizi forniti da tali soggetti (in particolare l'attività di advisory esterna e l'agency) impattano in maniera non marginale sulla redditività dei fondi ed in alcuni casi potrebbero "svuotare" l'attività gestoria delle SGR. Pertanto l'intervento di tali soggetti nelle diverse fasi della gestione del fondo deve caratterizzarsi con funzioni essenzialmente di supporto alle SGR in quanto l'attività gestoria del fondo (decisioni in merito alle operazioni di investimento/disinvestimento, asset allocation strategica, due diligence del deal, ecc.) è di competenza esclusiva del CdA delle stesse.

III. GLI ESPERTI INDIPENDENTI

IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

Una delle figure chiave nell'attività di valutazione degli asset oggetto di investimento da parte dei fondi immobiliari è quella dell'esperto indipendente. L'art. 6 del TUF (al comma 1, lettera c, par. 5) assegna alla Banca d'Italia il compito di disciplinare, tra le altre cose, anche le regole applicabili agli OICR in merito ai "criteri e le modalità da adottare per la valutazione dei beni e dei valori in cui è investito il patrimonio e la periodicità della valutazione".

A tale riguardo, "per la valutazione di beni non negoziati in mercati regolamentati, la Banca d'Italia può prevedere il ricorso a esperti indipendenti e richiederne l'intervento anche in sede di acquisto e vendita dei beni da parte del gestore". Lo stesso TUF, al successivo art. 37 (secondo comma, lett. e) affida, invece, al Ministero del Tesoro (oggi dell'Economia e delle Finanze) il compito di determinare con proprio regolamento i requisiti e i compensi degli esperti indipendenti.

Ad oggi, l'unico caso rilevante di ricorso a esperti indipendenti previsto dalla Banca d'Italia è proprio quello relativo alla valutazione dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari non quotate in cui è investito il patrimonio di un fondo (Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, Titolo V, Capitolo 4, Sezione II, Paragrafo 2.4 e 2.5). Questa particolare figura, quindi, interviene solo e unicamente per i fondi che investono in questi beni e, naturalmente, assume un ruolo centrale nel caso dei fondi immobiliari.

Ne consegue che i requisiti dettati in via generale dal Titolo IV del Regolamento ministeriale sui fondi comuni con riferimento agli esperti indipendenti di qualsiasi tipo e natura, al momento attuale si applicano di fatto essenzialmente ai soggetti designati per la valutazione dei beni immobiliari. In particolare, l'art. 17 del Regolamento ministeriale stabilisce che:

- gli esperti indipendenti possono essere persone fisiche o giuridiche scelte dalla SGR;
- il CdA della SGR verifica nell'affidamento degli incarichi il possesso di alcuni requisiti, indicati dallo stesso Regolamento ministeriale;
- l'incarico di valutazione può riguardare l'intero patrimonio o anche singoli beni;
- le valutazioni devono risultare da apposita relazione sottoscritta da tutti gli esperti indipendenti incaricati, anche solo per la parte di rispettiva

competenza. Nell'ipotesi in cui gli esperti indipendenti siano persone giuridiche, la relazione deve essere sottoscritta da almeno uno degli amministratori che deve essere comunque in possesso dei requisiti richiesti.

Al riguardo, i principali requisiti indicati dal medesimo art. 17 sono i seguenti:

- gli esperti indipendenti devono essere iscritti ininterrottamente da almeno cinque anni in un albo professionale[21] la cui appartenenza comporta l'idoneità a effettuare valutazioni tecniche o economiche dei beni in cui è investito il fondo;
- i valutatori devono essere in possesso dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali delle SGR ai sensi dell'art. 13 del TUF;
- nell'ipotesi in cui gli esperti indipendenti siano persone giuridiche, non possono far parte del gruppo della SGR e devono possedere i seguenti requisiti aggiuntivi:
  a) nell'oggetto sociale deve essere espressamente prevista la valutazione dei beni oggetto dell'investimento del fondo (nel caso di beni immobiliari, dunque, la valutazione di questi);
  b) devono avere ma struttura organizzativa adeguata all'incarico che intendono assumere.

In termini schematici, dunque, i requisiti richiesti sono di professionalità, onorabilità e indipendenza.

Anzi, proprio a salvaguardia dell'indipendenza di questi soggetti e della credibilità del meccanismo, il Regolamento ministeriale prevede che l'esperto indipendente debba astenersi dalla valutazione in caso di conflitto di interessi sui beni da valutare, dandone tempestiva comunicazione alla SGR.

Sempre a salvaguardia di questo fondamentale principio, l'incarico di esperto indipendente non può essere conferito a soggetti che:

- siano soci, amministratori o sindaci della SGR che conferisce il mandato o di altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi o dalla SGR, ovvero lo siano stati nel triennio antecedente al conferimento del mandato;

---

[21] Contrariamente a quanto accade in molti paesi europei, in Italia non esiste un albo dei valutatori e conseguentemente non è presente una categoria professionale specificamente autorizzata a svolgere le valutazioni immobiliari. L'attività valutativa può essere svolta da numerosi professionisti appartenenti a loro volta a categorie professionali diverse (architetti, ingegneri, geometri, periti, dottori commercialisti, agronomi).

- siano legati alla SGR che conferisce l'incarico o ad altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi o dalla SGR, da rapporti di lavoro subordinato o autonomo, ovvero lo siano stati nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico;
- siano parenti o affini entro il quarto grado dei soci, degli amministratori, dei sindaci o dei direttori generali della SGR che conferisce l'incarico o di altre società o enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi o dalla SGR;
- si trovino in una situazione che può compromettere comunque l'indipendenza nei confronti della SGR che conferisce l'incarico.

Ancora con riferimento all'indipendenza dei valutatori, è previsto, infine, che "nel caso di sopravvenienza di una di tali situazioni nel corso dell'incarico, l'interessato è tenuto a darne immediata comunicazione alla SGR, che provvede entro trenta giorni dalla comunicazione stessa alla revoca dell'incarico e alla sostituzione dell'esperto, dandone contestuale comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob".

Peraltro, ai sensi del Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, Titolo V, Capitolo 4, Sezione II, Paragrafo 4, nota 10 "la SGR comunica tempestivamente alla Banca d'Italia i nominativi degli esperti indipendenti designati nonché la revoca dell'incarico e la sostituzione degli stessi".

L'importanza del requisito di indipendenza per gli esperti valutatori nasce dalla circostanza che l'incarico viene loro conferito dalla SGR che gestisce il fondo mentre la sua esecuzione è a tutela dei sottoscrittori del medesimo. Una tutela che riguarda, evidentemente, gli stessi comportamenti della SGR la quale potrebbe essere per molti aspetti interessata a evidenziare prospettive di plusvalenza maggiori di quelle effettive o addirittura di nascondere potenziali minusvalenze. Il conflitto di interesse tra SGR e sottoscrittore è ancora più eclatante nel caso di fondi immobiliari che prevedono operazioni con i soci della società o altre società del gruppo, dato che in queste circostanze l'interesse delle controparti del fondo a realizzare il maggior valore confligge con quello del fondo stesso di acquistare al valore più basso possibile.

In perfetta coerenza con queste considerazioni, il Regolamento ministeriale disciplina anche un aspetto che normalmente rientra tra gli ambiti più propriamente commerciali, lasciati alla libera determinazione delle parti: quello dei compensi.

L'art. 18, infatti, chiarisce che "il costo complessivo dei compensi dovuti per le attività di valutazione (...) è a carico del fondo e deve essere commisurato all'impegno e alla professionalità richiesta per lo svolgimento dell'incarico, avendo presente la

natura, l'entità e l'ubicazione territoriale dei beni oggetto di valutazione e dell'eventuale esistenza di un mercato attivo. Tenuto contro delle caratteristiche dell'incarico, i compensi possono derogare ai limiti minimi stabiliti dalle tariffe professionali degli esperti indipendenti".

Anche se si tratta solo di principi di massima, con i limiti di efficacia che nella operatività quotidiana questo comporta, siamo comunque di fronte a elementi importanti. L'imputabilità al fondo, ad esempio, chiarisce che l'incarico viene svolto nell'interesse del medesimo e non della SGR che lo conferisce (si tratta peraltro di un chiarimento inutile ad altri fini, dato che tecnicamente i costi di valutazione dei beni non potrebbero essere attribuiti, altro che alla proprietà, cioè al fondo).

La stessa Banca d'Italia include in effetti, tra le spese che possono essere poste a carico di un fondo, il compenso spettante agli esperti indipendenti (Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, Titolo V, Capitolo 1, Sezione II, Paragrafo 3.3).

Più delicato è invece il secondo aspetto, riferito all'entità dei compensi. Se infatti è indubbio che spesso i minimi delle tariffe professionali sono inadeguati a remunerare incarichi più complessi e impegnativi rispetto alle prestazioni "minime" della professione, è altresì logicamente incontrovertibile che lasciare alla SGR l'assoluta libertà di determinare il compenso pagato dal fondo a beneficio dell'esperto indipendente significa anche lasciarle un potere che può entrare in contraddizione con l'indipendenza dell'esperto.

Proprio alla luce di questa considerazione, del resto, il Regolamento ministeriale ha previsto, che "per le valutazioni iniziali dei beni immobili apportati ai fondi previsti dall'art. 14-bis della legge 25 gennaio 1994, n. 86, il costo dei compensi non può superare lo 0,6 per mille del minor valore tra quello attribuito dal conferente e quello risultante dalla valutazione".

Purtroppo tale limite si applica esclusivamente ai compensi spettanti all'esperto indipendente nel caso delle valutazioni iniziali dei fondi immobiliari ad apporto pubblico. Il limite, peraltro, riguarda soltanto "le valutazioni iniziali dei beni immobili apportati" e non anche le attività eventualmente strumentali a questa valutazione (come la *due diligence* preliminare), per cui tale disposizione potrebbe facilmente essere elusa.

Allo scopo di rimarcare ulteriormente il ruolo particolarmente delicato affidato agli esperti indipendenti, il Regolamento ministeriale richiama implicitamente il trattamento riservato alle società di revisione che certificano i bilanci, prevedendo che l'incarico di valutazione "non può avere durata superiore a un triennio ed è

rinnovabile una sola volta".

Il significato di questa disposizione è, evidentemente, quello di evitare un'eccessiva collusione tra la SGR e l'esperto indipendente per mezzo di un rapporto sostanzialmente permanente di collaborazione.

L'interpretazione di questa disposizione, per analogia con quanto è del resto ragionevolmente praticato in materia di revisione societaria, è che gli incarichi all'esperto indipendente non possano essere rinnovati di anno in anno, non possono essere sottoposti a condizioni sospensive e non possono essere incompleti in relazione a elementi fondamentali del contratto (ad esempio la definizione del compenso per tutto il periodo di contratto).

La durata, anche inferiore al triennio, deve essere stabilita con chiarezza da subito e la possibilità di rinnovare l'incarico si ha una sola volta[22].

L'esperto indipendente risponde del proprio comportamento in sede civile e penale, qualora ricorrano gli estremi. Non solo, quindi, per atti fraudolenti, ma anche colposi o, semplicemente, per errori nello svolgimento della propria attività. Solitamente, le società specializzate in questa attività forniscono una garanzia a supporto della propria prestazione, di importo variabile a seconda dei casi. L'obbligo di fornire una garanzia non è invece previsto dalla legge. Originariamente, in realtà, il Regolamento ministeriale aveva previsto l'obbligo di fornire "un'idonea garanzia bancaria o assicurativa almeno per un importo complessivo pari al 20% del valore attribuito ai beni immobili oggetto della valutazione". Questa disposizione, tuttavia, si era dimostrata impraticabile per operazioni di rilevante importo, data la rilevanza esorbitante della garanzia e i costi proibitivi che ne sarebbero conseguiti.

I1 problema era emerso in relazione al lancio di primi fondi immobiliari ad apporto pubblico proprio a causa dell'impossibilità di conferire l'incarico di valutazione. Per questo motivo questa specifica disposizione è stata abolita dal decreto del ministero del Tesoro 22 maggio 2000, n. 180.

Più tecnica è la disciplina dettata dalla Banca d'Italia con il Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, Titolo V, Capitolo 4, Sezione II, Paragrafo 4, che fissa sostanzialmente compiti e funzioni degli esperti

---

[22] Dalla lettura del Regolamento ministeriale si ricava che il rinnovo dell'incarico non deve necessariamente essere di durata uguale a quello iniziale. Per cui se il primo incarico ha una durata inferiore a tre anni, il rinnovo potrebbe anche essere triennale o viceversa. Tuttavia, lo spirito della disposizione è proprio quello di evitare che vi siano comportamenti tali da condizionare l'indipendenza dell'esperto indipendente, per esempio sottoponendo la durata del suo eventuale rinnovo a una sorta di periodo di prova o, peggio, rinnovando i1 mandato di anno in anno.

indipendenti prevedendo che:

- gli esperti indipendenti provvedono entro 30 giorni dalla data di riferimento della valutazione del patrimonio del fondo, a presentare alla SGR una relazione di stima del valore dei suddetti cespiti nella quale vanno indicati la consistenza, la destinazione urbanistica, l'uso e la redditività dei beni immobili facenti parte del patrimonio del fondo nonché di quelli posseduti dalle società immobiliari controllate dal fondo;
- nell'indicazione della redditività gli esperti devono tenere conto di eventuali elementi straordinari che la determinano, dei soggetti che conducono le unità immobiliari, delle eventuali garanzie per i redditi immobiliari, del loro tipo e della loro durata, nonché dei soggetti che le hanno rilasciate;
- per gli immobili non produttivi di reddito, gli esperti devono indicare la redditività ordinariamente desumibile da quella di immobili similari per caratteristiche e destinazione.

In pratica, poiché i fondi immobiliari sono tenuti a effettuare la valorizzazione della quota almeno ogni sei mesi, solitamente a giugno e a dicembre, l'esperto indipendente deve presentare la propria relazione di stima entro la fine del mese successivo al termine del semestre, solitamente luglio e gennaio.

C'è da chiedersi, a questo punto, se la relazione di stima dell'esperto indipendente sia vincolante per la SGR. A ben vedere, la valorizzazione della quota è e resta una responsabilità specifica della società di gestione, come del resto la gestione del fondo e la decisione di procedere o meno, e a quali condizioni, alle operazioni di compravendita. Per questo motivo la SGR può, sotto la propria responsabilità, discostarsi dalla relazione di stima dell'esperto indipendente. La Banca d'Italia prevede in proposito che qualora la SGR intenda effettivamente discostarsi dalle stime effettuate dagli esperti "ne comunica le ragioni agli esperti stessi nonché alla Banca d'Italia, allegando copia della relazione da essi redatta".

È bene sottolineare che la valutazione di un esperto indipendente è richiesta in casi circostanziati dalla disciplina attuale, al di fuori dei quali diventa facoltativa sulla base di considerazioni di mera opportunità. Più precisamente, la valutazione di un esperto indipendente è obbligatoria nei seguenti casi:

- conferimento di beni a fondi ad apporto pubblico ex art. 14 bis della legge 86/1994, in relazione ai complesso dei beni conferiti;
- conferimento di beni a fondi ad apporto privato ex art. 12-bis del Regolamento ministeriale, in relazione al complesso dei beni conferiti;

- per qualsiasi fondo immobiliare, in occasione della valorizzazione semestrale della quota (rendiconto annuale e relazione semestrale);
- acquisto o vendita di beni immobili in conflitto di interesse (art. 12-bis del Regolamento ministeriale).

La valutazione dell'esperto indipendente non è invece obbligatoria nel caso di acquisto di beni immobili con modalità diverse dal conferimento e in assenza di conflitti di interesse, anche se per prassi generalmente le SGR richiedono comunque tali valutazioni.

La valutazione non è obbligatoria neanche in caso di vendita dei beni in assenza di conflitto di interesse, benché in questo caso la SGR deve richiedere agli esperti indipendenti, ai sensi della normativa tecnica dettata da Banca d'Italia, "un giudizio di congruità del valore di ogni bene immobile". Il giudizio di congruità deve peraltro essere corredato da una relazione analitica contenente i criteri seguiti e la loro rispondenza a quelli previsti dalle disposizioni della stessa Banca d'Italia. Per concludere, la funzione di tutela dell'esperto indipendente non potrebbe essere svolta adeguatamente se non ci fosse anche un obbligo di pubblicità delle sue valutazioni. Al riguardo, l'art. 3 del Regolamento ministeriale sui fondi comuni stabilisce che il regolamento del fondo deve prevedere, tra le altre cose, le forme di pubblicità, anche per estratto, delle relazioni di stima, in conformità con i principi stabiliti dalla Consob in materia di informativa per le operazioni di sollecitazione all'investimento.

Nel Regolamento del fondo devono anche essere indicate le competenze professionali richieste agli esperti indipendenti cui è demandata la valutazione dei beni medesimi, in relazione alla tipologia di immobili che formano oggetto di investimento del fondo

Né il Regolamento ministeriale né il Regolamento della Banca d'Italia del 2005 fanno esplicito divieto di conferire all'esperto indipendente anche altri incarichi, ad esempio di consulenza, agenzia, due diligence.

Mentre però l'eventuale mandato di due diligence preliminare alla valutazione è funzionale all'attività di stima del valore degli immobili, eventuali altri incarichi di fatto potrebbero compromettere l'indipendenza del valutatore.

PROVVEDIMENTO DELLA BANCA D'ITALIA DEL 14 APRILE 2005: CRITERI E MODALITÀ DI VALUTAZIONE DEI BENI IN CUI È INVESTITO IL PATRIMONIO DEL FONDO

Il Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 (di seguito il Provvedimento) prevede, tra l'altro, in materia di valutazione degli asset immobiliari specifiche

disposizioni sui criteri da applicare suddividendole in funzione della tipologia degli asset oggetto di valutazione, quali:

- beni immobili;
- partecipazioni di fondi chiusi in società non quotate, ed in particolare:
  - criterio generale di valutazione;
  - partecipazioni in imprese non immobiliari;
  - partecipazioni non di controllo in società immobiliari;
  - partecipazioni di controllo in società immobiliari;
  - disposizioni comuni.

Di seguito verranno pertanto analizzati nel dettaglio i criteri da utilizzare nella valutazione degli asset suddetti.

BENI IMMOBILI

Il provvedimento dispone che ciascun bene immobile detenuto dal fondo è oggetto di singola valutazione. Più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria.

Il valore corrente degli immobili è determinato in base alle loro caratteristiche intrinseche[23] ed estrinseche[24] e tenendo conto della loro redditività.

Per valore corrente di un immobile si intende il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali, cioè tali che:

- il venditore non sia indotto da circostanze attinenti alla sua situazione economico-finanziaria a dover necessariamente realizzare l'operazione;
- siano state espletate nel tempo ordinariamente richiesto le pratiche per commercializzare l'immobile, condurre le trattative e definire le condizioni

[23] Sono caratteristiche di tipo intrinseco quelle attinenti alla materialità del bene, quali: qualità della costruzione, stato di conservazione, ubicazione, ecc..

[24] Sono caratteristiche di tipo estrinseco quelle rivenienti da fattori esterni rispetto al bene, quali ad esempio: la possibilità di destinazioni alternative rispetto a quella attuale (il riferimento a destinazioni del cespite diverse da quella attuale può essere effettuato solo ove le caratteristiche dell'immobile oggettivamente valutate lo consentano), vincoli di varia natura e altri fattori esterni di tipo giuridico ed economico, quali ad esempio l'andamento attuale e prospettico del mercato immobiliare nel luogo di ubicazione dell'immobile.

del contratto;

- i termini dell'operazione riflettano le condizioni esistenti nel mercato immobiliare del luogo in cui il cespite è ubicato al momento della valutazione;
- l'acquirente non abbia per l'operazione uno specifico interesse legato a fattori non economicamente rilevanti per il mercato.

Il provvedimento precisa peraltro che il valore corrente dell'immobile è determinato al netto delle imposte di trasferimento della proprietà del bene.

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

- con il "metodo di mercato/del confronto diretto", ove siano disponibili i prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) e applicando le rettifiche ritenute adeguate[25];
- facendo ricorso a "metodologie di tipo reddituale" che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti[26] futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite alla fine del periodo di locazione[27] e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa con un tasso che tenga conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine cui si applica una componente rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;
- sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso (c.d. criterio del "costo di ricostruzione") . Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno.

---

[25] A titolo esemplificativo in relazione: alla data della vendita, alle caratteristiche morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente.

[26] Il reddito netto è dato dalla differenza su base annua tra il ricavo della locazione e i costi a carico della proprietà (amministrazione, assicurazione, imposte, ecc.).

[27] Attraverso la capitalizzazione diretta, ad un tasso dedotto dal mercato, del reddito netto alla fine del periodo di locazione.

Per gli immobili in corso di costruzione, il valore corrente può essere determinato tenendo anche conto del valore corrente dell'area e dei costi sostenuti fino alla data della valutazione ovvero del valore corrente dell'immobile finito al netto delle spese che si dovranno sostenere per il completamento della costruzione (c.d. costo di trasformazione).

Infine, con riferimento alla determinazione del valore corrente dei diritti reali immobiliari il provvedimento precisa che, per quanto compatibili, si applicano i criteri suddetti.

PARTECIPAZIONI DI FONDI CHIUSI IN SOCIETÀ NON QUOTATE

Criterio generale di valutazione

Il provvedimento dispone che per partecipazione si intende la detenzione con finalità di stabile investimento, da parte di un fondo comune chiuso, di titoli di capitale con diritto di voto nel capitale di società non quotate. Si ha in ogni caso partecipazione quando si detiene oltre il 20 per cento di titoli di capitale con diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria.

La valorizzazione delle partecipazioni in società non quotate, in mancanza di prezzi di riferimento espressi dal mercato, richiede procedimenti di stima legati a una molteplicità di elementi. Detti procedimenti influenzano in modo significativo la determinazione del valore del fondo.

Ne consegue che, nella valutazione delle attività in esame, deve essere posta ogni attenzione affinché il valore di dette attività rifletta le condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie delle imprese partecipate, anche in chiave prospettica, tenuto conto che trattasi di investimenti effettuati in una logica di medio-lungo periodo.

In generale, le partecipazioni in società non quotate sono valutate al costo di acquisto, fatto salvo quanto previsto nei paragrafi successivi.

Partecipazioni in imprese non immobiliari[28]

Trascorso un periodo che, di norma, non può essere inferiore a un anno dalla data dell'investimento, i titoli di imprese non quotate possono essere rivalutati sulla base dei criteri di seguito indicati:

---

[28] Sono comprese anche le partecipazioni in società immobiliari che svolgono prevalentemente attività di costruzione.

a) valore risultante da una o più transazioni - ivi compresi gli aumenti di capitale - successive all'ultima valutazione, sul titolo dell'impresa partecipata, a condizione che:

- l'acquisizione dei titoli sia effettuata da un terzo soggetto non legato, in modo diretto o indiretto, né all'impresa partecipata, né alla società di gestione del fondo;
- la transazione riguardi una quantità di titoli che sia significativa del capitale dell'impresa partecipata (comunque non inferiore al 2 per cento del medesimo);
- la transazione non interessi un pacchetto azionario tale da determinare una modifica degli equilibri proprietari dell'impresa partecipata;

b) valore derivante dall'applicazione di metodi di valutazione basati su indicatori di tipo economico-patrimoniale. Tali metodi prevedono, di norma, la rilevazione di determinate grandezze dell'impresa da valutare (es.: risultato operativo, utili prima o dopo le imposte, cash flow) ed il calcolo del valore della medesima attraverso l'attualizzazione di tali grandezze con un appropriato tasso di sconto. Le grandezze possono essere un dato storico ovvero la loro proiezione futura. L'applicazione di tali metodi è ammissibile, in generale, a condizione che:

- l'impresa valutata abbia chiuso per almeno tre esercizi consecutivi il bilancio in utile;
- le grandezze reddituali utilizzate siano depurate di tutte le componenti straordinarie e, se basate su dati storici, tengano conto del valore medio assunto da tali grandezze negli ultimi tre esercizi;
- il tasso di sconto o di attualizzazione utilizzato sia la risultante del rendimento delle attività finanziarie prive di rischio a medio-lungo termine e di una componente che esprima il maggior rischio connaturato agli investimenti della specie. Tale ultima componente va individuata tenendo conto del tipo di produzione dell'impresa, dell'andamento del settore economico di appartenenza e delle caratteristiche patrimoniali e finanziarie dell'impresa medesima;

c) è inoltre possibile, in presenza di imprese che producono rilevanti flussi di reddito, ricorrere a metodologie del tipo "price/earnings", ponendo però una particolare attenzione affinché il rapporto utilizzato sia desunto da un campione sufficientemente ampio di imprese simili a quella da valutare per tipo di produzione, caratteristiche economico-finanziarie, prospettive di sviluppo e posizionamento sul mercato.

Partecipazioni non di controllo in società immobiliari

Trascorso un periodo che, di norma, non può essere inferiore a un anno dall'acquisizione da parte del fondo, alle partecipazioni non di controllo in società non quotate la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili va attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo.

Al fine di tener conto nella valutazione della partecipata di ulteriori componenti economicamente rilevanti rivenienti, ad esempio, dalle caratteristiche della struttura organizzativa, da specifiche competenze professionali, ecc., il valore del patrimonio netto può essere rettificato, alla luce di un generale principio di prudenza, sulla base del valore risultante:

a) da transazioni riguardanti quantità di titoli significative rispetto alla partecipazione detenuta dal fondo e a condizione che tale trasferimento sia effettuato da un terzo soggetto non legato, in modo diretto o indiretto, né all'impresa partecipata né alla società di gestione del fondo;

b) dall'applicazione di metodi di valutazione basati su indicatori di tipo economico-finanziario.

Partecipazioni di controllo in società immobiliari

Alle partecipazioni di controllo in società non quotate la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili va attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo.

Il patrimonio netto è determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari risultanti dall'ultimo bilancio approvato i criteri di valutazione descritti nel paragrafo precedente "Beni immobili".

Le altre poste attive e passive del bilancio della partecipata non sono di norma oggetto di nuova valutazione. Le eventuali rivalutazioni o svalutazioni dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari determinano, rispettivamente, un aumento o una diminuzione del patrimonio netto contabile della partecipata medesima, tenendo anche conto dei possibili effetti fiscali. Sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento del bilancio ed il momento della valutazione.

Disposizioni comuni

In tutti i casi descritti nel presente paragrafo, ad eccezione delle *Partecipazioni di controllo in società immobiliari*, il provvedimento della Banca d'Italia prevede che le

caratteristiche degli elementi di tipo reddituale utilizzati ai fini dell'eventuale rivalutazione della partecipazione (grandezze utilizzate, tassi di attualizzazione e di rendimento considerati, orizzonte temporale adottato, ipotesi formulate sulla redditività dell'impresa valutata, rapporto "price/earnings" utilizzato, ecc.) e la metodologia seguita dovranno essere sottoposte a verifica almeno semestralmente e illustrate in dettaglio per ciascun cespite nella relazione semestrale e nel rendiconto del fondo. Inoltre, ove attraverso l'adozione dei metodi in questione si pervenga a risultati che si discostano in maniera significativa dal valore corrispondente alla frazione di patrimonio netto della partecipata di pertinenza del fondo, tale differenza deve essere opportunamente motivata.

Per tenere conto delle caratteristiche di scarsa liquidità e di rischio degli investimenti in società non quotate, alle rivalutazioni risultanti dall'utilizzo dei metodi sopra descritti dovrà essere, di norma, applicato un idoneo fattore di sconto almeno pari al 25 per cento.

Le partecipazioni in società non quotate devono essere oggetto di svalutazione in caso di deterioramento della situazione economica, patrimoniale o finanziaria dell'impresa ovvero di eventi che del pari possano stabilmente influire sulle prospettive dell'impresa medesima e sul presumibile valore di realizzo dei relativi titoli (es.: difficoltà a raggiungere gli obiettivi di sviluppo prefissati, problemi interni al management o alla proprietà). Il provvedimento precisa altresì che si provvede alla svalutazione in presenza di riduzioni del patrimonio netto delle partecipate.

I PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE DEGLI ASSET IMMOBILIARI

I beni immobiliari rappresentano un'ampia porzione della ricchezza complessiva, sono un mezzo di produzione e di consumo, nonché un bene di investimento: per il normale svolgimento delle attività produttive, di consumo e investimento diviene necessario conoscere il valore delle proprietà immobiliari, anche in momenti in cui non è oggetto di scambio.

Diversamente dai titoli mobiliari ogni immobile è, infatti, unico, quindi non esiste un equivalente scambiato in un mercato regolamentato del quale si conosce con certezza il prezzo di negoziazione effettivo. A tale scopo si ricorrere ad un processo di valutazione che, partendo da un quesito estimativo, perviene alla determinazione del valore attribuibile ad un bene immobiliare. Tale processo si articola nelle seguenti fasi:

- definizione della finalità della valutazione;

- individuazione di criteri valutativi appropriati;
- applicazione della metodologia di valutazione e stima del valore;
- verifica dei risultati.

Il punto di arrivo dell'attività di valutazione è la stima del valore di un bene: in senso lato il termine valutazione incorpora un giudizio di equivalenza tra un bene (oggetto di stima) ed una quantità di moneta (unità di misura), date certe condizioni ed in un certo intervallo temporale.

Valutare un bene significa quindi esprimerne il valore mediante una quantità di moneta: per tale ragione si comprende facilmente perché la scelta della definizione stessa di valore assume primaria importanza.

L'attività di valutazione è pertanto finalizzata alla determinazione del valore di mercato del bene[29], ossia: "il valore stimato alla data della valutazione per cui una proprietà dovrebbe trasferirsi da un venditore realmente intenzionato ad alienare il bene a un acquirente realmente intenzionato ad acquistare il bene, in una transazione incondizionata, dopo un adeguato periodo di commercializzazione del bene, ed in cui le parti hanno agito ognuna con conoscenza, prudenza e senza costrizioni"[30]. L'utilizzo del valore di mercato impone quindi la presenza di alcuni presupposti:

- un mercato competitivo ed aperto;
- il verificarsi delle condizioni di vendita regolarmente richieste;
- prudenza da parte del venditore e del compratore;
- diffusione e conoscenza di tutte le informazioni disponibili;
- assenza di incentivi o vincoli.

Teoria e prassi concordano nell'individuare tre diverse metodologie per valutare i beni immobili:

- criterio di mercato;
- criterio al costo di ricostruzione;
- criterio reddituale-finanziario.

---

[29] Esistono infatti numerose altre definizioni di valore, costruite secondo finalità diverse: valore di libro, valore di rimpiazzo, valore di liquidazione, valore assicurabile, valore ipotecabile, valore cauzionale, valore di investimento, valore di corrente utilizzo, valore di trasformazione. Le restanti definizioni in realtà possono facilmente essere ricondotte alla definizione principale di valore di mercato.

[30] Definizione adottata da RICS (Royal Institute of Chartered Surveyors) nel Red Book, manuale che definisce gli standard e le regole valutative nel mercato immobiliare britannico.

Le precedenti metodologie si basano su principi diversi e devono essere adottate in maniera congiunta quando la complessità del bene da valutare lo richiede. Per meglio comprendere quale criterio utilizzare in ognuna delle diverse situazioni, è opportuno effettuare un breve confronto tra i diversi criteri.

In particolare, nel **criterio di mercato** il valore di un bene è determinato sulla base dei prezzi riscontrabili per transazioni che possono definirsi comparabili. Alla base di tale metodologia vi è l'ipotesi secondo cui nessun acquirente razionale è disposto a pagare un prezzo superiore al costo di acquisto di beni simili e che presentino quindi lo stesso grado di utilità. Alla base di tale assunto vi sono i due principi fondamentali di sostituzione e di equilibrio tra domanda ed offerta:

- principio di sostituzione: il valore di un bene si riferisce al prezzo che dovrebbe essere pagato per un bene perfettamente identico;
- principio di equilibrio: il prezzo di un bene dipende direttamente dal mercato ed è quindi la sintesi del processo di negoziazione.

Per applicare tale criterio valutativo è necessario che vi sia stata una serie storica sufficientemente ampia di transazioni aventi per oggetto beni identici.

Per definizione, in senso strettamente teorico, non esistono beni immobiliari identici in quanto unici quanto meno per localizzazione. Tuttavia, dal punto di vista pratico, è possibile identificare la fungibilità del bene in riferimento alle caratteristiche principali che contribuiscono a determinarne l'attrattività.

Il prezzo di un bene è sempre una funzione dell'incontro tra domanda ed offerta e tenderà a muoversi in relazione all'andamento del mercato.

Per applicare efficacemente tale criterio occorre analizzare, valutare e verificare l'esistenza di beni sostituibili e analizzare i prezzi cui si concludono le transazioni, tenendo in considerazione gli elementi che agiscono su domanda e offerta.

Oggetto di misurazione diviene un'unità di misura, specifica per ogni diversa tipologia di immobile[31], che è estratta dal campione di *comparable* analizzato: il valore finale del bene è ottenuto dalla moltiplicazione del prezzo medio dell'unità di misura estratto per la quantità espressa dal bene da valutare. Dopo aver raccolto tutte le informazioni sul bene e sul mercato occorre verificare le differenze tra le informazioni che si sono ottenute ed il singolo bene da valutare: per tale ragione il criterio non è mai

[31] Ogni diversa tipologia di bene immobiliare ha la propria unità di misura: prezzo per mq. nel residenziale o terziario, per porta o affaccio per terminal commerciali o centri di distribuzione, per posto auto o posto barca, per poltrona per multisala, per camera di albergo, etc..

applicabile a beni che siano, per loro natura, effettivamente unici da ogni punto di vista.

Tale criterio funziona molto bene per quelle tipologie standardizzate e in cui prevale un mercato della proprietà rispetto ad un mercato dello spazio. In particolare, il mercato dei beni residenziali rappresenta[32] un mercato della proprietà in cui, per classi omogenee, si scambia la proprietà di beni relativamente simili tra loro[33]: in tale situazione diviene agevole estrarre il prezzo di vendita per metro quadrato.

Al contrario, non funziona in modo particolarmente efficace per i beni in cui prevale un mercato dello spazio, dove conseguentemente è difficile estrarre dei comparable relativi al prezzo dello spazio. In particolare, si pensi al mercato degli uffici in cui prevale sempre più la separazione tra proprietario ed utilizzatore e dove, conseguentemente, si genera un ampio mercato della locazione da cui si possono estrarre comparable per definire un canone annuale per metro quadrato di mercato.

Infine, tale criterio non può essere utilizzato per le tipologie in cui non esiste un mercato, né della proprietà né dello spazio, come nel caso di alcuni immobili speciali (es. stadi, ospedali, ponti, strade, ecc.).

Il criterio al **costo di ricostruzione** si basa sul principio secondo cui nessun acquirente razionale è disposto a pagare un prezzo superiore al prezzo di acquisto di un'area nella stessa localizzazione e ai successivi costi di realizzazione di un bene con caratteristiche di utilizzo comparabili a quello oggetto di valutazione, al netto della perdita di valore derivante dall'invecchiamento. Si basa quindi sulla misurazione di tre diversi elementi, quali: i) il valore dell'area di pertinenza dell'edificio, ii) i costi di costruzione di un edificio con caratteristiche simili e iii) i fattori di aggiustamento per considerare il deprezzamento derivante dal tempo e dall'usura. Fondamentale in questo criterio è anche il principio del massimo e migliore utilizzo (highest and best use), che prevede che il valore di un bene sia funzione del più probabile utilizzo che sia fisicamente possibile, finanziariamente fattibile, legalmente permesso e che offra la miglior redditività[34].

Tale criterio, semplice da applicare da un punto di vista teorico, presenta due principali criticità sul piano operativo. In primo luogo, infatti, occorre determinare il valore dell'area, per cui è necessario riferirsi ad altri criteri; in secondo luogo, il

---

[32] Specialmente in Italia dove vi è un'alta propensione delle famiglie a possedere l'abitazione in cui vivono.

[33] È relativamente agevole classificare i beni residenziali in classi omogenee secondo parametri qualitativi quali la qualità o lo stato d'uso.

[34] Ferrero C. (1996), "La valutazione immobiliare", EGEA, Milano.

deprezzamento, che rappresenta la perdita di valore economico derivante dall'obsolescenza della struttura e dal suo deterioramento fisico, difficilmente può essere misurato in maniera oggettiva. Tali limiti relegano il criterio al costo per la valutazione di quei beni per cui non esiste un mercato della proprietà (dove è preferibile il criterio di mercato) o dello spazio (dove è preferibile il criterio economico-finanziario), mentre è particolarmente adatto per gli immobili speciali.

Da ultimo, **il criterio economico-finanziario** si basa, oltre che sui principi di sostituzione e di equilibrio tra domanda ed offerta precedentemente enunciati, anche sul principio di anticipazione secondo cui un acquirente razionale non è disposto a pagare un prezzo superiore al valore attuale dei benefici economici che il bene immobile sarà in grado di produrre durante la sua vita utile.

Tale criterio, che sarà presentato in dettaglio nei paragrafi successivi, presuppone quindi l'individuazione di un beneficio economico (definibile come reddito o flusso di cassa) ed un fattore di correzione temporale funzione del rischio del precedente beneficio economico (tasso di capitalizzazione o di attualizzazione).

Il beneficio economico di un immobile è, principalmente, il canone di locazione che esso può generare al netto dei costi[35]: diviene fondamentale individuare la quantità di canone di locazione che il bene può generare anche attraverso l'analisi un campione di comparable nel mercato dello spazio. Occorre quindi analizzare le transazioni di spazio (anziché della proprietà, come nel caso del criterio di mercato) per definire la quantità di reddito rinvenibile. Conseguentemente il criterio economico-finanziario funziona bene per la valutazione degli immobili con le seguenti caratteristiche:

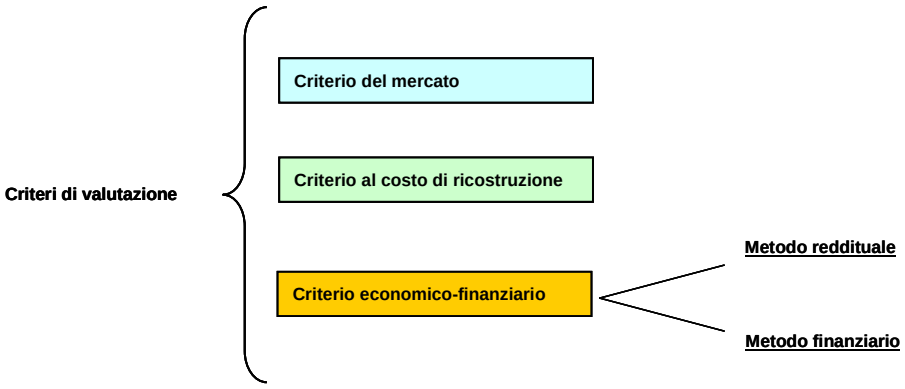
- il diritto di proprietà è scambiato con relativamente scarsa frequenza (es. centri commerciali, uffici, multisala);
- vi è un prevalente mercato dello spazio (separazione tra utilizzatore e proprietario);
- il valore del immobile non è necessariamente legato ad una unità fisica (es. metro quadrato), ma alla capacità dell'immobile di produrre reddito in maniera non strettamente legata alla sua dimensione (es. centro commerciale o multisala).

Il criterio economico-finanziario si va sempre più affermando nei mercati evoluti, in cui è in aumento la separazione tra proprietari (prevalentemente investitori

[35] Il principio economico rimane valido anche nel caso in cui l'utilizzatore sia anche proprietario del bene in quanto il beneficio economico è rappresentato dal costo alternativo dello spazio sul mercato o costo opportunità cui rinuncia utilizzando direttamente l'immobile.

istituzionali) ed utilizzatori: si crea quindi un mercato dello spazio molto consistente che consente di definire puntualmente la capacità di reddito degli immobili. In tale contesto il criterio al costo e di mercato presentano difficoltà (o impossibilità) di applicazione, superate invece dal criterio economico-finanziario.

Di seguito si riporta un grafico di sintesi dei principali metodi utilizzati per la valutazione degli asset immobiliari.



IL CRITERIO ECONOMICO - FINANZIARIO: PRINCIPI E METODOLOGIE

Il criterio di valutazione economico ricerca il valore di un immobile stimando quale sia la sua capacità di produrre benefici economici nell'orizzonte temporale considerato; la denominazione "economico" deriva appunto dall'utilizzo di metodologie e principi che sono applicabili e applicate a tutte le altre tipologie di investimento[36]. Esso si basa sul fondamentale assunto che un acquirente razionale non è disposto a pagare un prezzo superiore al valore attuale dei benefici che il bene sarà in grado di produrre. Tale principio di anticipazione, che si aggiunge a quelli di equilibrio e di sostituzione, su cui si fondano i criteri di mercato e al costo, implicitamente ipotizza anche che tale prezzo non potrà essere superiore al costo di acquisto di proprietà similari che presentino lo stesso grado di utilità.

Il criterio economico-finanziario permette di esprimere il valore di un bene in funzione dei medesimi fattori che determinano il valore di un qualsiasi asset: il reddito atteso ed il rischio associato al suo conseguimento. Secondo tale criterio, infatti, il

[36] Gli altri criteri introdotti nei paragrafi precedenti sono specifici al mercato immobiliare, mentre le metodologie proprie del criterio economico sono del tutto assimilabili a quelle utilizzate nella valutazione di azienda e di investimenti in qualsiasi asset class (azioni, obbligazioni o altri beni).

valore di un bene è funzione dei benefici economici futuri che sarà in grado di produrre nel corso della sua vita utile.

Prassi e teoria valutativa immobiliare dedicano una crescente attenzione al criterio economico-finanziario che ben si presta per le valutazioni immobiliari di beni che producono un flusso di reddito annuo (si pensi a income producing property come centri commerciali, alberghi, cinema, ecc.). Il prezzo dello spazio dipende da domanda ed offerta ed è possibile conoscerlo mediante analisi di mercato sui valori dei canoni annui di locazione recentemente ottenuti nei nuovi contratti di locazione (canone annuale in euro per metro quadrato).

Anche nel caso di un immobile scarsamente fungibile, dove la superficie non è il principale driver di valore, e destinato esclusivamente ad una specifica funzione, il valore dipende egualmente dalla possibilità di vendere lo spazio: quello che cambia è il metodo con cui si deve stimare il valore di tale spazio. Nel caso di un immobile non destinato ad una specifica funzione, si può semplicemente affermare che i benefici monetari futuri deriveranno dalla vendita dello spazio, ovvero dai canoni di locazione. Negli immobili a destinazione specifica (es. hotel o centro commerciale) è invece importante determinare il canone massimo sostenibile dall'attività economica[37] in essi operante e valutarne il valore.

Il criterio di valutazione economico-finanziario si articola in due differenti metodologie che si basano su diverse misure di reddito atteso, includendo diverse assunzioni riguardanti la relazione tra reddito e valore:

- metodologia reddituale (direct capitalization): è utilizzata per convertire la previsione del reddito atteso di un singolo anno in un'indicazione di valore mediante un passaggio diretto, che si sostanzia dividendo il reddito stimato per un appropriato tasso di capitalizzazione (un reddito e un tasso);

[37] Sul punto, peraltro, si ravvisano dei profili di criticità in recenti iniziative imprenditoriali (quali ad esempio i fondi immobiliari fotovoltaici). In tali situazioni, infatti, l'oggetto prioritario dell'investimento non è l'immobile (terreno o fabbricato) ma, piuttosto, l'impianto. A rilevare, quindi, è il complesso unitario dei beni (mobili e immobili) legati tra loro da un vincolo di interdipendenza e complementarietà per il conseguimento di uno specifico fine produttivo (produzione di energia). In termini di profilo di rischio-rendimento, l'andamento del mercato immobiliare non inciderebbe sul valore dei beni in portafoglio dei fondi (gli impianti). I fondi risentirebbero unicamente del rischio cd. locativo, connesso alla solvibilità del conduttore degli impianti in quanto unicamente connesso all'andamento del settore delle energie alternative. In tali fattispecie, l'investimento sembrerebbe meglio realizzarsi mediante lo strumento del fondo mobiliare di *private equity*, che consentirebbe l'acquisizione di partecipazioni societarie in imprese operanti nel settore delle energie rinnovabili.

- metodologia finanziaria (yield capitalization): è utilizzata per convertire tutti i flussi futuri in un valore presente, attualizzando ogni beneficio atteso per un appropriato tasso di attualizzazione (pluralità di flussi).

Pur essendo l'espressione di uno stesso criterio, notevoli sono le differenze metodologiche e diversi possono essere i risultati. In particolare, le differenze tra il metodo reddituale e quello finanziario sono riconducibili ai seguenti punti:

La definizione di beneficio economico che il bene è in grado di produrre:

- il metodo reddituale si basa sulla ricerca di un reddito economico;
- il metodo finanziario individua un flusso di cassa (che solo occasionalmente potrebbe coincidere con l'equivalente economico).

L'orizzonte temporale considerato:

- il metodo reddituale determina il valore di un bene attraverso un processo monoperiodale che consiste nella definizione di un reddito annuo e di un tasso di capitalizzazione relativo a questo singolo periodo di riferimento;
- il metodo finanziario opera con un procedimento pluriperiodale mediante l'analisi su un arco temporale esteso a più periodi.

L'algoritmo di calcolo:

- il metodo reddituale si basa sulla capitalizzazione del beneficio futuro, trasformando un'indicazione reddituale presente in una indicazione di valore;
- il metodo finanziario utilizza il principio dell'attualizzazione per anticipare i flussi futuri.

Un'analisi dettagliata di entrambe le metodologie è importante per capirne punti di forza e di debolezza, nonché le condizioni di applicabilità.

IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale fa riferimento ad espressioni sintetiche basate sulla quantificazione di un reddito medio annuo, evitando in tal modo la stima puntuale dei redditi attesi lungo tutta la vita economica del bene.

Le formulazioni matematiche utilizzate per determinare il valore del bene assumono una diversa struttura in funzione dell'orizzonte temporale e delle modalità con cui vengono maturati i redditi annui. Teoria e prassi valutativa concordano nell'utilizzare principalmente l'espressione della rendita perpetua illimitata: tale assunzione deriva

dal fatto che il bene immobiliare ha un ciclo di vita estremamente lungo e che la differenza tra il valore attuale di una rendita perpetua ed il valore di una rendita limitata nel tempo assume valori contenuti dopo pochi anni. L'algoritmo di calcolo è quindi:

$$\text{Valore} = \frac{\text{Reddito}}{\text{Tasso di capitalizzazione}}$$

Per procedere nella stima di valore occorre individuare il beneficio economico atteso (reddito) ed il relativo tasso di capitalizzazione: poiché l'algoritmo di calcolo è molto semplicistico, e solamente due sono i dati necessari, scostamenti anche minimi circa le quantità utilizzate hanno impatto notevole.

La definizione di reddito

La metodologia reddituale ricorre ad una definizione di grandezza economica, basata su concetti legati principalmente alla contabilità, finalizzata all'individuazione di una capacità reddituale media del bene. A tal fine, diviene necessario applicare alcune rettifiche per ripartire costi aventi valenza pluriennale sul reddito corrente. Ad esempio, l'accantonamento annuale per le spese di manutenzione straordinaria, accadimento che si verificherà in un determinato periodo (non necessariamente in quello corrente), deve essere ripartito per poter considerare la riduzione della capacità reddituale anche nel periodo corrente considerato.

Le definizioni utilizzate in campo immobiliare presentano ancora una scarsa omogeneizzazione nella terminologia adottata; in particolare, la definizione di reddito è influenzata da incertezza, sia nella definizione effettiva da applicare (livello di conto economico), sia nella sua quantificazione. Una corretta ed univoca definizione assume importanza assoluta in campo valutativo: si propone per tanto uno schema di conto economico riferibile ad una proprietà immobiliare.

Schema 1: Modello di conto economico per una proprietà immobiliare

RICAVI
- Canoni di locazione
- Alri ricavi

Ricavo Potenziale Lordo (potential gross income)
- Perdite per sfitto (vacancy)
- Perdite su crediti (collection loss)

Ricavo Effettivo Lordo (effective gross income)

SPESE OPERATIVE
- Tasse sull'immobile
- Assicurazioni
- Spese Fisse (subtotale)
  - Property management
  - Facility management
  - Utenze
  - Manutenzione ordinaria
- Spese Variabili (subtotale)
- Accantonamenti

Totale spese operative (operating expenses)

Reddito operativo netto (net operating income)

Oneri Finanziari

Reddito Ante Imposte

Imposte sui redditi

Reddito Netto (net income)

Il modello di conto economico proposto presenta diverse definizioni di reddito. Sebbene il Net Operating Income (NOI) sia il punto di riferimento principale nella teoria e nella prassi anglosassone, potenzialmente tutte le definizioni reddituali presentate possono essere utilizzate, purché coerenti con quanto utilizzato nell'estrazione dei comparable dei tassi.

Sarebbero tuttavia da escludere le definizioni reddituali al di sotto del NOI, cioè il reddito ante imposte e il reddito netto, in quanto influenzate dal soggetto proprietario: gli oneri finanziari e le imposte sui redditi dipendono rispettivamente dalle strategie di finanziamento scelte dal proprietario e dal suo status fiscale[38]. Nella valutazione finalizzata a determinare un valore di mercato[39], l'elemento importante è, infatti, la capacità del bene immobiliare di generare reddito, indipendentemente dalla modalità di finanziamento o dallo status fiscale del proprietario. Infatti, utilizzando una di tali definizioni, una stessa proprietà, quindi con un medesimo valore e un medesimo

[38] Nel mercato italiano la fiscalità è differente tra persone fisiche, società di persone, società di capitali, SIIQ e fondi comuni di investimento immobiliare.

[39] Diversamente nella valutazione di convenienza economica di un investimento diventano rilevanti anche le condizioni soggettive dell'investitore che sta conducendo l'analisi. Per tale ragione uno stesso investimento può essere conveniente per un soggetto e non esserlo per un altro con diversa capacità di finanziamento (costo del debito e del capitale proprio) o diversa fiscalità.

reddito, esprimerebbe cap rate differenti qualora sia acquistata esclusivamente con capitale proprio oppure utilizzando anche debito, o ancora se appartenente ad un soggetto fiscalmente esente o meno[40].

Le voci iniziali Ricavi Potenziali e Ricavi Effettivi non considerano alcun tipo di spesa operativa e rappresentano quindi una misura imprecisa di reddito, poiché due proprietà che, a parità di altre condizioni, presentano la stessa quantità di reddito lordo, ma hanno una diversa struttura di costi, non possono avere lo stesso valore: il risultato economico netto per il proprietario è infatti diverso. Nella teoria tali definizioni sono quindi notevolmente criticate, sebbene nella prassi rappresentano le definizioni utilizzate con maggiore frequenza.

Infatti, se per l'immobile oggetto di valutazione è relativamente semplice definire la struttura di conto economico, avendo potenzialmente accesso a tutte le informazioni, la stessa operazione è difficilissima sui comparable, per i quali spesso si ottengono solo informazioni dirette relative ai canoni di locazione e prezzo di vendita. Sebbene sia comunque possibile determinarne la struttura di costo applicando parametri medi di mercato, tale esercizio non fa altro che aumentare la soggettività ed incertezza della valutazione.

Neppure in mercati più evoluti e trasparenti di quello italiano le definizioni di reddito sono comunemente accettate. La comunità americana dei valutatori non adotta una definizione univoca e nel The Dictionary of Real Estate Appraisal appare una definizione di reddito (NOI) che non è precisa circa il trattamento delle riserve: "Net operating Income (NOI): l'entrata netta effettiva o prevista che rimane dopo aver sottratto tutte le spese operative dal reddito effettivo lordo, ma prima del pagamento degli oneri finanziari e della deduzione degli ammortamenti; può essere calcolato prima o dopo la deduzione delle riserve per la sostituzione".

Nella costruzione dei comparable e nell'applicazione alla proprietà oggetto di valutazione, la scelta di una comune definizione di reddito diviene fondamentale in quanto determina diverse grandezze di tassi estratti o, alternativamente, di valore del bene.

L'utilizzo di diverse definizioni di reddito conduce a tassi di capitalizzazione sensibilmente diversi: per tale ragione, nell'estrazione del tasso diviene fondamentale utilizzare la stessa definizione per tutto il campione di comparable. Diventa importante mantenere coerenza tra la metodologia utilizzata nel definire il reddito ed il cap rate

---

[40] Mentre il valore di mercato, diversamente dalla convenienza economica dell'investimento, dovrebbe essere unico.

così ottenuto, evitando di confrontare tassi derivanti da differenti definizioni di reddito. Nella valutazione di un immobile è quindi fondamentale conoscere come è stato costruito il tasso che si intende utilizzare: la scelta della definizione di reddito non sempre è univoca, per cui l'utilizzo di tassi forniti da terzi impone la conoscenza delle definizioni adottate nella loro costruzione.

La migliore definizione è il reddito operativo netto (NOI), in quanto la deduzione delle spese direttamente imputabili alla specifica proprietà consente di valutare proprietà che presentano strutture di costi diverse. La scelta del NOI è sostenuta anche dall'Appraisal Institute che fornisce un'indicazione del reddito, da utilizzare nella costruzione di cap rate, omogenea con la costruzione qui adottata.

L'utilizzo delle altre definizioni ritenute potenzialmente corrette è meno rigoroso, tuttavia può essere accettato qualora non sia possibile ottenere, con precisione, tutte le informazioni necessarie relative alle componenti negative di reddito.

Nella metodologia reddituale, dopo aver definito la definizione di reddito ottimale, è necessario individuare l'esatto orizzonte temporale su cui calcolarlo. A tal fine si possono percorrere tre diverse soluzioni:

- valori storici o attuali;
- valori potenziali;
- valori di mercato.

La prima soluzione prevede l'utilizzo dello stesso livello di reddito del periodo precedente, periodo corrente o una media degli ultimi periodi; in tal modo si ipotizza che l'immobile sia già a regime e che tale livello reddituale possa essere mantenuto in futuro. Il limite di tale soluzione consiste nel riferirsi al passato e non alle potenzialità future del bene.

I valori potenziali considerano il reddito dell'immobile a regime. Tale soluzione è da utilizzarsi soprattutto quando non è possibile fare riferimento alla storia recente del bene e le condizioni attuali non esprimono ancora la potenzialità dell'immobile nel medio-lungo termine.

Qualora nessuna delle precedenti soluzioni sia percorribile, in quanto ad esempio si tratta di un immobile nuovo oppure sfitto da alcuni anni, si può ricorre a valori medi di mercato, assumendo un valore reddituale potenziale ottenuto da beni comparabili.

Nella prassi, solitamente, si utilizza il reddito corrente o dell'anno successivo (valore attuale e potenziale), sebbene possano verificarsi distorsioni nel momento in cui la capacità reddituale sia diversa dal canone effettivo. Si consideri a tal proposito il caso

di un immobile con un canone di locazione superiore rispetto al valore che si potrebbe correntemente ottenere se l'immobile fosse oggi disponibile sul mercato (c.d. over rent): tale valore di reddito rappresenta una situazione temporanea che non si manterrà oltre il periodo di validità del contratto e per tanto un utilizzo nel processo di valutazione non conduce al vero valore del bene.

Il tasso di capitalizzazione

Nella letteratura finanziaria un tasso di capitalizzazione è una grandezza che lega il valore di un asset, sia esso un titolo mobiliare, uno specifico bene produttivo di reddito, un'impresa oppure un immobile, al flusso reddituale del periodo: è possibile stimare il valore del bene in oggetto partendo dal reddito prodotto in un determinato periodo.

Nel mercato immobiliare la definizione di tasso di capitalizzazione[41], comunemente accettata, è fornita dall'Appraisal Institute in The Dictionary of Real Estate Appraisal: "Il tasso di capitalizzazione è un tasso di rendimento per una proprietà immobiliare che riflette la relazione tra le attese del reddito operativo netto di un singolo anno e il prezzo o valore totale della proprietà e viene utilizzato per convertire il reddito operativo in un'indicazione di valore totale della proprietà".

A tale riguardo, vi sono differenti tipologie di tassi di capitalizzazione, che differiscono per diverse ipotesi sull'orizzonte temporale e sui valori economici utilizzati, le principali sono:

- going-in cap rate (US) o initial yield (UK): tasso che viene utilizzato per determinare il valore di entrata di un investimento; rapporto, alla data della valutazione, tra il reddito iniziale e il valore di entrata dell'immobile;
- going-out cap rate (US) o exit yield (UK): tasso che viene utilizzato per determinare il valore di uscita dall'investimento; rapporto, tra il reddito finale e il valore di uscita dall'immobile;

[41] In riferimento ai tassi immobiliari si utilizza indistintamente il termine yield (prevalentemente britannico) o cap rate (prevalentemente americano). I termini sono intercambiabili, trattandosi di una differenza molto sottile, di natura terminologica e non sostanziale: il fenomeno a cui si fa riferimento è infatti lo stesso, sebbene yield definisca tipicamente la percentuale annua di rendimento di un investimento, mentre rate è più usato come espressione per un tasso di interesse o di attualizzazione. Per un approfondimento si veda Hungria-Garcia R. "Property yields as tools for valuation and Analysis" Report No. 52, Building & Real Estate Economics, Department of Infrastructure, KTH, 2004.

- overall cap rate (US) o all-risks yield (UK): tasso che definisce la relazione tra il reddito medio annuale e il valore di un immobile, ad una data predefinita;
- reversionary yield: rendimento calcolato sull'investimento iniziale che si raggiunge nel momento in cui il canone effettivo della proprietà si allinea al canone di mercato: è pari alla somma tra il *going in cap rate* e della crescita attesa delle entrate.

Il going-in cap rate (detto anche initial cap rate) e il going-out cap rate (o anche di terminal cap rate) non sono due componenti del tasso di capitalizzazione, ma lo stesso tasso considerato in due periodi di tempo differenti, rispettivamente al momento dell'investimento e al momento del disinvestimento. Nella prassi valutativa la differenza tra i due tassi è quantificata in un certo numero di basis point (in genere da 50 a 100), per esprimere il maggior rischio insito nel GOCR a causa dell'incertezza derivante dalla sua proiezione nel futuro.

Non esistono studi scientifici che dimostrano o confutano la validità di tale relazione in quanto si tratta di una consuetudine diffusa tra i valutatori: è tuttavia possibile individuare alcune determinanti di tale incremento. L'incertezza sul futuro costituisce un primo motivo che influenza il rapporto tra i due tassi. Un secondo motivo per cui i valutatori preferiscono aumentare il GOCR trova fondamento nel tasso di obsolescenza dell'immobile. Quando si determina il tasso di uscita dall'investimento bisogna considerare una riduzione nella vita economica utile dell'edificio differente da quella riferibile al momento iniziale: la proprietà immobiliare perde una parte della sua capacità di generare reddito e necessita di onerosi interventi strutturali (adeguamento dell'immobile) e funzionali (adeguamento degli impianti). La teoria del "wasting-asset", secondo cui tutti gli asset perdono nel tempo la propria capacità produttiva, è sempre applicabile alle proprietà immobiliari. Tale teoria è coerente con il concetto di inevitabile deterioramento fisico della proprietà immobiliare per cui l'invecchiamento produce un deterioramento che, praticamente od economicamente, non può essere evitato". Ad esempio, il tasso di capitalizzazione di una proprietà con una vita residua stimata di 25 anni sarà minore di quello di una proprietà con le restanti caratteristiche uguali, ma con una vita residua stimata di 5 anni.

IL METODO FINANZIARIO

La metodologia basata sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri è principalmente adottata nei mercati finanziari per determinare il valore dei titoli mobiliari, azioni ed obbligazioni.

Il valore di qualunque asset dipende dai benefici economici che è in grado di generare, quindi dai suoi flussi di cassa attualizzati.

Il valore di un titolo, e allo stesso modo anche di una proprietà immobiliare, è equivalente al valore attuale dei flussi futuri che è in grado di generare, scontati ad un tasso che consideri il rischio insito in tali flussi. L'applicazione di tale metodologia di valutazione presenta due criticità:

- la determinazione dei flussi futuri;
- la scelta del tasso di attualizzazione.

Diversamente dalla metodologia reddituale, basata sul concetto di capitalizzazione diretta del reddito, la metodologia finanziaria si basa sulla tecnica dell'attualizzazione dei flussi di cassa. Tale metodo richiede la formulazione di previsioni puntuali su redditi e costi futuri pluriperiodali per un orizzonte temporale definito. L'elemento che entra nell'algoritmo di calcolo è un flusso di cassa, definito come quantità di denaro generata (o anche assorbita[42]) dall'immobile nel periodo considerato.

Per chiarezza espositiva si procederà alla spiegazione del metodo finanziario secondo i seguenti passaggi:

- periodo di analisi;
- definizione dei flussi di cassa del periodo;
- processo di attualizzazione dei flussi.

Periodo di analisi

Gli immobili producono benefici economici per un lungo orizzonte temporale, tuttavia la capacità previsionale del valutatore è limitata e diviene pertanto necessario definire un orizzonte temporale limitato su cui condurre l'analisi: generalmente, nella prassi, si utilizza un orizzonte simile alla durata del contratto di locazione, oppure un periodo di 10 o 15 anni.

In secondo luogo, occorre definire l'ampiezza di ogni flusso: nella prassi si ricorre al trimestre, tipica cadenza di pagamento dei contratti di locazione, o all'anno, sebbene non si debbano escludere altre grandezze quali il mese (ad esempio nel caso di immobili con rent roll particolarmente articolati).

[42] Ad esempio nel caso di un periodo caratterizzato da rilevanti lavori di manutenzione straordinaria.

La definizione di flusso di cassa

Diversamente dal metodo reddituale, la metodologia finanziaria ricorre alla definizione puntuale dei flussi di cassa, cioè della liquidità effettivamente prodotta in ogni periodo. Per tale ragione non è necessario ricorrere a ripartizioni pluriennali di costi che concretamente si manifestano in un solo periodo, ma diviene necessario individuare esattamente il periodo in cui tale manifestazione avrà luogo.

Pertanto nella metodologia finanziaria la definizione di beneficio economico rilevante è la quantità di denaro disponibile in ogni periodo, definito flusso di cassa, cioè la differenza tra tutte le entrate e le uscite relative all'immobile e spettanti al proprietario.

Nella metodologia finanziaria la definizione di beneficio economico rilevante è il flusso di cassa, cioè la quantità di denaro disponibile in ogni periodo: la differenza tra tutte le entrate e le uscite, relative all'immobile, di pertinenza del proprietario.

Tra le entrate, si considerano tutti i ricavi previsti da eventuali contratti esistenti, che viene definito rent roll (es. canone di locazione, eventuali ricavi da affitto di spazi pubblicitari, ecc.), al netto delle perdite su credito. Dalla data di scadenza del contratto (reversion to market) è necessario stimare il canone di locazione di mercato cui l'immobile potrà essere nuovamente locato (ERV, estimated rental value).

Tra le uscite occorre distinguere i costi operativi, che rappresentano spese a carico della proprietà di natura corrente (es. costi amministrativi, assicurazioni, imposte, ecc.) e gli investimenti che si verificano con una frequenza non regolare o al manifestarsi di particolari eventi (es. sostituzione del conduttore e relativi lavori di ristrutturazione).

Diversamente dalla metodologia reddituale, occorre anche effettuare previsioni sulle uscite finanziarie da sostenere nel momento in cui vi è un cambio di conduttore. In particolare, si dovranno sostenere dei costi per adeguare l'immobile alle diverse esigenze del nuovo cliente o semplicemente effettuare una serie di interventi per rinnovare il bene. Tra le spese occorre considerare anche i costi commerciali quali le commissioni di intermediazione per la ricerca di un nuovo conduttore.

Per valutare un bene occorre analizzare tutti i flussi generati dallo stesso, fino al termine della sua vita utile. Ad eccezione di casi limitati (es. concessioni o usufrutti), che pongono un limite relativamente breve alla durata dei benefici economici, occorre

assumere la stima del valore finale del bene al termine del periodo di valutazione (terminal value) identificato[43].

Tale elemento ha tuttavia un impatto fondamentale sull'accuratezza della valutazione in quanto, frequentemente, può rappresentare la maggior parte del valore del bene.

Per calcolare il terminal value si può ricorrere principalmente a due diverse metodologie:

- la metodologia reddituale;
- la metodologia dei moltiplicatori del reddito.

Utilizzando a tal fine la metodologia reddituale[44], più frequente nella prassi, si ricorre al valore di reddito atteso al termine dell'orizzonte temporale (l'ultimo periodo considerato o il successivo) ed il relativo tasso di capitalizzazione (going out cap rate). Appare evidente quindi la differenza puramente applicativa tra metodologia finanziaria e reddituale, dove la seconda diventa una componente necessaria della prima nel caso in cui la vita utile del bene ecceda le capacità previsionali del valutatore.

Tale metodologia reddituale si ricollega al modello di Gordon per determinare il valore sulla base dei flussi monetari futuri: inizialmente utilizzato per la valutazione di azioni, è altresì applicabile anche per altre asset class. La formula di Gordon per il calcolo del prezzo di un'azione è:

$$P = \frac{D}{K - g}$$

dove D è il dividendo, g è il tasso di crescita del rendimento e k è il costo del capitale.

La formula è la derivazione di:

$$\sum_{t=1}^{\infty} D * \frac{(1+g)^t}{(1+k)^t}$$

che rappresenta la serie infinita dei rendimenti generati da un asset, che crescono ad un tasso costante g.

---

[43] Periodo che potrebbe essere sensibilmente inferiore alla vita economica residua del bene.

[44] Il metodo finanziario è quindi solamente una evoluzione del metodo reddituale, al quale fa comunque riferimento non solo nei principi economici ma anche nell'algoritmo di calcolo. Il vantaggio del metodo finanziario consiste nel mitigare le difficoltà applicative del metodo reddituale che, richiedendo un solo reddito ed un solo tasso, è particolarmente sensibile ad eventuali errori di stima di tali parametri.

Pertanto, secondo la prima formula, il valore di un bene è dipendente dalla sua redditività capitalizzata per un tasso k – g; in altre parole il tasso di sconto è diminuito per il tasso di crescita atteso dei redditi.

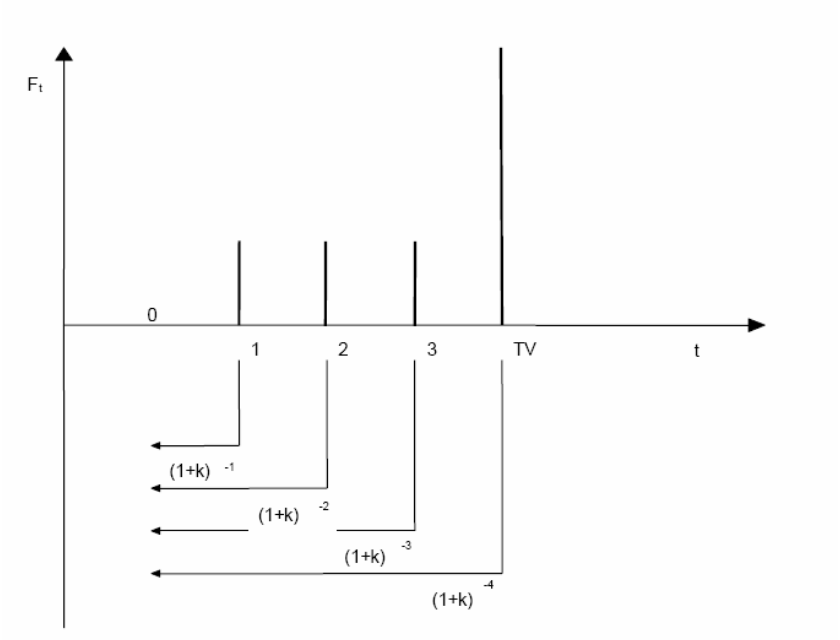
La metodologia reddituale nel settore immobiliare si basa sul medesimo principio: il dividendo è sostituito dal reddito (o qualsiasi altra definizione di beneficio economico) e il tasso r è il tasso di capitalizzazione (going-out cap rate), cioè il tasso di attualizzazione diminuito per il tasso di crescita attesa per i benefici economici futuri (k-g).

In alcuni casi nella determinazione del terminal value si può anche ricorrere alla metodologia dei moltiplicatori del reddito, indicati genericamente anche con il termine "rule of thumb": si tratta di parametri che, applicati a grandezze economiche, consentono la determinazione del valore di un immobile. Sono particolarmente adatti nei casi in cui il valore è legato alla redditività dell'attività commerciale all'interno dell'immobile: tuttavia la mancanza di un preciso fondamento teorico e l'eterogeneità dell'unità di misura, rendono tale tecnica meno utilizzata.

Processo di attualizzazione

La metodologia finanziaria si fonda sulla formula del Valore Attuale (VA), definita quale somma di tutti i flussi di cassa, ognuno attualizzato ad un adeguato tasso di attualizzazione.

Rappresentazione grafica del processo di attualizzazione



Il Valore Attuale presenta la seguente formula:

$$VA = \frac{F_1}{(1+k)^1} + \frac{F_2}{(1+k)^2} + \frac{F_3}{(1+k)^3} + ... + \frac{Fn}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^{n} \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

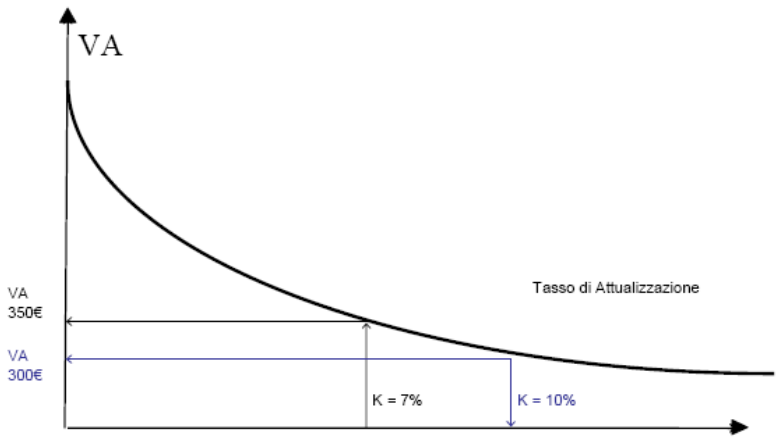
F = Flusso di cassa;

k = Tasso di attualizzazione;

n = ultimo periodo di previsione.

Graficamente il VA può essere rappresentato come una funzione monotona decrescente del tasso di attualizzazione: il valore del VA si riduce all'aumentare del tasso utilizzato per scontare i flussi di cassa. In termini economici la spiegazione si ritrova nel minore valore attribuito a flussi futuri attualizzati a tassi che esprimono una maggiore rischiosità.

Rappresentazione grafica della funzione del valore attuale



In sintesi il tasso di attualizzazione è utilizzato per scontare i flussi di cassa generati dall'immobile oggetto di valutazione e rappresenta il tasso di rendimento richiesto dal mercato per un investimento con flussi di cassa aventi il medesimo rischio: si tratta, quindi, di un costo opportunità legato al rendimento offerto da investimenti alternativi e comparabili per dimensioni e profilo di rischio, che rappresenta un'adeguata remunerazione per la rischiosità cui si espone l'investitore.

Il tasso di attualizzazione consente pertanto di determinare il valore attuale dell'immobile.

I TASSI IMMOBILIARI: LE METODOLOGIE PRICIPALI

Il criterio reddituale-finanziario utilizza due tipologie di tassi immobiliari:

- il tasso di capitalizzazione, che mette in relazione il valore di un asset con un unico flusso reddituale di periodo;
- il tasso di attualizzazione, che serve a scontare i flussi generati da un asset e rappresenta il rendimento richiesto dal mercato per un investimento con il medesimo livello di rischio.

Nella finanza di mercato è possibile estrarre un tasso di attualizzazione dalle serie storiche dei rendimenti dei titoli quotati utilizzando modelli di pricing del rischio[45], che tuttavia si basano su alcune ipotesi molto forti, già appena accettabili nei mercati finanziari, ma che sono ancor più difficilmente verificabili nel mercato immobiliare, alla luce delle sue caratteristiche specifiche[46].

Il mercato immobiliare presenta numerosi limiti all'applicazione di tali modelli:

- difficilmente esistono serie storiche, attendibili e pubblicamente disponibili, dei rendimenti di classi di immobili: ancora più difficile ipotizzare la stessa informazione a livello di singolo immobile;
- le negoziazioni degli immobili avvengono in un mercato privato in cui esistono forti asimmetrie informative tra i partecipanti al mercato: i soggetti hanno diverse informazioni sulle transazioni concluse, sulle caratteristiche degli immobili in vendita, sulla loro redditività e sulle possibilità di future trasformazioni;
- la possibilità di finanziamento varia notevolmente tra i diversi soggetti partecipanti al mercato ed in ogni caso lo *spread* effettivo si allontana notevolmente dal tasso privo di rischio.

---

[45] I più famosi ed utilizzati sono il Capital Asset Pricing Model (CAPM) e l'Arbitrage Pricing Theory (APT).

[46] Come esempio si riportano le ipotesi principali del Capital Asset Pricing Model, uno dei modelli più ampiamente utilizzato per il pricing del rischio: 1) assenza di costi di transazione; 2) disponibilità sul mercato di tutti gli asset; 3) infinita divisibilità degli investimenti; 4) simmetria informativa; 5) possibilità di indebitamento illimitata ad un tasso risk free.

Pur esistendo una differenza concettuale rilevante tra tasso di capitalizzazione e di attualizzazione, il fenomeno che descrivono è sostanzialmente lo stesso, ma visto da due punti di vista diversi: il tasso è espressione di un rendimento atteso e quindi è funzione del rischio dell'investimento. Entrambi i tassi, infatti, esprimono il valore economico del tempo ed i principi e le metodologie per il calcolo sono i medesimi: il punto cruciale è rappresentato dalla corretta individuazione del tasso da applicare all'algoritmo di valutazione e la sua scelta, potenzialmente soggetta ad errore od arbitrarietà, ha notevole influenza sul risultato della valutazione.

La teoria e la prassi individuano differenti metodologie per ricavare i tassi, ciascuna applicabile in certe situazioni ed in base alle tipologie di dati disponibili, quali:

- estrazione dal mercato;
- *build-up approach;*
- redditività complessiva attesa;
- costo del capitale (WACC).

ESTRAZIONE DAL MERCATO

Tale metodologia prevede che i dati siano estratti direttamente dal mercato con analisi qualitative degli immobili da confrontare, effettuando opportune variazioni, in aumento o diminuzione, sulla base delle differenze nelle caratteristiche delle proprietà comparate.

Nel valutare una proprietà immobiliare con il criterio finanziario, uno dei momenti di maggiore difficoltà consiste proprio nella determinazione del tasso corretto. La ricerca diretta sul mercato presenta il vantaggio di ottenere un tasso che comprende tutte le componenti.

Teoricamente è possibile estrarre sia tassi di capitalizzazione sia tassi di attualizzazione, ricercando in entrambi i casi i rendimenti effettivi per immobili comparabili. Da un punto di vista applicativo, tuttavia, è possibile solamente estrarre tassi di capitalizzazione, espressivi del solo rendimento corrente: per estrarre tassi di attualizzazione occorrerebbe, infatti, far riferimento al rendimento complessivo atteso dal mercato per lo specifico immobile, prendendo in considerazione ipotesi in merito al valore atteso futuro (rivalutazione) e al periodo di investimento. Per tale ragione per l'estrazione dal mercato del tasso di attualizzazione occorre partire dalla redditività corrente e considerare le attese di crescita dei redditi futuri (tramite la formula di Gordon).

Un tasso di capitalizzazione estratto dal mercato è dato dal reddito di un singolo anno diviso per il prezzo di vendita della proprietà:

$$\text{Cap rate} = \frac{\text{Reddito}}{\text{P}}$$

dove Reddito è il reddito operativo netto (NOI) e P è il prezzo di vendita della proprietà.

La principale difficoltà nell'utilizzo dell'estrazione dal mercato è data dallo scarso numero di transazioni comparabili che avvengono in un ragionevole intervallo di tempo e nella stessa area geografica, tuttavia "ottenere i tassi di capitalizzazione direttamente da transazioni di proprietà comparabili è la migliore tecnica, quando sono disponibili dati sufficienti su vendite di proprietà simili e a prezzi di concorrenza".

Per ottenere un tasso significativo è quindi necessario che vi siano:

- un numero sufficiente di transazioni dello stesso tipo di proprietà;
- la possibilità di conoscere la serie storica delle entrate e delle spese per ogni transazione comparabile, o avere dati sufficienti per poter stimare le informazioni relative alle entrate, alle spese e al tasso di occupazione.

La proprietà oggetto di analisi (per la quale si sta cercando un tasso) e la proprietà (o il campione) per cui si dispone dell'informazione, devono possedere le medesime caratteristiche (condizione di omogeneità) in termini di:

- *highest and best use*: espressione anglosassone che esprime il miglior utilizzo che si possa fare di una proprietà, tenuto conto dei vincoli ambientali, legali ed economici;
- localizzazione;
- condizioni fisiche dell'immobile (influenza sia i risultati economico-reddituali correnti per la manutenzione ordinaria, sia il valore futuro per la manutenzione straordinaria);
- vita residua;
- situazione attuale ed aspettative future sui risultati economico-finanziari: durata e tipologia del contratto, qualità del conduttore, tasso di occupazione attuale e prospettico;

- struttura finanziaria (possibilità di ottenere un diverso rapporto di finanziamento grazie alla miglior qualità di garanzia collaterale offerta dal bene).

Qualora vi siano differenze nelle caratteristiche del bene (o in altre specifiche della tipologia immobiliare oggetto di analisi), sarà necessario apportare delle correzioni al tasso individuato per tenere conto delle diversità tra gli immobili, che si riflette nel rischio e quindi nel rendimento atteso.

Gli errori più comuni nei quali si può incorrere nell'estrazione di un tasso dal mercato immobiliare sono:

- la scelta di transazioni comparabili inadeguate: è necessario considerare immobili della stessa tipologia, in termini di omogeneità rispetto alle caratteristiche individuate in precedenza;
- transazioni comparabili lontane nel tempo: le condizioni di mercato potrebbero essere mutate, poiché fattori quali i tassi di interesse, le aspettative sul valore, le condizioni dell'offerta e della domanda, i livelli di occupazione del mercato influenzano significativamente i tassi;
- differenze nell'acquirente: le motivazioni ed il profilo dell'acquirente tipico devono essere simili (investitori), in quanto i rendimenti richiesti ed il costo del capitale per tipologie differenti di investitori sono diversi e si riflettono nei tassi[47].

BUILD-UP APPROACH

Un modello alternativo per la determinazione dei tassi è il build-up approach o metodo della costruzione per fattori. Tale metodo è generalmente utilizzato nella stima del tasso di attualizzazione, ma può essere applicata anche nella ricerca di un cap rate in quanto anche tale tasso esprime una rischiosità derivante dalla somma di più elementi. Diversamente dal metodo di estrazione dal mercato consente di definire in maniera corretta un tasso in funzione dei propri componenti; per tale ragione le medesime considerazioni possono anche essere applicate con la finalità di apportare un correttivo al tasso estratto dal mercato.

Il build-up approach, riprendendo in forma generale la definizione proposta da Guatri (1998), consiste "nell'identificazione delle principali circostanze da cui il rischio di un

[47] Anche eventuali motivazioni strategiche portano alla possibilità di offrire un prezzo superiore al valore di mercato, influenzando in tal modo l'estrazione del tasso di comparazione.

investimento può essere definito; nella ricerca di un mezzo per esprimerle quantitativamente, attraverso appropriate misurazioni; ed infine nella sintesi, con le necessarie ponderazioni, di dette quantità, così da ottenere una grandezza-indice espressiva dell'intensità del rischio considerato".

Il principale merito del metodo consiste nel costringere il valutatore a focalizzare l'attenzione sulle diverse possibili componenti del rischio e sulla loro varia importanza.

Inoltre, obbliga a spiegare le proprie scelte nella determinazione del tasso, identificando così il percorso logico seguito nella sua costruzione:

$$\text{Tasso} = \sum \text{ fattori di rischio}$$

Il principale problema consiste proprio nella necessità di scegliere e, soprattutto, quantificare i fattori di rischio.

La formula generale può essere affinata ed applicata nella ricerca di un tasso individuando due componenti principali: un tasso privo di rischio ed una componente di rischio specifico influenzata da numerosi fattori:

$$\textit{Cap Rate} = \textit{Risk free} + \textit{Risk premium} \text{ specifico}$$

Per ottenere il tasso è necessario individuare tutte le componenti di rischio specifico (risk premium) che gravano su un determinato asset, sommandole al tasso privo di rischio (risk free) richiesto da un investitore per differire nel tempo con certezza i propri consumi: si procederà nella definizione di entrambi gli elementi.

Tasso privo di rischio

Il tasso d'interesse privo di rischio (o risk-free interest rate) rappresenta il tasso d'interesse di un'attività priva di rischi (rischio di insolvenza del debitore e rischio di variazione dei tassi nel mercato). L'assunto teorico si basa sull'evidenza che nei mercati è sempre possibile trovare un titolo che abbia un rendimento certo e noto ex ante. Il tasso privo di rischio è dunque il tasso di rendimento richiesto da un

investitore per differire con certezza nel tempo i propri consumi, poiché esso rappresenta il costo-opportunità del consumo immediato[48].

Il rischio di insolvenza rappresenta la possibilità che il prenditore di fondi non sia in grado di restituire il capitale ricevuto: tale possibilità è esclusa nella definizione di tasso risk free.

Ricercando un tasso privo di rischio nell'accezione di assenza di mancato rimborso del capitale investito, generalmente si assume un'obbligazione con il massimo rating e solitamente si utilizza un titolo di debito emesso da uno Stato con un'economia solida[49].

La seconda componente del rischio è costituita dalla variazione inattesa dei tassi sul mercato dei capitali. Un'obbligazione genera due tipi di rendimento: il rendimento immediato (income return) ed il rendimento totale (total return), dove quest'ultimo è influenzato dalla variazione di valore, derivante dall'andamento dei tassi. La scelta di utilizzare le due definizioni di rendimento conduce a valori spesso diversi, in funzione della dinamica dei tassi.

Ricercando un'approssimazione per il tasso risk free si ritiene più corretto l'utilizzo del rendimento immediato in quanto rappresenta la porzione più sicura del rendimento. In un intervallo temporale in cui i rendimenti aumentano il valore dei titoli a lungo termine si riduce, generando un rendimento negativo. Per tale ragione la serie del rendimento totale non rappresenta il tasso di rendimento privo di rischio perché include gli effetti di variazioni non anticipate nei tassi.

Il rendimento immediato rappresenta in maniera più corretta il tasso privo di rischio, ipotizzando che un investitore possa mantenere l'obbligazione fino alla scadenza, ottenendo gli interessi senza sopportare perdite di capitale.

Non esistendo un unico tasso, bensì una curva in base alla scadenza, è necessario individuare correttamente la durata del titolo. La ricerca di un tasso di capitalizzazione per un immobile, la cui vita è generalmente lunga, richiede una componente senza rischio approssimata da un titolo con una scadenza analoga. Nell'analisi di un investimento immobiliare si può utilizzare un titolo con scadenza simile all'orizzonte temporale considerato: l'immobile ha una vita piuttosto lunga, tuttavia non è infinita. L'utilità di un edificio diminuisce nel tempo a causa della vetustà fisica e

---

[48] Il consumo immediato ha un costo che è definito dalla rinuncia all'opportunità, sempre disponibile, di investire in un'attività che dia un rendimento pari al tasso d'interesse privo di rischio.

[49] L'assenza di rischio di rimborso di titoli governativi si basa sulla possibilità, per lo Stato che emette debito, di potere sempre far fronte ai propri impegni, anche in caso di difficoltà, mediante l'aumento dell'imposizione fiscale.

dell'obsolescenza tecnica e funzionale. Nella ricerca di un tasso privo di rischio si potrebbe utilizzare un Titolo di Stato con durata analoga al periodo temporale per cui si ritiene che l'immobile mantenga costante la propria utilità: una buona approssimazione solitamente è fornita dal rendimento lordo immediato di un titolo decennale, mentre per immobili con caratteristiche particolari si potrebbero anche adottare scadenze maggiori.

In sintesi, nella ricerca di un tasso risk free occorre utilizzare uno strumento finanziario compiendo una scelta sulla base di tre elementi:

- il tipo di rendimento;
- il tipo di obbligazione;
- la durata del titolo.

Premio per il rischio specifico

La seconda componente è data dal premio per il rischio specifico. Nella valutazione di azienda tale componente è declinata in numerosi fattori: rischio dell'investimento azionario, rischio dimensionale, rischio di settore, rischio finanziario, grado di diversificazione e prospettive di crescita: ognuno dei fattori spiega una parte del rischio specifico e può essere quantificato in un certo numero di basis point.

Nella ricerca di un tasso di capitalizzazione da applicare nelle valutazioni immobiliari è possibile costruire il premio per il rischio attraverso la puntuale definizione del contributo di ciascun fattore rilevante. La principale criticità nella costruzione di un tasso per il mercato immobiliare deriva dall'individuazione, o meglio dalla quantificazione, dei fattori che è necessario considerare nel calcolo del risk premium specifico.

I fattori sono positivi o negativi in base al segno nella somma algebrica per la costruzione del tasso e possono essere classificati in quattro macroclassi:

- economico-finanziari;
- settore delle costruzioni;
- comparto immobiliare;
- specifico immobile.

I fattori possono agire sia a livello dell'intero mercato immobiliare (es. variazione dell'inflazione) sia a livello di specifico immobile (es. qualità costruttiva): in particolare le prime due classi hanno effetto sui tassi per l'intero mercato immobiliare,

la terza è pertinente ad un comparto di immobili, mentre l'ultima fa riferimento direttamente all'immobile oggetto di analisi.

Fattori economico-finanziari

Nel mercato dei capitali tutti gli investimenti sono tra loro in competizione per raccogliere fondi: i livelli dei prezzi delle attività sono determinati dal giudizio collettivo della comunità degli investitori sulle caratteristiche complessive di ciascun investimento, quali il rendimento corrente, il rendimento totale, il rischio, la liquidità, la volatilità, la tassazione, ecc..

Per tale ragione le obbligazioni, le azioni, gli investimenti immobiliari competono tra loro, come anche altre forme di investimento più speculative, quali i future sulle commodity, le opzioni sulle azioni, i metalli preziosi, ecc.. Ovviamente ogni tipologia di investimento ha caratteristiche proprie: azioni ed obbligazioni sono molto liquide e producono flussi di cassa relativamente stabili, anche se il prezzo può oscillare anche notevolmente.

Il valore dei diversi investimenti è comunque interdipendente poiché competono tra loro nella raccolta di fondi dal mercato: a parità di rischio, in un mercato sufficientemente efficiente, gli investitori sposteranno l'allocazione dei capitali verso gli investimenti che offrono le condizioni migliori, in termini di rendimento rapportato al rischio complessivo: conseguentemente esiste una componente finanziaria del tasso immobiliare, la cui dimensione dipende dal generale andamento del mercato dei capitali.

La quantificazione di tale fattore finanziario non dipende dallo specifico immobile, quanto dal generale andamento del mercato dei capitali: per tale ragione può avere effetto negativo o positivo.

I tassi immobiliari dipendono anche dal livello di inflazione, funzione dell'andamento dell'economia a livello nazionale (tassi ufficiali di sconto, rapporto di cambio della valuta, andamento del PIL, etc). In periodi di inflazione il capitale immobiliare diviene un riparo dall'erosione di valore e l'interesse si sposta dalla redditività corrente (produttività) alla caratteristica di bene reale. In presenza di inflazione, mentre i tassi di rendimento reali tendono ridursi fino anche ad essere inferiori a quelli nominali, il tasso di capitalizzazione tende a scendere (fattore negativo). Per tale ragione i tassi di capitalizzazione immobiliari sono influenzati dal generale andamento dell'economia.

Fattori del settore delle costruzioni

L'andamento generale del settore delle costruzioni ha un impatto forte sul mercato immobiliare.

Un aumento dei costi delle materie prime in senso lato (aree edificabili, materiali e manodopera) provoca una riduzione del saggio di profitto dell'industria delle costruzioni che si riflette anche sullo stock di beni esistenti, cioè sul mercato immobiliare, provocando l'aumento del prezzo di offerta a parità di valore d'uso.

Il rapporto tra i due mercati è quindi regolato dal tasso di capitalizzazione, poiché muta il valore del bene a parità di reddito generato. Da tali considerazioni si possono ricavare i seguenti fattori:

- aumento dei costi di produzione edilizia;
- riduzione del saggio di profitto nell'industria edilizia;
- politica urbanistica limitativa dell'espansione e della produzione edilizia.

Fattori del comparto immobiliare

I vari comparti in cui è possibile scindere il mercato immobiliare hanno un andamento dei valori (prezzi e canoni di locazione) tra loro differenti.

Il mercato immobiliare è ciclico, con periodi in cui i prezzi diminuiscono e altri in cui aumentano: i cicli hanno una durata differente ed i vari comparti possono trovarsi in fasi diverse in un dato momento, senza che esista una perfetta correlazione tra la fase di un comparto rispetto al generale andamento del mercato (fase del ciclo immobiliare).

Le varie tipologie in cui si possono classificare gli immobili (terziario, residenziale, commerciale, logistica, ecc.) presentano caratteristiche fisiche e di mercato diverse, conseguentemente anche i tassi sono differenti: la tipologia immobiliare esprime una rischiosità specifica che sintetizza numerosi aspetti, sia come rischio di mercato, che come rischio di obsolescenza tecnico-funzionale dell'immobile. Tra le diverse tipologie immobiliari, a parità di altre condizioni (immobili con le stesse caratteristiche, rating dei conduttori, ecc.), vi sono notevoli differenze che esprimono la diversa rischiosità.

La fungibilità dei beni immobiliari dipende dalla varietà nella possibilità di utilizzo e dalla numerosità degli utilizzatori. La possibilità di modificare la funzione del bene senza ricorrere ad un forte investimento conferisce al bene una maggiore versatilità

che consente un più facile ricollocamento nel mercato dello spazio al mutare delle caratteristiche nella domanda. La possibilità di utilizzo da parte di un maggiore numero di soggetti, sia in valore assoluto che per categoria, riduce il rischio di vacancy rate.

Fattori dello specifico immobile

Le caratteristiche dello specifico immobile oggetto dell'analisi rappresenta l'elemento di maggiore importanza nell'influenzare il premio per il rischio specifico. Numerosi sono i fattori che determinano la quantità di rischio specifico; per semplicità espositiva è possibile raggrupparli in sei diverse categorie:

1. localizzazione;
2. caratteristiche fisiche;
3. legislazione e fiscalità;
4. reddito;
5. uso presente e futuro;
6. fungibilità.

Localizzazione

I beni immobili per definizione non possono essere spostati e conseguentemente il loro valore è legato all'andamento economico del mercato in cui sono localizzati. La rischiosità del bene è quindi direttamente proporzionale alla rischiosità dell'area economica in cui il bene stesso si trova, espressa come capacità di attirare funzioni produttive di ordine superiore: tra i fattori che determinano tale capacità vi sono le esternalità positive derivanti da altre aree, l'esistenza di una articolata struttura produttiva e la presenza di una limitata domanda di servizi in competizione con altre aree.

Il valore di un immobile dipende spesso in gran parte dall'area su cui è costruito: la terra è un bene scarso e le aree con particolari localizzazioni enfatizzano tale caratteristica. Rispetto a tale elemento possono essere fatte le seguenti distinzioni: localizzazione a livello nazionale e a livello locale.

Nel primo caso è importante distinguere, per ogni tipologia immobiliare, tra aree primarie e secondarie. Tale distinzione non è univoca, ma varia in funzione della

tipologia di immobile: ad esempio nel mercato italiano, per quanto riguarda il comparto degli uffici, si possono definire primarie le aree di Milano e Roma, mentre sono secondarie quelle delle altre principali città. Tale distinzione è differente in altri comparti: nella logistica, ad esempio, l'elemento discriminante è la presenza di importanti arterie di comunicazione e nodi infrastrutturali (interporti, stazioni ferroviarie, principali arterie di comunicazione e aeroporti).

Molta importanza deve essere attribuita alle prospettive di sviluppo economico della regione economica in cui l'immobile è ubicato: regioni con potenzialità di sviluppo attireranno nuovi insediamenti produttivi, conseguentemente traineranno l'intero mercato immobiliare (nuova richiesta di uffici, centri commerciali, abitazioni, ecc.) per la maggior domanda di utilizzo di spazio.

La seconda distinzione avviene a livello di localizzazione dell'immobile: all'interno di una stessa area la collocazione specifica dell'immobile assume notevole rilievo. Se è evidente che notevoli sono le differenze di valore tra due immobili con medesime caratteristiche fisiche, ma posti in quartieri diversi di una stessa città (centro, semi-centro, periferia), la stessa considerazione vale anche all'interno di uno stesso quartiere: numerosi sono gli elementi che modificano il valore del tasso (presenza di strade rumorose, fermate di mezzi di trasporto, di servizi sociali, attività commerciali, ecc.). Allo stesso modo è importante analizzare le possibilità di sviluppo futuro di tali elementi: le aspettative di cambiamento ambientale, la possibilità di nuovi insediamenti che mutino le caratteristiche della zona, come previsioni di realizzazioni infrastrutturali o di attrezzature sociali (strade, scuole, mercati, ecc.) in grado di conferire in futuro una migliore qualificazione ambientale.

Legislazione e fiscalità

Il valore immobiliare è determinato anche da particolari situazioni legislative e fiscali che influenzano le possibilità di utilizzo e quindi la redditività.

Elementi di rischio possono derivare anche da mutamenti in tali condizioni, in particolare sono rilevanti il rischio di esproprio e di inasprimento dell'imposizione fiscale. Improvvisi cambiamenti di normativa, si pensi ad esempio alle imposte sul trasferimento, hanno notevole impatto sul valore dei beni: conseguentemente mercati che presentano maggiore incertezza e stabilità, determinano tassi maggiori.

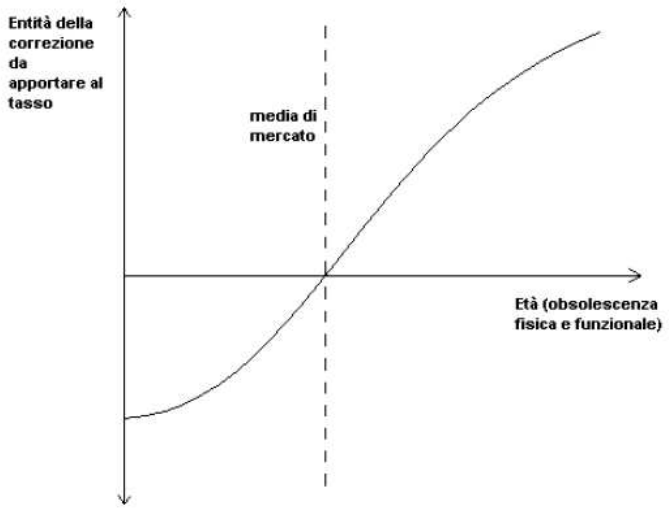
Caratteristiche fisiche

Il passaggio più rilevante per determinare il tasso più opportuno per una determinata proprietà è l'analisi delle caratteristiche fisiche dell'immobile oggetto di valutazione. In particolare, un elenco indicativo dei fattori che devono essere considerati viene di seguito presentato:

- livello di obsolescenza tecnica e funzionale;
- design;
- eventuali caratteristiche di pregio (architettoniche);
- qualità costruttiva;
- funzionalità rispetto all'esigenza della domanda;
- stato manutentivo.

Ognuno dei fattori evidenziati si caratterizza in un'influenza positiva o negativa sul tasso, tenuto conto degli scostamenti rispetto alla media del comparto di riferimento. In particolare, l'età e il livello di obsolescenza fisica e funzionale rappresentano fattori direttamente proporzionali: tanto maggiori saranno tali fattori, quanto maggiore dovrà essere la correzione (positiva) da apportare al tasso.

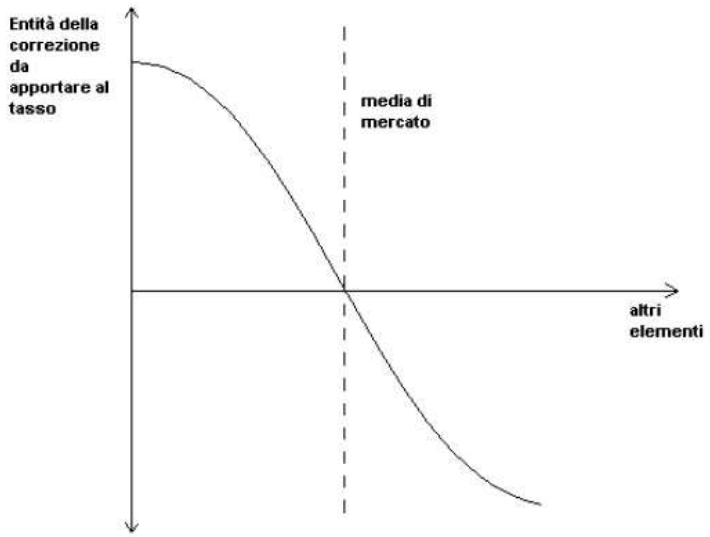
Effetti dell'età sulle correzioni del tasso



Gli altri elementi (design, caratteristiche di pregio, qualità costruttive, funzionalità e stato manutentivo) presentano al contrario un'influenza inversamente proporzionale

rispetto al tasso: ad esempio, maggiore saranno le caratteristiche di pregio dell'immobile, maggiore dovrà essere la correzione (negativa) da apportare al tasso.

Effetti degli altri elementi sulle correzioni del tasso



Reddito

La redditività dell'immobile è la condizione che più di ogni altra determina il valore, per cui si possono ipotizzare due situazioni estreme, immobili a reddito e immobili sfitti, entro cui ricadono le altre casistiche.

Nel caso di immobili a reddito rilevanza estrema è assunta dal contratto di locazione e dallo standing creditizio del conduttore: tali elementi sono di primaria importanza, almeno nel medio termine, nell'influenzare la capacità della proprietà di generare reddito, e conseguentemente il suo rischio. Il reddito corrente, tuttavia, potrebbe non rappresentare la redditività normale e futura, poiché il contratto in corso non è in linea con i valori di mercato, portando alla necessità di una rettifica nel valore nel tasso per considerare la differente redditività futura. È necessario anche verificare le condizioni contrattuali che potrebbero essere favorevoli o meno al proprietario, in particolare per quanto riguarda la possibilità di recedere (break option) e la previsione circa l'adeguamento del canone all'inflazione. Fattori che contribuiscono a ridurre il tasso sono particolari utilizzi dell'immobile che conferiscono maggiore sicurezza di locazione oppure utilizzazioni che non richiedono eccessivi oneri di manutenzione (il

reddito netto diviene più stabile in quanto la previsione delle spese operative da sostenere ha una minore incidenza).

Il caso estremo si verifica quando un immobile non produce reddito perché necessita di riqualificazione o semplicemente della ricerca di un conduttore. Nel primo caso, oltre al rischio di mercato, si aggiungono anche eventuali rischi urbanistici (se è necessario un cambio di destinazione) e di costruzione. Il tasso dovrà quindi essere aumentato per considerare la maggiore incertezza legata alla tempistica in cui si otterrà il reddito (es. tempo necessario per la trasformazione o la commercializzazione), per il livello di reddito (es. canone di mercato futuro) e per la sua stabilità (es. qualità del conduttore o del contratto).

Uso presente e futuro

L'utilizzo corrente di un immobile potrebbe non coincidere con il migliore utilizzo possibile nel rispetto della normativa (highest and best use), comportando la necessità di rettificare il tasso per considerare le potenzialità di sviluppo futuro. Nel caso della possibilità di riconversione in un immobile in grado di generare un maggiore reddito (o valore), occorre considerare tali aspettative attuando una riduzione del tasso.

Fungibilità

Il rischio industriale deriva principalmente dalla possibilità di non conseguire un reddito: tale definizione in campo immobiliare si traduce nel rischio commerciale, cioè di sfitto o di mancato pagamento (qualità del conduttore).

Il rischio di sfitto diminuisce all'aumentare della fungibilità dell'immobile, in quanto maggiori sono le possibilità di utilizzo ed il numero dei potenziali utilizzatori e minore sarà la possibilità che l'immobile rimarrà vuoto, cioè non trovi un utilizzatore. Ad esempio, un immobile industriale, quale un'acciaieria o un impianto chimico, non ha nessuna possibilità di essere utilizzato in maniera differente (un solo utilizzo e pochi utilizzatori). Dal lato opposto, una proprietà immobiliare costituita solo da un terreno edificabile ha infinite possibilità d'uso futuro (e infiniti potenziali utilizzatori). Tra i due estremi si collocano tutte le altre tipologie immobiliari, ciascuna con un proprio grado di fungibilità che è funzione dei possibili utilizzi e del numero dei potenziali utilizzatori.

Il tasso immobiliare, di capitalizzazione o di attualizzazione, è funzione degli elementi precedentemente analizzati; tuttavia il passaggio da un algoritmo qualitativo ad un

algoritmo quantitativo necessario per stimare puntualmente il tasso di capitalizzazione, impone la determinazione delle singole componenti di rischio sopra definite. A tale riguardo, nella comunità scientifica non è ancora stato sviluppato un modello consolidato per la quantificazione del tasso, evidenziando al contrario le caratteristiche "soggettive" di tale modello.

Una possibile variante potrebbe consistere in una tecnica a metà strada con il metodo dell'estrazione dal mercato. Partendo da un tasso estratto dalle transazioni comparabili si può aggiustare il valore ottenuto correggendolo solamente per considerare i fattori che differiscono rispetto alla transazione (o al campione) verificata nel mercato. In tale modo ci si riconduce alle tecniche di estimo, dove per i tassi si assume un range di valori (minimo e massimo) desunti dal mercato e si apportano le correzioni tenendo conto dei fattori ascendenti e discendenti.

APPLICAZIONI PRATICHE: DAL CAP RATE AL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Redditività complessiva attesa

Il tasso di attualizzazione rappresenta anche il rendimento lordo complessivo dell'investimento: si differenzia dal cap rate, che rappresenta un rendimento corrente, in quanto considera implicitamente anche la variazione di valore finale del bene.

Nella prassi, il tasso di attualizzazione viene anche calcolato partendo dal tasso di capitalizzazione per beni simili (espressione del rendimento corrente), al quale viene aggiunto un addendo che considera le attese di crescita futura dei flussi. È il procedimento inverso rispetto a quello precedentemente analizzato basato sul modello di Gordon:

$$Valore = \frac{\mathrm{Re}\,ddito}{K - g}$$

dove

$r = k - g$

Nella formula precedente il costo del capitale k rappresenta il tasso di attualizzazione. L'incognita è il tasso di attualizzazione (k), che potrà essere calcolato aggiungendo al

tasso di capitalizzazione (r) un coefficiente (g) che rappresenta la crescita attesa dei flussi.

$$k = r + g$$

Il Costo del capitale (WACC)

Il tasso di attualizzazione è il costo del capitale, cioè il rendimento atteso dall'investimento: nella valutazione di un investimento il tasso di attualizzazione è generalmente espresso dal WACC (weighted average cost of capital), cioè dalla media ponderata del costo del capitale di tutte le forme di finanziamento[50].

Analogamente anche nella stima del valore di mercato di un bene si utilizzano valori di rendimento richiesto per il capitale proprio, il costo del debito e la struttura finanziaria tipica dell'investimento: diversamente dalla valutazione di un investimento[51], in questo caso non si utilizzano valori soggettivi, cioè la struttura finanziaria e il costo del capitale dell'investitore, ma si ricorre a valori di mercato utilizzati in media per investire nella determinata tipologia di bene.

Dal punto di vista operativo tale aspetto rappresenta la principale criticità del metodo e può condurre a valutazioni immobiliari "non di mercato" in quanto influenzate dalle ipotesi assunte in merito alla struttura di finanziaria e/o allo status fiscale del veicolo immobiliare.

Il costo del capitale è quindi una media ponderata di due elementi: il debito ed il capitale proprio e la ponderazione si basa sulle quantità utilizzate, cioè sul rapporto di indebitamento.

Combinando i tre elementi nella formula del costo medio ponderato del capitale, si ottiene il tasso di attualizzazione da utilizzare per scontare i flussi di cassa prodotti dall'asset oggetto di valutazione:

---

[50] Se l'investimento è realizzato avvalendosi esclusivamente di capitale proprio, il tasso di attualizzazione sarà uguale al costo del capitale (equity), cioè del rendimento minimo atteso dall'investitore: nella realtà la maggior parte degli investimenti sono realizzati impiegando anche capitale di debito, per tale ragione si ricorre ad una formula di ponderazione.

[51] Nell'analisi sulla fattibilità di un investimento si utilizza generalmente la struttura finanziaria del soggetto economico che intende effettuare l'operazione per verificare se la stessa è in grado o meno di generare ricchezza per il medesimo. In sintesi l'analisi degli investimenti ha l'obiettivo di verificare se il progetto crea ricchezza finanziaria per il soggetto economico.

$$WACC = Kel * \frac{E}{D + E} + Kd \frac{D}{D + E} (1 - t)$$

Il costo della parte di capitale finanziata con debito è ridotta grazie allo scudo fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi (fattore di rettifica 1-t).

IV. IL MERCATO ITALIANO DEI FONDI IMMOBILIARI: DATI DI SINTESI

I FONDI IMMOBILIARI ITALIANI: TREND DI MERCATO

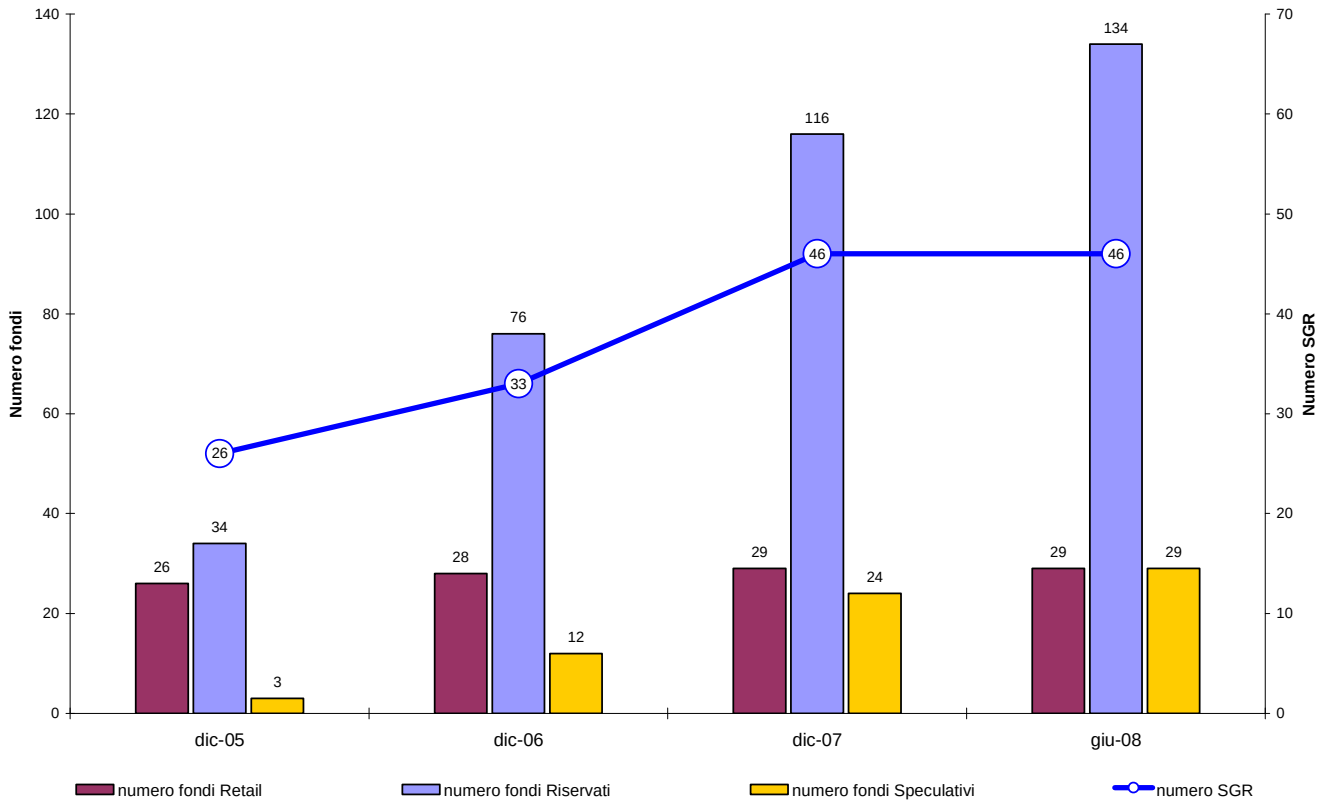
I dati relativi al mercato italiano evidenziano nell'ultimo triennio una consistente e costante crescita, in termini di numero di società operative, di tipologie di prodotti e di masse gestite da parte dell'industria italiana dei fondi immobiliari.

Il quadro complessivo mostra ben n. 46 SGR, attive a giugno 2008 nella promozione e gestione di fondi immobiliari, cui devono essere sommate altre 4 società che, già autorizzate, sono in attesa di avviare l'operatività o, alternativamente, gestiscono patrimoni immobiliari esclusivamente in regime di delega ex art. 33, comma 3, del D.Lgs. 58/1998 (delega di "specifiche scelte d'investimento").

A giugno 2008 (cfr. figura 1), l'industria dei fondi immobiliari italiani, pari a n. 192 OICR, risulta così ripartita: a) n. 29 fondi retail; b) n. 134 fondi riservati e c) n. 29 fondi speculativi.

Di seguito si riporta un grafico di sintesi del mercato italiano dei fondi immobiliari:

Crescita del settore del risparmio gestito in fondi immobiliari

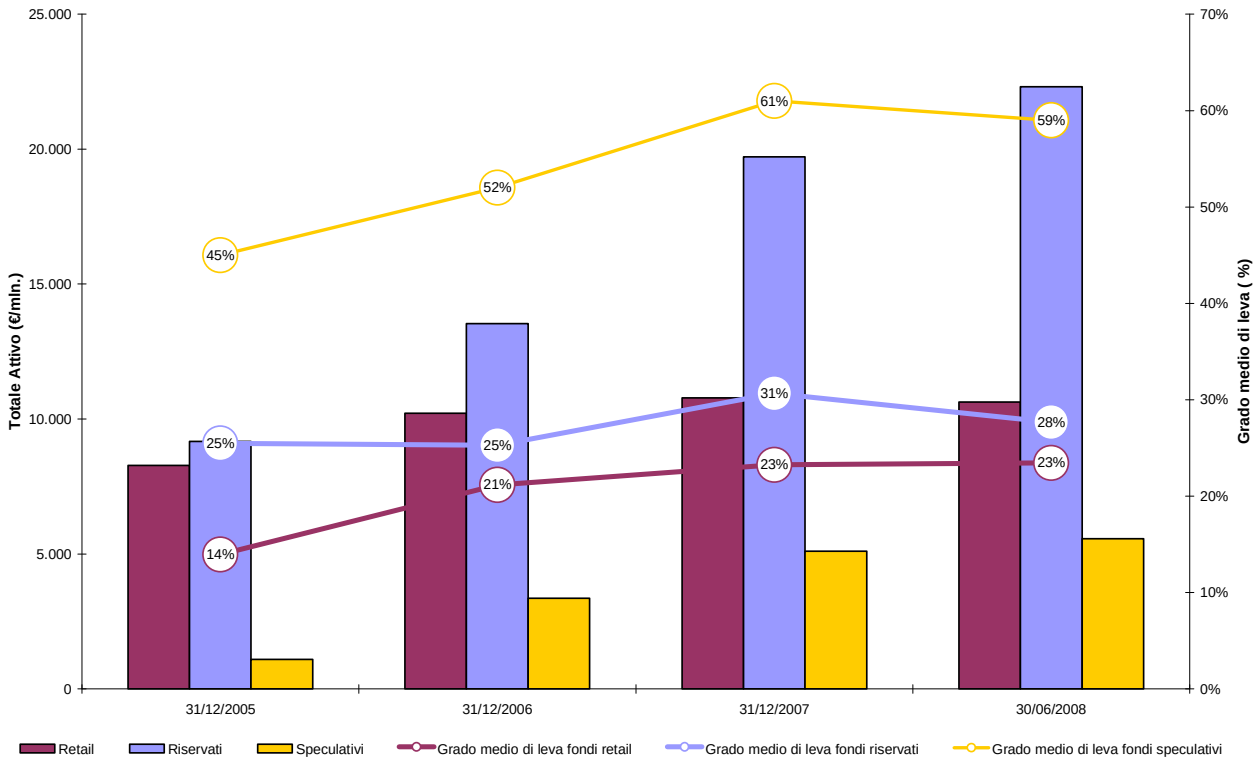


A fronte della crescita esponenziale del numero di OICR, si è assistito, a partire dal 2005, ad una inversione di tendenza per quanto attiene alla struttura dell'offerta, con un netto sorpasso dei fondi riservati ad investitori qualificati rispetto ai fondi oggetto di sollecitazione e/o quotati ai sensi dell'art. 5, comma 2, del D.M. Tesoro n. 228/99. Per un chiarimento sull'intensità di tale fenomeno basti pensare che il totale dei fondi immobiliari, divenuti operativi nel corso del 2008, è stato riservato ad operatori qualificati.

Analizzando i dati suddetti, emerge che, nell'ultimo triennio, il tasso di crescita su base annua del numero dei fondi *retail* e riservati è stato rispettivamente pari al +4% ed al +73%, confermando pertanto una netta preferenza dell'industria italiana del mercato immobiliare per i fondi riservati. In linea con tali dati, anche i fondi speculativi hanno mostrato una forte crescita in termini di operatività registrando un tasso di crescita su base annua pari al +148% rispetto a dicembre 2005.

In termini di Attivo patrimoniale (cfr. figura 2), i suddetti fondi, hanno registrato, a giugno 2008, una quota di mercato pari a circa 38,6 miliardi di euro, registrando nell'ultimo triennio un tasso di crescita su base annua pari a +34%. Ragionando in termini di tipologia di fondo, a giugno 2008, tale ammontare risulta cosi ripartito: 28% per i fondi retail (pari a 10.632 euro/mln.); 58% per i fondi riservati (pari a 22.308 euro/mln.) e 14% per i fondi speculativi (pari a 5.569 euro/mln.).

Attivo patrimoniale e leva finanziaria media dei fondi immobiliari



Il riposizionamento strategico verso gli investitori istituzionali dell'offerta dei fondi immobiliari italiani negli ultimi anni è stato causato, probabilmente, da due fattori.

In primo luogo, si è assistito ad un rafforzamento del fenomeno di dismissione di rilevanti patrimoni immobiliari da parte di gruppi industriali e famiglie possidenti, sulla scia tanto degli andamenti favorevoli del mercato quanto degli incentivi fiscali introdotti dal decreto legge 351/01, in seguito al quale i fondi immobiliari sono stati esentati dal pagamento delle imposte sui redditi e dell'IRAP.

La struttura dell'offerta dei fondi immobiliari si è, successivamente, modificata a seguito della progressiva riduzione della spinta propulsiva del settore immobiliare, riflettendo una ricerca di fattori addizionali di rendimento che, a motivo dell'accrescimento del profilo di rischio, implicano naturalmente un allontanamento dalla clientela retail ed una caratterizzazione più spiccata per una platea di investitori maggiormente sofisticati.

Alle acquisizioni nei settori tradizionali, operate per perseguire una stabile rendita fondiaria, le attività dei fondi hanno gradualmente sostituito operazioni più marcatamente speculative finalizzate a produrre aumenti di valore (capital gains) tramite piani di sviluppo del territorio, rigenerazione urbana o operazioni di ristrutturazione.

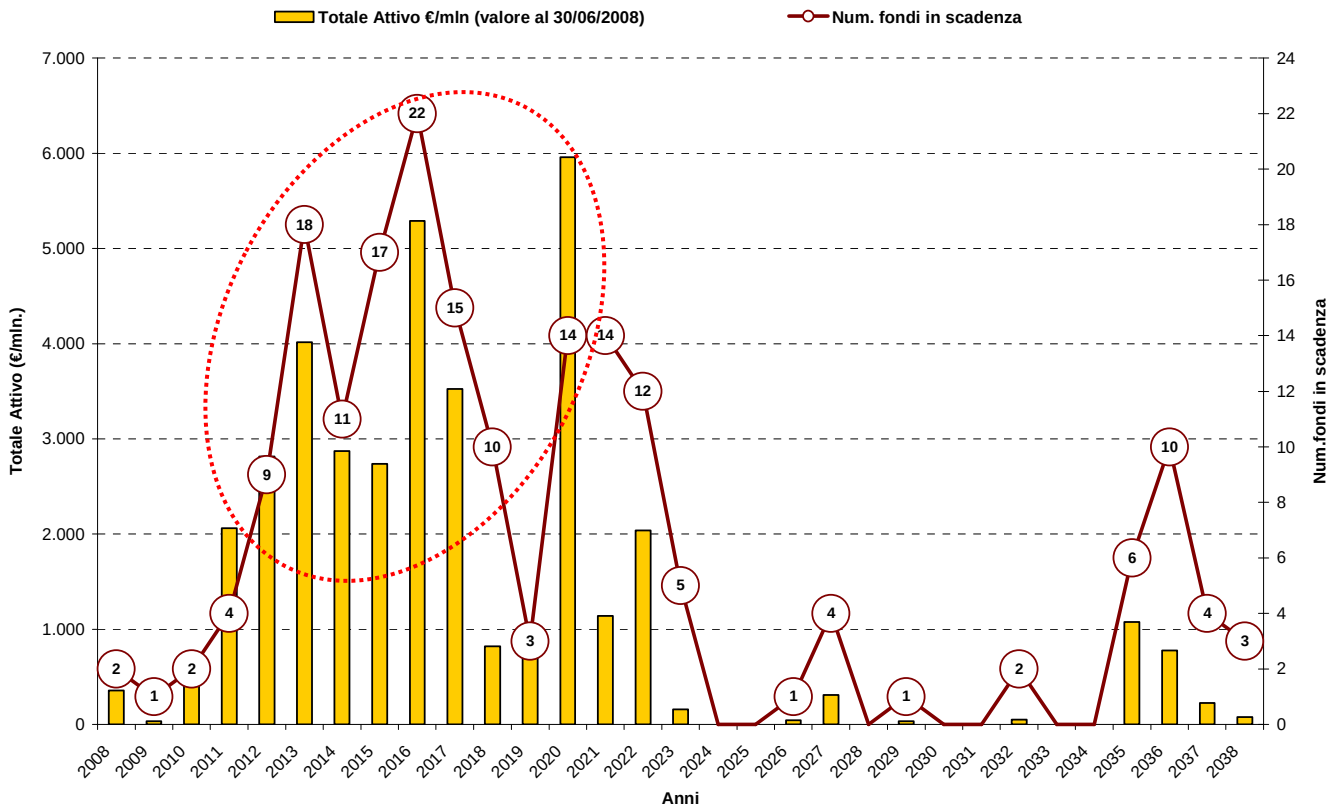
Quest'ultimo effetto è ben chiarito dal crescente ricorso alla leva finanziaria (cfr. figura 2) che si è riscontrato in concomitanza con l'incremento progressivo delle masse gestite di pertinenza dei fondi riservati. A giugno 2008, infatti, il grado medio di leva per i fondi c.d. retail, riservati e speculativi risulta pari rispettivamente a +28%, +36% e +62%.

L'effetto leva, che rappresenta la percentuale degli attivi patrimoniali in gestione la cui copertura finanziaria non è avvenuta con i mezzi propri dei fondi, e che pertanto esprime un fattore di moltiplicazione dei rischi, è principalmente dovuto nei fondi immobiliari all'utilizzo dell'indebitamento, peraltro nei limiti previsti dalla normativa di settore[52].

[52] Cfr. art. 12-bis, commi 7 e 8, D.M. Tesoro n. 228/1999, in base al quale i fondi immobiliari possono assumere prestiti, anche per finanziare operazioni di valorizzazione di beni immobili o rimborso anticipati. In seguito alla recente nascita di diversi fondi speculativi immobiliari, non soggetti ad alcuna norma di frazionamento e contenimento del rischio, è sempre più frequente il caso in cui l'amplificazione dei rischi sia legata all'utilizzo di strumenti derivati o di strategie basate su tecniche di finanza strutturata, i cui possibili effetti in concomitanza con il ricorso ad investimenti immobiliari sono di difficile comprensione e valutazione.

Analizzando i suddetti fondi, in termini di vita residua[53] (cfr. figura 3), emerge che circa il 60% degli stessi in termini di numero di fondi – a giugno 2008 pari a circa 22 miliardi di euro in termini di totale attivo – arriverà a scadenza nel periodo 2012 - 2018.

Numero fondi immobiliari in scadenza e attivo patrimoniale degli stessi al 30/06/2008



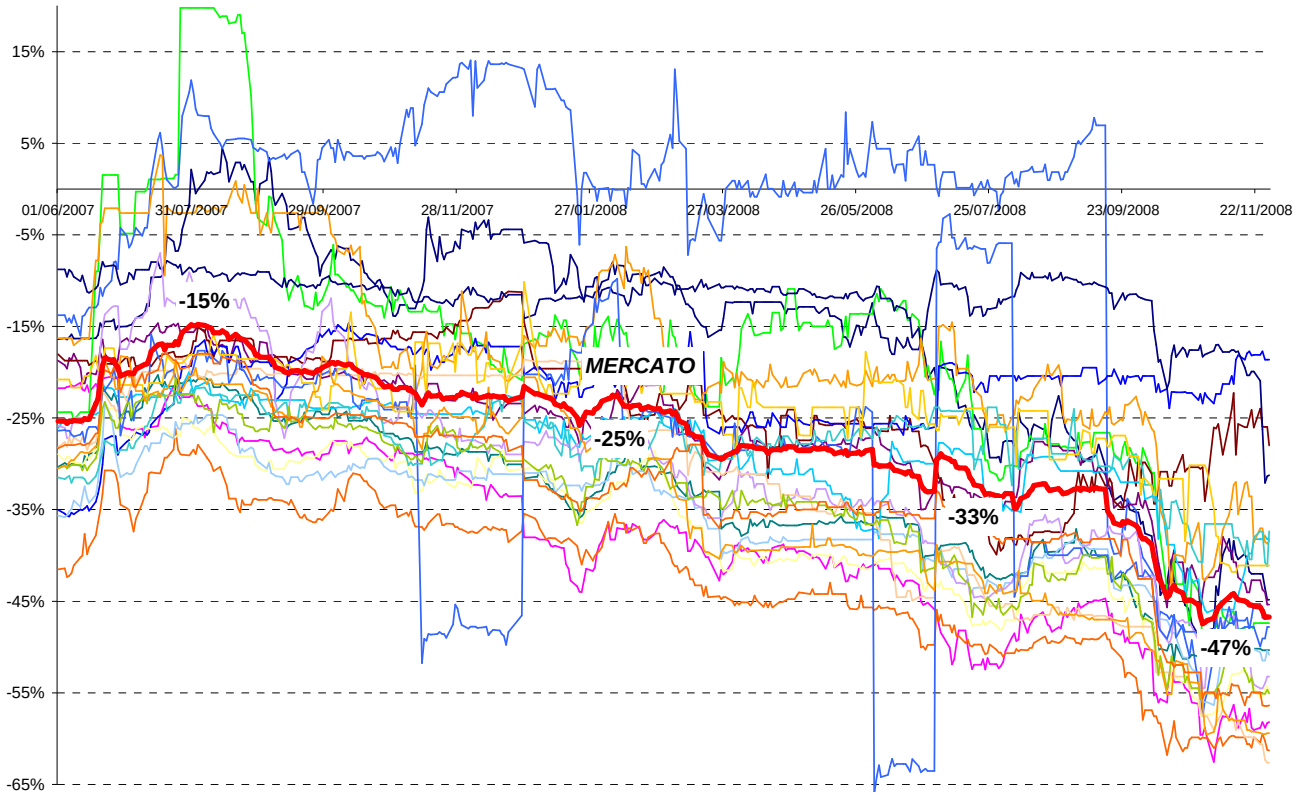
IL MARKET DISCOUNT DEI FONDI IMMOBILIARI ITALIANI

Alla data del 20 febbraio 2009 risultano negoziati nel comparto MTF di Borsa Italiana 22 fondi immobiliari, gestiti da 13 SGR. L'analisi delle quotazioni, nel periodo giugno 2007 – novembre 2008, ha evidenziato che tali fondi si sono contraddistinti per l'esistenza di un consistente differenziale, peraltro crescente nel periodo considerato, fra il valore netto contabile delle quote (risultante dai documenti contabili) e le

[53] Al riguardo, appare comunque opportuno ricordare che le Società di Gestione nel regolamento di gestione si riservano la facoltà di richiedere alla Banca d'Italia una proroga del termine di durata del fondo non superiore a 3 anni (c.d. "Periodo di Grazia").

rispettive quotazioni sul mercato di Borsa (c.d. market discount) associato a ridotti volumi di negoziazione.

Tale trend crescente ha peraltro mostrato alcuni momenti di discontinuità in occasione di recenti operazioni di borsa. In particolare, durante l'estate 2007 – periodo caratterizzato dallo svolgimento di alcune offerte pubbliche di acquisto (OPA) su determinati fondi – l'andamento delle quotazioni ha evidenziato una riduzione del market discount sull'intero mercato nonostante le OPA avessero coinvolto solamente alcuni fondi quotati. Il grafico seguente sintetizza l'andamento del market discount (cfr. linea rossa) da giugno 2007 a novembre 2008 utilizzando i valori di Nav dei diversi fondi alle date di pubblicazione (30 giugno 2007, 31 dicembre 2007 e 30 giugno 2008) e le rispettive quotazioni di Borsa.



Dall'analisi dell'andamento del *market discount* appare evidente che a ridosso dell'estate 2007 la differenza media in termini percentuali tra i Nav dei fondi e le rispettive quotazioni di mercato si è attestata intorno al -15% registrando una riduzione del 10% rispetto al valore assunto ad inizio giugno 2007 (-25%).

Successivamente, con l'esaurirsi dell'effetto OPA, il *market discount* si è riportato nell'intorno del - 25%, valore mantenuto tuttavia fino al marzo 2008.

Infatti, a partire dal mese di aprile 2008, la crisi[54] che ha caratterizzato il mercato finanziario globale ha prodotto una inversione di tendenza anche all'interno del settore immobiliare: lo scenario è tuttavia piuttosto eterogeneo tra i diversi Paesi industrializzati.

Ciò ha portato, dopo anni di crescita sostenuta, ad una progressiva flessione dei principali indicatori del mercato immobiliare italiano, quali: numero di transazioni effettuate, tempi medi di perfezionamento delle operazioni di locazione, di vendita e dei relativi finanziamenti, con parallelo innalzamento generalizzato degli exit cap rate.

Tale rallentamento, principalmente riconducibile all'attuale congiuntura negativa del mercato del credito, ha impattato negativamente sulla domanda di *asset* immobiliari e sta ponendo criticità operative e gestionali soprattutto a quegli operatori che hanno fatto un forte ricorso alla leva finanziaria costringendoli a rivedere nel breve termine le loro strategie di *business*.

In relazione ai suddetti eventi il *market discount* si è progressivamente ampliato attestandosi a valori del - 47%.

In realtà, il valore del - 47% del *market discount* potrebbe essere di dimensioni minori considerando che nell'analisi in oggetto è stato utilizzato il Nav al 30 giugno 2008, ultima valutazione disponibile.

Molto, pertanto, dipenderà dalle valutazioni che saranno effettuate nei rendiconti al 31 dicembre 2008 (da approvare entro il 31 marzo 2009) che, nel riflettere l'attuale rallentamento macroeconomico e la flessione dei principali indicatori del mercato immobiliare, dovrebbero portare ad una riduzione dei Nav dei fondi immobiliari.

Infatti, con particolare riferimento al mercato italiano gli operatori prevedono un calo dei valori immobiliari fino a quando il mercato non avrà recuperato le condizioni di stabilità. Non ci si attende tuttavia che tale calo abbia lo stesso impatto che stanno sperimentando Paesi che risentono di un eccesso di offerta[55] sul mercato e scontano crescite nel passato molto più impetuose di quella italiana.

---

[54] Tale situazione è stata originata principalmente dalla concessione negli USA di finanziamenti a basso costo, da criteri di accesso al credito scarsamente "rigorosi" nonché dalla successiva attività di cartolarizzazione dei crediti che, nel consentire il trasferimento dei rischi di credito, ha ridotto, di conseguenza, il capitale regolamentare e i costi delle fonti di finanziamento.

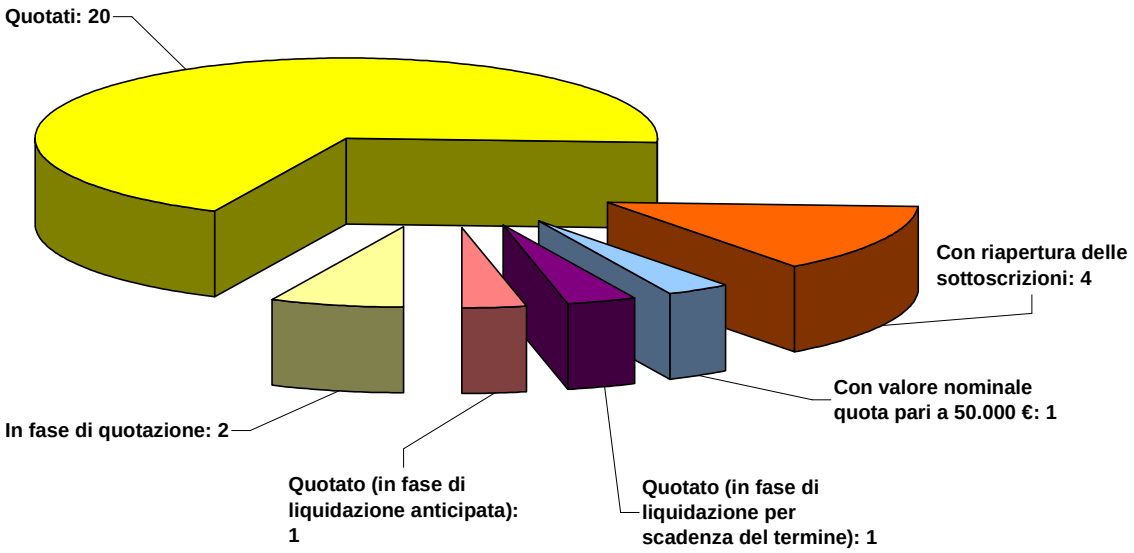
[55] In particolare, il basso tasso di crescita dello stock disponibile di nuovi spazi che ha caratterizzato gli ultimi anni, fa si che in Italia non si registri l'eccesso di offerta che ha caratterizzato paesi come Spagna, Inghilterra e Irlanda.

V. IL CAMPIONE OGGETTO DI ANALISI E OBIETTIVI DELL'INDAGINE

L'analisi che verrà illustrata nel capitolo successivo ha riguardato i fondi immobiliari di diritto italiano offerti al pubblico *retail* (pari a n. 29 fondi, gestiti da 17 SGR). Di seguito si riporta una tabella di sintesi del campione oggetto di analisi.

SGR	FONDI RETAIL	TIPOLOGIA	TOTALE ATTIVO	IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	NAV	INDEBITAMENTO
AEDES BPM REAL ESTATE SGR	INVESTIETICO	QUOTATO	214.624.111	202.840.000	183.364.972	28.188.148
BENI STABILI GESTIONI SGR	IMMOBILIUM 2001	QUOTATO	160.507.555	133.780.000	146.988.682	12.335.937
	INVEST REAL SECURITY	QUOTATO	200.304.431	197.220.000	155.195.123	40.780.905
	SECURFONDO	QUOTATO	203.225.749	157.600.000	194.199.042	5.282.362
BNL FONDI IMMOBILIARI SGR	BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	QUOTATO	509.873.346	384.530.000	370.563.235	129.500.000
	ESTENSE - GRANDE DISTRIBUZIONE	QUOTATO	346.435.071	334.841.861	244.976.162	98.500.000
	IMMOBILIARE DINAMICO	RIAPERTURA DELLE SOTTOSCRIZIONI	394.868.933	278.417.197	355.809.968	35.000.000
	PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	QUOTATO (in fase di liquidazione per scadenza del termine)	325.195.074	263.540.000	262.755.214	60.000.000
CAAM REAL ESTATE ITALIA SGR	CAAM RE EUROPA	QUOTATO	232.535.879	85.800.000	222.033.645	6.700.000
	CAAM RE ITALIA	QUOTATO	269.934.285	210.760.000	219.854.147	45.841.334
FABRICA IMMOBILIARE SGR	SOCRATE	RIAPERTURA DELLE SOTTOSCRIZIONI	105.194.745	90.763.000	103.309.094	0
FIRST ATLANTIC RE SGR	ATLANTIC I	QUOTATO	813.154.547	785.810.000	417.847.780	377.768.850
	ATLANTIC 2 - BERENICE	QUOTATO	870.169.466	860.530.000	439.007.087	420.098.499
FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR	ALPHA IMMOBILIARE	QUOTATO	498.811.388	446.906.971	401.285.014	80.971.577
	BETA IMMOBILIARE	QUOTATO	394.886.287	181.554.690	316.366.410	40.240.520
	DELTA IMMOBILIARE	IN FASE DI QUOTAZIONE	290.546.514	227.884.814	208.775.518	80.800.655
INVESTIRE IMMOBILIARE SGR	OBELISCO	QUOTATO	266.724.521	242.600.000	174.844.583	87.700.278
MEDIOLANUM GESTIONE FONDI SGR	MEDIOLANUM REAL ESTATE	RIAPERTURA DELLE SOTTOSCRIZIONI	280.209.986	217.190.000	55.660.962	0
PENSPLAN INVEST SGR	RISPARMIO IMMOBILIARE ENERGIA I	IN FASE DI QUOTAZIONE	215.932.747	193.875.000	54.415.480	109.740.000
PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	UNICREDITO IMMOBILIARE UNO	QUOTATO	578.946.762	428.400.000	565.225.345	7.409.676
PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	OLINDA - FONDO SHOPS	QUOTATO	715.289.245	654.820.000	362.832.501	343.240.406
	TECLA - FONDO UFFICI	QUOTATO	812.699.172	760.590.000	422.189.855	366.700.691
POLIS FONDI IMMOBILIARI SGR	POLIS	QUOTATO	368.955.458	293.121.995	315.886.014	21.269.548
RREEF FONDIMMOBILIARI SGR	DOLOMIT	RIAPERTURA DELLE SOTTOSCRIZIONI	164.438.645	157.900.000	108.455.080	53.350.000
	PIRAMIDE GLOBALE	QUOTATO (in fase di liquidazione anticipata)	92.315.646	47.000.000	82.260.729	0
	VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	QUOTATO	246.250.522	238.200.000	182.294.799	62.500.000
SERENISSIMA SGR	SERENISSIMA VITRUVIO	VALORE NOMINALE QUOTA PARI A 50.000 €	236.272.058	228.220.000	112.876.310	121.774.765
SORGENTE SGR	CARAVAGGIO	QUOTATO	351.351.429	289.160.000	162.950.471	184.311.927
VEGAGEST SGR	EUROPA IMMOBILIARE 1	QUOTATO	472.722.722	262.520.710	278.128.198	191.195.932
TOTALE			**10.632.376.294**	**8.856.376.238**	**7.120.351.420**	**3.011.202.010**

Al riguardo si evidenzia che dei 29 fondi oggetto di analisi, 20 sono quotati nel comparto MTF di Borsa Italiana; 2, benché già sollecitati, sono in fase di quotazione; 4 si caratterizzano per la riapertura delle sottoscrizioni; 1 sebbene quotato è in fase di liquidazione anticipata; 1 è in fase di liquidazione per scadenza del termine di durata (sospeso dalle negoziazioni); 1 sollecitato e con valore nominale quota pari a 50.000 euro (e pertanto non soggetto ad obbligo di quotazione). Di seguito si riporta un grafico di sintesi:



L'indagine che costituisce il tema del presente lavoro è articolata in un duplice livello di analisi:

1. un primo livello che si pone l'obiettivo di individuare nelle diverse fasi dell'attività gestoria (attività di investimento, attività di gestione e attività di disinvestimento) le principali caratteristiche dei fondi, quali:
   - controvalore (di seguito CTV) e numero di *asset* immobiliari;
   - distribuzione geografica degli asset [1) Roma; 2) Milano; 3) Nord Italia; 4) Centro Italia; 5) Sud Italia e Isole; 6) Estero];
   - distribuzione settoriale degli asset [1)Uffici; 2) Logistica; 3) Residenziale; 4) Industriale; 5) Commerciale; 6) Residenze Sanitarie Assistenziali; 7) Turistico/Ricreativo; 8) Sviluppo/aree; 9) Altro].

2. un secondo livello volto ad analizzare le prassi consolidate fra gli esperti indipendenti e le SGR nelle diverse fasi dell'attività gestoria in termini di:
   - operatività degli esperti indipendenti nella fase di acquisto[56];
   - eventuali scostamenti effettuati dalle SGR nella valorizzazione degli asset nonché entità dei medesimi rispetto alle valutazioni rilasciate dagli esperti indipendenti;
   - tipologia degli esperti indipendenti (persone fisiche o persone giuridiche) e concentrazione di mercato in termini di numero di valutazioni rilasciate nonché di CTV delle medesime;
   - principali modelli di valutazione utilizzati dagli esperti indipendenti [1) Metodo DCF; 2) Metodo del confronto di mercato; 3) Metodo reddituale; 4) Metodo della trasformazione];
   - principali parametri utilizzati nei modelli di valutazione, quali:
     - per il DCF media: del tasso di attualizzazione; del numero degli anni nonché del tasso cap-out;
     - per il metodo reddituale: media del tasso di capitalizzazione[57];
   - tassi medi di rivalutazione dei cespiti presenti nei portafogli dei fondi nel periodo dic 06 - dic 07 e nel periodo dic 07 – giu 08 in funzione della destinazione d'uso degli asset[58];
   - distribuzione degli asset locati per classi di conduttore (da 0 a 5; da 6 a 10; da 11 a 20; da 21 a 40; da 40 in su)[59].

In particolare, l'analisi in questione è stata condotta sulle informazioni rese ai sottoscrittori attraverso la documentazione pubblica dei fondi immobiliari retail, nel periodo gennaio 2006 – giugno 2008, quale:

- regolamenti di gestione;
- prospetti informativi/di quotazione;

---

[56] Tale analisi ha riguardato la sola fase di investimento in quanto per Legge, ad eccezione degli acquisti effettuati o attraverso i conferimenti o in presenza di conflitti di interesse, non è richiesto l'intervento degli esperti indipendenti. L'analisi non ha riguardato le altre fasi in quanto per Legge vi è l'obbligo di intervento degli esperti indipendenti attraverso o relazioni di stima o giudizi di congruità.

[57] Cfr. nota precedente.

[58] Tale analisi ha riguardato esclusivamente la fase di gestione.

[59] Cfr. nota precedente.

- rendiconti di gestione;
- relazione semestrali;
- relazioni di stima (allegate ai suddetti documenti);
- comunicati e rassegna stampa.

VI. ANALISI DEI DATI ED EVIDENZE DEL MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI

Nei paragrafi successivi saranno sintetizzate le principali evidenze riscontrate nel mercato dei fondi immobiliari retail di diritto italiano nelle diverse fasi dell'attività gestoria, quali:

- attività di investimento (dati di flusso nel periodo gennaio 2006 – giugno 2008);
- attività di gestione (dati di stock alle date del 31/12/2006; del 31/12/2007 e del 30/06/2008);
- attività di disinvestimento (dati di flusso nel periodo gennaio 2006 – giugno 2008).

L'obiettivo dell'analisi, come già detto nel capitolo precedente, è quello di evidenziare:

- le principali caratteristiche dei fondi;
- le prassi consolidatesi fra gli esperti indipendenti e le SGR nelle diverse fasi dell'attività gestoria.

Prima di analizzare i risultati dell'analisi è opportuno sottolineare che le evidenze poste a base dell'indagine non possono essere statisticamente considerate come campione rappresentativo ma costituiscono una raccolta empirica di dati presenti nella documentazione redatta dalle SGR di fondi immobiliari retail nel periodo gennaio 2006 – giugno 2008 (regolamenti di gestione; prospetti informativi/di quotazione; rendiconti di gestione; relazioni semestrali; relazioni di stima; comunicati e rassegna stampa).

Per tali motivi i risultati dell'indagine, pur avendo intrapreso ogni ragionevole sforzo al fine di rimuovere eventuali errori, inesattezze ed omissioni nell'analisi dei dati/informazioni, non possono essere assunti come risultati scientificamente rappresentativi.

Non si assume peraltro alcuna responsabilità per gli oneri, le perdite o qualsiasi altro danno che possa derivare dall'uso improprio del presente lavoro.

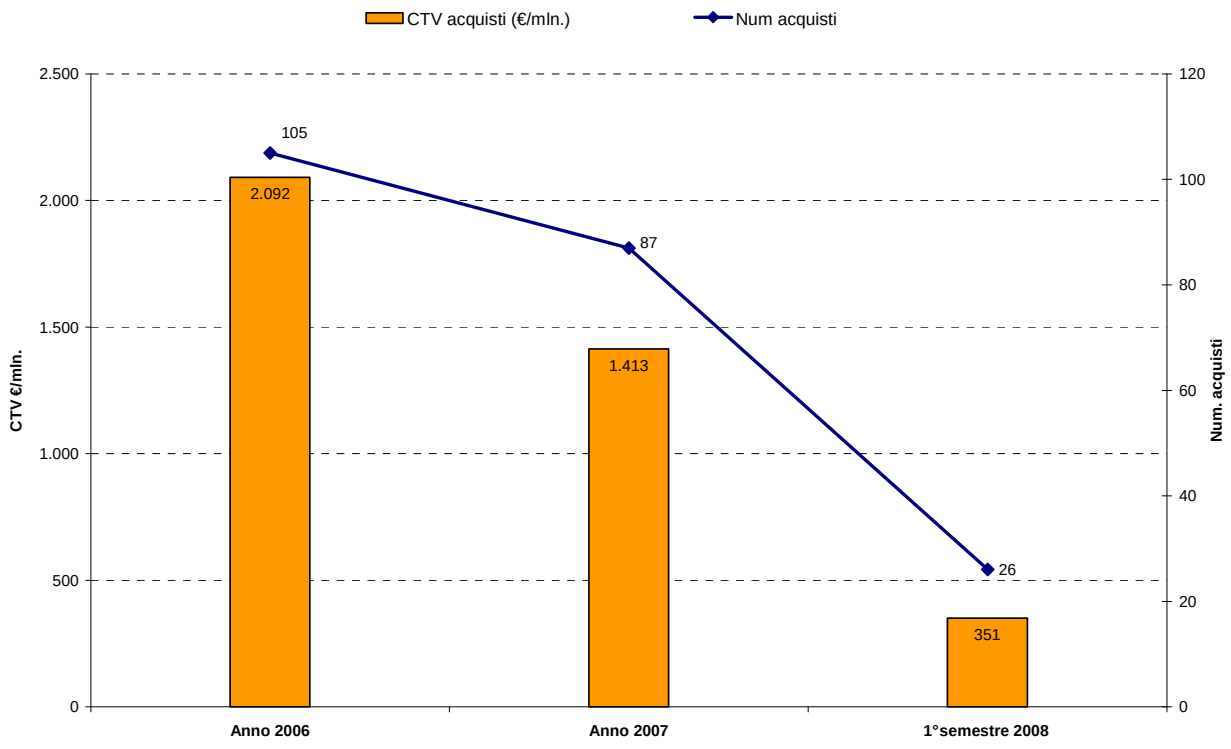
ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

Dall'analisi del grafico di seguito riportato appare evidente che l'attività di investimento ha subito un consistente rallentamento, sia in termini di CTV delle operazioni che di numero delle stesse, nel 1° semestre 2008.

Tra le cause di tale rallentamento sono ascrivibili sicuramente l'attuale rallentamento macroeconomico e la flessione dei principali indicatori del mercato immobiliare.

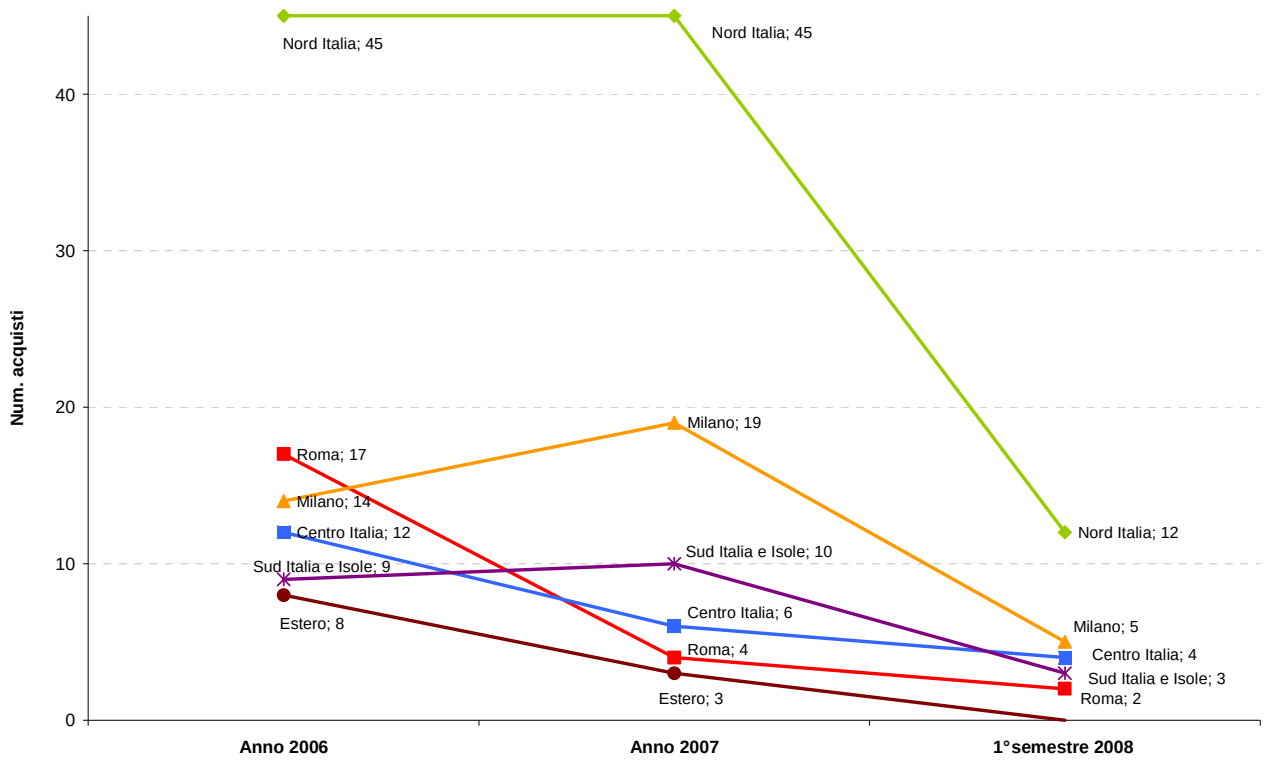
Non appare peraltro "superflua" la consistente attività di investimento riscontrata nel periodo gennaio 2006 – dicembre 2007, periodo questo caratterizzato dall'avvio dell'operatività di due nuovi fondi retail, e che pertanto ha riguardato fondi già operativi.



DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET

Analizzando per area geografica i dati relativi all'attività di investimento, sebbene in forte calo nel 1° semestre 2008, emerge una chiara prevalenza in termini di numero di investimenti per le zone del Nord Italia e di Milano.

Sostanzialmente stabili sono, invece, gli investimenti nelle altre aree geografiche ad eccezione di Roma che ha subito una chiara inversione di tendenza a partire dall'anno 2007.

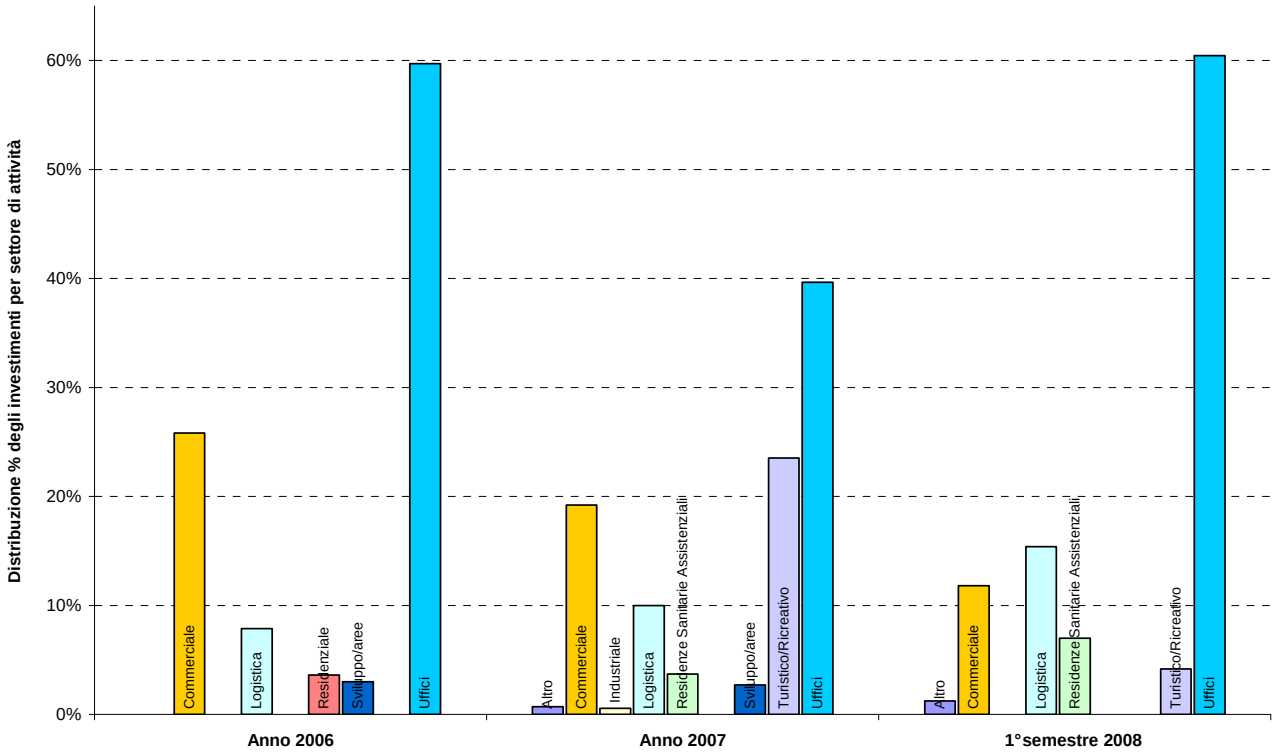


DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale degli asset oggetto di investimento nel periodo considerato, dall'analisi dei dati emerge una forte prevalenza del settore uffici anche se caratterizzato nel solo periodo 2007 da una riduzione di interesse in favore del settore Turistico/ricreativo.

Con riferimento al ruolo degli altri settori, sebbene modesto, appare interessante notare il trend discendente per il settore commerciale sostituito dal crescente interesse per i settori della Logistica e delle Residenze Sanitarie Assistenziali.

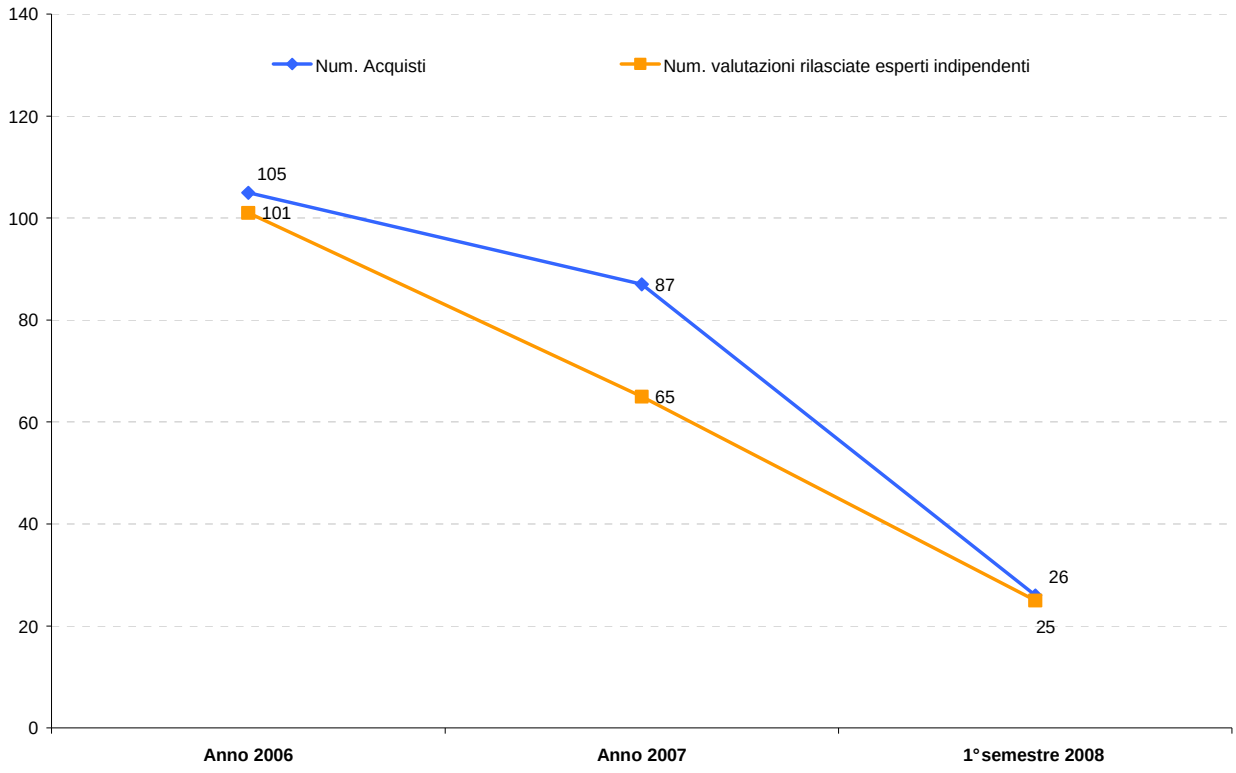
Tra le cause di tali scelte di investimento ne fanno parte, tra l'altro, gli obiettivi di garantire rendimenti più elevati in settori meno "maturi" e di perseguire strategie di diversificazione del portafoglio investito.



OPERATIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Analizzando i dati relativi al numero di acquisti effettuati nel periodo considerato e le valutazioni rilasciate per i medesimi investimenti appare chiara la prassi delle SGR di richiedere l'intervento dei valutatori anche nelle fattispecie in cui per Legge non è prevista la loro operatività.

In particolare, dal grafico seguente emerge chiaramente che ad eccezione del 2007, anno in cui gli esperti indipendenti sono intervenuti nel 75% degli investimenti effettuati, negli altri periodi la percentuale in oggetto è prossima al 96% delle operazioni effettuate.

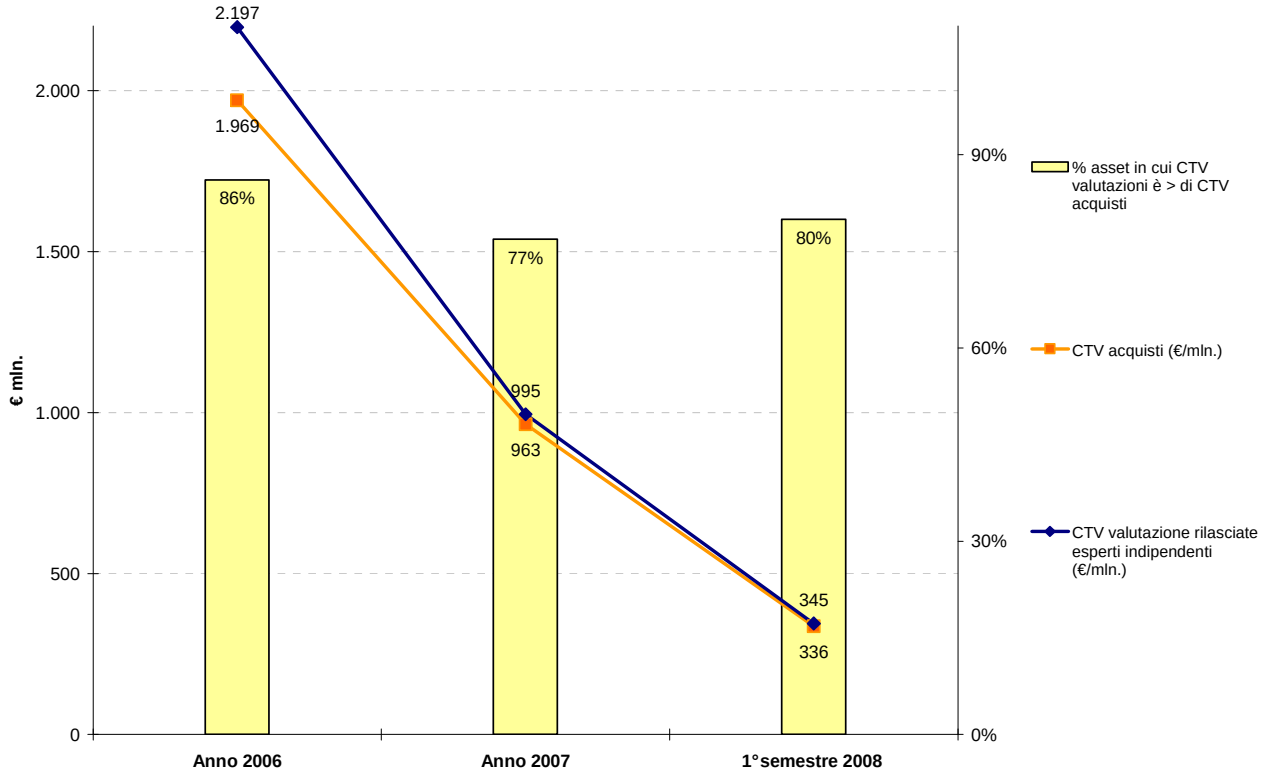


I dati suddetti assumono maggior rilievo se consideriamo l'andamento nel tempo degli scostamenti effettuati dalle SGR nella definizione dei prezzi di acquisto degli asset rispetto alle valutazioni rilasciate dagli esperti indipendenti.

Infatti, dall'analisi del grafico seguente emerge chiaramente un trend discendente del differenziale fra i prezzi conclusi per la compravendita degli asset e i valori rilasciati dai valutatori per i medesimi asset: tale differenziale tende quasi ad annullarsi a partire dall'anno 2007.

Tale trend discendente unito alla circostanza, come già detto, che gli esperti indipendenti frequentemente intervengono nelle valutazioni delle operazioni di investimento testimonia, peraltro, la prassi delle SGR di discostarsi in maniera "molto marginale" e in "riduzione" rispetto alle valutazioni rilasciate dagli esperti stessi.

Ciò è dimostrato dal fatto che nell'80% dei casi le valutazioni rilasciate dai valutatori sono maggiori dei prezzi di acquisto degli asset immobiliari.



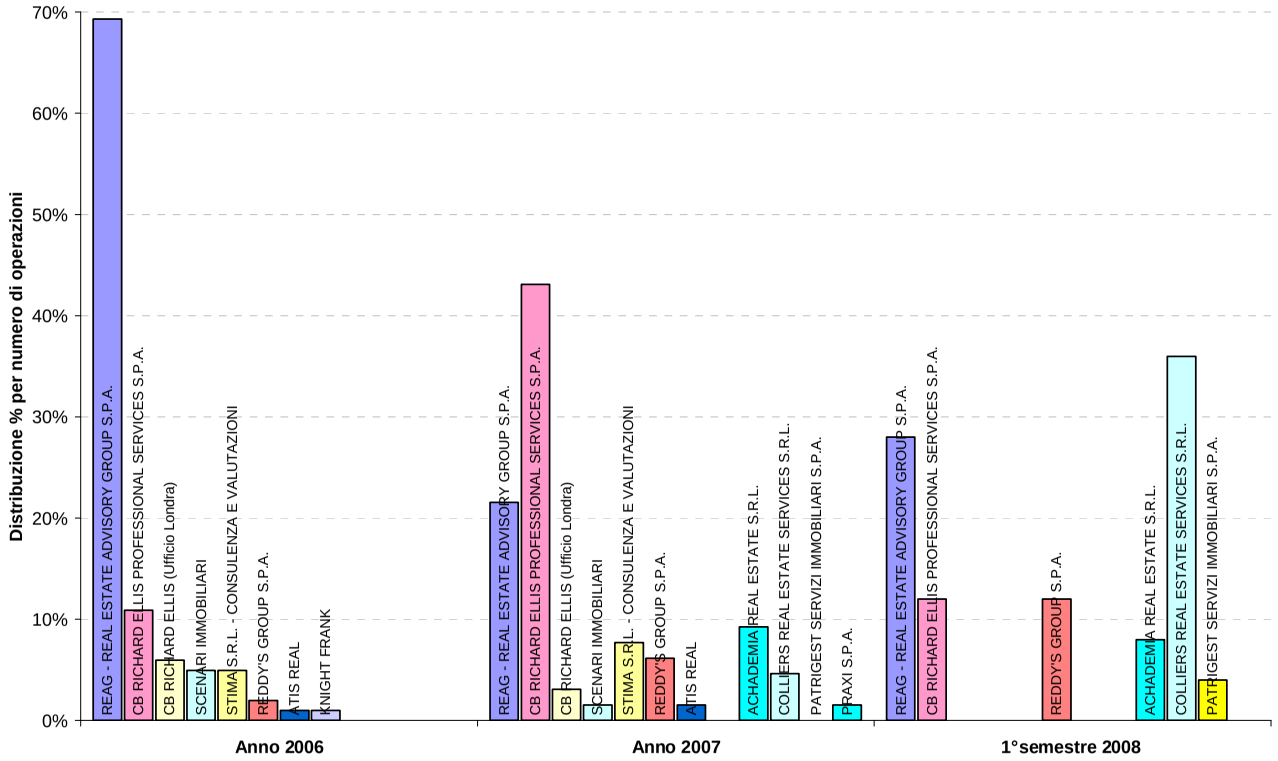
TIPOLOGIA DI ESPERTI INDIPENDENTI E CONCENTRAZIONE DI MERCATO

Analizzando i dati relativi alla tipologia di esperti indipendenti (se persone fisiche o giurdiche) emerge che nel periodo considerato il 100% degli valutatori incaricati dalle SGR di rilasciare le relazioni di stima sono persone giuridiche.

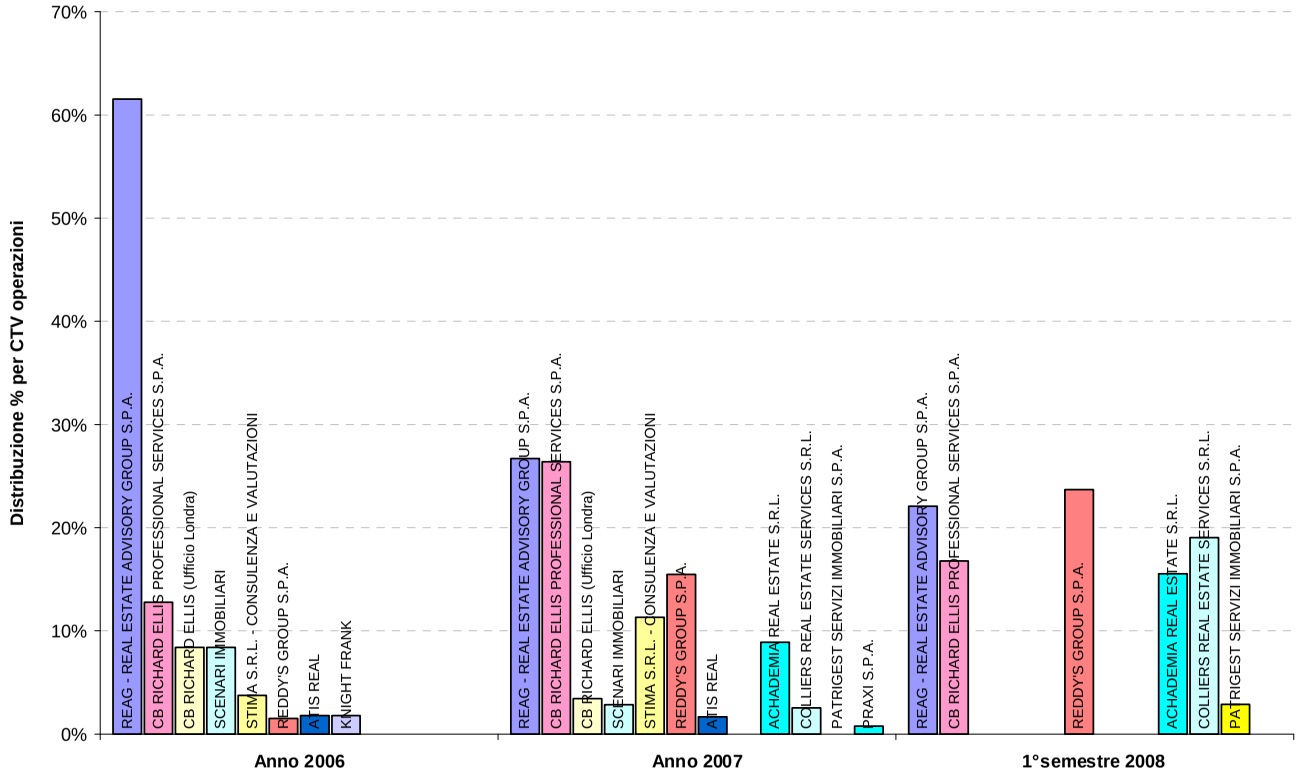
Di seguito si riporta un grafico di sintesi della concentrazione di mercato, considerando la stessa in termini di numero di valutazioni rilasciate nel periodo considerato.

Dall'analisi del grafico seguente è possibile notare che nel periodo considerato complessivamente hanno operato 12 esperti indipendenti persone giuridiche.

Con riferimento alla concentrazione di mercato appare evidente che alcuni valutatori hanno posizioni dominanti nel periodo considerato seppur caratterizzate da un trend discendente delle stesse. Parallelamente diversi valutatori hanno complessivamente una quota di mercato inferiore al 20%.



Analizzando, invece, la concentrazione di mercato in termini di CTV delle relazioni di stima le posizioni "dominanti" si riducono leggermente.

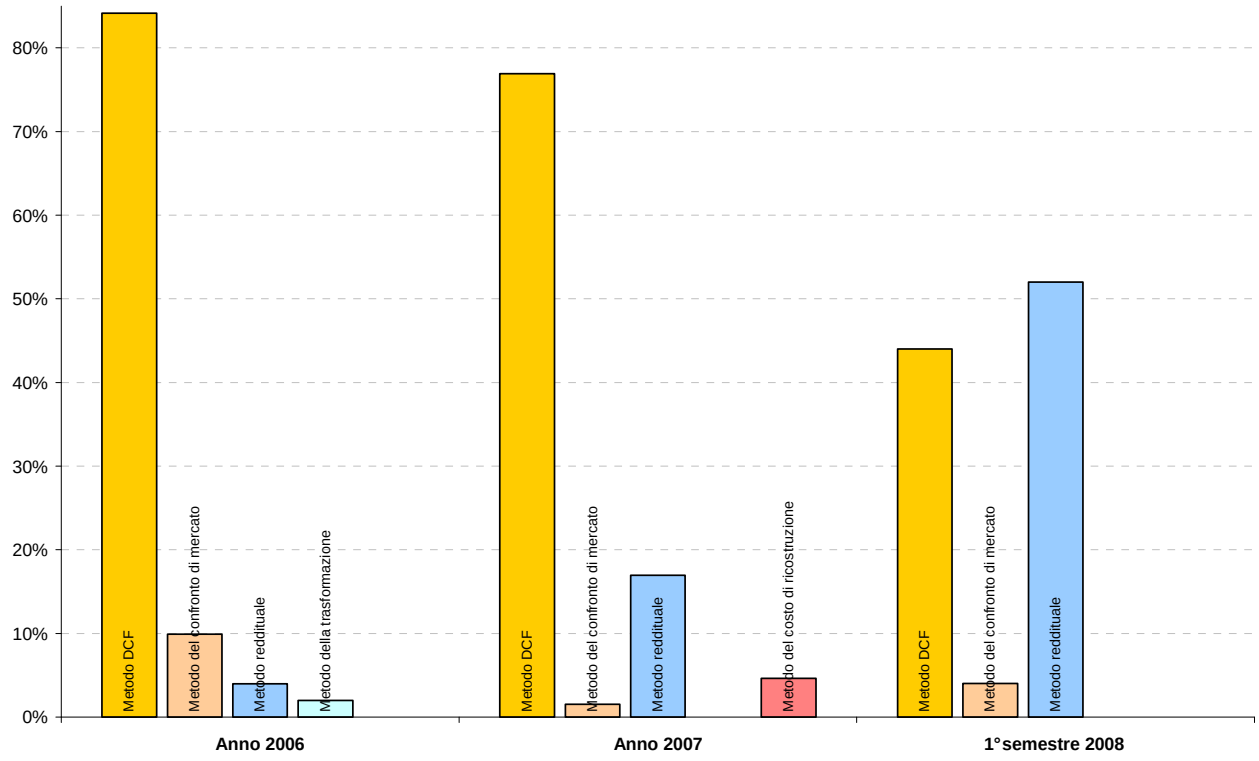


MODELLI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Dall'analisi dei modelli di valutazione utilizzati dagli esperti indipendenti nel periodo considerato emerge chiaramente una netta prevalenza nell'utilizzo dei modelli DCF e dei modelli reddituali.

Non appare peraltro "marginale" il trend del loro utilizzo. In particolare, dall'analisi del grafico seguente emerge chiaramente che i modelli DCF sono stati via via sostituiti dai modelli reddituali. Nel periodo considerato, infatti, si è annullato il consistente differenziale nell'utilizzo dei suddetti metodi esistente all'inizio del 2006.

Marginali appaiono, invece, le applicazioni degli ulteriori metodi di valutazione.



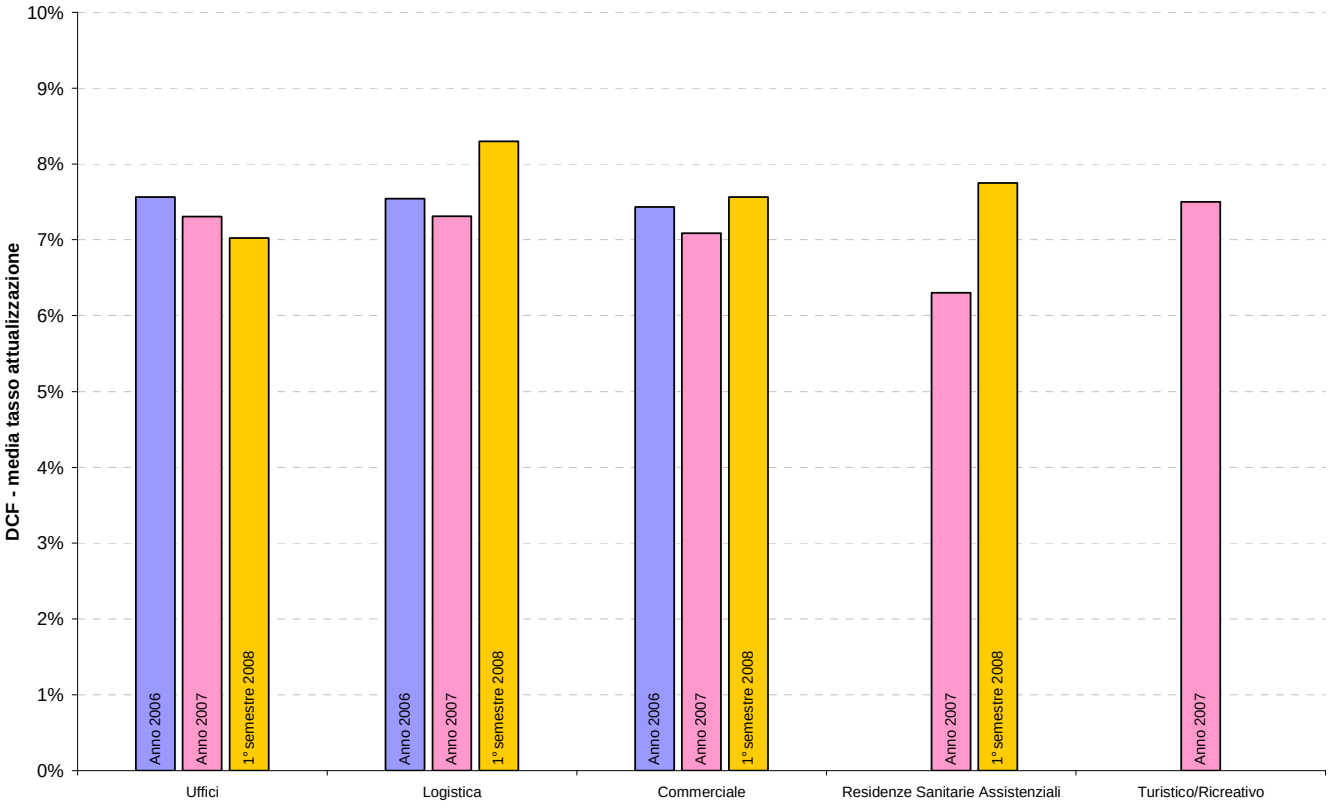
PRINCIPALI PARAMETRI UTILIZZATI NEI MODELLI DI VALUTAZIONE

Modelli DCF

Media del tasso di attualizzazione

Di seguito si riporta un grafico di sintesi relativo all'andamento del tasso medio di attualizzazione utilizzato nei modelli DCF in funzione della distribuzione settoriale degli asset immobiliari.

Dall'analisi del grafico emerge che nel periodo considerato, ad eccezione del settore uffici per il quale si è assistito ad una costante, seppur leggera, flessione del tasso di attualizzazione, per gli altri settori si è verificata un'inversione di tendenza a partire dal 1° semestre 2008: periodo in cui si è assistito ad un cospicuo incremento del tasso considerato.



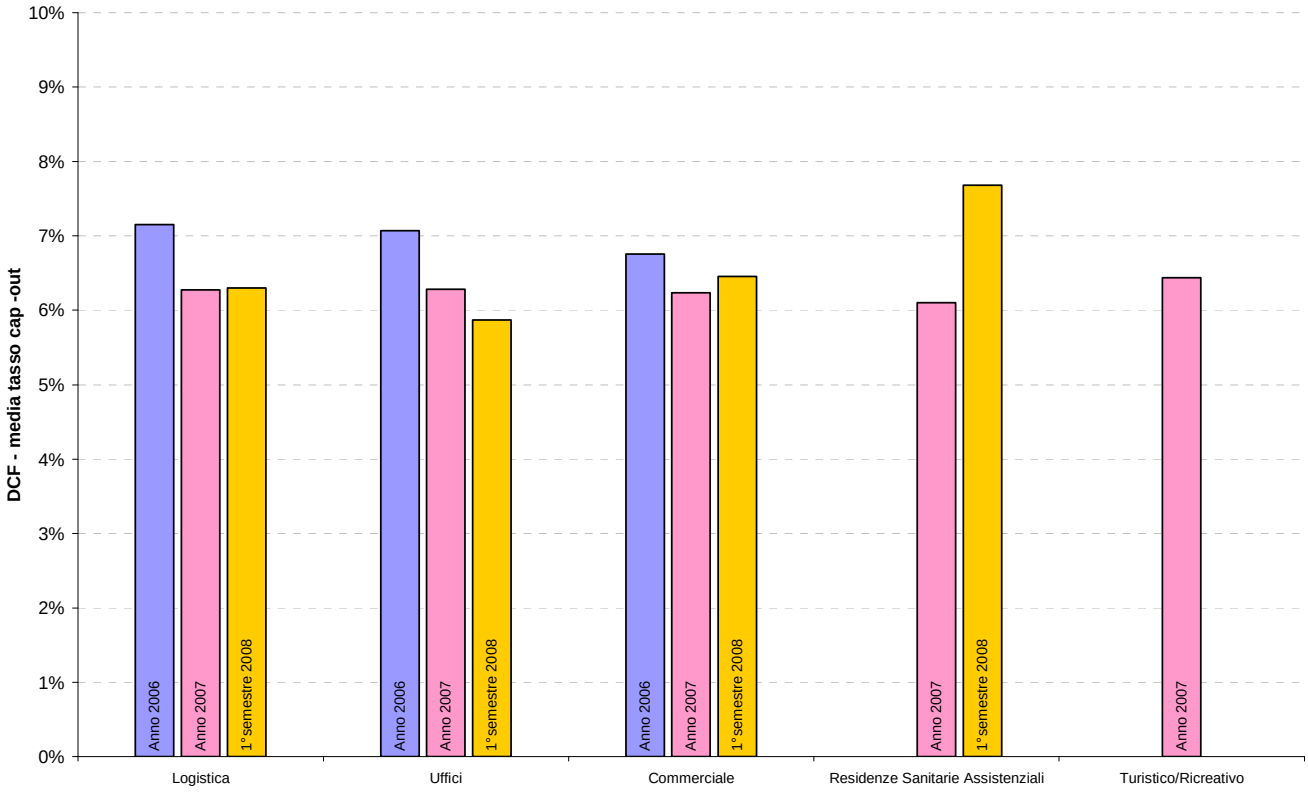
Media del tasso cap-out

Di seguito si riporta un grafico di sintesi relativo all'andamento del tasso medio di cap-out utilizzato nei modelli DCF in funzione della distribuzione settoriale degli asset immobiliari.

Dall'analisi del grafico seguente emerge che nel periodo considerato il tasso medio di cap-out è stato, a prescindere dalla distribuzione settoriale degli asset, inferiore al tasso medio di attualizzazione (cfr. grafico precedente).

Dal grafico emerge, in linea con quanto già riscontrato per il tasso di attualizzazione, che l'unico settore per il quale si è assistito ad una costante flessione del tasso medio di cap-out è quello degli uffici.

Per gli altri settori si è verificata, invece, un'inversione di tendenza del tasso considerato, di diversa intensità in funzione della distribuzione settoriale degli asset, a partire dal 1° semestre 2008.

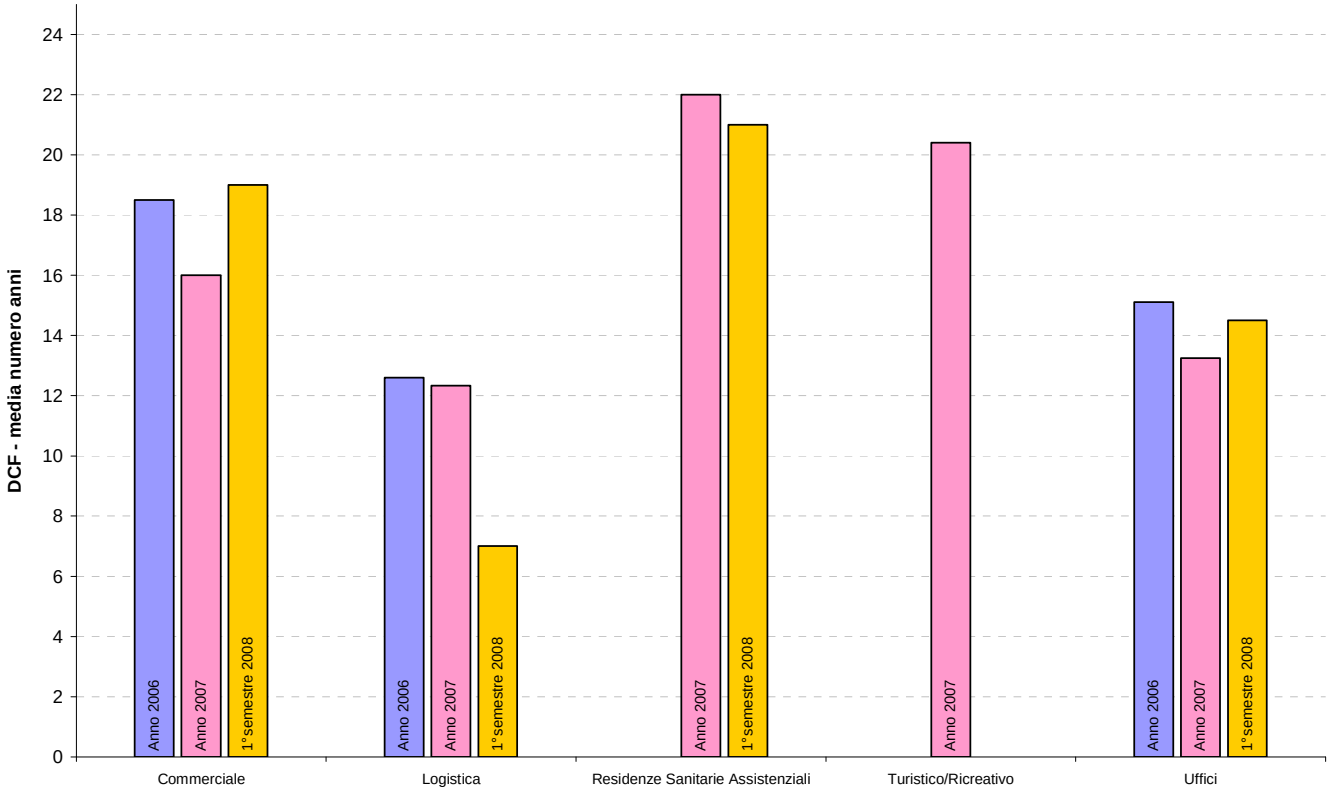


Media del numero degli anni

Di seguito si riporta un grafico di sintesi relativo all'andamento del numero medio degli anni considerati nei modelli DCF in funzione della distribuzione settoriale degli asset immobiliari.

Dall'analisi del grafico seguente è possibile affermare che nella quasi totalità dei casi, unica eccezione è il settore della logistica al 1° semestre 2008, nei modelli DCF vengono considerati un numero di anni superiore a 12.

La situazione è tuttavia eterogenea in funzione della distribuzione settoriale degli asset oggetto di investimento: da un minimo di 12 anni ad un massimo di 22 anni.



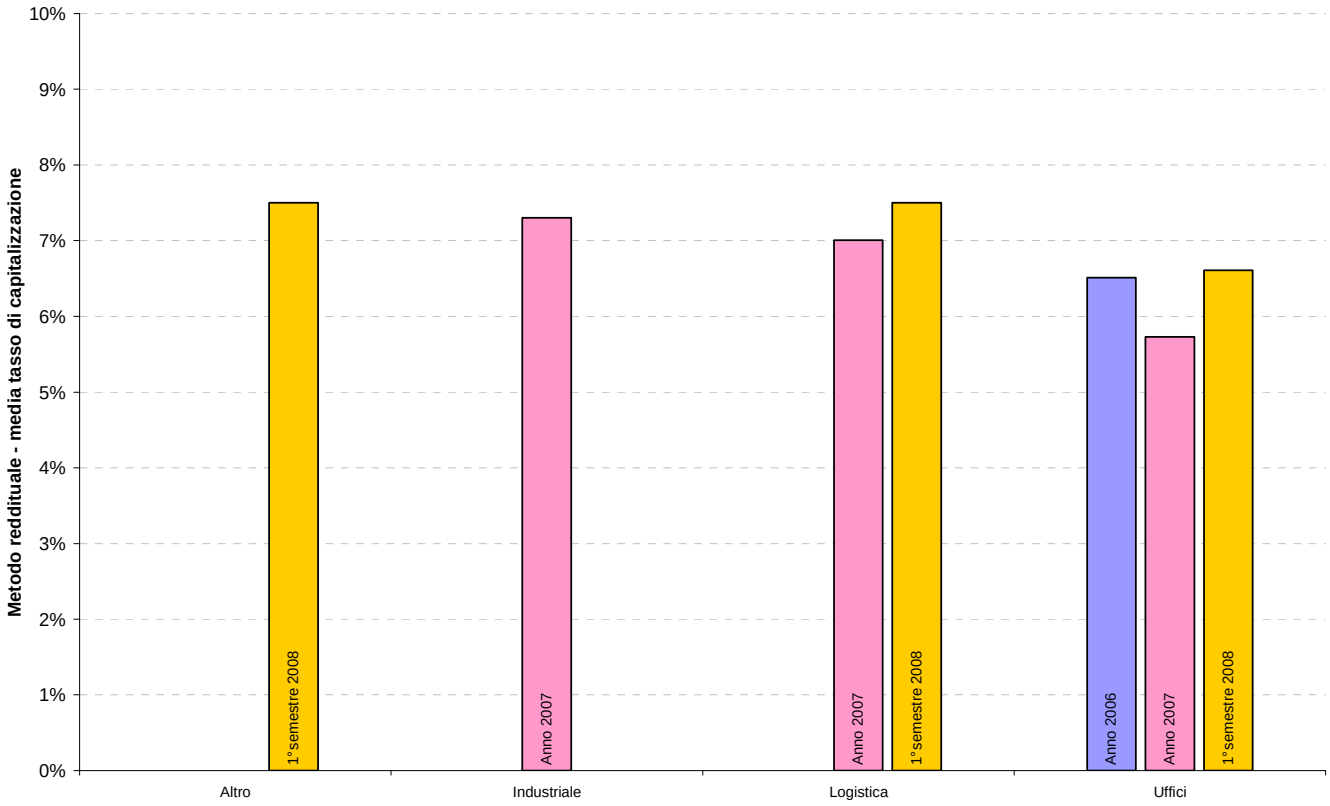
Modelli reddituali

Media del tasso di capitalizzazione

Di seguito si riporta un grafico di sintesi relativo all'andamento del tasso medio di capitalizzazione utilizzato nei modelli reddituali in funzione della distribuzione settoriale degli asset immobiliari.

Dall'analisi del grafico emerge che il modello reddituale, ad eccezione del settore uffici per il quale è stato utilizzato anche nel periodo 2006, è stato applicato per gli altri settori solamente a partire dal 2007.

Con specifico riferimento all'andamento del tasso medio di capitalizzazione emerge che a partire dal 1° semestre 2008 si è assistito ad un cospicuo incremento del tasso considerato sia per il settore della logistica che per il settore uffici.

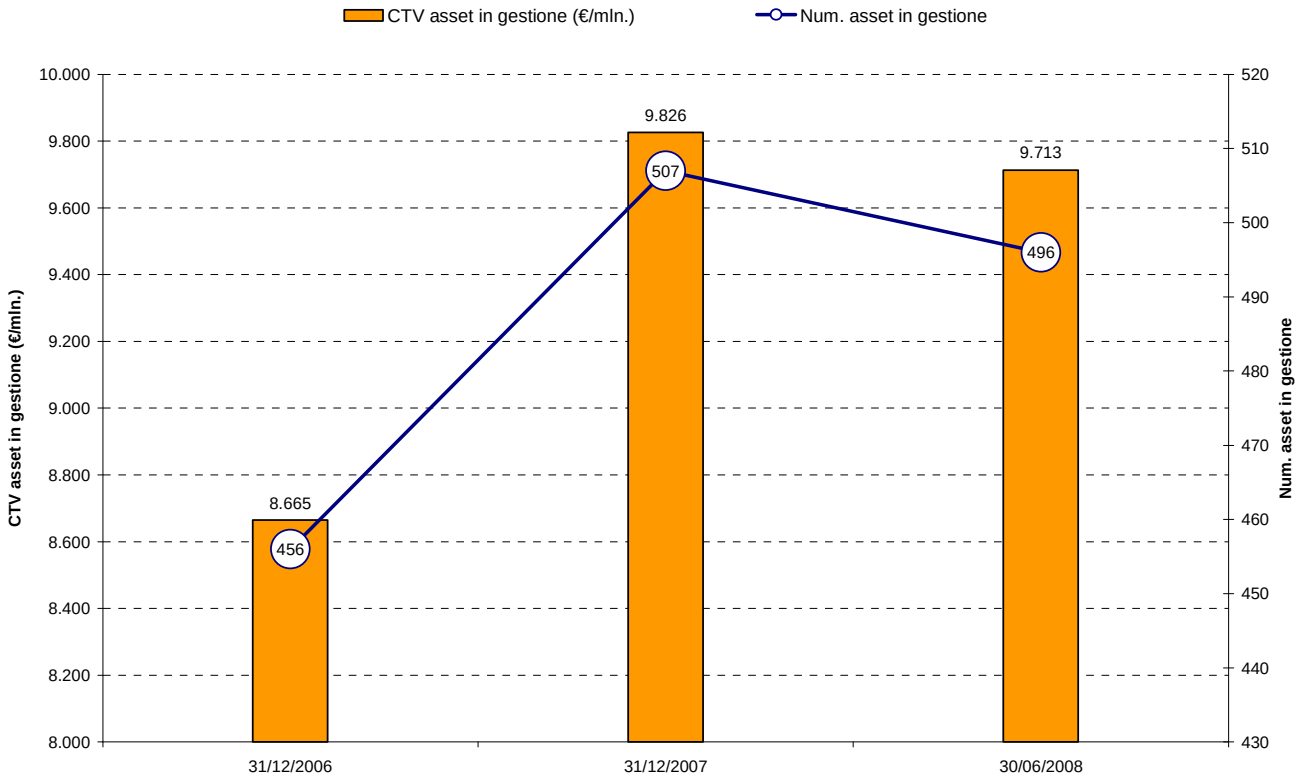

Metodo reddituale - media tasso di capitalizzazione
10%
9%
8%
7%
6%
5%
4%
3%
2%
1%
0%
1°semestre 2008
Anno 2007
Anno 2007
1°semestre 2008
Anno 2006
Anno 2007
1°semestre 2008
Altro
Industriale
Logistica
Uffici

ATTIVITÀ DI GESTIONE

ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE

Dall'analisi del grafico di seguito riportato appare evidente che lo stock degli asset immobiliari ha avuto un cospicuo incremento nell'esercizio 2007: periodo questo in cui sono stati investiti circa 1,2 miliardi di euro in asset immobiliari.

Successivamente lo stock degli asset immobiliare, peraltro in presenza di disinvestimenti di 11 immobili, ha subito una leggera riduzione di valore: al 30 giugno 2008 lo stock immobiliare si è ridotto di circa 100 milioni di euro nonostante si siano verificati i primi segnali del rallentamento macroeconomico dovuti principalmente alla crisi del mercato finanziario globale.



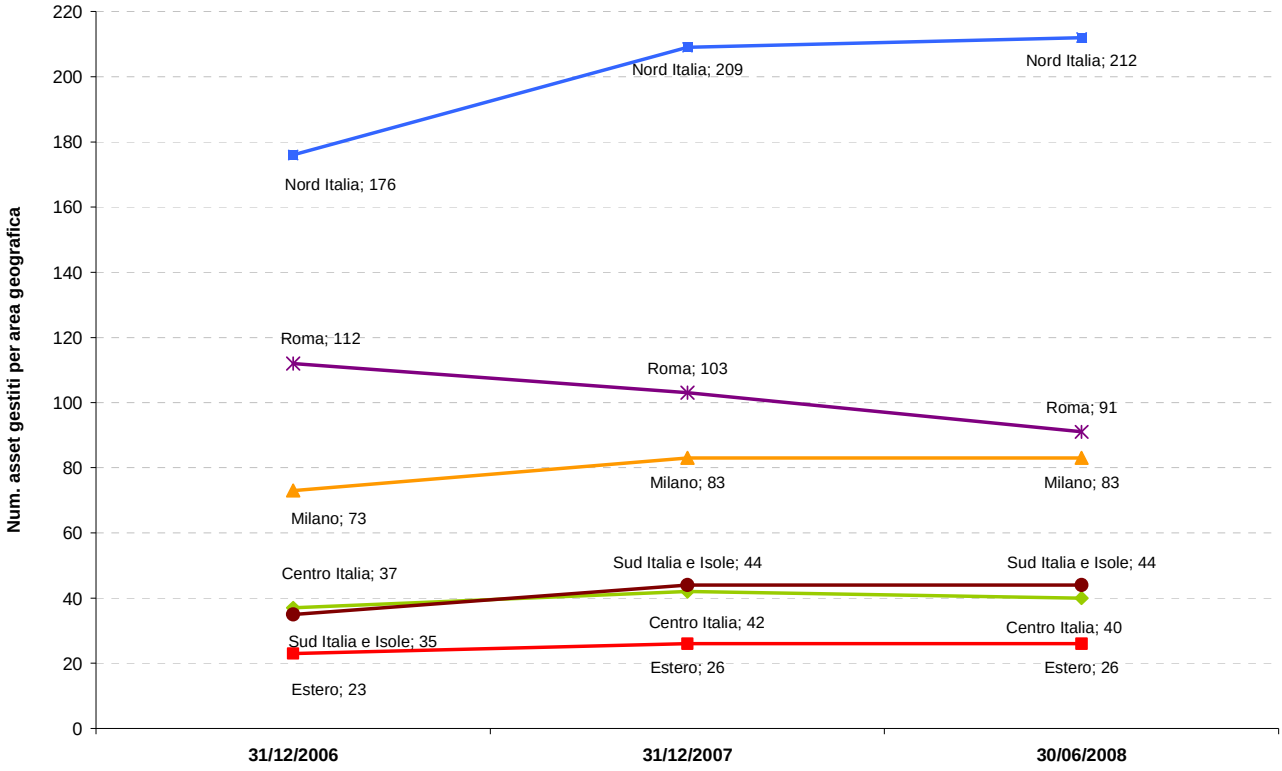
DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET

Analizzando per area geografica i dati relativi allo stock degli asset presenti alle date di riferimento emerge una chiara prevalenza, in termini di numero, degli immobili localizzati nelle zone del Nord Italia, di Roma e di Milano.

Dall'analisi, invece, del trend della distribuzione geografica degli asset emerge una

sostanziale preferenza degli investimenti negli immobili localizzati nel Nord Italia.

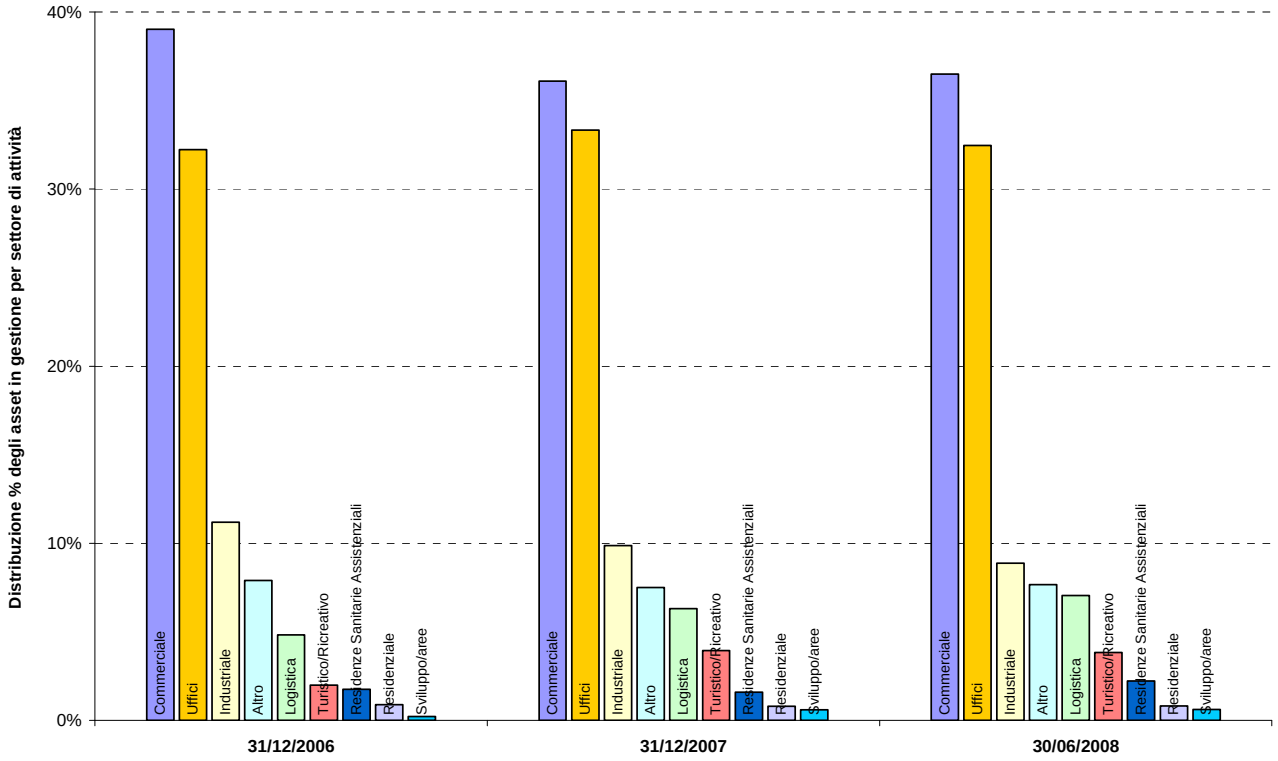
Con riferimento agli asset localizzati nelle altre aree geografiche si registra un andamento costante degli investimenti ad eccezione di Roma che ha subito una chiara inversione di tendenza a partire dall'anno 2006.



DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale dello stock degli asset presenti alle date di riferimento emerge, in termine di numero di immobili, una forte prevalenza del settore commerciale e del settore uffici.

Con riferimento, invece, agli altri settori è stata riscontrata una quota complessivamente pari al 30% del numero complessivo degli asset oggetto d'analisi.



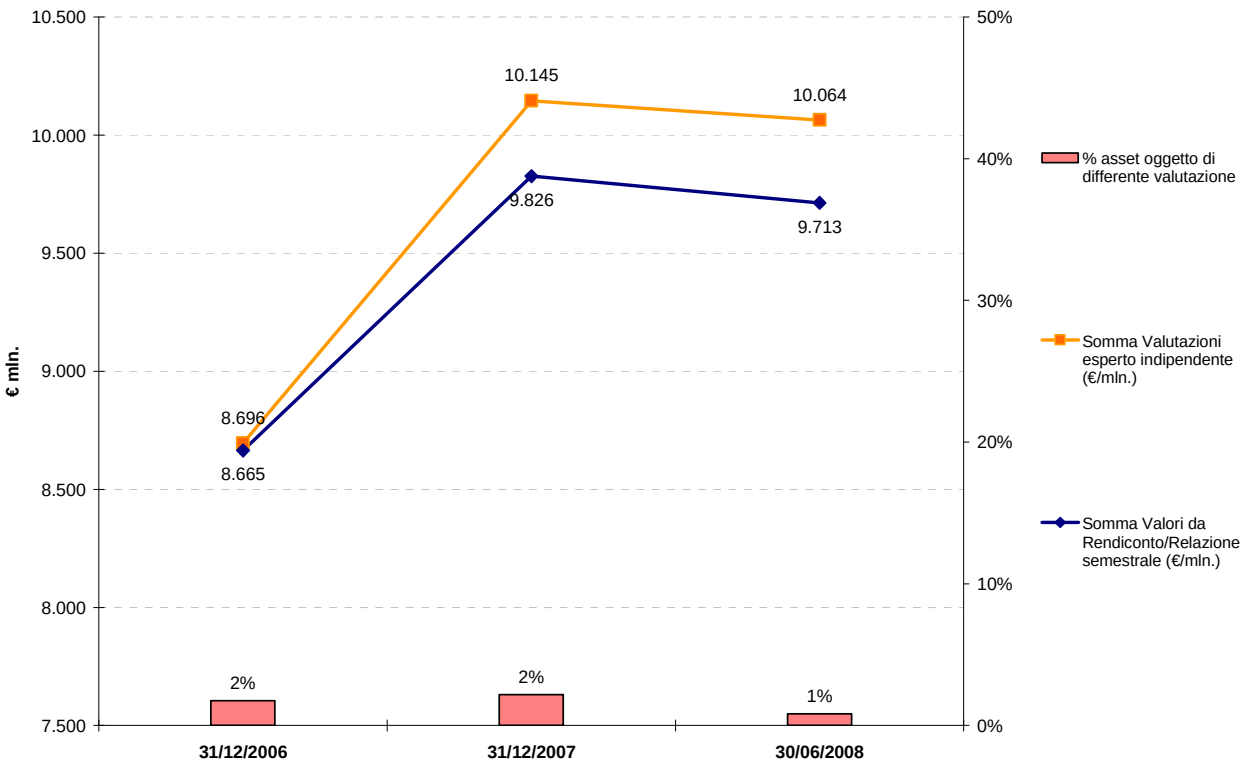
OPERATIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Analizzando i dati relativi all'intervento degli esperti indipendenti nella valorizzazione degli asset alle date di riferimento emerge che nel 98% dei casi i valori da rendiconto corrispondono alle valutazioni rilasciate dai valutatori.

Tale aspetto conferma la prassi delle SGR di non discostarsi nella valorizzazione degli asset dalle valutazioni rilasciate dagli esperti stessi.

Solamente nel 2% dei casi esiste uno scostamento effettuato dalle SGR nella definizione dei valori degli asset nei rendiconti rispetto alle valutazioni rilasciate dagli esperti indipendenti.

In tali casi però il differenziale fra le valutazioni rilasciate dagli esperti e i valori da rendiconto assume dimensioni non marginali: le valutazioni degli esperti sono maggiori di circa il 20% rispetto ai valori iscritti nei rendiconti dei fondi.



TIPOLOGIA DI ESPERTI INDIPENDENTI E CONCENTRAZIONE DI MERCATO

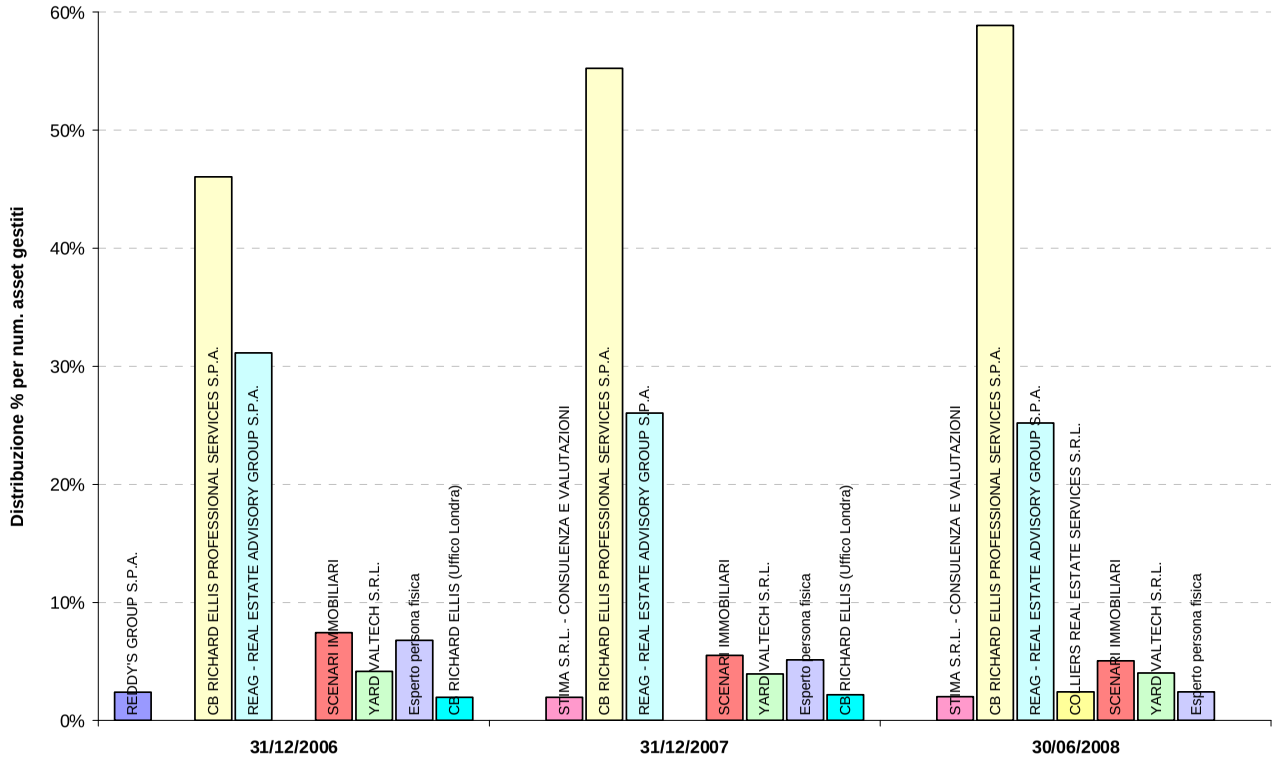
Analizzando i dati relativi alla tipologia di esperti indipendenti (se persone fisiche o giurdiche) emerge che nel periodo considerato il 95% dei valutatori incaricati dalle SGR di rilasciare le relazioni di stima è rappresentato da persone giuridiche. La quota restante è costituita da esperti persone fisiche.

Di seguito si riporta un grafico di sintesi della concentrazione di mercato, considerando la stessa in termini di numero di valutazioni rilasciate nel periodo considerato.

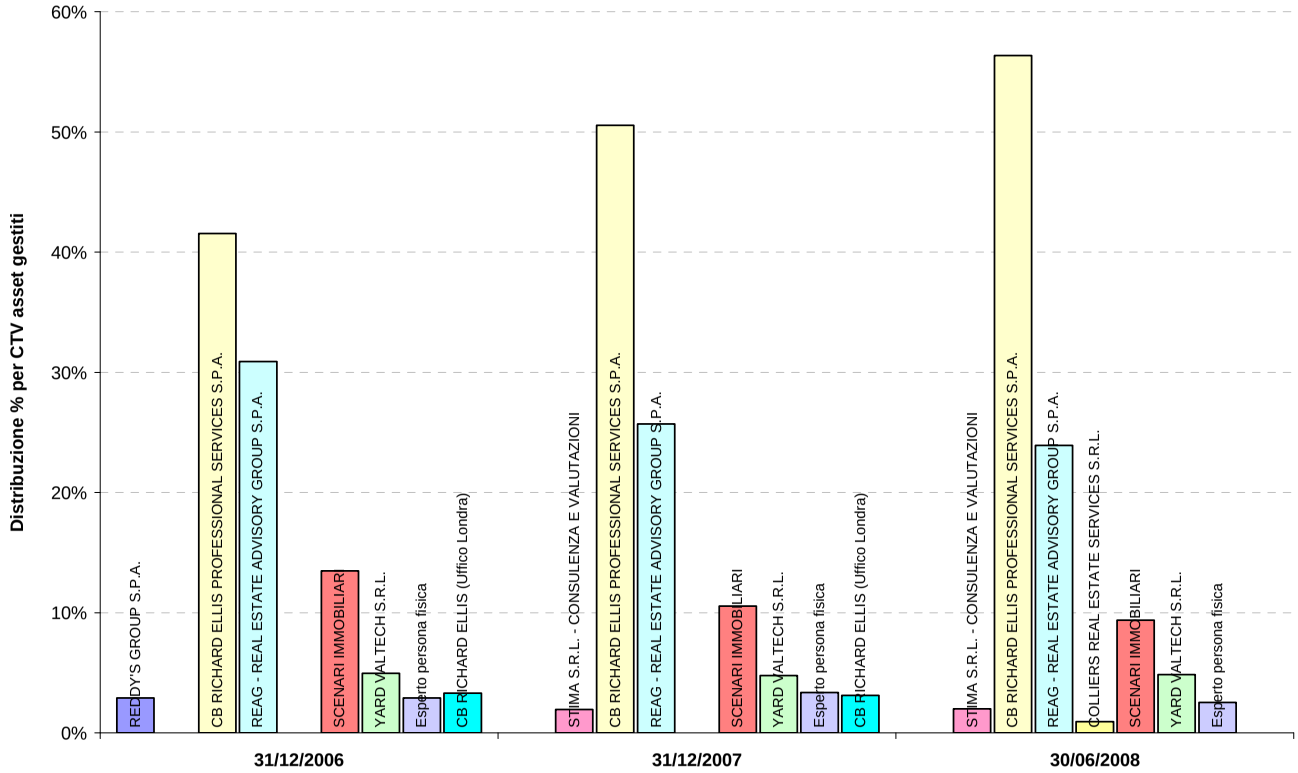
Dall'analisi del grafico seguente è possibile notare che nel periodo considerato complessivamente hanno operato 9 esperti indipendenti.

Con riferimento alla concentrazione di mercato appare evidente che nel periodo considerato i primi due esperti indipendenti hanno una quota complessivamente pari all'85% circa del mercato.

I restanti valutatori hanno complessivamente una quota di mercato pari al 15% circa.



Analizzando altresì la situazione di mercato in termini di CTV delle relazioni di stima le posizioni "dominanti" non si modificano e confermano una forte concentrazione delle quote di mercato.

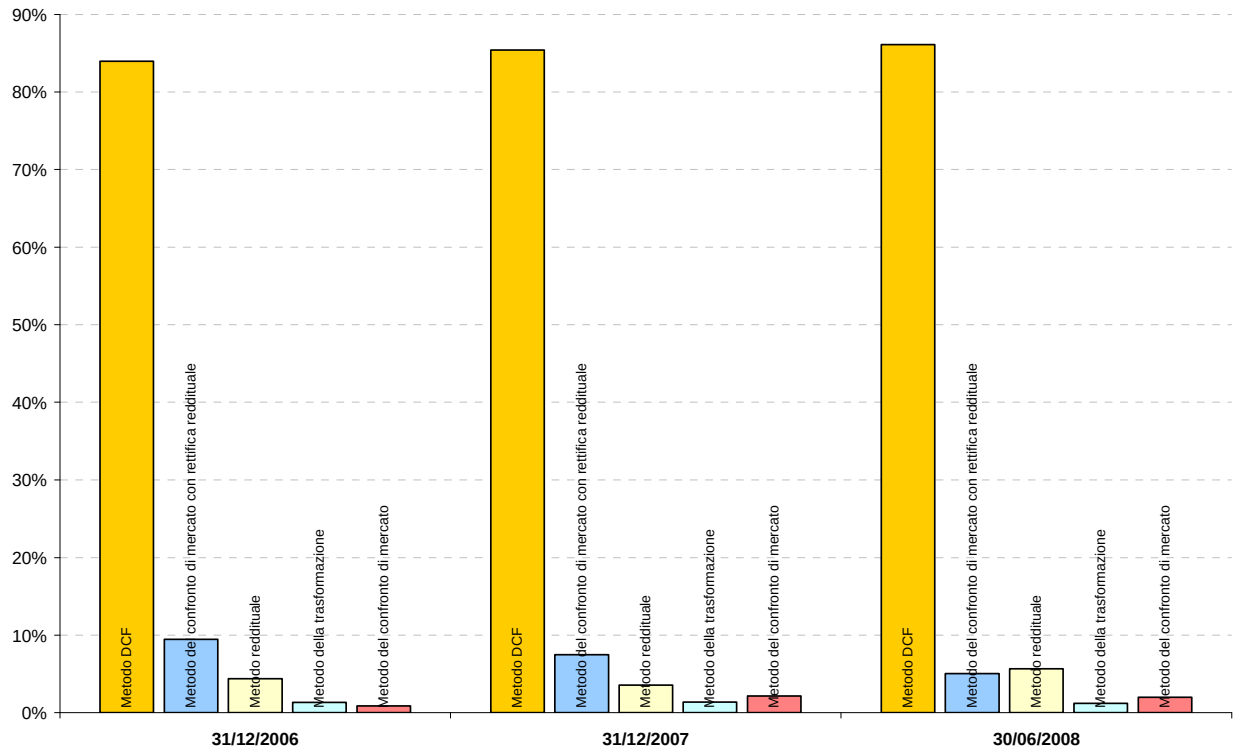


MODELLI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Dall'analisi dei modelli di valutazione utilizzati dagli esperti indipendenti nel periodo di riferimento emerge chiaramente una netta prevalenza del modello DCF.

Appare interessante notare l'assenza di collegamenti fra le metodologie utilizzate dagli esperti indipendenti nella fase di investimento (cfr. paragrafo precedente – in cui i modelli DCF sono stati via via sostituiti dai modelli reddituali) e quelle utilizzate nella fase di gestione.

Del tutto marginali appaiono tuttavia le applicazioni degli ulteriori modelli di valutazione.



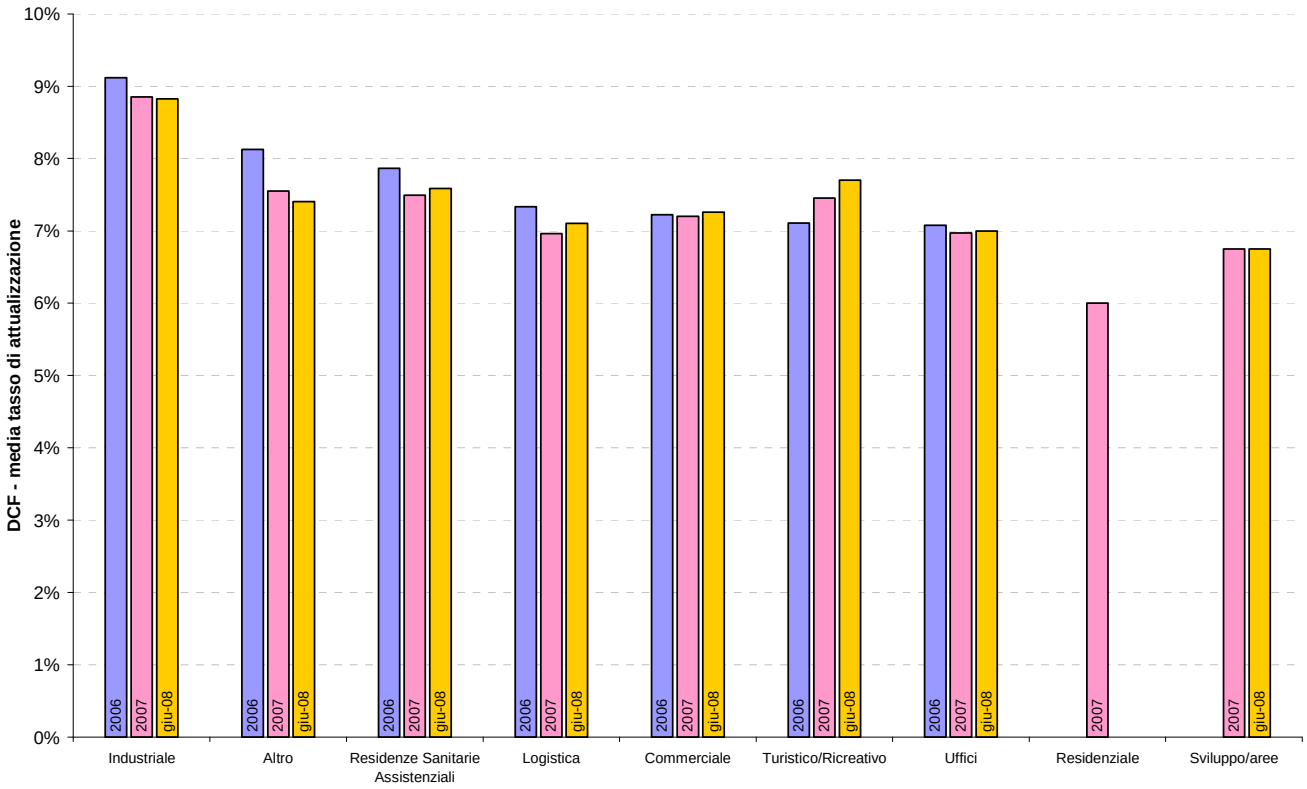
PRINCIPALI PARAMETRI UTILIZZATI NEI MODELLI DI VALUTAZIONE

Modelli DCF

Media del tasso di attualizzazione

Di seguito si riporta un grafico di sintesi relativo all'andamento del tasso medio di attualizzazione utilizzato nei modelli DCF in funzione della distribuzione settoriale degli asset immobiliari.

Dall'analisi del grafico emerge che nel periodo considerato per il settore industriale e del c.d Altro si è assistito ad una costante, seppur leggera, flessione del tasso di attualizzazione. Per gli altri settori si è verificata, invece, un'inversione di tendenza del tasso considerato, anche se di modesta entità, a partire dal 1° semestre 2008.



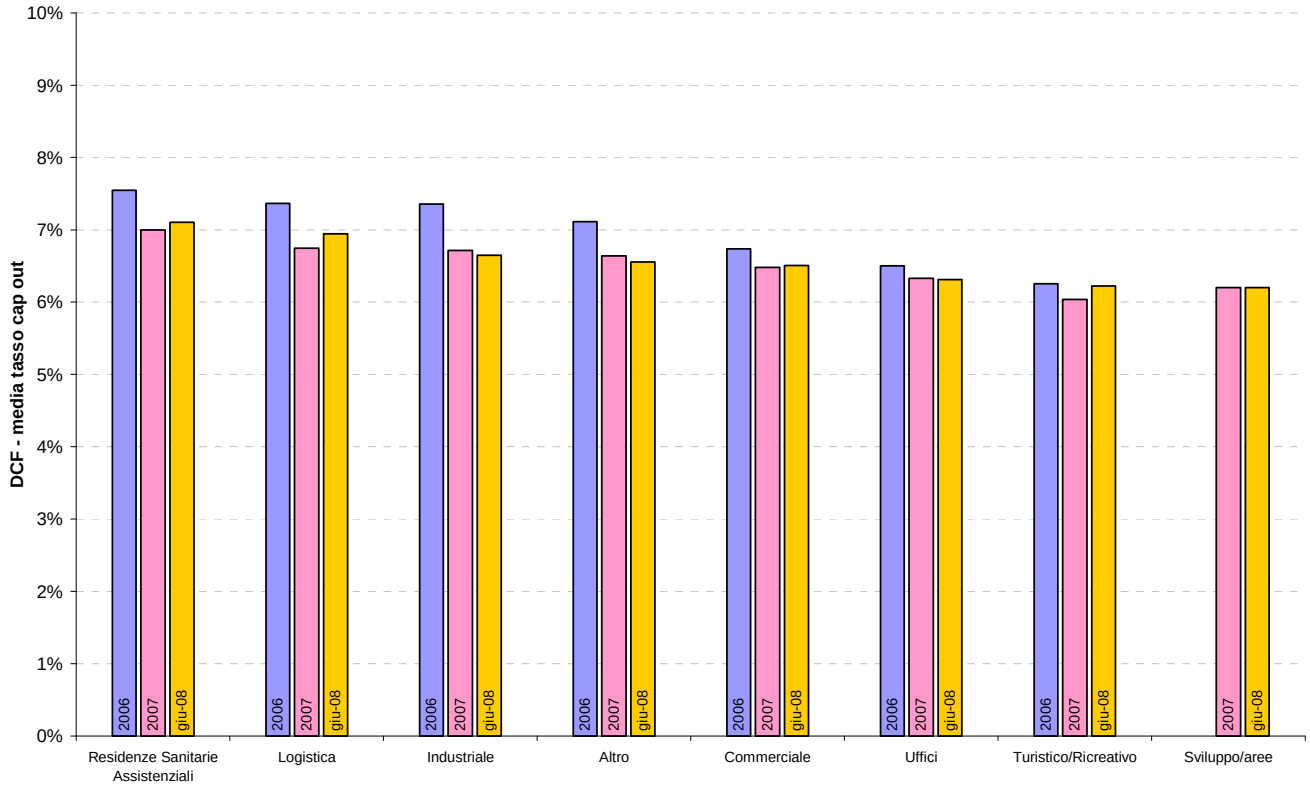
Media del tasso cap-out

Di seguito si riporta un grafico di sintesi relativo all'andamento del tasso medio di cap-out utilizzato nei modelli DCF in funzione della distribuzione settoriale degli asset immobiliari.

Dall'analisi del grafico seguente emerge che nel periodo considerato il tasso suddetto è stato, a prescindere dalla distribuzione settoriale degli asset, inferiore al tasso medio di attualizzazione (cfr. grafico precedente).

Dal grafico emerge che per il settore industriale, degli uffici e del c.d Altro si è assistito ad una flessione, seppur di modeste entità, del tasso medio di cap-out.

Per gli altri settori si è verificata, invece, una lieve inversione di tendenza: a partire dal 1° semestre 2008 si è assistito ad un incremento del tasso considerato.



Media del numero degli anni

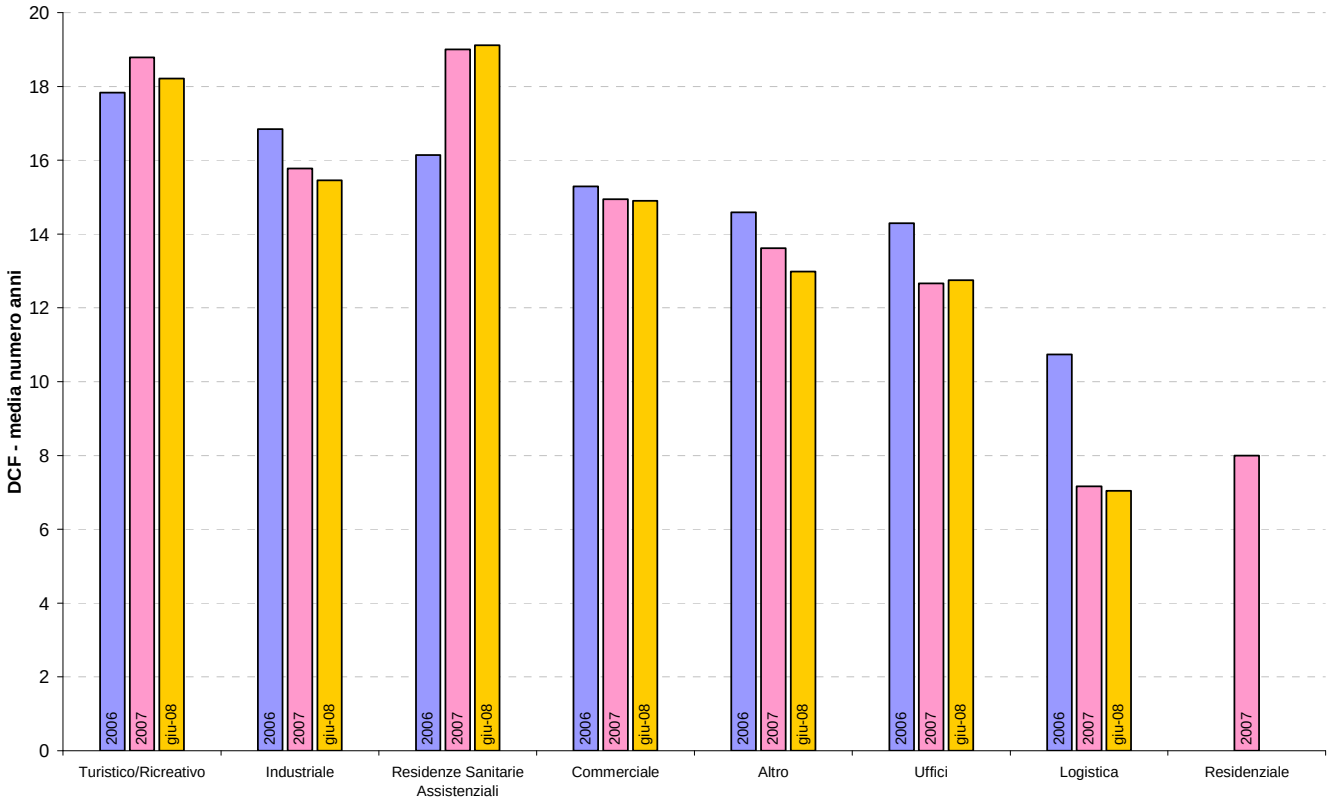
Di seguito si riporta un grafico di sintesi relativo all'andamento del numero medio degli anni considerati nei modelli DCF in funzione della distribuzione settoriale degli asset immobiliari.

Dall'analisi del grafico seguente è possibile affermare che, ad eccezione del settore della logistica e del residenziale, nei modelli DCF vengono considerati un numero di anni superiore a 12.

La situazione è tuttavia eterogenea in funzione della distribuzione settoriale degli asset oggetto di investimento: da un minimo di 12 anni ad un massimo di 19 anni.

Dal confronto dei suddetti dati con la vita residua[60] dei fondi emerge che per circa il 70% dei casi il numero degli anni considerati nei modelli di valutazione è maggiore della vita residua dei fondi.

[60] Al riguardo, appare comunque opportuno ricordare che le Società di Gestione nel regolamento di gestione si riservano la facoltà di richiedere alla Banca d'Italia una proroga del termine di durata del fondo non superiore a 3 anni (c.d. "Periodo di Grazia").



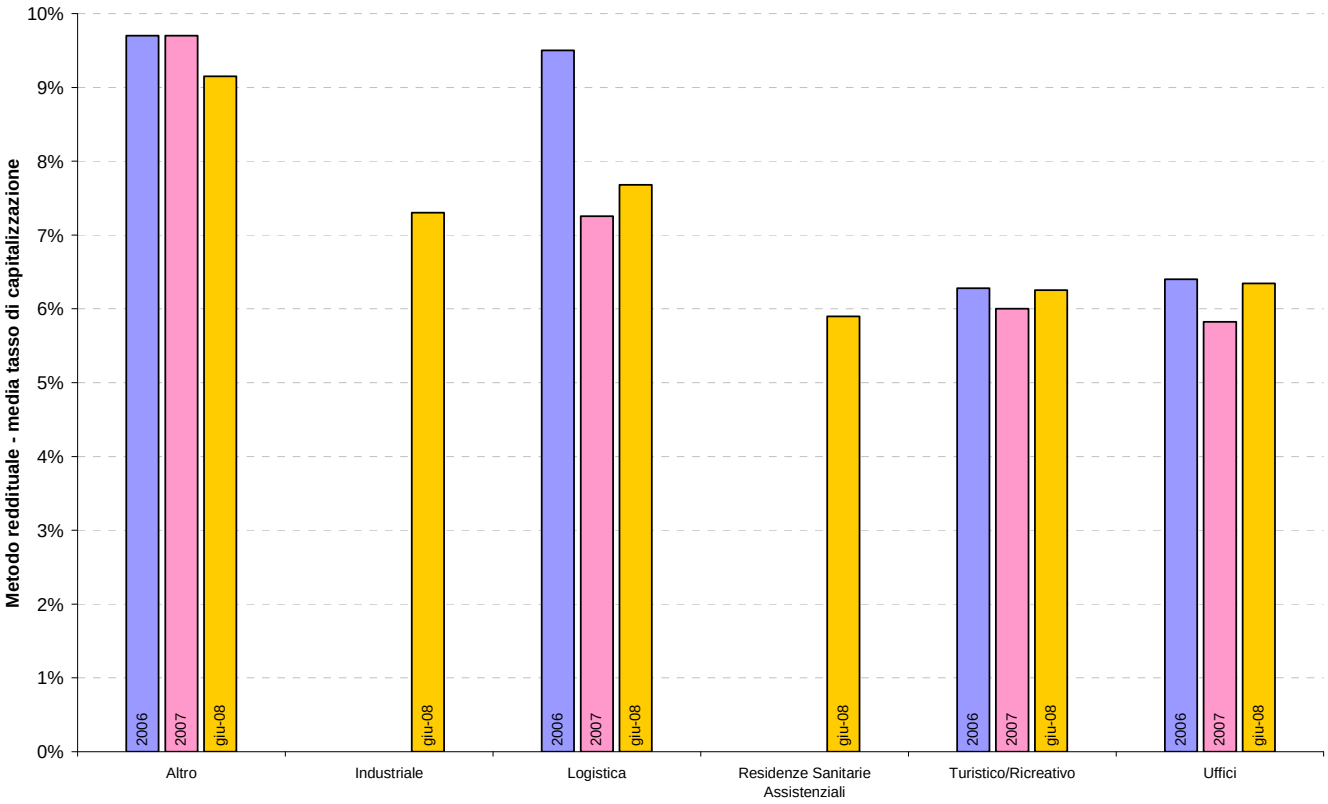
Modelli reddituali

Media del tasso di capitalizzazione

Di seguito si riporta un grafico di sintesi relativo all'andamento del tasso medio di capitalizzazione utilizzato nei modelli reddituali in funzione della distribuzione settoriale degli asset immobiliari.

Dall'analisi del grafico emerge che nel periodo considerato il modello reddituale non è stato mai utilizzato per la valutazione degli asset riconducibili al settore residenziale e commerciale.

Con specifico riferimento all'andamento del tasso medio di capitalizzazione emerge che, ad eccezione del settore c.d. Altro, a partire dal 1° semestre 2008 si è assistito per gli altri settori ad un incremento del tasso considerato.



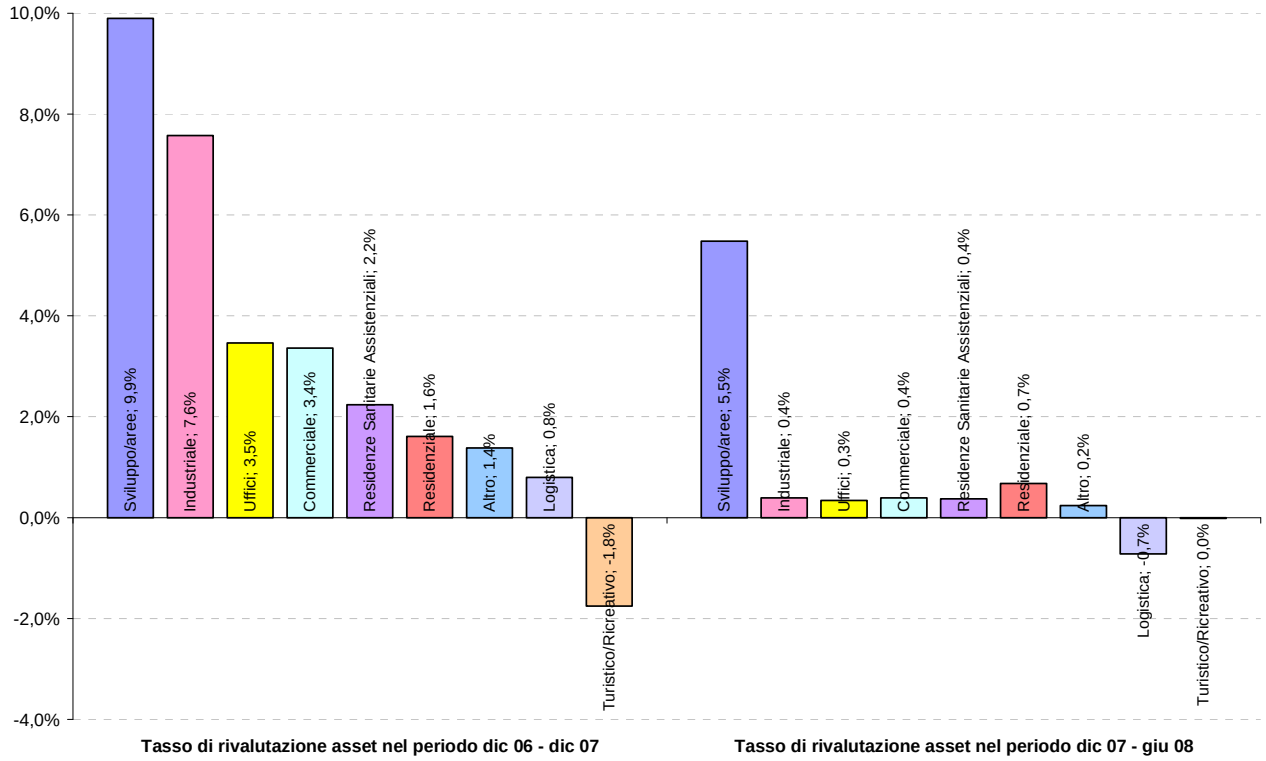
TASSI MEDI DI RIVALUTAZIONE DEI CESPITI

Dall'analisi dei valori degli asset presenti nei portafogli dei fondi è emerso che, nel periodo dic 06 - dic 07 e nel periodo dic 07 – giu 08, tali cespiti sono stati rivalutati ad un tasso medio differenziato in funzione della distribuzione settoriale degli immobili stessi.

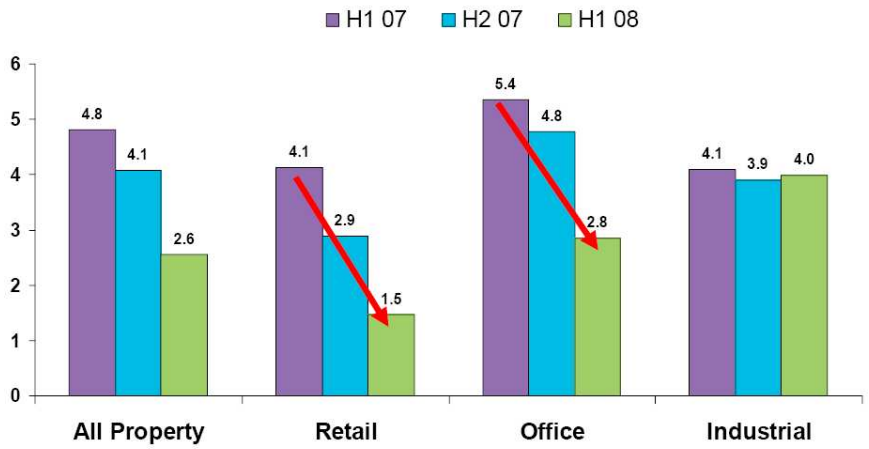
Dal grafico seguente emerge che i tassi medi di rivalutazione, ottenuti confrontando i valori dei medesimi asset alle date del dicembre 06 e del dicembre 07, hanno registrato valori compresi tra un minimo del -1,8% per il settore della logistica ad un massimo del 10% circa per il settore sviluppo.

Il settore uffici e commerciale hanno, invece, registrato tassi di rivalutazione prossimi al 3% circa.

Dal grafico emerge altresì che i tassi di rivalutazione degli asset si sono notevolmente ridotti nel passare dal primo periodo di analisi (dic 06 - dic 07) al secondo periodo (dic 07 – giu 08). In quest'ultimo lasso temporale, infatti, tutti i settori interessati, ad eccezione del solo settore sviluppo, hanno registrato tassi di rivalutazione prossimi allo 0%.



Per una maggiore comprensione dell'entità dei tassi di rivalutazione degli asset presenti nei portafoglio dei fondi si riporta di seguito un grafico sull'andamento nel primo e secondo semestre 2007 nonché nel primo semestre del 2008 dell'IPD Annual Italian Property Index[61].



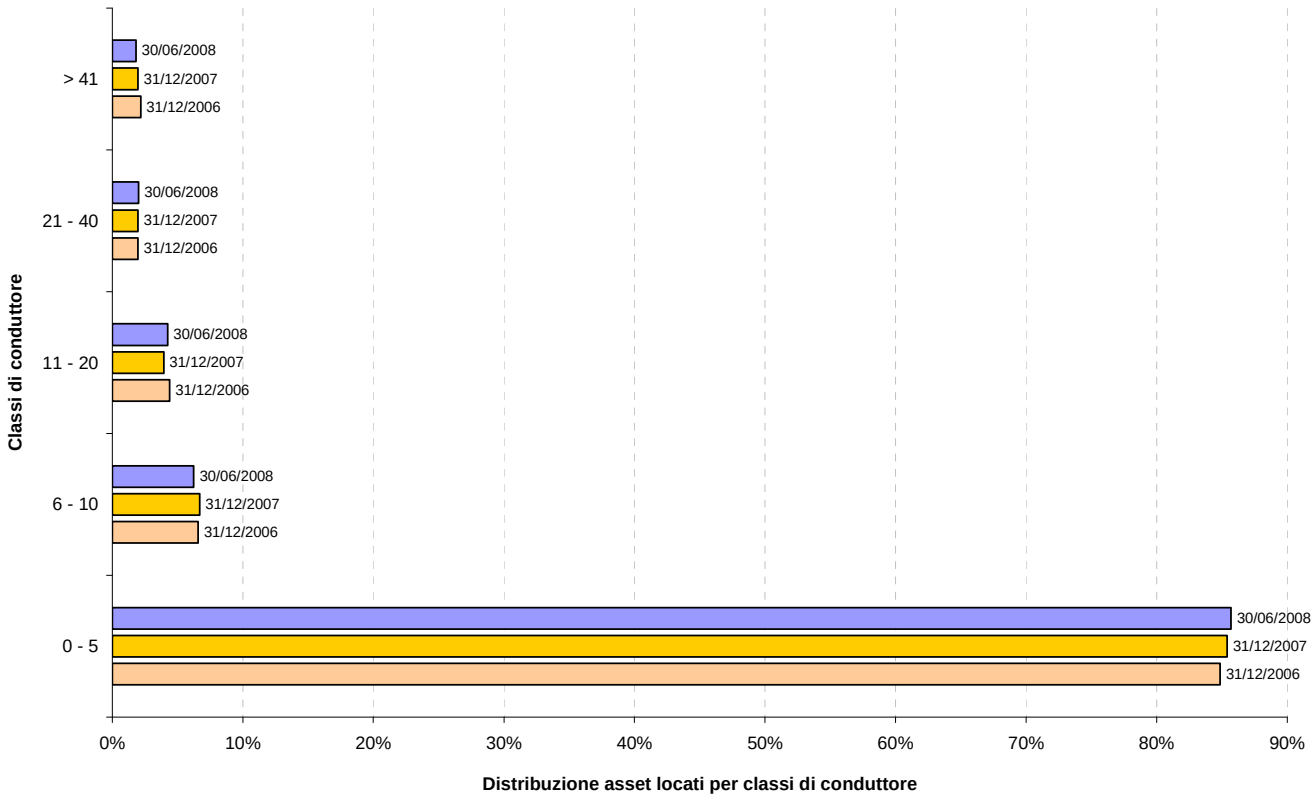
[61] In particolare, tale indice misura il rendimento totale (capital growth e income return) degli investimenti immobiliari effettuati nel mercato italiano dagli investitori istituzionali nei principali settori di investimento, quali: commerciale, uffici, industriale e c.d. tutti i segmenti del settore immobiliare.

Dal confronto dei grafici suddetti emerge che nei medesimi periodi il tasso di rivalutazione applicato agli immobili presenti nei portafogli dei fondi immobiliari è inferiore ai rendimenti registrati dall'indice IPD Annual Italian Property Index.

DISTRIBUZIONE DEGLI ASSET LOCATI PER CLASSI DI CONDUTTORE

Nel grafico seguente è riportato l'andamento nel periodo considerato della distribuzione degli asset locati in funzione delle diverse classi di conduttore (da 0 a 5; da 6 a 10; da 11 a 20; da 21 a 40; oltre 40).

Dal medesimo grafico emerge che circa l'85% degli asset immobiliari è locato ad un numero di conduttori inferiore a 5. Solamente nel 5% degli asset locati il numero di conduttori è maggiore di 21.



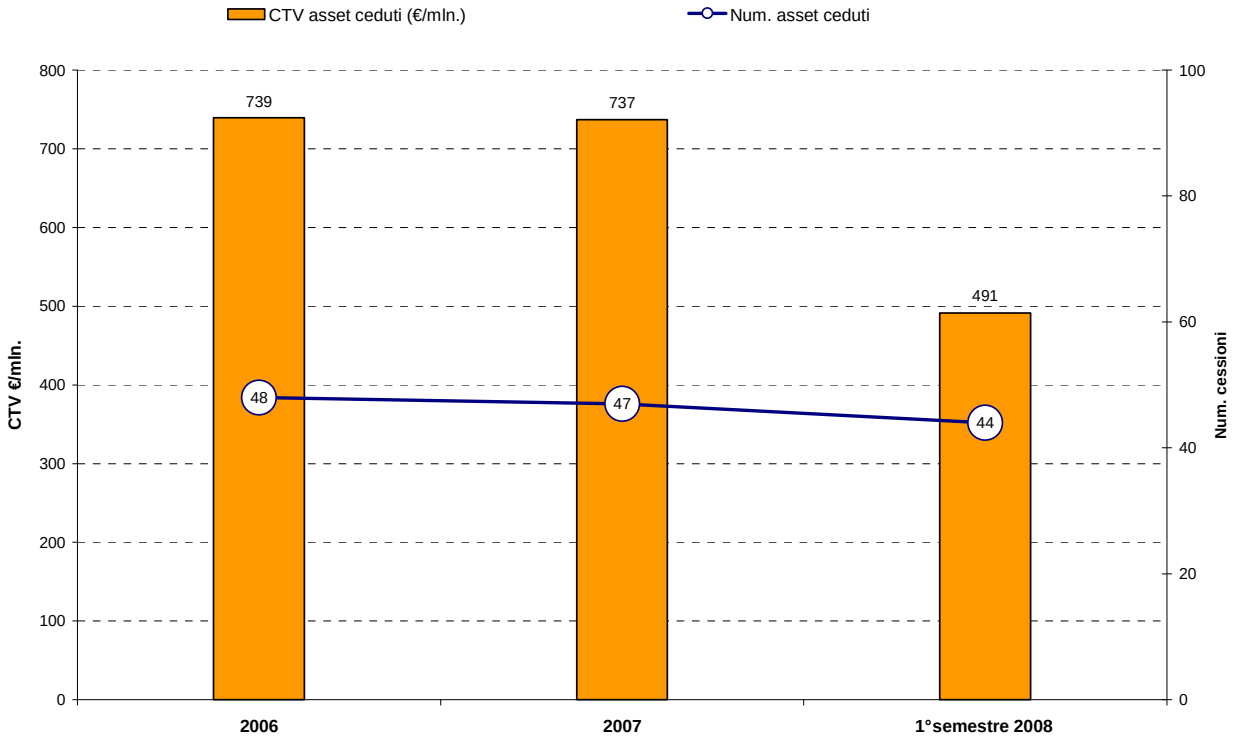
ATTIVITÀ DI DISINVESTIMENTO

ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI DISINVESTIMENTO

Dall'analisi del grafico di seguito riportato appare evidente che l'attività di disinvestimento in termini di numero di operazioni ha avuto un andamento costante nel periodo di riferimento.

Analizzando però il medesimo grafico, in termini di CTV delle operazioni, emerge che la *size* media dei *deal* a partire da gennaio 2008 ha subito una forte riduzione, passando dai 16 mln. di euro dell'anno 2007 agli 11 mln. di euro del 1° semestre 2008.

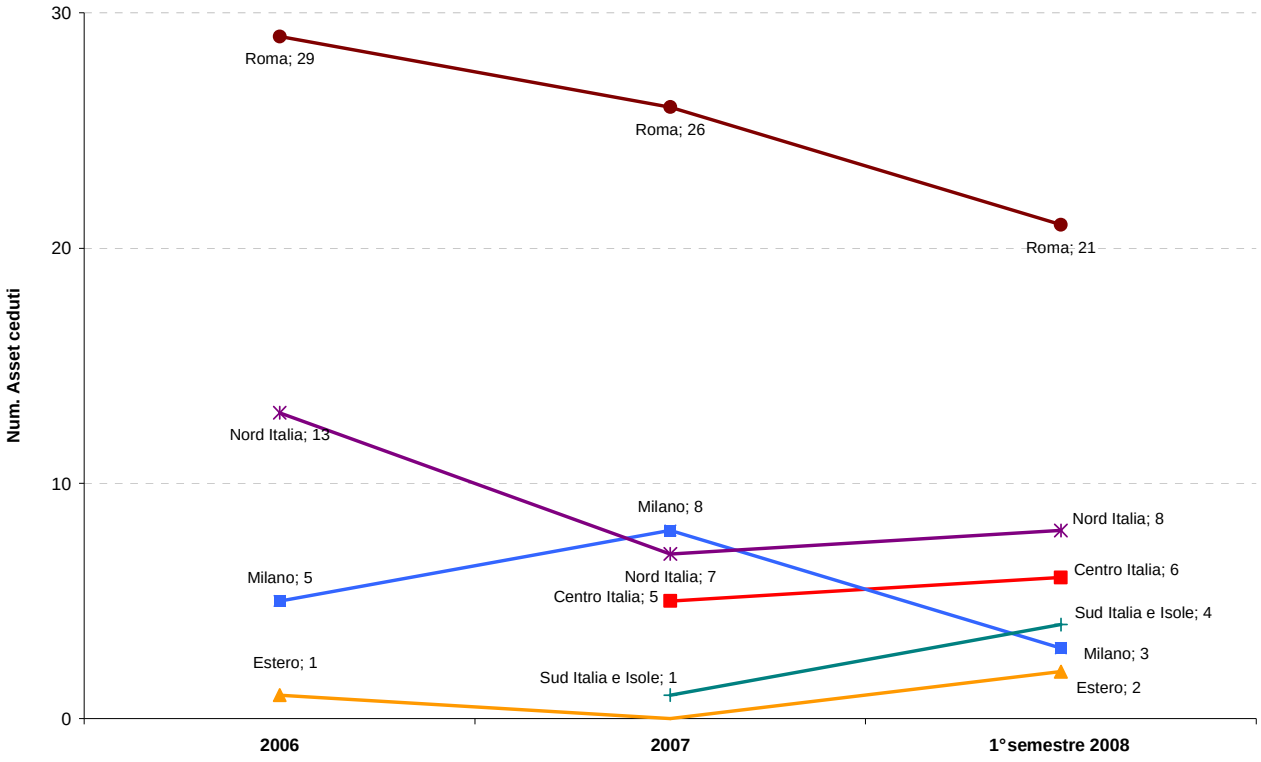
Tra le cause di tale calo sono ascrivibili sicuramente l'attuale rallentamento macroeconomico e la flessione dei principali indicatori del mercato immobiliare.



DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI ASSET

Analizzando per area geografica i dati relativi all'attività di disinvestimento, sebbene in calo nel periodo considerato, emerge una chiara prevalenza in termini di numero di disinvestimenti per la zona di Roma.

Tale aspetto appare in linea con quanto già riscontrato nel precedente paragrafo sull'attività di investimento dei fondi in cui emergeva una consistente riduzione, a partire dall'anno 2007, dell'operatività dei fondi nell'area di Roma.



DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI ASSET

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale degli asset oggetto di disinvestimento nel periodo considerato, dall'analisi dei dati emerge una forte prevalenza del settore commerciale e del settore uffici.

Con riferimento però al andamento dei disinvestimenti appare interessante notare che nel periodo considerato si è assistito ad un trend decrescente delle vendite relative al settore commerciale controbilanciato da un andamento crescente dei disinvestimenti relativi al settore uffici.

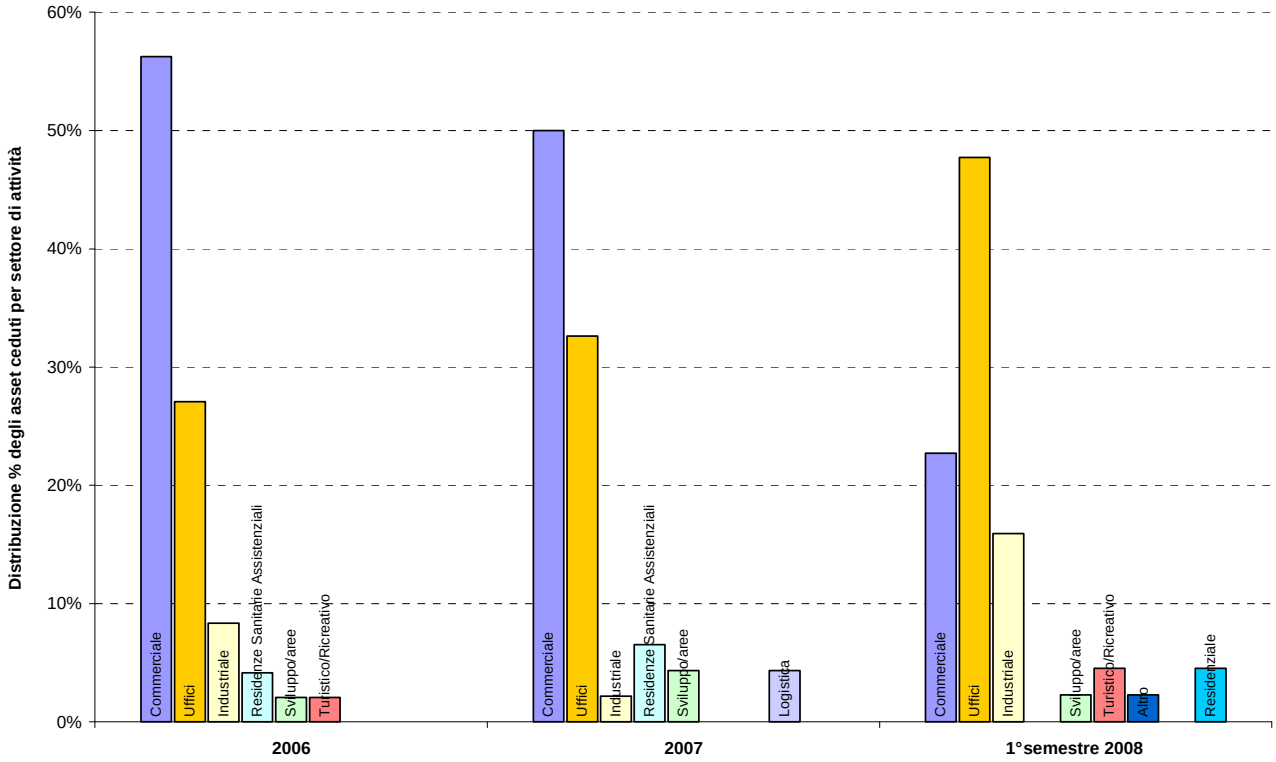
Tale aspetto sembra non essere pienamente allineato con quanto già riscontrato nel precedente paragrafo sull'attività di investimento dei fondi in cui emergeva una consistente operatività dei fondi nel settore uffici.

Tra le cause di tali scelte gestorie ne fanno parte, tra l'altro, gli anni di crescita sostenuta registrati nel mercato immobiliare italiano che, a partire dal 2002, hanno

incentivato il consolidarsi di strategie connesse al trading degli asset. Strategie queste basate più sullo sfruttamento di movimenti congiunturali del mercato immobiliare che sull'estrazione di valore dai cespiti nel medio-lungo periodo.

Aspetto quest'ultimo da perseguire considerato sia l'orizzonte temporale di investimento di medio-lungo termine sia la bassa liquidabilità degli asset immobiliari, per i quali il legislatore italiano ha imposto la forma del fondo chiuso.

Marginale appare, invece, l'operatività dei fondi sugli altri settori per i quali si registrano valori complessivamente inferiori al 15% del totale delle dismissioni.



OPERATIVITÀ DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

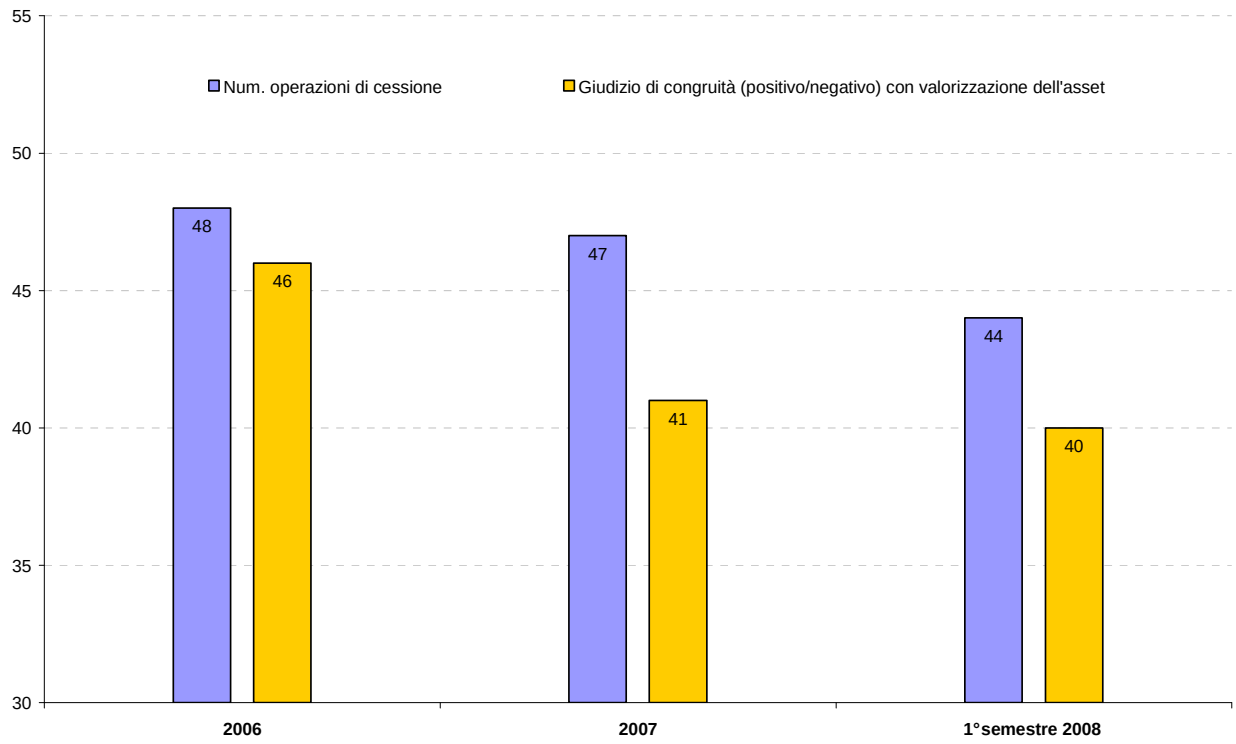
Analizzando i dati relativi al numero dei disinvestimenti effettuati nel periodo considerato e le valutazioni rilasciate per i medesimi asset emerge che gli esperti indipendenti in nessun caso hanno rilasciato un giudizio negativo sul prezzo di cessione.

Ciò potrebbe appalesare una prassi consolidatasi fra le SGR e gli esperti indipendenti di "condividere" i prezzi di cessione degli asset.

Particolari profili di criticità emergono poi, seppur riscontrati in un numero limitato

delle perizie analizzate (pari a circa il 5% delle stesse), nei giudizi di congruità privi di alcun riferimento, anche in termini di range, al valore di cessione ritenuto "congruo" dal esperto indipendente. In tali casi, infatti, i valutatori si limitano ad esprimere un solo giudizio qualitativo (positivo o negativo) sul prezzo di cessione realizzato.

In particolare, dal grafico seguente emerge che solamente in un numero ridotto di operazioni di disinvestimento il valutatore ha espresso un giudizio di congruità privo di alcuna indicazione, anche in termini di range, sul valore dell'asset ceduto.



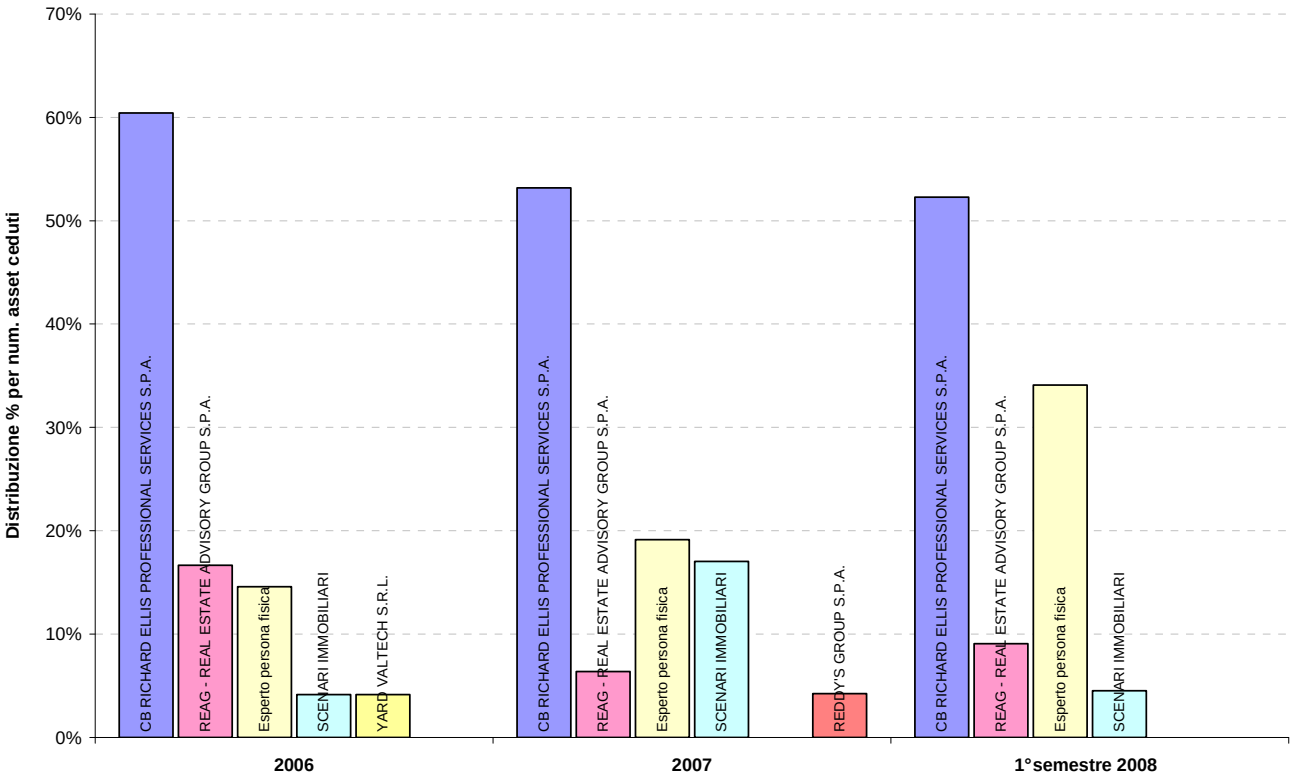
TIPOLOGIA DI ESPERTI INDIPENDENTI E CONCENTRAZIONE DI MERCATO

Analizzando i dati relativi alla tipologia di esperti indipendenti (se persone fisiche o giurdiche) emerge che nel periodo considerato, in termini di numero di perizie rilasciate, si è registrata una discreta presenza di esperti indipendenti persona fisica (4 per due fondi) che nel 1° semestre 2008 hanno rappresentato un quota di mercato pari al 30%.

Rilevante appare peraltro la quota di mercato detenuta da un unico valutatore. Complessivamente i restanti esperti indipendenti hanno una quota di mercato prossima al 25%.

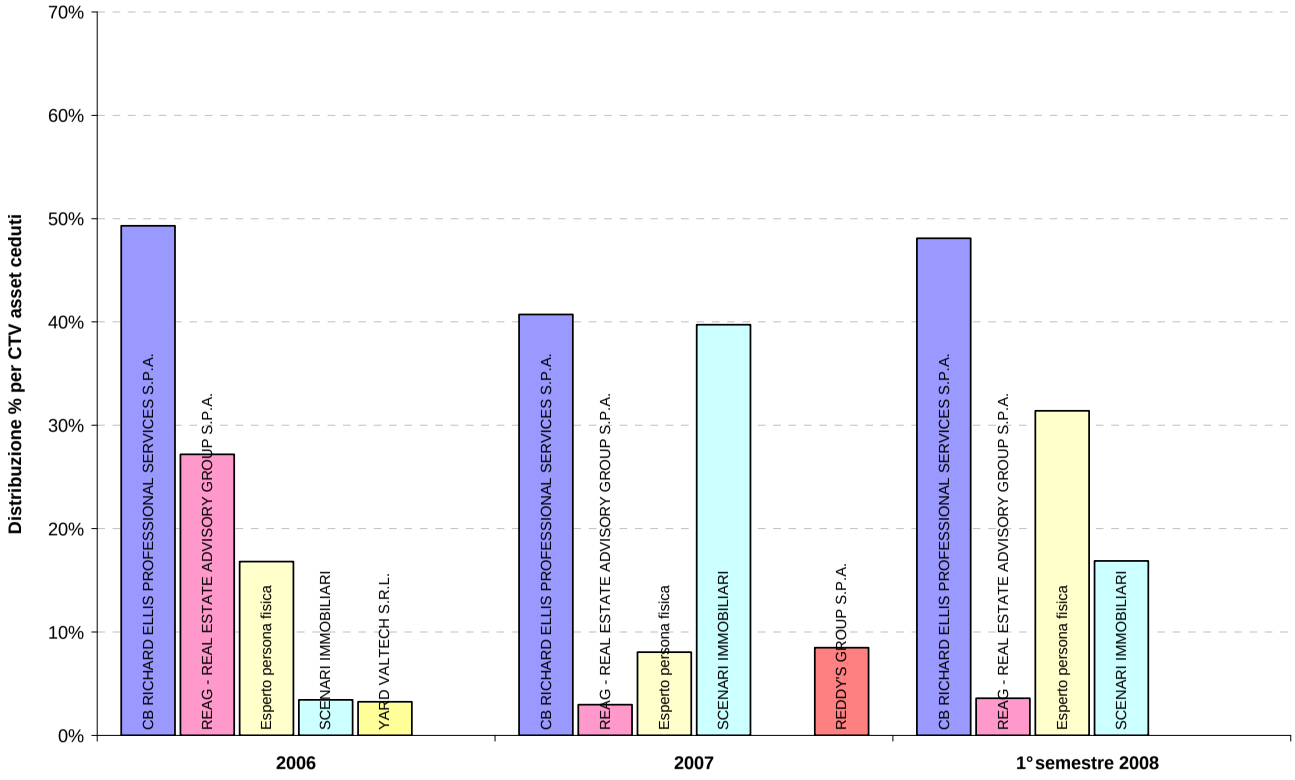
Di seguito si riporta un grafico di sintesi della concentrazione di mercato, considerando la stessa in termini di numero di valutazioni rilasciate dai diversi esperti nel periodo considerato.

Dall'analisi del grafico seguente è possibile notare che nel periodo considerato complessivamente hanno operato 6 esperti indipendenti.



Analizzando tuttavia i medesimi dati in termini di CTV delle relazioni di stima la situazione di mercato migliora leggermente.

Restano, tuttavia, le posizioni "dominanti" di alcuni esperti indipendenti.


Distribuzione % per CTV asset ceduti
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
CB RICHARD ELLIS PROFESSIONAL SERVICES S.P.A.
REAG - REAL ESTATE ADVISORY GROUP S.P.A.
Esperto persona fisica
SCENARI IMMOBILIARI
YARD VALTECH S.R.L.
CB RICHARD ELLIS PROFESSIONAL SERVICES S.P.A.
REAG - REAL ESTATE ADVISORY GROUP S.P.A.
Esperto persona fisica
SCENARI IMMOBILIARI
REDDY'S GROUP S.P.A.
CB RICHARD ELLIS PROFESSIONAL SERVICES S.P.A.
REAG - REAL ESTATE ADVISORY GROUP S.P.A.
Esperto persona fisica
SCENARI IMMOBILIARI
2006
2007
1° semestre 2008

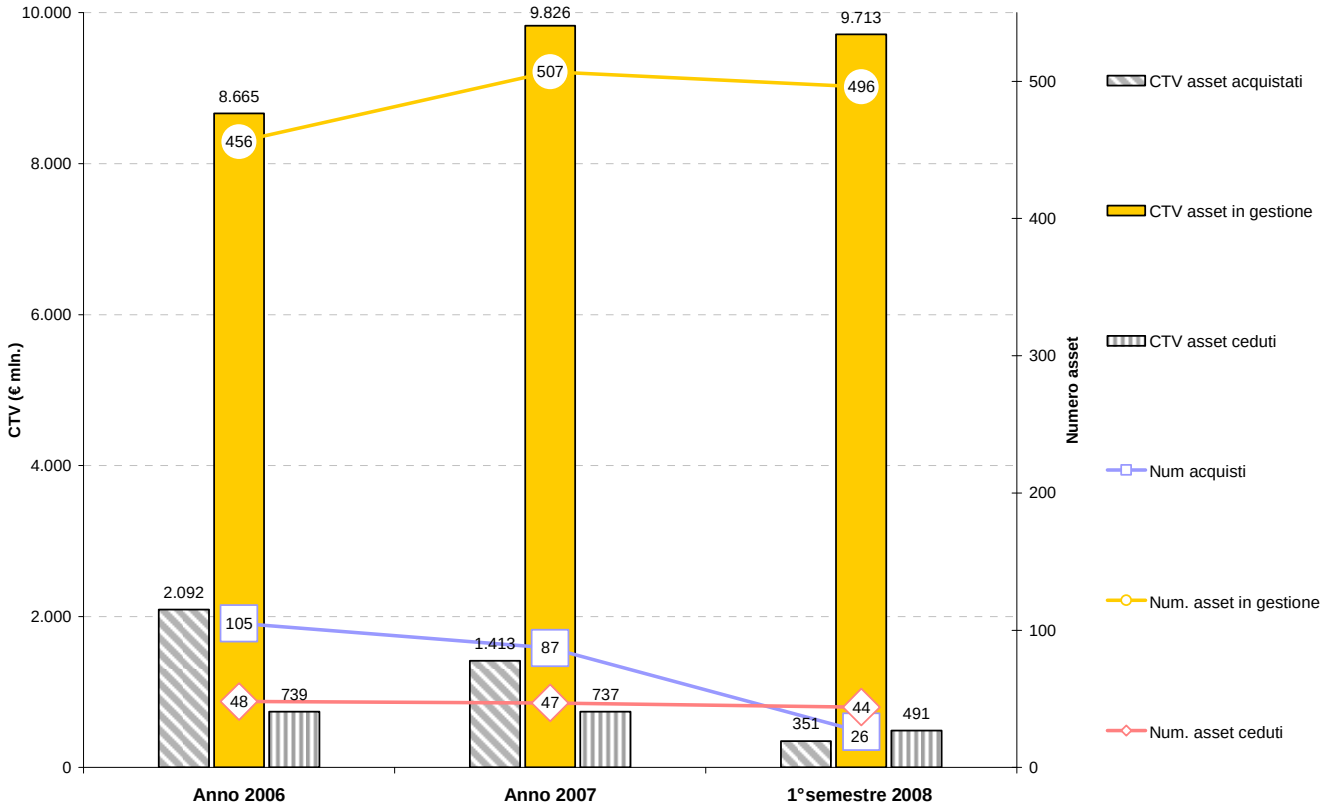
VII. CONCLUSIONI

Di seguito si sintetizzano i principali profili di criticità emersi nel corso dell'indagine e riconducibili principalmente a tre macroaree:

1. *criticità di tipo comportamentale delle SGR di fondi immobiliari retail* connesse alle diverse fasi dell'attività gestoria (attività di investimento, attività di gestione e attività di disinvestimento);
2. *criticità del mercato degli esperti indipendenti;*
3. *criticità di tipo informativo delle relazioni di stima/giudizi di congruità*.

CRITICITÀ DI TIPO COMPORTAMENTALE DELLE SGR DI FONDI IMMOBILIARI RETAIL

Prima di effettuare alcune riflessioni sull'attività gestoria delle SGR di fondi immobiliari retail appare opportuno rappresentare in un unico grafico i dati relativi all'attività di investimento, di gestione e di disinvestimento posta in essere dalle stesse nel periodo gennaio 06 – giugno 08.



Dall'analisi del grafico emerge che lo stock degli asset immobiliari ha subito, in termini di CTV, un'inversione di tendenza, seppur minima, a partire dal 1° semestre 2008. Periodo quest'ultimo in cui si sono verificati i primi segnali del rallentamento macroeconomico dovuti principalmente alla crisi del mercato finanziario globale.

Analizzando, invece, il biennio precedente emerge una consistente attività di trading[62] posta in essere dalle SGR unita ad una non marginale rivalutazione[63] degli asset presenti nei portafogli dei fondi, pari a circa 500 euro/mln.

A dimostrazione di tale ultima conclusione vi è la circostanza che i dati di stock relativi al 2007 (pari a 9.826 euro/mln.) sono maggiori della somma dei dati di stock relativi al 2006 (pari a 8.665 euro/mln.) e dei dati di flusso relativi al 2007 (investimenti-disinvestimenti, pari a + 676 euro/mln.): il differenziale positivo è dovuto principalmente alla rivalutazione degli asset[64].

Sul punto non appare superfluo evidenziare che le SGR, in virtù della discrezionalità e della professionalità[65] che caratterizza il mandato gestorio, possono e, in alcuni casi, devono discostarsi nell'attività di valorizzazione degli asset dalle stime rilasciate dagli esperti indipendenti.

Particolari profili di criticità potrebbero emergere in quelle fattispecie in cui le SGR si limiterebbero ad un sistematico "recepimento", in sede di valorizzazione degli asset, delle valutazioni rilasciate dagli esperti senza effettuare alcuna valutazione ed analisi delle medesime.

Tali perplessità assumono maggior rilievo considerata sia la prassi delle SGR di richiedere l'intervento dei valutatori anche nelle fattispecie in cui per Legge non è

---

[62] Tra le cause di tali scelte gestorie ne fanno parte, tra l'altro, gli anni di crescita sostenuta registrati nel mercato immobiliare italiano che, a partire dal 2002, hanno incentivato il consolidarsi di strategie connesse al trading degli asset. Strategie queste basate più sullo sfruttamento di movimenti congiunturali del mercato immobiliare che sull'estrazione di valore dai cespiti nel medio-lungo periodo. Aspetto quest'ultimo da perseguire considerato sia l'orizzonte temporale di investimento di medio-lungo termine sia la bassa liquidabilità degli asset immobiliari, per i quali il legislatore italiano ha imposto la forma del fondo chiuso.

[63] La rivalutazione è un valore teorico, in quanto deriva da una valutazione effettuata, ad una certa data, da esperti indipendenti e non ha alcuna manifestazione immediata di tipo monetario. Le rivalutazioni dovrebbe poi trovare riscontro nel prezzo di cessione degli asset.

[64] Tra le ulteriori cause del differenziale tra i dati di stock relativi a due periodi consecutivi vi sono: i) la stipula di contratti preliminari di compravendita di asset e che pertanto non impatta sui dati di stock alle date di riferimento; ii) le operazioni effettuate all'interno del medesimo fondo (esempio: immobile/i acquistati dal fondo tramite società e successivamente rivenduto/i al fondo stesso o viceversa).

[65] Discrezionalità gestoria e professionalità che in contesti di mercato particolari, come quello attuale, dovrebbero concretizzarsi in strategie gestorie tese o ad anticipare il ciclo negativo attraverso, ad esempio, la richiesta di liquidazione anticipata o a posticiparlo tramite, ad esempio, la richiesta del c.d. periodo di grazia).

prevista la loro presenza sia il costante allineamento fra le valorizzazioni degli asset, effettuate dalla SGR nelle diverse fasi dell'attività gestoria, e le valutazioni rilasciate dagli esperti stessi.

Le stime fornite dagli esperti indipendenti devono quindi essere valutate e verificate dalle SGR. Attività quest'ultima che si sostanzia principalmente nella:

- verifica che i dati utilizzati per la predisposizione delle stime per singolo cespite siano corretti, documentati e riconciliati con le evidenze amministrativo contabili;
- nell'analisi critica dei modelli di valutazione utilizzati nonché delle ipotesi formulate circa i rischi relativi al cespite oggetto di valutazione quali: economico-finanziari, del settore delle costruzioni, del comparto immobiliare, dello specifico immobile (localizzazione, caratteristiche fisiche, legislazione e fiscalità, reddito, sfitto, solvibilità del tenant, uso presente e futuro, fungibilità, liquidità, indebitamento[66], ecc.).

Ciò, appare particolarmente importante e necessario all'integrità dei mercati soprattutto nei cicli decrescenti: il rischio potrebbe essere quello di rinviare al futuro perdite realizzate contribuendo, pertanto, alla non corretta rappresentazione del binomio rischio-rendimento dell'asset class considerata.

Rischio che riguarda, evidentemente, gli stessi comportamenti della SGR la quale potrebbe essere per molti aspetti interessata a evidenziare prospettive di plusvalenza maggiori di quelle effettive o addirittura a nascondere potenziali minusvalenze.

Analizzando, infatti, il mercato immobiliare italiano, a partire dal luglio 2008, si è assistito, dopo anni di crescita sostenuta, ad una progressiva flessione dei principali indicatori, quali: numero di transazioni effettuate, tempi medi di perfezionamento delle operazioni di locazione, di vendita e dei relativi finanziamenti.

Segnali in parte già recepiti sia dai dati relativi all'operatività posta in essere dai fondi nell'ultimo semestre (crollo in termini di numero e dei CTV degli investimenti e dei disinvestimenti) sia dal mercato delle quotazioni dei medesimi che, nel medesimo periodo, ha registrato un incremento del valore medio del market discount[67] dal -30% circa al -45% circa (cfr. grafico riportato nel capitolo IV).

In realtà, il valore del -45% del *market discount* potrebbe essere di dimensioni minori

---

[66] Una gestione errata della leva nei differenti cicli immobiliari può portare ad elevate perdite anche in presenza di portafogli composti da immobili di elevata qualità.

[67] In particolare, il market discount è pari al differenziale fra il valore netto contabile delle quote (risultante dai documenti contabili) e le rispettive quotazioni sul mercato di Borsa.

considerato che nella citata analisi è stato utilizzato il Nav al 30 giugno 2008, ultima valutazione disponibile.

Molto, pertanto, dipenderà dalle valutazioni che saranno effettuate nei rendiconti al 31 dicembre 2008 (da approvare entro il 31 marzo 2009) che, nel riflettere l'attuale rallentamento macroeconomico e la flessione dei principali indicatori del mercato immobiliare, dovrebbero portare ad una riduzione dei NAV dei fondi immobiliari in linea con quanto sta accadendo per la maggior parte degli altri strumenti finanziari.

CRITICITÀ DEL MERCATO DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Analizzando i dati relativi alla tipologia di esperti indipendenti (se persone fisiche o giurdiche) emerge che nel periodo gennaio 2006 – giugno 2008 hanno operato complessivamente 12 esperti indipendenti persone giuridiche e 4 esperti indipendenti persona fisica (incaricati per due fondi del campione oggetto di analisi).

Con riferimento alla concentrazione di mercato appare evidente che alcuni valutatori, sia in termini di numero di operazioni che di CTV delle stesse, hanno posizioni dominanti all'interno del mercato di riferimento.

Nel periodo considerato, infatti, i primi due esperti indipendenti hanno una quota complessivamente pari all'85% circa del mercato. I restanti valutatori hanno pertanto una quota di mercato complessivamente pari al 15% circa.

Tali numeri potrebbero, tra l'altro, compromettere la stessa indipendenza del valutatore considerato i rapporti sostanzialmente permanenti di collaborazione fra la SGR, per conto dei diversi fondi gestiti, ed i medesimi esperti indipendenti.

Nonostante la netta prevalenza nell'utilizzo dei modelli DCF da parte degli esperti indipendenti appare interessante notare che il modello reddituale viene utilizzato parimenti al modello DCF esclusivamente nelle fasi di investimento.

Marginali sono, invece, le applicazioni degli altri modelli.

Con riferimento, invece, ai principali parametri utilizzati nei modelli di valutazione quali:

- per il DCF: media del tasso di attualizzazione; media del tasso cap-out e media del numero degli anni;
- per i modelli reddituali: media del tasso di capitalizzazione;

si sono riscontrati per taluni settori, a partire dalle valorizzazioni al 30 giugno 2008, delle riduzioni dei medesimi, seppur di importo marginale, non pienamente

condivisibili anche alla luce dei primi segnali di rallentamento del mercato immobiliare globale e nazionale.

Con particolare riferimento ai modelli DCF è stata riscontrata, a prescindere dalla distribuzione settoriale degli asset oggetto di valutazione, la definizione di un tasso medio di cap-out sempre inferiore al tasso medio di attualizzazione.

Con riferimento, infine, agli onorari a carico dei fondi e corrisposti dalle SGR agli esperti indipendenti particolari profili di criticità si sono riscontrati per quelli determinati in valore percentuale rispetto al valore stimato degli asset. Tali contratti potrebbero, infatti, incentivare comportamenti tesi alla "sopravvalutazione" degli immobili. Aspetto questo ultimo, particolarmente critico nelle fasi decrescenti del mercato immobiliare in cui si registrerebbe, pertanto, una certa "rigidità" a valutare correttamente i cespiti.

Appare altresì indubbio che lasciare alla SGR l'assoluta discrezionalità circa la determinazione del compenso da corrispondere all'esperto indipendente significa anche lasciarle un potere che può entrare in contraddizione con l'indipendenza dell'esperto stesso.

Da ultimo, appare opportuno evidenziare che né la normativa primaria né quella secondaria pongono dei limiti agli esperti indipendenti circa lo svolgimento di ulteriori incarichi presso la stessa SGR (ad esempio: *advisory, agency, due diligence*, ecc.) che esulano dall'attività tipica della valutazione degli asset. Tali incarichi potrebbero di fatto compromettere l'indipendenza dei valutatori favorendo comportamenti poco corretti e a discapito degli investitori.

CRITICITÀ DI TIPO INFORMATIVO DELLE RELAZIONI DI STIMA/GIUDIZI DI CONGRUITÀ

Con riferimento alle relazioni di stima predisposte dagli esperti indipendenti sono emersi particolari profili di criticità in merito alla completezza delle informazioni, intesa quale grado di "disclosure":

- delle ipotesi e dei rischi considerati nella valutazione;
- delle motivazioni sottostanti l'utilizzo di una determinata metodologia anziché di un'altra;
- dei principali parametri utilizzati nei modelli di valutazione (ad esempio modalità di definizione del tasso di attualizzazione; del tasso cap-out; del tasso di capitalizzazione; ecc.).

Peraltro, ma in un numero molto limitato di relazioni, le informazioni suddette, benché presenti, sono descritte in diversi paragrafi delle perizie tali da non consentire un'agevole ricostruzione delle medesime.

In conclusione è possibile affermare che emerge una modesta sensibilità degli esperti indipendenti a rendere pienamente trasparenti e comprensibili le relazioni di stima.

Particolari profili di criticità emergono infine, seppur riscontrati in un numero limitato delle perizie analizzate (pari a circa il 5% delle stesse), nei giudizi di congruità privi di alcun riferimento, anche in termini di range, al valore di cessione ritenuto "congruo" dal esperto indipendente. In tali casi, infatti, i valutatori si limitano ad esprimere un solo giudizio qualitativo (positivo o negativo) sul prezzo di cessione realizzato.

Alla luce delle considerazioni suddette e del fatto che l'attività valutativa può essere svolta da numerosi professionisti appartenenti a loro volta a diverse categorie professionali[68] appare del tutto legittimo auspicare una misura di intervento regolamentare, anche a livello europeo, volta ad armonizzare l'attività valutativa, attraverso la predisposizione di un apposito albo, in modo da garantire il rispetto delle linee guida, la "trasparenza informativa" e la "continuità temporale" dei modelli di valutazione.

L'assenza di un albo e ancor più di un organo di controllo ha, infatti, lasciato all'autonomia privata la determinazione di linee guida e di standard di valutazione.

---

[68] In particolare, ai sensi del Art. 17 (Esperti indipendenti) del DM 228/1999 *1. Gli esperti indipendenti indicati nell'articolo 6, comma 1), lettera c), numero 5) del Testo Unico possono essere persone fisiche o giuridiche scelte dalla SGR..... 4. Gli esperti indipendenti devono essere iscritti ininterrottamente da almeno cinque anni in un albo professionale la cui appartenenza comporta l'idoneità ad effettuare valutazioni tecniche od economiche dei beni in cui è investito il fondo... ....6. Gli esperti indipendenti persone giuridiche devono possedere i seguenti requisiti: a) nell'oggetto sociale deve essere espressamente prevista la valutazione dei beni oggetto dell'investimento del fondo; b) una struttura organizzativa adeguata all'incarico che intendono assumere che conferisce l'incarico o di altre società od enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi o dalla SGR; .....11. L'incarico di valutazione di cui al presente articolo non può avere durata superiore ad un triennio ed è rinnovabile una sola volta*

BIBLIOGRAFIA

- F. Merola, “I fondi immobiliari”, Ed. Il Sole 24 Ore;
- F Cappio, V. Felline, F. Vedana “I fondi immobiliari” Ed. Egea;
- AA.VV. “Società di investimento immobiliare quotate” Ed. Il Sole 24 Ore;
- G. Morri, Introduzione alla valutazione immobiliare, SDA Bocconi;
- G. Morri, Rischio e rendimento immobiliare: evidenza nel mercato italiano, in “Rivista del Consulente Tecnico”, n°1, Maggioli Editore;
- G. Morri, Fondi comuni di investimento immobiliare – Italia, SDA Bocconi;
- Borghi, “Finanza immobiliare”, Ed. Egea;
- AA.VV. “Emerging trends in Real Estate Europe” Pubblicazione edita dalla PriceWaterhouse Coopers (2008);
- Cacciamani “Real Estate” Ed. Egea;
- Cacciamani, “Gli investimenti immobiliari”, Ed. Egea;
- Cacciamani, “I fondi immobiliari ad apporto specializzati”, Ed. Egea;
- De Marco, G. Bambagioni, M. Simonotti “Codice delle valutazioni immobiliari – Italian Property Valuation Standard” Ed. Tecnoborsa;
- G. Zanda, M. Lacchini, Manuale di metodologie e determinazioni quantitative d’azienda, Ed. Giappichelli;
- M. Massari, L. Zanetti, “Manuale di valutazione aziendale”, Ed. McGraw-Hill;
- International Valuation Stamdards Committee “International Valuation Stamdards” Pubblicazione dell’IVSC;
- Ferrero, “La valutazione immobiliare”, Ed. Egea;
- Geltner, Miller, “Commercial Real Estate - Analysis and Investments” - Thomson 2007;
- Porzio, G. Sampagnaro, “L'investimento immobiliare - Valutazione, Rendimenti, Asset Allocation” - Bancaria Editrice;
- Osmi, Borsa Immobiliare, Politecnico di Milano, IsIVI “Standard europei di valutazione immobiliare”, Ed. Franco Angeli;

- M. Curatolo, L. Palladino, “La valutazione immobiliare - Metodo classico e metodo statistico”, Il Sole 24 Ore Pirola;
- O. Tronconi, S. Bellintani, “Valutazione e valorizzazione immobiliare. Esperienze, metodiche e casi studio”, Il Sole 24 Ore Pirola;
- G. Moro Visconti, R. Moro Visconti, V. Dossena, “La valutazione degli immobili”, Maggioli Editore;
- M. Tamborrino “Come si stima il valore degli immobili”, Ed. Il sole 24 ore Pirola;
- E.E. Gnech, F. Redaelli, “Fiscalità immobiliare”, Ed. Egea;
- Gervasoni, “I fondi di investimento”, Ed. Il Sole 24 Ore;
- Gervasoni, “I fondi mobiliari chiusi”, Ed. Il Sole 24 Ore;
- L. Guatri, “Trattato sulla valutazione delle aziende”, Ed. Egea;
- G. Longo, C. Battaglio, L. Peccati, “Matematica per le applicazioni finanziarie”, Ed. Etas Libri;
- G. Antichi, G. Burei, A. Gervasoni, A. Sala, C. Soppelsa, G. Tamburi, “Finanza d’impresa”, Ed. Guerini e Associati;
- CONSOB, Quaderni di finanza, vari anni;
- CONSOB, Relazione annuale, vari anni;
- Banca d’Italia, Relazione annuale, vari anni;
- Assogestioni, “Rapporti semestrali fondi immobiliari”, vari anni;
- Nomisma, “Osservatorio sul mercato immobiliare”, vari anni;
- Nomisma, “Il valore delle garanzie immobiliari”;
- Scenari Immobiliari, “I fondi immobiliari in Italia e all’estero”, vari anni;
- Scenari Immobiliari, “Rapporto immobiliare”, vari anni.