

La valutazione dei fondi immobiliari

Paolo Giacomelli*

1) Introduzione

La proprietà immobiliare viene tradizionalmente considerata, nella percezione comune così come nelle analisi di mercato, suddivisa in alcuni specifici segmenti: alcuni tra i principali segmenti sono unità residenziali, uffici, negozi, capannoni e strutture ad uso produttivo.

Nel complesso appare chiaro che la destinazione d'uso rappresenta la principale chiave di lettura della proprietà e del relativo mercato. Peraltro questo approccio non permette di evidenziare come, all'interno di ogni segmento, siano presenti proprietà con dimensioni economiche non paragonabili, in quanto differenziate da diversi ordini di grandezza. La considerazione di fondo di questa introduzione, derivante dalle precedenti osservazioni, è che esistono pertanto numerose tipologie di proprietà immobiliari, alle quali corrispondono diversi mercati, in funzione delle destinazioni d'uso ma anche delle dimensioni economiche; la domanda e l'offerta presenti su ciascun mercato possono risultare profondamente differenti rispetto ad altri.

Gli operatori economici che di volta in volta interagiscono in tali mercati possono essere risparmiatori, investitori istituzionali, imprenditori del settore; hanno obiettivi diversi, orizzonti temporali non paragonabili, atteggiamenti conservativi o speculativi, conoscenze più o meno precise circa le condizioni ambientali in cui operano, utilizzano per l'acquisizione di beni immobili e la successiva gestione strumenti giuridici diversi, con profonde implicazioni sul piano normativo e, soprattutto, su quello fiscale.

Numerosi mercati immobiliari presentano inoltre, come numerosissimi ricercatori, in tempi diversi, hanno sistematicamente rilevato, livelli di trasparenza molto limitati; in tali condizioni l'ignoranza o la scarsa conoscenza del mercato rappresentano una barriera

*Dip. Economia e Politica Agraria, Agroalimentare, Ambientale Università degli Studi di Milano.

paolo.giacomelli@unimi.it

all'entrata di rilevanza primaria per i soggetti esterni che, pertanto, rimangono esclusi dagli stessi.

Nella generalità dei mercati immobiliari, trovandosi di fronte a risorse (terreni, aree, fabbricati) generalmente disponibili in quantità limitate, normalmente non riproducibili in quanto non trasferibili si registra la formazione di rendita. Ciò avviene con particolare enfasi qualora si tratti di beni scambiati raramente, caratterizzati da scarsa trasparenza informativa¹. È opportuno rammentare che, per questi mercati, sono state riconosciute due forme: la rendita fondiaria e quella edilizia (o immobiliare). In particolare la rendita edilizia si riferisce a beni immobili trasformati, mentre la rendita fondiaria viene considerata collegata al solo terreno.

Pur essendo stato rilevato che la rendita edilizia, in alcuni casi, non è permanente, e pertanto va meglio definita in tali situazioni come quasi rendita, nel complesso fenomeni di scomparsa della rendita edilizia vengono citati in letteratura (fra i molti, vedi Papi, 1967) in quanto temporanei.

I fondi immobiliari vogliono rappresentare uno strumento capace di consentire a qualsiasi soggetto, persona fisica o persona giuridica, indipendentemente dalla propria posizione e capacità patrimoniale, l'accesso a tutti i mercati immobiliari, risolvendo alcuni dei problemi brevemente accennati e potendo accedere alla rendita di lungo periodo derivante dalla proprietà immobiliare.

In modo semplice si può affermare che un fondo immobiliare è un "veicolo":

- capace di acquisire, gestire e vendere prodotti edilizi con diverse destinazioni d'uso e di rilevanti dimensioni economiche,
- la cui partecipazione non impone, sostanzialmente, vincoli finanziari minimi (l'ordine di grandezza per poter partecipare ad un fondo immobiliare è di qualche migliaio di euro),
- la cui partecipazione, sotto il profilo temporale, non è ancorata alla durata delle operazioni immobiliari sottostanti, poiché risulta possi-

¹ Come noto, la rendita viene individuata rispetto al bene terra terra (Ricardo, 1981) e successivamente K.Marx ne amplia la portata con riferimento ai fattori della produzione (Dechervois, Thèret, 1979), collegando la rendita assoluta alla proprietà privata del fattore. In modo più specifico si indica con rendita fondiaria il reddito differenziale derivante dalla produzione agricola sul bene immobile terra (integrato dagli investimenti fisicamente fissi a formare il capitale fondiario); la rendita edilizia indica invece il valore differenziale ottenibile dallo sfruttamento economico dello stesso bene immobile utilizzato (o da utilizzare) per usi edilizi (terreno edificabile, prodotto edificato) con le diverse destinazioni.

bile acquistare e vendere "quote di partecipazione" al "veicolo" sui mercati mobiliari.

La definizione di "veicolo" è volutamente generica; infatti la forma giuridica assunta dai fondi immobiliari nelle diverse realtà nazionali può variare in modo rilevante, come verrà successivamente descritto. Anche il termine "quota di partecipazione" consegue dalla genericità del soprastante concetto di "veicolo".

I fondi immobiliari, essendo dotati delle caratteristiche sopra indicate, non presentano pertanto similitudini con le società immobiliari quotate presso le borse valori: elementi giuridici, economici, estimativi rendono i fondi strutturalmente diversi. Il soggetto investitore di un fondo immobiliare non è azionista dello stesso fondo, e pertanto non partecipa al capitale di rischio, come invece avverrebbe se acquistasse azioni di una società quotata. La valutazione dei beni immobili viene monitorata in modo continuo, i regimi fiscali a cui risulta sottoposto il fondo sono differenti rispetto a quelli della società quotata. Inoltre le normative istitutive dei fondi immobiliari hanno sviluppato un insieme di regole che proteggono in modo particolare gli investitori.

Complessivamente si può affermare che un fondo immobiliare rappresenta uno strumento sintetico, posto a cavallo tra bene immobile e azione mobiliare, che consente agli investitori di ogni capacità patrimoniale di partecipare in forma associata a grandi iniziative immobiliari, realizzate e gestite in modo professionale da esperti.

La descrizione generale dei fondi immobiliari consente di iniziare a considerare analiticamente alcune tra le principali differenze esistenti, sia sul piano finanziario, sia su quello più strettamente operativo, tra l'investimento immobiliare effettuato tramite questi strumenti rispetto a quello diretto, con acquisto di singoli prodotti edilizi.

Con riferimento al profilo finanziario si può chiaramente riconoscere che, a parità di risorse destinate all'investimento immobiliare, l'utilizzo del "veicolo" fondo consente di raggiungere una maggiore diversificazione relativa tra beni con destinazioni d'uso differenti, situati potenzialmente in ogni località del globo. Tale aspetto, nella prospettiva di lungo termine tipica di questi investimenti, rappresenta un importante elemento di riduzione del rischio.

Un secondo elemento positivo del fondo, che lo rende più attraente rispetto all'investimento diretto, si riferisce all'opzione della quo-

tazione, sulle borse valori, dei "titoli di partecipazione". Ciò dovrebbe garantire un maggior grado di liquidità dell'investimento, che comunque dipende dalle dinamiche di domanda e offerta di quel titolo rappresentativo.

Complessivamente appare evidente l'opportunità di realizzare, grazie alla presenza dei fondi immobiliari, una più efficiente allocazione di un portafoglio, se non addirittura una migliore diversificazione patrimoniale complessiva, comprendente azioni, obbligazioni e beni immobili costituiti sotto questa forma tecnica.

Sul piano operativo possono essere effettuate alcune importanti considerazioni. La prima riguarda la professionalità dei gestori del fondo, che assumono responsabilità sia sul piano della decisione d'investimento (tipologia, dimensione, condizioni economiche e finanziarie) nel contesto del mercato caratteristico di quel bene, sia per ciò che concerne la gestione ordinaria così come gli interventi straordinari. Ciò genera costi operativi elevati, che dovrebbero in prima istanza essere coperti da margini di redditività particolarmente elevati, in quanto garantiti da tale professionalità. La struttura del fondo impedisce la partecipazione dei sottoscrittori ai processi decisionali tipici, e non sembra possibile, almeno nelle condizioni attuali, supporre opzioni differenti, quali ad esempio quelle perseguibili attraverso una struttura a SICAV.

I gestori del fondo, grazie alla massa monetaria disponibile, sono nella condizione di effettuare operazioni su mercati che certamente non sarebbero accessibili in forma diretta da singoli investitori.

2) Struttura e caratteri dei fondi immobiliari

I fondi immobiliari, nella versione che attualmente conosciamo, sono nati all'inizio degli anni '60 negli Stati Uniti d'America e, successivamente, si sono sviluppati anche in altri paesi occidentali: Svizzera,

² L'origine dei fondi immobiliari può peraltro essere ricercata in periodi molto più antichi: la prima struttura infatti viene fatta risalire al Medioevo: i nobili (in particolare quelli anglosassoni) in partenza per le Crociate in Terra Santa affidavano l'amministrazione dei loro beni, che consistevano essenzialmente in beni immobili, ad alcuni soggetti, i quali dovevano garantirne la conservazione, l'erogazione dei redditi derivanti dalla gestione a beneficiari designati. Questa forma di amministrazione fiduciaria fu definita "trust" e "trustee" i soggetti custodi ed amministratori dei beni raccolti nel trust.

Francia, Germania, Olanda, Inghilterra², anche se sotto la comune denominazione di fondo immobiliare possono essere osservate strutture giuridiche, organizzazioni di impresa, strategie di investimento, modalità di distribuzione sul mercato dei titoli rappresentativi del fondo molto differenti. Infatti, a tale proposito, può essere sottolineato che la normativa dei diversi stati ha focalizzato l'attenzione su alcuni elementi caratteristici rispetto ad altri o, in alcuni casi, ha istituito questi strumenti con finalità differenti rispetto a quelle in precedenza individuate (Lunghini, 1992).

Laddove i fondi immobiliari sono storicamente presenti del lungo tempo e risultano collegati in modo trasparente con il mercato dei capitali, i mercati dei beni immobili hanno potuto beneficiare di notevoli miglioramenti grazie alla transizione dalla proprietà immobiliare individuale alla proprietà "collettiva" dei fondi stessi.

Il singolo fondo immobiliare può essere creato in modi diversi: in alcuni paesi il fondo può essere costituito sotto forma di società dei capitali o di un altro soggetto autonomo, mentre in altri paesi apposite società costituiscono uno o più fondi, che verranno gestiti in funzione delle proprie strategie e finalità.

Gli elementi rilevanti relativi alla struttura del fondo sono numerosi; un primo fattore riguarda la possibilità che il fondo possa essere organizzato come fondo aperto oppure chiuso. Il fondo chiuso dichiara inizialmente il volume complessivo di risorse finanziarie, che verranno raccolte attraverso gli apporti dei sottoscrittori; una volta raggiunto tale importo, le sottoscrizioni vengono chiuse ed il fondo sviluppa la propria attività. I sottoscrittori, durante la vita del fondo stesso, in linea di principio non potrebbero alienare i titoli rappresentativi del fondo, poiché le plusvalenze patrimoniali possono maturare lungo la vita utile, ma vengono monetizzate solo alla liquidazione del fondo stesso, quando si effettua l'alienazione dei beni.

Diversamente, qualora il fondo sia aperto, non vi sono limiti alle dimensioni del fondo stesso nonché circa la possibilità che nuovi sottoscrittori partecipino al fondo o che vecchi sottoscrittori cedano le proprie posizioni. In questo caso risulta molto più elastica la gestione dei sottoscrittori in entrata ed in uscita dal fondo ma, nel caso in cui il valore delle uscite per richieste di rimborso superi le nuove sottoscrizioni, possono sorgere rilevanti problemi circa il reperimento dei fondi necessari.

L'esperienza globale, sia negli Stati Uniti che nei Paesi Europei, ha portato, nel tempo, a privilegiare la prima forma descritta (fondo

chiuso), che anche nella realtà italiana ha trovato la forma prescelta dal legislatore.

Le risorse finanziarie, acquisite tramite le sottoscrizioni o generate dall'attività propria del fondo, vengono destinate ad usi differenti. Le disponibilità possono, infatti, essere impiegate per acquisire direttamente sul mercato prodotti edilizi finiti, eventualmente già locati, per acquistare terreni edificabili sui quali fare realizzare un determinato tipo di bene immobile, per sottoscrivere partecipazioni di controllo di società immobiliari, ed infine anche per finanziare l'acquisto di beni immobili. Normalmente almeno il 75% delle risorse disponibili deve essere destinato, da parte dei gestori, sulla base delle opzioni sopra indicate previste dal regolamento del fondo stesso. In questo contesto si possono altresì rilevare vincoli normativi, eventualmente posti sul grado di diversificazione degli investimenti. Tale diversificazione può riferirsi sia ai limiti relativi all'incidenza del singolo investimento sul valore totale del fondo, ma anche ad obblighi circa le differenti tipologie e destinazioni d'uso dei singoli prodotti edilizi rispetto al totale del fondo.

Un ulteriore aspetto concerne gli eventuali vincoli relativi alla distribuzione degli utili derivanti dall'attività del fondo. In alcuni casi i gestori del fondo dichiarano inizialmente quali sono gli obiettivi di redditività minima, attesi dal fondo, grazie ai proventi derivanti dalla locazione dei beni e dalla gestione della liquidità.

Nella struttura organizzativa dei singoli fondi è normalmente prevista per legge la presenza di organismi di controllo, finalizzata alla difesa della posizione dei sottoscrittori: vi sono infatti due aree di problematiche, caratteristiche dei fondi immobiliari, che incidono profondamente sui sottoscrittori stessi. La prima riguarda il valore dei beni immobili detenuti nel fondo, la cui valutazione periodica permette ai risparmiatori di apprezzare la validità dell'investimento effettuato. Tale valutazione, indipendente dall'eventuale cessione dei prodotti edilizi, rappresenta un momento centrale nella vita del fondo stesso.

La seconda problematica, tipica dei fondi aperti, riguarda la necessità di poter liquidare i titoli dei risparmiatori che desiderano cedere le proprie posizioni prima della fine del ciclo di vita previsto per fondo stesso. Una possibile soluzione (NAREITS, 1999) di questa problematica può essere riscontrata, ad esempio, per i fondi immobiliari degli Stati Uniti d'America, i cui titoli rappresentativi sono quota-

ti sul mercato, analogamente a qualsiasi valore mobiliare, risolvendo contemporaneamente anche il problema della valutazione e delle eventuali aspettative circa le modifiche di quest'ultima. Soluzione analoga è prevista nel sistema legislativo italiano.

Un altro elemento caratteristico e rilevante dei fondi immobiliari riguarda il regime fiscale; si può notare infatti che, nella maggior parte dei paesi, sono previste agevolazioni sia per la fiscalità del fondo che per quella dei sottoscrittori. Sotto forme diverse appare comunque evidente la volontà dei legislatori di favorire l'investimento immobiliare, che grazie ai noti effetti positivi sul settore edilizio nonché sulle attività artigianali ed industriali connesse all'indotto ed alla manutenzione, rappresenta un valido elemento di crescita economica.

L'esperienza italiana in questo settore, a differenza di quanto avvenne nei paesi anglosassoni, ma anche nei paesi di area tedesca e in Francia, è relativamente recente; i primi esempi di iniziative, assimilabili ai fondi, risalgono infatti agli anni Settanta. Il collocamento presso il risparmio di strumenti mobiliari, legati a proprietà e beni immobili, è avvenuto tramite titoli che sono stati definiti "atipici" in quanto differenti da ogni fattispecie esistente nel nostro paese. Tali titoli furono denominati di volta in volta, dai diversi soggetti emittenti, Certificati di Associazione in Partecipazione, Certificati Immobiliari, Certificati Patrimoniali.

Nessuno dei principali soggetti societari che ha avviato iniziative nel settore, collocando presso il pubblico i propri strumenti, risulta attualmente esistente nella forma originaria. Nel complesso si può osservare che i sottoscrittori hanno subito perdite rilevanti sul capitale investito ed appare probabile che il mercato italiano, ancora attualmente, conservi un ricordo fortemente negativo di questa tipologia di strumento, anche se va tenuto presente che tutte le iniziative riconducibili a tale ambito si svilupparono e conclusero prima della emanazione di normative specifiche.

I fondi immobiliari, nel senso vero del termine, sono infatti istituibili in Italia a partire dal 1999. La Legge 25 gennaio 1994, n. 86, sostanzialmente sostituita dal testo Unico della finanza (d.l. n. 58 del 24 febbraio 1998), dal Decreto del Ministero del Tesoro del 24 maggio 1999, ed i successivi provvedimenti regolamentari, emanati dalla Banca d'Italia, hanno codificato un quadro di riferimento nel quale è possibile la sola costituzione del cosiddetto fondo chiuso. Dalla fine del 1999 in avanti diverse società di gestione, controllate da primari istituti di credito, hanno ottenuto l'approvazione degli organismi com-

petenti ed hanno avviato la sottoscrizione dei primi fondi immobiliari di diritto italiano.

Sulla base della normativa italiana, ogni fondo risulta pertanto costituito da un determinato numero di quote, sottoscritte dagli investitori partecipanti. Le risorse raccolte possono essere investite in diversi strumenti: immobili, diritti reali di godimento di immobili, partecipazioni (solo se la quota di partecipazione al capitale sociale consente il controllo) in società immobiliari non quotate presso le borse valori, partecipazioni in società immobiliari quotate³.

La struttura chiusa, per definizione, non consente di incrementare il numero di quote emesse, al di fuori dal periodo di collocamento, così come di rimborsare le stesse durante la durata del fondo. Solo alla scadenza del fondo, e dopo l'alienazione dei beni e dei diritti acquisiti, ai partecipanti vengono distribuiti i capitali loro spettanti in base alle quote originariamente sottoscritte. Tramite questa struttura i gestori del fondo hanno la disponibilità e le risorse per operare senza vincoli su eventuali flussi di cassa in entrata o in uscita dal fondo stesso, e ciò dovrebbe consentire una ottimale allocazione delle risorse finanziarie disponibili.

Il fondo può dichiarare un rendimento obiettivo e, durante la vita del fondo stesso, può stabilire, a seconda di quanto previsto dal proprio regolamento, la distribuzione dei proventi derivanti dalla gestione. Questo meccanismo può rappresentare un interessante stimolo, poiché garantirebbe al sottoscrittore un flusso, ancorché limitato, di redditi, durante il periodo di durata del fondo, rinviando alla fine del periodo solo la potenziale plusvalenza derivante dall'alienazione dei beni e dei diritti acquistati⁴.

³ Inoltre, in alcuni casi, il fondo può anche acquistare a termine, tramite un contratto preliminare di vendita, un immobile da costruire o in fase di edificazione, un terreno dotato di concessione edilizia, un immobile da ristrutturare o da sottoporre ad un intervento di manutenzione straordinaria. In questi ultimi casi è peraltro indispensabile che tale operazione di acquisto sia contemporaneamente accompagnata dalla garanzia di locazione o di alienazione del prodotto edilizio una volta terminati i lavori.

⁴ I fondi attualmente presenti sul mercato italiano sono 7, con un patrimonio sottoscritto di circa 2 miliardi di Euro. I sottoscrittori hanno potuto partecipare ai singoli fondi con quote oscillanti tra un minimo di 2.000 Euro ed un massimo di circa 5.500 Euro. Tale suddivisione, come appare evidente, consente l'accesso a questo tipo di prodotto finanziario anche ad investitori con limitate disponibilità finanziarie, ma interessati a diversificare il proprio portafoglio d'investimento.

Ogni fondo richiede obbligatoriamente la quotazione ufficiale sul mercato dei titoli mobiliari, analogamente a qualsiasi titolo azionario, ed, entro i dodici mesi dalla emissione, le quote sono negoziabili. Mentre da un lato appare indispensabile, attraverso questo meccanismo, garantire l'alienabilità delle quote da parte dei singoli sottoscrittori sul mercato ufficiale, la carenza di informazioni disponibili sugli investimenti realizzati dal fondo e sul valore può rappresentare un forte elemento condizionante l'efficienza del mercato stesso.

Sotto il profilo fiscale si riscontra una situazione molto favorevole sia per il fondo che per i sottoscrittori. Infatti la società di gestione del fondo sconta un'imposta sostitutiva pari al 25% del reddito generato, ma il meccanismo di determinazione dello stesso consente di affermare che, in realtà, il reddito derivante dalle plusvalenze (che evidentemente risulta, almeno in termini potenziali, il più cospicuo) è tassato per la metà circa di tale aliquota⁵.

3) La valutazione dei fondi immobiliari

3.1) Aspetti generali

La valutazione del fondo immobiliare è concentrata sulle tematiche specifiche dei beni immobili, in un ambito di problematiche che rendono tale valutazione particolarmente complessa. Vanno infatti presi in considerazione elementi relativi al bilancio del fondo,

La durata dei singoli fondi è compresa tra 10 e 15 anni, con una evidente tendenza a scegliere, da parte delle società di gestione, le scadenze più lunghe: ben 5 fondi presentano infatti una durata di 15 anni. Ciò appare del tutto ragionevole in considerazione della oggettiva prospettiva temporale che qualsiasi investimento immobiliare presenta. In alcuni casi il fondo dichiara anche la suddivisione degli investimenti tra differenti tipologie di beni, indicando in particolare la quota di risorse da riservare a beni immobili con diverse destinazioni d'uso. La forma tecnica dell'investimento – acquisto diretto, partecipazione a società - non viene segnalata, ma d'altra parte non rappresenta, per il sottoscrittore individuale, un elemento informativo di particolare interesse. Sono stati indicati anche i rendimenti obiettivo sul patrimonio, compresi tra un minimo del 4,5% ed un (probabile) massimo pari al tasso d'inflazione più tre punti percentuali. Anche in questo caso sono evidenti delle convergenze di comportamento da parte delle società di gestione: il valore modale del rendimento obiettivo è fortemente concentrato (4 casi su 7) e pari al 5%.

⁵ In particolare le plusvalenze patrimoniali, realizzate alla cessione degli immobili, dei diritti o delle partecipazioni, concorrono a formare la base imponibile nella misura del 50%.

elementi riguardanti le caratteristiche intrinseche dei beni immobili, dalla consistenza agli aspetti qualitativi e tecnologici, alla localizzazione del bene ed al mercato di riferimento.

Il percorso caratterizzante la fase di analisi di un fondo immobiliare si avvia da considerazioni che riguardano il bilancio del fondo. La prima considerazione riguarda l'equilibrio di bilancio (peraltro normalmente vincolato dalla normativa) inteso come relazione tra le fonti finanziarie dei sottoscrittori (normalmente, nel nostro paese, espresse in quote, ma in altre realtà anche tramite azioni ordinarie, azioni privilegiate) e fonti esterne (debiti contratti con il sistema bancario, debiti derivanti dall'emissione di obbligazioni semplici e convertibili)⁶.

Una seconda considerazione di rilievo è relativa alle strategie di relazione con il personale del fondo, che chi amministra il fondo (e chi ne sottoscrive le quote di partecipazione) dovrebbe attentamente valutare: riguarda la presenza o la creazione di eventuali conflitti di interesse tra i soggetti direttamente o indirettamente collegati alla gestione del fondo⁷. Gli interessi del management dovrebbero risultare allineati con quelli dei risparmiatori partecipanti al fondo, tramite incentivi da concedere a fronte di risultati ottenuti dal fondo superiori a quelli previsti, tenendo presente la capacità e la professionalità del management stesso, la disponibilità a confrontarsi in un'arena competitiva caratterizzata da un mercato poco trasparente, in continua evoluzione, fortemente segmentato a livello spaziale⁸.

Su queste ultime problematiche si innestano quelle relative ad un ulteriore tema relativo all'analisi di un fondo immobiliare, che riguarda l'opportunità di individuare un reddito obiettivo derivante dall'attività di locazione ordinaria dei beni immobili di proprietà. Da

⁶ In Italia i fondi possono esercitare un effetto leva molto limitato: la normativa vigente consente di raggiungere un livello di indebitamento massimo pari al 30% del valore del patrimonio immobiliare detenuto. Nel caso in cui gli investimenti immobiliari vengano effettuati in paesi esteri, il fondo è libero di impiegare strumenti di copertura del rischio di cambio per gli importi nominali dei flussi monetari previsti.

⁷ E' noto infatti come nel settore immobiliare siano presenti, storicamente, numerose figure di intermediari che, pur migliorando il flusso di operazioni sul mercato in quanto capaci di avvicinare la domanda e l'offerta, possano rappresentare, laddove sia carente il flusso informativo, un elemento di vischiosità del mercato stesso.

⁸ I fondi immobiliari, già collocati nel nostro paese, prevedono il riconoscimento di notevoli incentivi (mediamente pari al 20%) del sovrareddito raggiunto rispetto a quello previsto come reddito obiettivo.

tale reddito obiettivo, e dal suo raggiungimento, dipende la successiva possibilità ed opportunità di distribuire ai sottoscrittori una parte di tale reddito⁹.

La fase più strettamente valutativa dei fondi immobiliari affronta il tema secondo due visuali: la prima è quella relativa alla stima del valore dei singoli prodotti edilizi di proprietà del fondo, mentre la seconda riguarda, più generalmente, il valore del fondo nel suo complesso, sulla base della propria posizione patrimoniale e finanziaria.

La valutazione dei beni immobili rappresenta, pertanto, un elemento centrale per i fondi immobiliari. Le tematiche su cui si sviluppano le fasi di valutazione sono numerosissime; il contesto dinamico nel quale si realizzano l'utilizzo attuale di un prodotto edilizio e anche le sue potenzialità di modificazione, rendono necessario affrontare diversi problemi. Vanno considerati infatti:

- il livello qualitativo delle costruzioni esistenti, sia con riferimento agli aspetti rilevanti sul piano estetico, che a quelli tecnologici e strutturali, che condizionano la manutenzione ordinaria e straordinaria delle stesse,
- le modalità di gestione dei beni, con riferimento sia alla qualità dei contratti di locazione (durata, meccanismi di determinazione e d'indicizzazione del canone d'affitto, clausole speciali), che ai soggetti che svolgono l'attività di amministrazione, controllo e valutazione,
- il livello di diversificazione o di concentrazione dei prodotti edilizi in determinate tipologie (intese come destinazioni d'uso degli stessi),
- la possibilità di modificare le destinazioni d'uso per soddisfare la domanda di mercato, tenendo presenti i costi relativi,
- la dinamica del mercato dei prodotti edilizi con la medesima destinazione d'uso rispetto a quello da valutare (BCI, 2001), che può generare forme di competizione tali da condizionare la rendita edilizia e il livello percentuale di sfritto,
- la presenza di meccanismi di marketing urbano sviluppati da soggetti pubblici, da grandi operatori immobiliari locali, capaci di spingere la potenziale rendita edilizia.

⁹ Il reddito obiettivo è quello che nella letteratura anglosassone viene definito come benchmark, cioè come parametro di riferimento per valutare la capacità gestionale del management, mentre l'incidenza del reddito distribuito, rispetto a quello ottenuto, viene invece definita payout ratio.

Ciascun bene immobile deve essere valutato singolarmente, a meno che diversi prodotti edilizi presentino una destinazione funzionale unitaria, nel qual caso risulta riconoscibile una chiara complementarietà tra i singoli beni.

Nel mondo scientifico italiano la valutazione dei beni immobili trova numerosissimi spunti dottrinali (vedasi fra i molti Serpieri (1950), Medici (1962), ed una successiva ampia trattazione, sotto il profilo teorico generale, da parte del Famularo (1960) e del Forte (1968)). Negli anni più recenti la crescente presenza di condizionamenti normativi e una convergenza tra metodi di valutazione impiegati in paesi diversi (Simonotti, 1991; Aa.vv., 1989) hanno portato verso l'individuazione di alcuni percorsi più vincolanti (Banca d'Italia, 1999a, Tecnoborsa, 2000).

3.2) *La valutazione dei singoli beni immobili*

La fattispecie dei fondi immobiliari esclude la valutazione di terreni con potenzialità edificatorie, che i fondi sono impediti dall'acquistare. Per ciò che concerne le aree edificabili, se è vero che le stesse possono essere acquistate da un fondo, il problema della valutazione esiste, per l'Italia, solo in teoria. Infatti, sulla base della normativa vigente, è ammessa l'acquisizione di un'area dotata di concessione edilizia, solo a condizione che, da un lato, sia stato sottoscritto un contratto d'appalto per effettuare le opere di costruzione, dall'altro sia stato formalizzato un preliminare di cessione del nuovo prodotto edilizio o, in alternativa, un contratto di locazione.

Sulla base di tali presupposti è evidente come la valutazione di questo bene rientri nell'alveo di stima di un prodotto edilizio finito, alla quale va ricondotta.

I fabbricati possono essere valutati impiegando, come noto, differenti metodi: in particolare quelli adottati con maggiore frequenza impiegano una logica di *comparazione diretta*, oppure determinano una *relazione tra reddito prodotto e valore*.

In ogni caso il risultato a cui dovrebbe pervenire una valutazione è il più probabile valore di mercato del bene immobile.

3.2.1) L'approccio della comparazione diretta e le caratteristiche del bene

La comparazione diretta, che consente di valutare un bene attraverso un confronto immediato con altri beni, può essere adottata qualora siano presenti alcune condizioni essenziali. La prima riguarda la presenza di un mercato sufficientemente ampio e attivo, nel quale siano identificabili numerose transazioni recenti di beni simili rispetto a quello oggetto di valutazione. La seconda riguarda il significato da attribuire al concetto di "beni analoghi", o simili. L'analogia va riferita sia all'ambiente circostante, sia a elementi intrinseci del bene stesso. Tra le diverse possibilità classificatorie di tali variabili, sembra opportuno rammentare Orefice, (Orefice, 1984), che distingue caratteristiche di *localizzazione*, di *posizione*, *tipologiche*, di *tipo produttivo*. Anche la Banca d'Italia ha recentemente fornito alcune indicazioni circa l'applicabilità di questo procedimento (B. Italia, 1999b), ponendo l'attenzione circa la necessità di considerare, oltre alle caratteristiche qualitative e quantitative, anche la redditività specifica dell'immobile.

Le caratteristiche *localizzative* si riferiscono ad alcune variabili potenzialmente predittive:

- posizione dell'immobile rispetto al centro urbano, ai principali servizi sociali, agli esercizi commerciali, ed alla rete di trasporto pubblico,
- connessione con il sistema stradale extraurbano,
- livello di qualificazione dell'ambiente (verde pubblico, traffico automobilistico, inquinamento atmosferico ed acustico),
- prestigio o standing che deriva dalla preferenza per l'area da parte di determinate figure (persone fisiche, imprese, studi professionali) che possono essere definiti come some soggetti capaci di fare "tendenza" (concetto ben espresso dal corrispondente anglosassone trend setter). Le caratteristiche di *posizione* comprendono alcune specifiche fisiche legate alla localizzazione, e riguardano in particolare l'esposizione prevalente, la luminosità, la panoramicità, l'altezza dal piano stradale.

Le caratteristiche *tipologiche* (o tecnologiche) si riferiscono a svariati fattori:

- età dell'edificio,
- solidità della struttura e relativo livello di manutenzione,
- condizioni degli impianti tecnologici anche con riferimento al loro stato di adeguamento alle normative sulla sicurezza,

- lay-out del bene (accessi, dimensioni e forma dei locali, presenza di spazi coperti e scoperti),
- elementi architettonici (forma, materiali decorativi).

Infine le caratteristiche di tipo *produttivo* riguardano condizioni economiche e giuridiche, di vario genere, che spaziano dalla presenza e dimensione di ipoteche, di servitù attive e passive, di opzioni urbanistiche volte a consentire la modifica delle destinazioni d'uso, eventuali agevolazioni fiscali.

Come noto, l'impiego di metodi di comparazione diretta si basa sull'individuazione di un parametro unitario, tipicamente descrittivo una caratteristica fisica del bene immobile, che viene applicato all'immobile nel suo insieme¹⁰.

La presenza di fonti informative ampie, diversificate e trasparenti rappresenta un fattore fondamentale affinché la valutazione dei beni immobili, tramite la comparazione diretta, possa essere adottata con un grado sufficiente di attendibilità, ferme restando le considerazioni già svolte. Nel nostro paese sono presenti numerosi soggetti che, in virtù della propria posizione istituzionale, della conoscenza diretta del mercato, della capacità di raccordare figure diverse, presenti o coinvolte a vario titolo nel mercato stesso, forniscono banche dati o indicazioni dei prezzi di riferimento per determinate categorie di beni immobili, in determinati contesti territoriali¹¹.

¹⁰ Parametri noti e frequentemente adottati sono il volume, nelle sue diverse accezioni (volume netto, volume lordo), la superficie, e anche in questo caso devono essere precisate le condizioni di misura ed il significato del termine, la possibilità di riferirsi alla superficie coperta, alla superficie pavimentata, alla superficie intra-muros, alla s. utile, alla s. dell'involucro dell'edificio, alla s. commerciale. Per ciascuno di questi parametri sono definite le condizioni di espressione. A puro titolo esemplificativo si può rammentare come la s. commerciale venga determinata attraverso un meccanismo additivo, espresso da norma UNI, che contempla: superficie calpestabile 100%, superficie dei muri portanti interni e perimetrali 50%, superficie delle pareti interne 100%, balconi e terrazze 25-35% a seconda della presenza di copertura, porticati 35%, verande 60%, giardini 10-15% a seconda del bene immobile.

¹¹ Senza voler fornire un elenco esaustivo, si possono indicare alcune delle fonti informative alle quali si può fare riferimento; in questo contesto appare rilevante sottolineare come la presenza consolidata sul mercato immobiliare, sia in termini di ampiezza del mercato conosciuto, sia di continuità temporale nella raccolta di tali informazioni garantisce una potenziale accuratezza delle stesse. In particolare sembra opportuno rammentare gli Osservatori sul mercato immobiliare del Ministero delle Finanze, di Nomisma, della Fiaip; le banche dati di Tecnoborsa, Gabetti, IntesaBCI (più nota come attività svolta dal servizio mutui Cariplo), il Consulente immobiliare.

Il parametro, la caratteristica fisica a cui si fa riferimento, e che viene impiegata per effettuare la comparazione, oltre ad essere rappresentata da una tipica espressione dimensionale (un determinato tipo di metro cubo o di metro quadrato), può riferirsi a un elemento più articolato, ma tipico del bene immobile, in quanto direttamente correlato all'attività svolta nel bene stesso¹². Tale parametro tende a riassumere la capacità produttiva dell'immobile stesso, qualora non si riferisca già alla produzione ottenuta.

3.2.2) Le valutazioni basate sulla relazione tra figure di reddito e valore

Ogni valutazione, rivolta ad ottenere il valore elaborando altre informazioni di tipo economico-finanziario (reddito lordo o netto, flusso di cassa), rientra nei cosiddetti metodi di comparazione indiretta, basati sul noto presupposto estimativo che riconosce, quale atteggiamento base di un operatore economico, un atteggiamento volto a valorizzare il bene sulla base dei canoni d'affitto che prevede d'incassare.

Come ben noto, i metodi indiretti sono chiamati reddituali quando basati sulla capitalizzazione di redditi, o finanziari qualora vengano considerati e attualizzati i flussi di moneta.

Il metodo della capitalizzazione dei redditi si appoggia all'ipotesi, nel caso di beni immobili frequentemente accettata, che il prodotto edilizio fornisca infiniti e costanti redditi nel tempo, e porta alla determinazione del valore V_0 attraverso la capitalizzazione degli stessi:

$$V_0 = \frac{[R]}{i'}$$

dove:

R = reddito costante

i' = saggio di capitalizzazione.

La previsione dei redditi futuri, per alcune tipologie d'immobili (quali ad esempio centri commerciali, esercizi alberghieri) soggiace

¹² Ancora, a puro titolo esemplificativo, può essere citato il numero di stanze per un esercizio alberghiero, il numero di posti auto di un parcheggio, il numero di posti barca in un porto turistico. In altri casi viene considerata la redditività per metro quadro (ad esempio nei centri commerciali).

invece a ipotesi di variabilità degli stessi ed eventualmente di durata limitata nel tempo; ciò è rilevante in particolare modo quando i parametri di determinazione del canone di locazione sono agganciati a qualche figura di risultato (o di fatturato) del locatario, e la durata dei contratti di locazione, che in quei casi può assumere anche la forma di contratto d'affitto d'azienda, risulta limitata. In questo caso il valore V_0 non è più determinabile tramite la capitalizzazione di redditi, ma verrà determinato scontando all'attualità redditi futuri secondo la seguente:

$$V_0 = \sum_{j=1}^n \cdot [R_j] \cdot \frac{1}{q^j}$$

dove:

R_j = reddito previsto per l'anno j -esimo

n = numero di anni previsti dal contratto di locazione

$q = 1 + i$

i = saggio di attualizzazione.

L'ultimo approccio è legato alla cosiddetta valutazione finanziaria del bene immobile, attraverso una nota procedura volta a considerare il valore V_0 sulla base della anticipazione all'attualità dei flussi F_i derivanti dall'immobile:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n F_i \cdot q^{-i}$$

espressione che, dal punto di vista formale, sembra identica alla precedente. In realtà il contenuto è totalmente differente per sostanziali ragioni (Guatri, 1996, 1998, Bennet Stewart III, 1998). La più semplice riguarda il fatto che il reddito, determinabile attraverso un conto economico, che raccoglie i componenti positivi e negativi di reddito durante un determinato periodo di tempo, non ha alcuna relazione con un flusso di cassa erogato, che dipende essenzialmente dalla liquidità, generata nel medesimo periodo di tempo dall'attività in questione. Infatti la dinamica finanziaria di un'impresa o di un'attività è condizionata da numerosi fattori, estranei alla gestione operativa, capaci di modificare radicalmente il flusso di cassa generato da quest'ultima (Giacomelli, Sali, 1988, Brugger, 1982).

Inoltre la valutazione finanziaria, sulla base della definizione proposta, comprende anche il flusso derivante dalla cessione del bene

alla fine del periodo di utilizzo, e pertanto la precedente potrebbe essere meglio espressa come:

$$Vo = [Vn \cdot q^{-n}] + \sum_{i=1}^{n-1} [Fi \cdot q^{-i}]$$

dove:

Vn = valore presunto di realizzo alla fine del periodo di utilizzo

Fi = flussi di cassa erogati in tutti gli anni intermedi.

Una espressione di questo tipo consente anche di evidenziare tutti gli elementi che effettivamente consentono di formulare un giudizio globale sul valore dell'investimento; va altresì tenuto presente che la valutazione dei beni immobili del fondo immobiliare deve essere effettuata in ogni periodo di tempo di vita del fondo chiuso, il quale deve liquidare i beni stessi alla fine della propria prevista esistenza. In questo contesto il modello valutativo precedentemente proposto consente di considerare adeguatamente una situazione quale quella prospettata. Infine deve essere considerato adeguatamente l'eventuale livello di imposizione fiscale che grava sull'alienazione del bene immobile stesso, che peraltro, come si già avuto modo di rilevare (vedasi nota n. 5), nel nostro paese risulta agevolato.

La rilevazione delle informazioni elementari relative appare, per i beni immobili, teoricamente abbastanza semplice e lineare, dovendosi riferire ai ricavi e delle spese sostenute in capo al proprietario dell'immobile¹³.

¹³ Come noto, la stima dei ricavi avviene riferendosi al canone di locazione derivante dall'affitto dell'immobile, che segue un percorso normativo relativamente vincolato, o dall'affitto di ramo d'azienda, qualora vengano messi a disposizione altri beni (quale ad esempio la licenza commerciale), per i quali i meccanismi di determinazione dipendono esclusivamente da un libero mercato.

Le spese relative al bene immobile, in capo al soggetto proprietario, riguardano la manutenzione straordinaria, l'assicurazione per incendi, i servizi di amministrazione, controllo e valutazione, le imposte in capo alla proprietà (in particolare nel nostro paese assume un ruolo rilevante l'Imposta Comunale sugli Immobili. Un aspetto particolare, che tende ad essere trattato in modo differente rispetto al tradizionale approccio estimativo, riguarda i cosiddetti "sfiti ed inesigibilità". Tale aspetto, secondo le più recenti tendenze, non viene ad essere considerato una voce di costo (ovviamente stimata), bensì una variabile da gestire tramite un efficiente servizio di amministrazione e controllo, nonché un elemento da considerare nella selezione del saggio (di capitalizzazione, di anticipazione) in quanto fattore di rischio.

Per ciò che riguarda le spese di manutenzione straordinaria, è stato fatto riferimento al termine con il significato di indicare (De Rossi, Forte, 1974) "...ogni intervento eseguito per prolungare la durata dell'edificio o di sue determinate parti". Tale definizione appare limitante (Polelli, 1997, Taylor, 1998) alla luce delle attuali problematiche tipiche.

Grande complessità riveste la selezione del saggio (di capitalizzazione, di anticipazione) attraverso il quale vengono trasferiti i singoli risultati riferiti agli esercizi considerati.

Oltre alle problematiche più tipiche, è necessario prendere in considerazione fattori di rischio specifico quali il grado di competizione nel mercato immobiliare locale, la presenza e l'incidenza relativa di immobili simili a quello da valutare non locati, la dinamica macroeconomica e i suoi effetti sulla dinamica sociale, produttiva e occupazionale locale, il "design immobiliare" qualora lo stesso possa creare obsolescenza funzionale. In alcuni casi i canoni d'affitto vengono parzialmente indicizzati a risultati economici ottenuti dal locatario, consentendo in tale modo, qualora siano raggiunte tali condizioni, una crescita del reddito ottenuto. Attraverso questo percorso il tasso scelto non deriva più solo dal tradizionale meccanismo estimativo di confronto tra reddito e valore di altri beni, ma consente di incorporare un premio di rischio, parametrato ai fattori componenti l'effettiva rischiosità dell'iniziativa.

Sono inoltre possibili, in altri paesi, alcune situazioni che portano all'applicazione di procedure di valutazione parzialmente differenti rispetto a quelle considerate.

Ad esempio, nel caso di prodotti edilizi acquisiti dal fondo immobiliare e successivamente dati in locazione con facoltà di acquisto da parte del locatario, la stima di V_0 , per la durata del contratto, si effettua attraverso l'attualizzazione del valore di riscatto dei cespiti e dei canoni costanti di locazione:

$$V_0 = [V_r \cdot q^{-n}] + \sum_{i=1}^n [C_l \cdot q^{-i}]$$

dove:

V_r = valore di riscatto dell'immobile (contrattualmente stabilito)

C_l = canone di locazione da incassare in ogni i -esimo anno.

n = durata residua del contratto.

Tale formulazione va adottata nel caso in cui i canoni stessi risultino variabili in quanto indicizzati a qualche parametro (quali, ad esempio, indice del costo della vita, altri indicatori dell'inflazione, fatturato del locatario). Qualora, più semplicemente, i canoni siano costanti, viene utilizzata la seguente formula:

$$Va = Rag \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n} + Ve \frac{1}{(1+r)^n}$$

dove i simboli assumono i significati noti.

La valutazione complessiva del fondo immobiliare considera gli elementi patrimoniali tipici che caratterizzano la posizione finanziaria dello stesso ad una determinata data: le relazioni con corrispondenti, la liquidità, l'indebitamento nei confronti del sistema creditizio, i rapporti con lo stato e gli enti previdenziali, con i dipendenti. Un aspetto specifico riguarda, in questo ambito, la valutazione della qualità del debito verso il sistema bancario (Geltner, 1998), con particolare riferimento alle condizioni di servizio del debito rispetto alla dinamica dei tassi di interesse a medio-lungo termine e ai flussi monetari in entrata derivanti dai canoni d'affitto.

Inoltre devono essere presi in considerazione i componenti positivi e negativi di reddito che non hanno relazione con i singoli beni immobili ma derivano dalla gestione del fondo nel suo complesso¹⁴.

4) Considerazioni conclusive

Le tematiche relative alla valutazione dei fondi immobiliari comprendono, oltre che gli aspetti caratteristici dei beni immobili, alcuni elementi che rendono peculiare tale ambito. Infatti i fondi immobiliari sono, in sostanza, imprese o rami d'azienda, e come tali presentano aspetti valutativi che esulano dalla sola valutazione dei beni acquisiti dal fondo stesso, immobili o partecipazioni.

Inoltre va riscontrato come nuove problematiche si siano evidenziate nel settore immobiliare, e in particolare la tendenza, sviluppatasi a partire dalla metà degli anni Ottanta in alcuni paesi europei, ad orientare lo sviluppo urbanistico sulla base di strategie di marketing adottate dalla Pubblica Amministrazione in forma condivisa con gli operatori privati.

¹⁴ In particolare vanno rammentati, tra i componenti positivi di reddito, i ricavi finanziari associati alla gestione della liquidità generata dagli affitti, oppure di quella non investita, mentre tra i componenti negativi i costi commerciali da sostenere per la promozione del fondo, le spese amministrative generali,

Tali strategie portano, in termini essenziali, alla trasformazione dei luoghi in prodotti (Ashworth e Voogt, 1990) e in servizi intimamente collegati ai prodotti stessi. Si verifica, pertanto, la formazione di beni misti, che presentano contemporaneamente caratteri di beni pubblici e di beni privati. La valutazione delle esternalità positive generate da un bene di proprietà privata (ad esempio un centro commerciale) nei confronti degli altri beni immobili presenti o da realizzare, così come quelle fornite da beni pubblici (quali una struttura ospedaliera o scolastica) in ambito locale, rappresenta un importante aspetto da considerare.

A margine di questa breve sintesi va comunque rilevato che queste nuove attività, che mostrano la creazione e la presenza sempre più consistente di strategie competitive, adottate da soggetti diversi, pubblici e privati, discostano ulteriormente il mercato dei beni immobili da una situazione di concorrenza perfetta, amplificando le forme di asimmetria presenti, sia di tipo informativo che contrattuale.

Ciò comporta un ulteriore sforzo di approfondimento nell'analisi delle situazioni locali, per non trascurare aspetti rilevanti dal punto di vista valutativo, ma che difficilmente possono essere misurati.

Bibliografia

- Aa.vv., 1989, "Espropriazioni per pubblica utilità: quale scenario ?", *Genio Rurale*, n. 7/8, pp. 47-76.
- Ashworth G.J., Voogd H., 1990, *Selling the city*, Belhaven, London.
- Banca d'Italia, 1999a, *Nota n. 60299 del 18 marzo*.
- Banca d'Italia, 1999b, *Regolamento recante disposizioni per le società di gestione del risparmio*, G.U. n. 230, 30 settembre.
- B.C.I., Servizio studi, 2001, *L'economia italiana. Il mercato immobiliare corporate: competizione e convergenza con i mercati finanziari*, *Tendenze monetarie*, n. 80.
- Brugger G, 1982, *La dinamica finanziaria*, Giuffrè, Milano.
- Dechervois M., Chèret B., 1979, *Contribution à l'étude de la rente foncière urbaine*, pp. 57-135, Mouton, Paris.
- De Rossi B., Forte C., 1974, *Principi di Economia ed Estimo*, pp. varie, ETAS, Milano.
- Famularo N., 1960, "Prescrizioni edilizie e valori degli immobili urbani", *Rivista del Catasto*, n. 4.
- Forte C., 1968, *Elementi di Estimo urbano*, Etas, Milano.
- Geltner D., Rodriguez J.V., 1998, *Public and Private Real Estate: Performance Implication for Asset Allocation*, in Garrigan R.T., Parson J.F.C. (eds), *Real Estate Investment Trusts*, McGraw-Hill, New York.
- Giacomelli P., Sali G., 1988, *La valutazione della sopportabilità finanziaria dell'indebitamento per investimenti. Atti del 18° Incontro di Studio Ce.S.E.T.: La valutazione degli investimenti ed i problemi del credito in agricoltura*, Ce.S.E.T., Firenze.
- Guatri L., 1996, *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, EGEA, Milano.
- Guatri L., 1998, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano.
- Lunghini A.M., 1992, *Fondi di investimento immobiliare*, ETAS, Milano.
- Medici G., 1962, *Principi di Estimo*, Calderini, Bologna, pp. 268-282.
- NAREITS, 2000, *The REIT Story*, Web site: www.nareit.com.
- Orefice M., 1984, *Estimo*, pp. varie, UTET, Torino.
- Papi G.U., 1967, *Dizionario di economia*, pp 1224-1230, UTET.
- Polelli M., 1999, *Estimo*, Maggioli ed., Rimini.
- Ricardo D., 1981, *Principi di economia politica*, UTET.

- Serpieri A., 1950, *La stima dei beni fondiari*, Edagricole, Bologna, pp. 28-50.
- Simonotti M., 1991, "Un'applicazione dell'analisi di regressione multipla nella stima di appartamenti", *Genio Rurale*, n. 2, pp. 9-15.
- Stewart Bennet G., 1998, *La ricerca del valore*, EGEA, Milano.
- Taylor L.W., 1998, *Financial Analysis of REIT Securities*, in Garrigan R.T., Parson J.F.C. (eds), *Real Estate Investment Trusts*, McGraw-Hill, New York.
- Tecnoborsa, 2000, *Codice delle valutazioni immobiliari*, Roma.