



**DOTTORATO DI RICERCA  
INNOVAZIONE TECNICA E PROGETTO NELL'ARCHITETTURA**  
Coordinatore del dottorato Prof. Fabrizio Schiaffonati

**XIII CICLO  
1998-2001**

**Tesi di dottorato  
Curriculum n° 6  
Innovazione organizzativa e controllo tecnico  
economico degli interventi**

**Barbara Pisani**

**Tutor Prof. Oliviero Tronconi**

**La valorizzazione strategica  
di edifici/patrimoni immobiliari.  
La pianificazione e la gestione delle variabili  
economiche-finanziarie e tecniche nei processi  
di acquisizione, gestione e dismissione di assets  
immobiliari.**



Politecnico di Milano  
Prima Facoltà di Architettura  
Milano Leonardo

**DI.Tec**

Dipartimento di Disegno Industriale e Tecnologia dell'Architettura



**DOTTORATO DI RICERCA  
INNOVAZIONE TECNICA E PROGETTO NELL'ARCHITETTURA**

**XIII CICLO  
1998-2001**

**Tesi di dottorato  
Curriculum n° 6  
Innovazione organizzativa e controllo tecnico  
economico degli interventi**

**La valorizzazione strategica  
di edifici/patrimoni immobiliari.  
La pianificazione e la gestione delle variabili  
economiche-finanziarie e tecniche nei processi  
di acquisizione, gestione e dismissione di assets  
immobiliari.**

**Dottorando: Barbara Pisani**

**Tutor: Prof. Oliviero Tronconi**

**Coordinatore del dottorato:  
Prof. Fabrizio Schiaffonati**

In copertina  
*Immabile in Via Campo Boario 56/D, Roma*  
Proprietà Telemaco Immobiliare S.p.A.

Politecnico di Milano  
Prima Facoltà di Architettura  
Milano Leonardo

**DI.Tec**  
Dipartimento di Disegno Industriale e Tecnologia dell'Architettura

## SOMMARIO

<b>I INTRODUZIONE</b>	<b>11</b>
<b>I.I Ipotesi ed obiettivi della ricerca</b>	<b>11</b>
<b>I.II Contenuti della ricerca</b>	<b>12</b>
I.II.I L'innovazione del processo edilizio	12
I.II.II La finanziarizzazione immobiliare	13
I.II.III Il ciclo dell'investimento immobiliare	15
<b>I.III Metodologia della ricerca</b>	<b>17</b>
<b>I.IV Risultati della ricerca</b>	<b>18</b>
<b>CAPITOLO 1. IL CICLO EDILE NELLA SOCIETA' DELL'INFORMAZIONE</b>	<b>21</b>
<b>1.1 Le fasi del ciclo edile: Finanza, Progettazione, Costruzione, Gestione</b>	<b>22</b>
1.1.1 La Finanza	25
1.1.2 La progettazione	39
1.1.2.1 Project Management	41
1.1.3 La costruzione	42
1.1.3.1 Construction Management	43
1.1.4 La gestione immobiliare	45
1.1.4.1 Asset, Property e Facility Management	46
<b>1.2 Le figure professionali coinvolte nel ciclo edile</b>	<b>47</b>
<b>1.3 Il prodotto edilizio: risultato di una interazione sistemica</b>	<b>49</b>
1.3.1 Il bene immobile	51
1.3.1.1 Il concetto di "Fungibilità" e di "Valore" del bene immobile	55
1.3.2 Il patrimonio immobiliare	66
1.3.2.1 I grandi patrimoni immobiliari e i loro proprietari	69
1.3.3 Il portafoglio immobiliare	72
<b>CAPITOLO 2. LA GESTIONE IMMOBILIARE: FASE STRATEGICA DEL CICLO EDILE</b>	<b>73</b>
<b>2.1 I segmenti della gestione immobiliare</b>	<b>76</b>
2.1.1 Portfolio Management	78
2.1.2 Capital Asset Management	79
2.1.2.1 Asset Management	82
2.1.2.2 Property Management	84
2.1.3 Facilities Management	86
2.1.3.1 I modelli organizzativi della gestione ( <i>Facilities Management</i> )	90
2.1.3.1.1 In-house Management	91
2.1.3.1.2 Management Agent	93
2.1.3.1.3 Management Contractor	94
2.1.3.1.4 Total Facilities Management (TFM)	95
<b>2.2 Gli strumenti per ridurre i costi di gestione e migliorare la qualità</b>	<b>97</b>
2.2.1 Auditing di edificio	98
2.2.2 Benchmarking	100
2.2.3 Life Cycle Costs Analysis	107
2.2.4 Value Analysis	115

<b>CAPITOLO 3. LA FINANZIARIZZAZIONE IMMOBILIARE .....</b>	<b>117</b>
<b>3.1 Il Mercato Immobiliare .....</b>	<b>118</b>
3.1.1 Evoluzione dello scenario immobiliare italiano .....	118
3.1.1.1 Dal dopoguerra agli anni '80 .....	119
3.1.1.2 Gli anni '90: un cambiamento strutturale.....	121
3.1.1.3 Il 2000: si consolida la riprese del mercato immobiliare italiano .....	125
3.1.1.4 Il mercato immobiliare: il quadro internazionale .....	129
<b>3.2 Dal Mercato Immobiliare al Mercato Finanziario Immobiliare .....</b>	<b>131</b>
3.2.1 L'investimento immobiliare e l'investimento mobiliare .....	133
3.2.1.1 L'investimento immobiliare: investimento a reddito ed imprenditoriale.....	135
<b>3.3 Le modalità di Finanziarizzazione Immobiliare .....</b>	<b>138</b>
3.3.1 La Securitization, ovvero la cartolarizzazione di un portafoglio immobiliare .....	140
3.3.1.1 La legge 130/99 e la Securitisation in campo immobiliare .....	146
3.3.1.2 Securitisation: strumento per la valorizzazione di patrimoni immobiliari.....	146
3.3.1.3 Criticità legate alle operazioni di Securitisation in campo immobiliare.....	149
3.3.1.4 Caso Studio: Securitization di un complesso immobiliare.....	149
3.3.2 Le operazioni di spin-off immobiliare .....	153
3.3.2.1 Tipologia di immobili oggetto di un'operazione di spin-off .....	154
3.3.2.2 Le fasi di una operazioni di spin off .....	155
3.3.2.3 Le prime esperienze di spin-off immobiliare in Italia .....	157
3.3.3 Le operazioni di Sale & Lease Back .....	160
3.3.3.1 Un caso di sale and lease back.....	162
3.3.4 I Fondi Pensione .....	164
3.3.5 La cartolarizzazione del mattone: i fondi immobiliari chiusi .....	168
3.3.5.1 Le prime esperienze degli anni Ottanta in Italia .....	172
3.3.5.2 Un nuovo strumento di investimento e di gestione immobiliare .....	174
3.3.5.3 Le principali forme di investimento cartaceo alternative al fondo immobiliare chiuso .....	176
3.3.5.4 Gli "attori" e i "ruoli" .....	178
3.3.5.5 Asset Allocation: criteri di scelta degli immobili da conferire nei fondi immobiliari chiusi.....	184
3.3.5.6 I fondi immobiliari stranieri: le esperienze di Stati Uniti, Francia, Svizzera, Germania, Olanda e Gran Bretagna .....	188
3.3.5.7 I fondi immobiliari di vari Paesi a confronto.....	194
3.3.5.8 I fondi immobiliari in Italia: le prime esperienze .....	196
3.3.6. I fondi immobiliari pubblici .....	201
<b>3.4 Gli effetti della Finanziarizzazione Immobiliare .....</b>	<b>204</b>
3.4.1 La ricaduta finanziaria sul mercato dei capitali .....	205
3.4.2 Gli effetti economici sul settore delle costruzioni .....	208
3.4.3 L'influenza sugli strumenti urbanistici per la gestione del territorio .....	209
3.4.4 Riflessi sulle dinamiche sociali.....	214

<b>CAPITOLO. 4. IL CICLO DELL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE: ACQUISIZIONE, GESTIONE E DISMISSIONE DI ASSETS .....</b>	<b>217</b>
<b>4.1 La strategia di un investimento immobiliare.....</b>	<b>220</b>
4.1.1 Definizione delle Linee Guida strategiche di un investimento .....	221
4.1.2 Definizione macro-strategie del portafoglio.....	222
4.1.2.1 Studio e monitoraggio del mercato.....	223
4.1.2.2 Approcci strategici nella definizione del portafoglio .....	228
4.1.2.3 Metodi di selezione degli immobili.....	230
4.1.2.4 Fattori di rischio del mercato immobiliare.....	232
4.1.3 Determinazione del portafoglio-obiettivo.....	234
4.1.4 Pianificazione delle strategie di investimento: acquisizione, gestione, dismissione.....	235
<b>4.2 Il ciclo dell'investimento immobiliare: la fase di "Acquisizione" .....</b>	<b>236</b>
4.2.1 Analisi delle proposte di investimento immobiliare .....	238
4.2.2 Analisi finanziaria dell'investimento .....	240
4.2.2.1 Analisi dei flussi di cassa attualizzati: Discounted Cash Flow Analysis.....	244
4.2.2.2 Le voci che rientrano in un Discounted Cash Flow Analysis .....	246
4.2.3 La Due Diligence immobiliare .....	252
4.2.3.1 Prima fase: due diligence preliminare o audit documentale .....	255
4.2.3.2 Seconda Fase: sopralluogo.....	255
4.2.3.3 Terza fase: verifica del grado di conformità dell'immobile .....	256
4.2.4 Acquisizione di un immobile.....	262
<b>4.3 Il ciclo dell'investimento immobiliare: la fase di "Gestione" .....</b>	<b>263</b>
4.3.1 La gestione del portafoglio immobiliare .....	264
4.3.1.1 Monitoraggio e riposizionamento del portafoglio.....	265
4.3.1.2 Misurazione della performance del portafoglio .....	266
4.3.2 La gestione ordinaria degli immobili.....	268
4.3.2.1 Supervisione e direzione delle attività di Property Management .....	268
4.3.2.2 Attività di reporting.....	270
<b>4.4 Il ciclo dell'investimento immobiliare: la fase di "Dismissione" .....</b>	<b>272</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>275</b>



## I INTRODUZIONE

### I.1 Ipotesi ed obiettivi della ricerca

Nell'ambito del Dottorato in Innovazione Tecnica e Progetto nell'Architettura, la presente ricerca ha sviluppato il tema inerente il rapporto tra innovazione del processo edilizio e ciclo dell'investimento immobiliare.

Il lavoro di ricerca si è sviluppato a partire dall'assunto che, dal dialogo tra Finanza, Economia e Produzione Immobiliare, l'innovazione del settore si focalizzasse proprio nello stretto rapporto tra gli aspetti economici/finanziari degli investimenti e gli aspetti tecnici di una gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari, volta alla creazione di "valore" e "redditività" e alla riqualificazione del territorio.

Delimitato il proprio campo di indagine all'analisi puntuale del fenomeno conosciuto come "finanziarizzazione" del settore immobiliare, la ricerca si pone l'obiettivo di "proceduralizzare" il rapporto che governa il ciclo di un investimento immobiliare e il ciclo edilizio, andando ad individuare ruoli, compiti e procedure in grado di razionalizzarlo. Il modello di riferimento è quello anglosassone che necessita di essere adattato alla realtà italiana ancora poco strutturata in termini di processi e di relazioni con gli operatori e caratterizzata anche da poca professionalità.

La tesi cerca di portare un proprio contributo al dibattito sulle problematiche legate alla gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari, sistematizzando i contributi teorici offerti dalla letteratura sul "Real Estate" e i contributi pratici delle prime esperienze degli operatori in Italia e delle più mature esperienze all'estero, traducendoli nella definizione di un processo applicabile alla realtà italiana.

L'interesse scientifico del presente lavoro di ricerca si focalizza sullo stretto legame tra Finanza, Economia e Produzione Immobiliare e soprattutto tra Finanza, Economia e Territorio evidenziando il ruolo che l'investimento può assumere nei processi di riqualificazione, di valorizzazione del territorio attraverso il nuovo rapporto tra pubblico e privato e nella possibilità che ha oggi il pubblico di utilizzare strumenti di finanza per la riqualificazione del proprio patrimonio immobiliare.

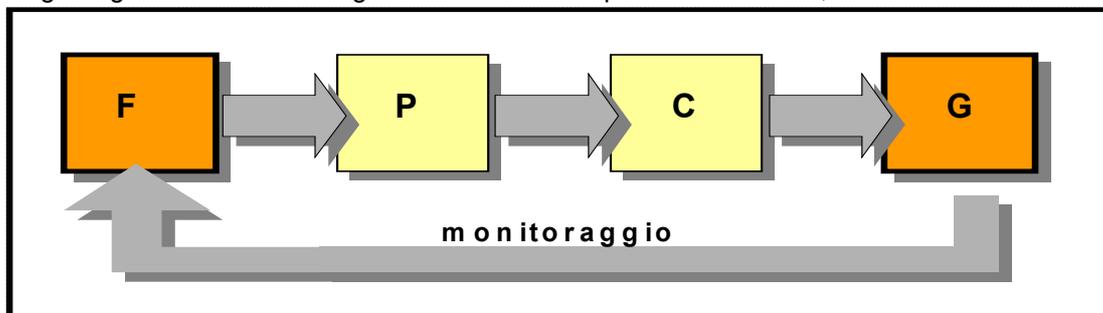
## I.II Contenuti della ricerca

### I.II.I L'innovazione del processo edilizio

Il nuovo scenario di mercato che si è venuto a delineare in Italia in questi ultimi anni è il frutto di profonde trasformazioni che hanno modificato non solo il manufatto edilizio in sé ma anche i modi di fruizione dello stesso, i soggetti e più in generale l'organizzazione del processo edilizio in tutte le sue fasi. La forte diffusione ed importanza che stanno assumendo le tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni insieme al fenomeno conosciuto con il termine "globalizzazione" sono solo alcuni fattori chiave di questa trasformazione. Se il concetto di "società dell'informazione" come superamento della "società industriale" è ormai consolidato nella nostra cultura va ora affiancandosi un nuovo concetto di "società della conoscenza" dove *"la conoscenza è la nuova base della ricchezza in grado di guidare, al pari della macchina a vapore, una nuova rivoluzione industriale"*<sup>1</sup>. Il capitale intellettuale, definito come *"packaged useful knowledge"*<sup>2</sup>, è la nuova ricchezza delle organizzazioni che si sono rese conto che il vero valore non è più determinato dai soli beni fisici ma anche da un insieme di risorse materiali ed immateriali, tangibili e non.

Quindi, anche all'interno del processo edilizio diventa importante la corretta gestione della catena di conoscenza - *"knowledge chain"* - in grado di connettere tutte le fasi del ciclo edile: "Finanza", "Progettazione", "Costruzione", "Gestione". Ogni fase rappresenta un *"package"* di informazioni che devono essere opportunamente trasmesse per permettere la successiva fase. La freccia che unisce la fase della operatività gestionale a quella della finanza rappresenta l'informazione di ritorno cioè la fase di monitoraggio/controllo che verifica la rispondenza delle prestazioni della risorsa fisica con gli obiettivi del piano finanziario definiti nella fase "Finanza". La professionalità di colui che è preposto alla gestione dell'immobile fornisce le informazioni che chiudono questo anello.

La gestione immobiliare diventa quindi una fase strategica del ciclo edile attraverso la quale vengono garantiti il rientro degli investimenti e la qualità del servizio, assicurando la continuità



<sup>1</sup> Lester C. Thurow, *"La costruzione della ricchezza. Le nuove regole per gli individui, le società e le nazioni nell'economia della conoscenza"*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000

<sup>2</sup> T. Stewart, *"Intellectual Capital"*, Nicholas Brealey Publishing Ltd, London, 1997

delle prestazioni funzionali dell'edificio, la sua aderenza alle mutevoli esigenze dell'utenza nonché un adeguato livello di redditività dell'immobile stesso.

La fase "Gestione Immobiliare", considerata ultimo anello del ciclo edile, diventa invece la fase centrale, la fase propulsiva dell'intero ciclo capace di innovare l'intero processo, grazie anche allo stretto legame con la Finanza e l'Economia.

E' necessario quindi, ricostruire il dialogo tra Finanza, Economia e Produzione Immobiliare e soprattutto tra Finanza, Economia e Territorio, elemento quest'ultimo che nel nostro Paese necessita di interventi di valorizzazione. Infatti, la storia dell'urbanistica dal secondo dopoguerra in avanti, ha trascurato questo aspetto anche per un retaggio ideologico che associava l'economia alla speculazione e che ha prodotto nel nostro territorio i danni che sono sotto gli occhi di tutti.

Questo legame, tra pianificazione finanziaria e valorizzazione/riqualificazione del territorio è reso evidente dalle trasformazioni che stanno cambiando radicalmente la fisionomia del settore immobiliare. Oggi infatti, gli esperti del settore utilizzano correntemente il neologismo di "Finanziarizzazione immobiliare" proprio per evidenziare l'avvicinamento del mondo del "mattone" a quello economico-finanziario.

## **I.II.II La finanziarizzazione immobiliare**

La crisi del settore immobiliare italiano della fine degli anni ottanta e primi anni novanta ha generato una profonda riflessione sulle modalità e problemi che l'investimento immobiliare comporta. Il ciclo negativo del mercato immobiliare ha infatti evidenziato una inversione nella tendenza degli immobili a rivalutarsi nel tempo, rifocalizzando l'attenzione invece sui flussi di cassa periodici che il bene immobile può offrire. Il passaggio da una logica patrimoniale dell'investimento ad una di tipo reddituale ha comportato una profonda modificazione dei criteri di investimento immobiliare.

Ciò che è cambiato è il concetto di "valore" di un immobile: come avviene ormai da tempo nei Paesi anglosassoni, il valore di un immobile è posto in relazione alla sua possibile utilizzazione e soprattutto alla sua redditività e non alla plusvalenza legata alla rivalutazione nel tempo del cespite. Il mercato immobiliare mondiale nel suo evolversi sta percorrendo una direttrice che dalla "Quantità" attraverso la "Qualità" sta giungendo al "Valore".

Alcuni Paesi (Cina, Russia, Spagna) sono ancora legati agli aspetti quantitativi di produzione immobiliare, altri (Italia, Francia, Germania, Giappone) sono legati più ad aspetti qualitativi del manufatto immobiliare. Gran Bretagna e Stati Uniti invece, essendo caratterizzati da un mercato più evoluto, hanno già attraversato la fase espansiva e qualitativa e oggi sono proiettati verso la valorizzazione della propria ricchezza.

Questa emergente centralità dei flussi di cassa e quindi della redditività dei patrimoni immobiliari ha comportato, anche in Italia, la necessità di una gestione professionale dei portafogli immobiliari.

Sempre più aziende oggi, sono orientate a dismettere gli assets immobiliari, che non ritengono più strumentali o strategici ai propri scopi anche perché gli immobili in alcuni casi, incrementando la capitalizzazione della società, influenzano negativamente le performance economiche della stessa, abbassando il ROI (Return of Investment).

Questo è all'origine di un processo di "enucleazione" dei patrimoni immobiliari di investitori istituzionali e non che, ricorrono in alcuni casi, a forme classiche di vendita immobiliare (in blocco o frazionata), in altri casi ad operazioni societarie e/o finanziarie più complesse (scissioni - Spin off - conferimenti, securitization, sale & lease back) tendendo a separare il ruolo della proprietà da quello della gestione operativa dei beni stessi.

La comparsa di nuovi investitori istituzionali quali i fondi pensione e i fondi immobiliari e più in generale i fondi "opportunistici" (più speculativi e alla ricerca di sempre nuove opportunità di investimento finanziario) hanno creato le condizioni per una evoluzione del mercato immobiliare italiano verso forme più organizzate ed efficienti, sul modello delle esperienze maturate già da alcuni anni negli Stati Uniti, in Inghilterra e in altri paesi europei. Gli assets immobiliari anche in Italia, così come già avvenuto all'estero, sono diventati un efficace strumento di redditività e di valorizzazione del patrimonio aziendale, all'interno di una visione strategica innovativa che considera il patrimonio immobiliare come oggetto di un investimento immobiliare finanziario.

Il mercato immobiliare risulta quindi profondamente modificato e orientato ad affrontare in termini propositivi la ripresa e l'introduzione di formule e strumenti nuovi dell'investimento. L'obiettivo diviene il conseguimento di un reddito periodico adeguato rispetto ad altre forme di investimento. Questo "nuovo" mercato richiede e richiederà quindi sempre garanzie di reddito e di conservazione del valore, attraverso un servizio globale di gestione indirizzato alla proprietà e agli utilizzatori.

Quello che emerge quindi, al di là dell'aspetto finanziario di questi strumenti di finanziarizzazione immobiliare, è l'aspetto più tecnico legato alla gestione strategica e operativa dell'immobile in grado di farne crescere il valore e la redditività.

La gestione strategica di un patrimonio immobiliare comporta infatti, la definizione degli indirizzi strategici necessari ed il monitoraggio del patrimonio attraverso sistemi e metodi operativi, amministrativi e tecnici. La gestione tecnica permette di migliorare la qualità tecnologica dell'immobile contribuendo a farne accrescere il valore e a mantenere il rendimento anche nelle fasi discendenti del ciclo immobiliare; la gestione amministrativa, attraverso il controllo puntuale del rapporto tra ricavi e costi, permette di aumentarne il rendimento.

“Valore” e “Redditività” che sono strettamente dipendenti (non c'è valore senza redditività e la redditività genera valore soprattutto in momenti di recessione) diventano gli obiettivi di riferimento del mercato.

Il ciclo dell'investimento immobiliare richiede dunque, una analisi e gestione puntuale in tutte le sue fasi: acquisizione, gestione e dismissione.

### **I.II.III Il ciclo dell'investimento immobiliare**

La definizione delle linee guida strategiche che governano il ciclo di un investimento immobiliare (acquisizione, gestione, dismissione) è la fase che sta a monte del processo.

Le strategie dipendono dagli obiettivi e vincoli dell'investitore: l'investimento tipico, per esempio, di un fondo immobiliare chiuso è quello che copre un arco temporale medio-lungo che si concentra su un asset allocation definito (immobili direzionali, commerciali, piattaforme logistiche), ha un rischio basso e una redditività che si aggira intorno al 5% oltre l'inflazione; i fondi opportunistici invece, perseguono una redditività più alta, investono in settori più a rischio e hanno una durata breve, il loro scopo è ricavare il massimo rendimento in un arco temporale ridotto.

Ad ogni profilo di investitore corrispondono quindi, scelte strategiche differenti, di rendimento, rischio, durata dell'investimento. Una volta definite queste strategie, il ciclo dell'investimento immobiliare ha inizio con la fase di acquisizione.

E' in questa fase che più si evidenzia lo stretto legame tra caratteristiche economiche e finanziarie di un immobile e le sue caratteristiche fisiche/tecniche. L'immobile infatti, considerato “investimento”, deve possedere una certa redditività insita che gli è data, primo di tutto, dal contorno urbano in cui giace, dalla sua accessibilità, ma anche dalla sua fungibilità che è in stretto rapporto alle sue caratteristiche tecniche e dallo stato manutentivo dei componenti edilizi. A queste variabili vanno poi aggiunte quelle di tipo economico finanziario legate per esempio al tipo di contratto di locazione, alla sua durata, al profilo del conduttore e le variabili macroeconomiche legate all'andamento del mercato immobiliare locale che riflette l'andamento generale dell'economia del nostro Paese.

Tutte queste variabili entrano a far parte dell'analisi finanziaria che consente la previsione di redditività dell'investimento immobiliare. L'analisi viene effettuata utilizzando il metodo del Discounted Cash Flow Analysis (DCF) ovvero l'analisi dei flussi di cassa attualizzati in cui si considera l'evoluzione nel tempo dei costi e dei ricavi.

Nella fase di gestione, così come avviene nell'acquisizione è indispensabile il corretto utilizzo di strumenti di analisi come l'analisi dei costi del ciclo di vita di un immobile (Life Cycle Cost Analysis), il Benchmarking, così come la corretta gestione di tutta la reportistica e il flusso di informazioni tra gli operatori che concorrono alla valorizzazione del patrimonio immobiliare. Una

gestione strategica accompagnata da una corretta gestione tecnica, amministrativa, permette non solo di incrementare la redditività dell'immobile nel tempo ma rende più facile la sua dismissione, una volta concluso il ciclo dell'investimento.

La pianificazione dei costi del ciclo di vita dell'immobile consente anche di trasformare costi "incerti" come quelli relativi alla manutenzione straordinaria in costo "certi".

Il passaggio dalla visione tradizionale della manutenzione in edilizia basata su logiche di emergenza intesa come semplice riparazione, alla visione più evoluta, basata sui principi di "razionalizzazione" delle risorse, di "previsione" dei comportamenti nel tempo, di "prevenzione" degli eventi in grado di modificare condizioni di qualità prestabilite, di "programmazione" e "pianificazione" dei costi è reso ancora più evidente all'interno delle logiche di investimento.

La manutenzione è uno strumento di valorizzazione del patrimonio immobiliare e assume un ruolo strategico all'interno del processo edilizio tanto da essere progettata e pensata fin dalla prima fase di ideazione dell'edificio, attraverso l'attenzione posta al concetto di manutenibilità dei suoi sistemi. La manutenzione è solo un esempio di come una gestione strategica permette di dare indicazioni alla progettazione fornendo utili paradigmi. La crescente domanda di immobili di "qualità", con caratteristiche tecniche ed economiche ben precise, non può non influenzare la progettazione del manufatto edilizio e del tessuto urbano circostante. L'investitore infatti oggi, rispetto al passato, non entra a far parte del processo edilizio nella fase finale, una volta costruito il manufatto edilizio, ma occupa un ruolo attivo fin dalla fase iniziale di definizione delle linee strategiche di pianificazione e valorizzazione del territorio, per proseguire nella fase di progettazione stessa dell'immobile, alla sua costruzione e gestione.

### I.III Metodologia della ricerca

La ricerca si è sviluppata a partire da una fase di analisi, caratterizzata da una attività propedeutica di approfondimento teorico conoscitivo a cui è seguita una attività pratica di stage e di relazione con le più importanti società che operano nel settore immobiliare, e da una fase di sintesi che ha portata alla definizione del processo che governa il ciclo di un investimento immobiliare.

La prima fase analitica di approfondimento teorico si è caratterizzata da una attività di ricerca bibliografica, dalla partecipazione a convegni e fiere internazionali (EPIC, MIPIM, World Workplace Europe, ecc.), dalla frequenza sia di corsi brevi presso il Politecnico di Milano e l'università Bocconi che di corsi lunghi: Master "*Real Estate Management: La gestione di edifici/patrimoni immobiliari*" (Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano).

A questa fase "teorica" è seguita una attività "pratica" che si è concretizzata a diversi livelli: dall'intervista con operatori del settore immobiliare, alla partecipazione a progetti di riorganizzazione dell'area immobiliare e dei servizi di azienda di importanza nazionale fino ad arrivare ad una esperienza lavorativa (stage) svolta presso la società TMW<sup>3</sup>, (società di advisory per investitori stranieri) ed è proseguita presso la società Telemaco Immobiliare<sup>4</sup>, nata dallo spin off di Telecom Italia.

Lo stage è stato progetto con l'obiettivo di maturare, attraverso un approfondimento di carattere "pratico", una visione critica degli aspetti innovativi che caratterizzano il processo che governa la gestione strategica di un portafoglio immobiliare. L'esperienza pratica/specialistica si è sviluppata seguendo il processo di un investimento immobiliare: dall'acquisizione dell'immobile alla sua gestione nel tempo e dismissione.

Alla fase di analisi è seguita una fase di sintesi che si è tradotta in due livelli: da un lato la lettura critica delle prime esperienze degli operatori in Italia e delle più mature esperienze estere al fine di valutare la possibilità di sistematizzare gli esiti dell'esperienza pratica; dall'altro la definizione del processo che governa il ciclo di un investimento immobiliare: acquisizione, gestione e dismissione.

---

<sup>3</sup> TMW Real Estate Group, LLC, nata ad Atlanta (USA) nel 1982 come società finalizzata all'acquisizione e alla gestione di immobili commerciali per conto di investitori europei, oggi conta più di 110 proprietà in trenta stati, dal Connecticut alla California, con un valore gestito aggregato di 3 miliardi di dollari. Verso la fine degli anni '90, il gruppo decide di estendere la sua attività in Europa dove oggi gestisce 75 proprietà per un valore di oltre 2 miliardi di dollari. TMW in Europa ha sede a Milano (Italia), Monaco (Germania), Parigi (Francia), Madrid (Spagna) e Zurigo (Svizzera). Le due aree principali di attività di TMW Italia sono: Investimenti (Acquisizioni/Dismissioni e Gestione) e Sviluppo Immobiliare

<sup>4</sup> Telemaco Immobiliare S.p.A. è un ramo d'azienda di Im.ser, società nata dallo spin off di Telecom Italia, in cui sono confluiti parte degli immobili di proprietà di Telecom (48 immobili liberi e 147 locati) che dovranno essere dimessi in un periodo di tre anni.

## **I.IV Risultati della ricerca**

Il mercato immobiliare, in questi ultimi due anni, è stato caratterizzato da una fase espansiva accelerata in cui i grandi proprietari (pubblici e privati) hanno avviato rilevanti processi di dismissione dei cespiti immobiliari e in cui l'investimento è divenuto di natura reddituale e non più patrimoniale.

Questa nuova offerta ha richiamato l'attenzione di nuovi investitori nazionali e internazionali che hanno beneficiato in molti casi di acquisizioni a valori che scontano frequentemente beni non valorizzati e una volontà di dismissione in tempi brevi.

Il primo grande effetto di questa profonda trasformazione del mercato immobiliare si sintetizza in un nuovo assetto proprietario del patrimonio immobiliare italiano.

A questa fase espansiva accelerata si contrappone, il momento attuale, caratterizzato da una razionalizzazione e da un consolidamento del mercato: dopo una fase di grosse acquisizioni è necessario soffermarsi sulla gestione di tali beni, in modo da accrescerne il valore per rinnovare la "qualità" del prodotto urbano. Questo processo, rappresenta la sfida più importante che gli operatori del mercato immobiliare italiano si trovano a dovere fronteggiare in questa fase di crescita. La creazione di valore aggiunto dovrà riferirsi anche, alla capacità, imprescindibile a questo punto, di favorire un'ampia collaborazione tra il soggetto pubblico e quello privato, nel definire strategie operative urbane in grado di ridisegnare le città italiane al fine di renderle certamente più efficienti e funzionali, ma anche più "belle". Si tratta di riappropriarsi di quell'eccellenza architettonica e urbanistica che ha in gran parte caratterizzato il passato del nostro Paese e di favorire le naturali vocazioni economiche e geografiche dei luoghi.

Le amministrazioni pubbliche a vari livelli, Stato, Regioni, Provincie, Comuni, devono scoprire che oggi sul mercato immobiliare ci sono una serie di nuovi soggetti che possono apportare nuove risorse sul territorio, capaci di investire nelle infrastrutture e in tutti quei servizi che servono per far crescere le città, e per cui è difficile reperire i finanziamenti necessari. Il pubblico in partnership con il privato può concretamente dirigersi, grazie ad una corretta pianificazione e programmazione, verso il "marketing" territoriale/urbano considerando il territorio come una risorsa da valorizzare, e possono essere loro stessi soggetti "attivi" per finanziare, l'opera di riqualificazione del tessuto urbano.

E' necessario quindi, capire, nel processo immobiliare, i nuovi soggetti e i nuovi ruoli imparando a leggere gli errori che il mercato immobiliare ha subito in questi ultimi cinquanta anni. I "danni" urbani che affliggono il nostro Paese sono il risultato del gap culturale ed imprenditoriale che l'industria immobiliare risente. Rispetto ad altri settori, il mercato immobiliare non ha infatti, prodotto tutta una serie di specializzazioni, necessarie per gestire tutta la filiera immobiliare e quindi in questo momento è fondamentale la crescita professionale degli operatori che devono innovare il mercato rendendolo più trasparente, dando maggior importanza a studi di fattibilità,

all'analisi e monitoraggio del mercato, ecc. Queste nuove professionalità nascono dalla collaborazione tra il mondo universitario e quello aziendale che, attraverso l'organizzazione di Master, di corsi di specializzazione, la creazioni di associazioni, abbiano il ruolo di orientare il mercato, promuovendo convegni, seminari, incontri, corsi che certificano anche la professionalità stessa degli operatori.

Siamo in una fase storica in cui tutto ciò può avvenire ma solo dopo un grande sforzo di innovazione. L'innovazione è sempre stata l'anticamera dei grandi cambiamenti dei sistemi economici, se riportiamo questa evoluzione al mercato immobiliare ci troviamo proprio in questa fase di trasformazione che vede nuovi protagonisti e nuove funzioni. Inizia a delinearsi un sistema immobiliare innovativo che va al di là dei tradizionali movimenti di acquisti, vendita e determinazione dei prezzi e punta alla riqualificazione, alla creazione di servizi e alla gestione del patrimonio. Questo nuovo sistema coinvolge in modo diretto e indiretto nuovi settori economici come quello bancario e finanziario, investitori istituzionali, grandi proprietà fondiarie ed edilizie, i grandi gruppi industriali e commerciali, costruzioni pubbliche e private, oltre a quello più specifico della promozione e sviluppo industriale, della gestione, di consulenza, di intermediazione e di trading immobiliare.

Se le scelte pubbliche e le capacità imprenditoriali saranno in grado di alimentare un processo di tale natura, allora anche il mercato immobiliare potrà effettivamente prolungare questo ciclo positivo, altrimenti potrebbe essere stata un'occasione persa.



## CAPITOLO 1. IL CICLO EDILE NELLA SOCIETA' DELL'INFORMAZIONE

Il nuovo scenario di mercato che si è venuto a delineare in Italia in questi ultimi anni è il frutto di profonde trasformazioni che hanno modificato non solo il manufatto edilizio in sé ma anche i modi di fruizione dello stesso, i soggetti e più in generale l'organizzazione del processo edilizio in tutte le sue fasi.



La forte diffusione ed importanza che stanno assumendo le tecnologie

dell'informazione e delle comunicazioni insieme al fenomeno conosciuto con il termine "globalizzazione" sono solo alcuni fattori chiave di questa trasformazione.

Se il concetto di "società dell'informazione" come superamento della "società industriale" è ormai consolidato nella nostra cultura va ora affiancandosi un nuovo concetto di "società della conoscenza" dove *"la conoscenza è la nuova base della ricchezza in grado di guidare, al pari della macchina a vapore, una nuova rivoluzione industriale"*<sup>5</sup>.

Il capitale intellettuale, definito come *"packaged useful knowledge"*<sup>6</sup>, è la nuova ricchezza delle organizzazioni che si sono rese conto che il vero valore non è più determinato dai soli beni fisici ma anche da un insieme di risorse materiali ed immateriali, tangibili e non.

Quindi, anche all'interno del processo edilizio diventa importante la corretta gestione della catena di conoscenza - *"knowledge chain"* - in grado di connettere tutte le fasi del ciclo edile: "Finanza", "Progettazione", "Costruzione", "Gestione".

Ogni fase rappresenta un *"package"* di informazioni che devono essere opportunamente trasmesse per permettere la successiva fase. La freccia che unisce la fase della operatività gestionale a quella della finanza rappresenta l'informazione di ritorno cioè la fase di monitoraggio/controllo che verifica la rispondenza delle prestazioni della risorsa fisica con gli obiettivi del piano finanziario definiti nella fase "Finanza". La professionalità di colui che è preposto alla gestione dell'immobile fornisce le informazioni che chiudono questo anello.

<sup>5</sup> Lester C. Thurow, op. cit.

<sup>6</sup> T. Stewart, op. cit.

## 1.1 Le fasi del ciclo edile: Finanza, Progettazione, Costruzione, Gestione

Negli ultimi anni in Italia, si è affermato un nuovo scenario di mercato che ha contribuito a perfezionare la struttura del ciclo edile. I profondi cambiamenti del settore delle costruzioni tradizionalmente considerato la fase principale del ciclo edile, hanno dato una nuova enfasi a tutto quello che precede e segue questa fase.

E' abbastanza significativo vedere come i grossi operatori provenienti dal mondo delle costruzioni oggi si stiano dirigendo verso quello della gestione immobiliare trasformandosi in grandi gruppi di multiservizi dove la costruzione rimane sempre un elemento fondamentale del processo ma rappresenta solo la prima tappa di un percorso che porta alla gestione di ciò che è stato in principio costruito, secondo quanto avviene ormai all'estero.

Anche nel nostro Paese quindi, gli operatori del settore delle costruzioni hanno avviato un processo di ripensamento sull'insieme delle attività facenti parte integrante del ciclo edilizio.

In effetti, in gran parte dei paesi più evoluti (industrialmente evoluti e arrivati pienamente ad una struttura economica prevalentemente terziaria) mano a mano che con lo sviluppo economico l'attività di nuova edificazione diminuiva (fino ad assestarsi su valori che oscillano per alcuni di questi paesi tra il 6-8% del PIL annuo, contro il 20-21% dell'Italia degli anni '70/'80), l'attività immobiliare (ed in particolare quella relativa alla gestione dell'immobile) diveniva sempre più importante economicamente e tecnicamente.<sup>7</sup>

La complessità del processo edilizio, caratterizzato dalla unicità, variabilità e non ripetitività delle singole operazioni costruttive e dal nomadismo del sito produttivo, lo rende un meccanismo che non ha la capacità di autoregolarsi e che richiede una guida esperta per la realizzazione di quanto previsto.

Questa esigenza si è ormai consolidata nel tempo e ha messo in luce, almeno per operazioni di dimensioni rilevanti, la necessità di gestire opportunamente il processo edilizio in modo che le sue attività e le relative prestazioni non scaturiscano casualmente ma secondo strategie adeguate.<sup>8</sup>

L'accento quindi, va posto sul "Management" cioè sulla "Gestione" che deve caratterizzare tutte le fasi del ciclo edilizio:

Finanza ⇒ "Finance Management"

Progettazione ⇒ "Project Management"

Costruzione ⇒ "Construction Management"

Gestione immobiliare ⇒ "Asset, Property e Facility Management"

---

<sup>7</sup> Tronconi O., Ciaramella A., Polito B., *"I Sistemi Informativi nel settore della gestione immobiliare"*, Il Rostro, Milano 1998

<sup>8</sup> Borlenghi R., *"La nuova dimensione del project management"* in "Il Nuovo Cantiere", n.3 Marzo 2001

Queste quattro fasi del ciclo edile possono garantire, al sistema edilizio nel suo complesso, un alto livello qualitativo solo se strutturate in modo organico e integrato.

Ad ogni fase competono ambiti operativi e attività differenti, poiché differente è il risultato legato a ciascuna di esse (la specifica economica-finanziaria, la progettazione, la realizzazione costruttiva, l'utilizzazione finale), ma l'obiettivo rimane lo stesso, ovvero la qualità funzionale e tecnologica rapportata all'intero ciclo di vita dell'immobile.

In passato la consapevolezza dell'articolazione del ciclo edile in quattro fasi ciascuna occupante un ruolo importante non era chiaro.

Nel nostro Paese, sino ad oggi, le principali categorie operanti nell'edilizia hanno concentrato la loro attenzione pressoché esclusivamente sulle attività di costruzione, di cui la progettazione (improvvisata, spesso realizzata in tempi molto brevi, quasi mai di dettaglio ed esecutiva, poco curata negli aspetti quantitativi ed economici, quindi soggetta a continui incrementi di costo in corso d'opera, ecc.) è stata una appendice d'obbligo, necessaria, ma non sostanziale.

“I risultati di questa impostazione sono sotto gli occhi di tutti: opere pubbliche fuori controllo economico e qualitativo; sperpero del territorio, un costruito (anni '60, '70, '80) in buona parte privo di qualità, già in fase di degrado avanzato e con costi di manutenzione elevatissimi; interi quartieri periferici pressoché irrecuperabili. La maturità economica e culturale del Paese - e si spera anche politica dei “decisori pubblici” - pone oggi il problema in maniera molto diversa che nel passato:

- è necessaria una progettazione tecnologica accurata che si spinga al dettaglio e orientata a definire con cura gli aspetti computazionali ed economici per l'intero ciclo di vita dell'immobile (Life Cycle Cost). Una progettazione in grado di integrare i diversi contributi specialistici che, è ormai evidente, concorrono in maniera determinante all'ottenimento della indispensabile qualità progettuale. La progettazione è attività complessa che richiede organizzazione, strumentazioni adeguate, molti contributi disciplinari e un “direttore d'orchestra”: il Project Management;
- la costruzione dovrà rispettare tempi, costi e qualità definiti in fase progettuale;
- la gestione immobiliare assicura la continuità delle prestazioni funzionali dell'edificio e la sua aderenza alle mutevoli esigenze dell'organizzazione locataria (Facilities Management). Al tempo stesso garantisce un adeguato livello di redditività durante tutto l'intero ciclo di vita dell'immobile (Asset e Property Management)”<sup>9</sup>.

Accanto a “Progettazione”, “Costruzione” e “Gestione” non va però dimenticata la fase “Finanza”. Il ruolo che assume la “Finanza” nella definizione del ciclo edile è rilevante. Essa rappresenta la fase iniziale da cui scaturisce il progetto, eppure, questo aspetto è stato sempre trascurato in passato, mentre oggi assume un ruolo molto importante anche alla luce delle grosse trasformazioni che stanno radicalmente cambiando la fisionomia del mercato immobiliare.

---

<sup>9</sup> Tronconi O. “Una nuova opportunità per le imprese” in “Il Nuovo Cantiere”, n.10 Novembre 1998

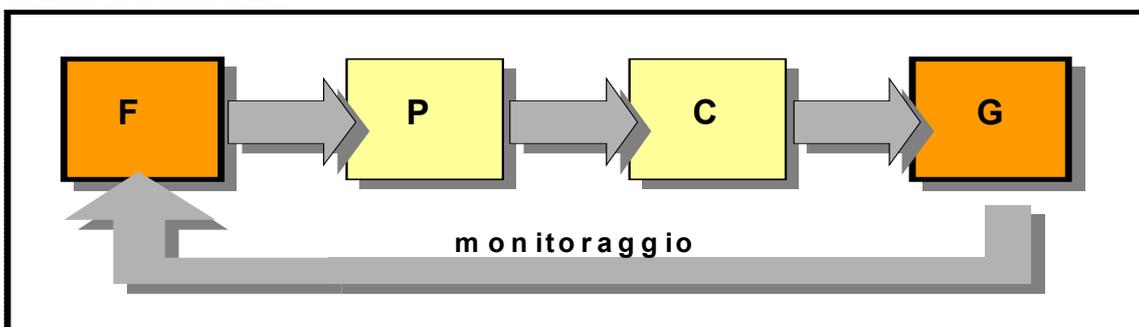
Si parla infatti, di “finanziarizzazione immobiliare” proprio per indicare l’avvicinamento del mercato immobiliare a quello finanziario. “Finanza” quindi, come finanziarizzazione immobiliare e come finanziamenti, come strumenti di finanziamenti la cui scelta rappresenta un fattore critico di successo importante per reperire le risorse finanziarie necessarie ad implementare il progetto.

La valutazione economico-finanziaria di un progetto dovrebbe costituire una parte essenziale del processo di progettazione.

“I vincoli di natura economica si rivelano talvolta più duri rispetto a quelli di carattere fisico-ambientale e normativo, ma non per questo costituiscono un limite alla ricerca di buone soluzioni”.<sup>10</sup>

E’ necessario quindi, ricostruire il dialogo tra Finanza, Economia e Produzione Immobiliare.

**Grafico 1: Il ciclo edile**



---

<sup>10</sup> Roscelli R., Prefazione del libro di Prizzon F., “*Gli investimenti immobiliari*”, Celid, Torino, 1998

### 1.1.1 La Finanza

Un aspetto importante da considerare all'interno del ciclo di vita di un immobile è sicuramente quello legato alla finanza.

Alla luce delle recenti innovazioni in ambito finanziario e normativo (Fondi immobiliari, Fondi Pensione, Project Financing, Securitization ecc.), l'attenzione posta alle operazioni complesse caratterizzate da significativa consistenza delle risorse movimentate e dalla numerosità dei soggetti coinvolti, ha posto come fattore critico di successo l'individuazione degli strumenti di finanziamento capaci di adattarsi alle nuove esigenze del mercato. Diventa oggi strategico reperire le risorse finanziarie necessarie ad implementare il progetto.

Le recenti novità legislative in materia finanziaria (legge riguardante la cartolarizzazione, Merloni-ter) evidenziano il graduale passaggio da un'ottica d'impresa (l'impresa quale il soggetto prenditore di capitale finanziario) ad un'ottica di progetto (il progetto quale soggetto attorno al quale costruire le risorse umane, tecnologiche e finanziarie necessarie per implementarlo).

Accanto a questo aspetto più strettamente finanziario va poi aggiunto l'aspetto economico.

Molti progetti architettonici spesso non vengono realizzati perché non considerano l'aspetto legato alla loro fattibilità economica.

La valutazione economico-finanziaria di un progetto dovrebbe invece costituire una parte essenziale del processo di progettazione.

"I vincoli di natura economica si rivelano talvolta più duri rispetto a quelli di carattere fisico-ambientale e normativo, ma non per questo costituiscono un limite alla ricerca di buone soluzioni".<sup>11</sup>

E' necessario quindi per la corretta impostazione del problema considerare sia l'aspetto economico che finanziario e ricostruire il dialogo tra mondo finanziario, economico e mondo della produzione immobiliare.

Le metodologie di finanziamento innovative che correlano l'entità e la tipologia delle risorse finanziarie raccolte dipendono dalle caratteristiche del progetto, ovvero dalla natura e dall'evoluzione positiva e negativa dei suoi flussi di cassa.

La dimensione e il grado di rischio – espresso come variabilità dei risultati attesi dell'operazione sono i fattori considerati nell'erogazione del finanziamento stesso e non le caratteristiche economico-patrimoniali della società o gruppo di società.

In secondo luogo, la procedura di finanziamento si caratterizza per la predisposizione di una complessa architettura contrattuale, con la presenza di numerosi soggetti con competenze diversificate, responsabilizzati su specifiche tematiche progettuali<sup>12</sup>.

---

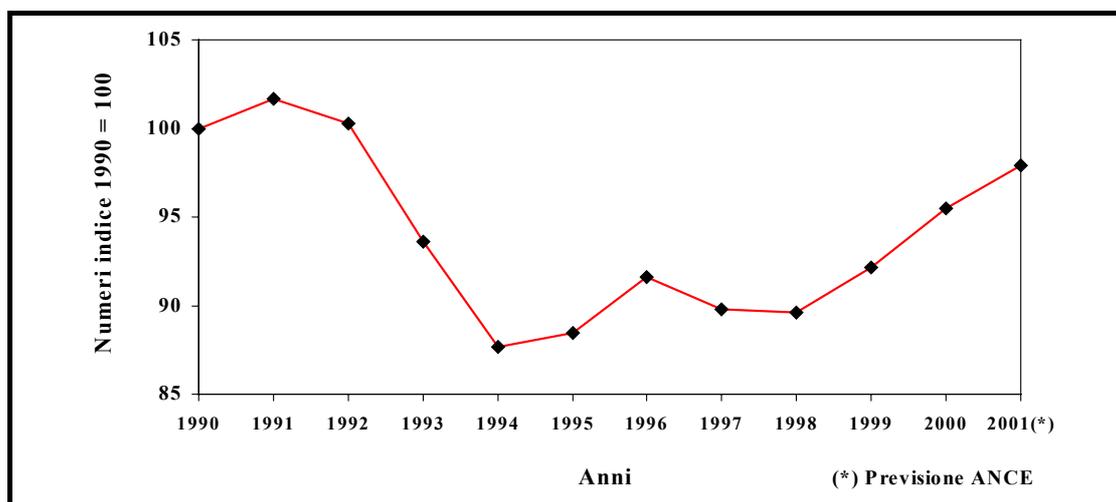
<sup>11</sup> Roscelli R., op. cit.

- progettazione e design ⇒ società di ingegneria;
- implementazione ⇒ società di costruzione;
- gestione ⇒ società di gestione;
- finanziamento ⇒ pool di istituti finanziari;
- clausole di default ⇒ società di assicurazione.

Non dimentichiamo che il settore immobiliare, analizzato nelle due componenti “acquisti immobiliari e finanziamenti alle costruzioni”, costituisce un settore importante per il sistema finanziario nazionale, del quale rappresenta circa il 22%.

**Grafico 2: Investimenti in costruzioni**

**Italia - Investimenti in costruzioni**  
(Indici in quantità, base 1990 = 100)



Fonte: Elaborazioni ANCE su conti economici nazionali SEC 95.

---

<sup>12</sup> Ferrero C., “Innovazione Finanziaria e Operazioni Immobiliari”, Ricerca dall’Area Finanza Aziendale e Immobiliare della SDA Bocconi, Milano, 1999

### 1.1.1.1. Gli strumenti di finanziamento

Le tipologie di finanziamento cui gli operatori possono far ricorso sono numerosissime e permettono di soddisfare tutte le esigenze relative alla raccolta di capitale per fronteggiare fabbisogni di risorse finanziarie.

È possibile individuare alcune modalità di classificazione di tali strumenti:

- capitale di debito o capitale proprio: il capitale di debito si caratterizza per una remunerazione precisa e definita, in base ad un tasso di interesse contrattuale fisso o variabile e con modalità e tempi di rimborso predeterminati e stabiliti contrattualmente, mentre il capitale proprio è caratterizzato dal mancato obbligo del rimborso e dall'assenza di un obbligo formale alla remunerazione<sup>13</sup>;
- breve termine o medio-lungo termine: tipicamente il capitale proprio rappresenta un investimento di lungo periodo, mentre il capitale di debito, in funzione della tipologia di strumento considerato, può essere utilizzato per fronteggiare fabbisogni temporanei di liquidità (cambiale, apertura di credito in conto corrente, ecc.) o per fronteggiare esigenze finanziarie di lungo periodo (emissione obbligazionaria, mutuo, ecc.);
- finanziamenti di operatori (imprese) o di operazioni (progetti): finanziamenti la cui erogazione risulta funzione delle caratteristiche economico-patrimoniali della società ovvero dei flussi di cassa del progetto<sup>14</sup>.

Per quanto riguarda il finanziamento delle imprese i principali strumenti utilizzati possono essere ripartiti in tre categorie principali:

- a titolo di capitale di debito;
- a titolo di capitale "misto"<sup>15</sup>;
- a titolo di capitale proprio.

I finanziamenti a titolo di capitale di debito si caratterizzano per la presenza di un piano di rimborso stabilito in tempi e modalità, nonché per una remunerazione precisa e predefinita, in base ad un tasso di interesse contrattuale fisso o variabile.

Al contrario, i finanziamenti a titolo di capitale proprio presentano una stabilità quasi assoluta (permanenza lunga o illimitata in azienda), un mancato obbligo di rimborso e un'assenza di

---

<sup>13</sup> Il rendimento del capitale proprio si presenta variabile in quanto gli organi aziendali, per quanto riguarda i dividendi, possono adottare di volta in volta politiche diverse. Gervasoni A. (a cura di), "Finanziare L'Impresa", Il Sole 24 Ore Libri, 1999.

<sup>14</sup> Si pensi alle differenze intercorrenti tra un *project finance* (strumento di finanziamento di un progetto), in cui la remunerazione è legata alla capacità del progetto di remunerare gli investitori, e un mutuo ipotecario (strumento di finanziamento di un'impresa), la cui erogazione dipende dal valore dell'*asset* finanziato e dall'iscrizione di un'ipoteca sullo stesso.

<sup>15</sup> Strumenti la cui remunerazione o le cui caratteristiche sono difficilmente collocabili esclusivamente nella categoria degli strumenti di capitale di debito o degli strumenti di capitale proprio.

obbligo formale alla remunerazione (dividendi legati ai risultati economico-reddituali dell'azienda)<sup>16</sup>.

I finanziamenti "misti debito-proprio" sono modalità di finanziamento a titolo di capitale di debito che, per caratteristiche intrinseche e modalità di remunerazione, rappresentano una modalità intermedia tra il capitale di debito e il capitale proprio. È possibile individuare tre categorie:

- capitale di debito la cui remunerazione risulta subordinata rispetto ad altri finanziamenti (*mezzanine financing*);
- capitale di debito che incorpora un diritto di conversione in capitale proprio (obbligazioni convertibili);
- capitale di debito la cui remunerazione risulta parzialmente collegata ai risultati economico-reddituali aziendali.

#### 1.1.1.1.4 Il leasing immobiliare

Il leasing o locazione finanziaria è un contratto con il quale una parte concede all'altra in locazione un determinato bene con la possibilità al termine del periodo di locazione che il conduttore possa riscattare il bene oggetto della locazione pagando un determinato prezzo di riscatto (di solito stabilito in una percentuale piuttosto limitata del valore totale del bene oggetto del contratto di leasing).<sup>17</sup>

Il leasing immobiliare, in cui il bene dato in locazione è rappresentato dall'immobile, è uno strumento di finanziamento che sta attualmente attraversando una fase di forte sviluppo.

Dal 1997 ad oggi l'incremento del valore dei contratti di leasing è stato di quasi tre volte superiore con un +22,5% nel solo 2000, rispetto al 1999, per un ammontare totale di oltre 18.500 miliardi di lire, di cui 6.683 miliardi di immobili da costruire e 11.914 miliardi di immobili costruiti.<sup>18</sup>

Infatti, il leasing immobiliare si riferisce a due diverse tipologie di contratti: quelli per immobili non residenziali da costruire, cioè in via di costruzione o in ristrutturazione, e quelli per immobili già costruiti. Entrambi i mercati hanno sperimentato una forte crescita negli ultimi anni.

Secondo l'Assilea, il valore dei contratti di leasing immobiliare in Italia è cresciuto a un ritmo del 70% nel 1998 e di un ulteriore 39% nel 1999, a cui fa seguito un 22,5% nel 2000.<sup>19</sup>

La penetrazione del leasing sugli immobili da costruire negli investimenti delle imprese evidenzia un trend positivo, con un indice pari al 12,3% nel 1999, rispetto all'8,3% del 1998, e uno stimanto al 13,5% con riferimento al 2000. L'anno scorso il settore immobiliare ha

---

<sup>16</sup> Gervasoni A. (a cura di), *"Finanziare l'Impresa"*, Il Sole 24 Ore, Milano 1999

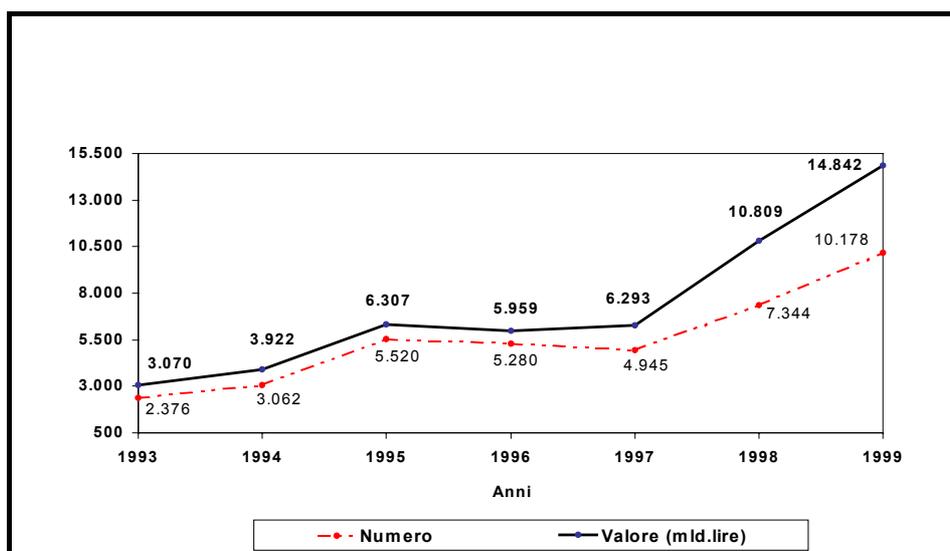
<sup>17</sup> Sistoli M., *"Le società immobiliari"*, Il Sole 24 Ore, Milano 2001

<sup>18</sup> Nomisma, Osservatorio sul Mercato Immobiliare *"Il Rapporto sul mercato immobiliare"*, Bologna, Luglio 2001

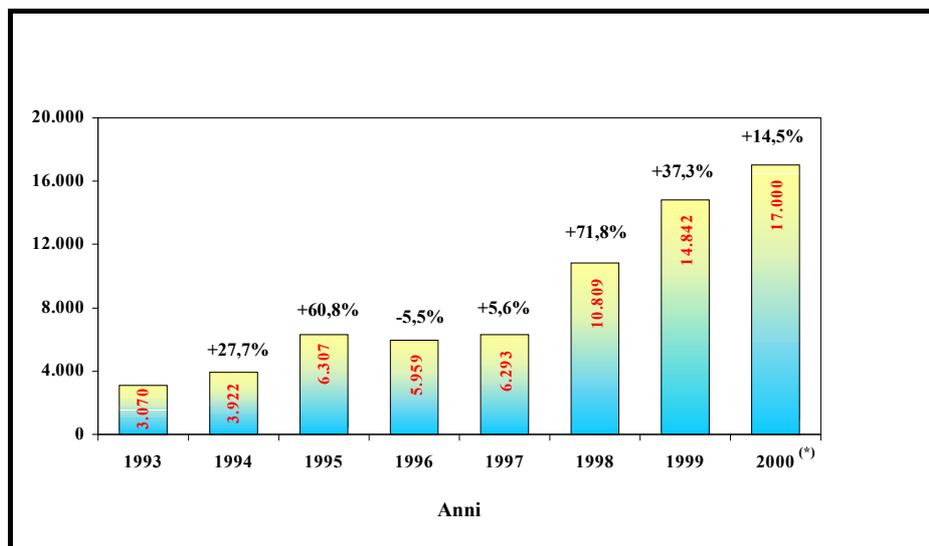
<sup>19</sup> Marchesini E., *"Una crescita da 500 miliardi al mese"* in *"Il Sole 24 Ore"*, 23 Luglio 2001

rappresentato il 35,9% del totale stipulato leasing, con un'incidenza superiore di dieci punti percentuali rispetto a quella che aveva nel 1997. In particolare, con riferimento all'utilizzo del leasing da parte di nuovi segmenti di clientela, che tradizionalmente si concentrano nelle piccole imprese, è rilevare che, tra le operazioni di finanziamento superiori ai miliardi di lire, il 75% ha riguardato il comparto immobiliare.

**Grafico 3: Numero di contratti e valore dei beni locati nel leasing immobiliare**



**Grafico 4: Valore dei contratti e valore di leasing immobiliare**



(\*) Previsioni.

Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Assilea

### 1.1.1.2. Le metodologie di finanziamento delle operazioni immobiliari

Gli strumenti di finanziamento delle operazioni immobiliari che hanno trovato maggior sviluppo anche a seguito delle recenti novità legislative (legge riguardante la cartolarizzazione, Merloni-ter) evidenziano il graduale passaggio da un'ottica d'impresa (l'impresa quale il soggetto prenditore di capitale finanziario) ad un'ottica di progetto (il progetto quale soggetto attorno al quale costruire le risorse umane, tecnologiche e finanziarie necessarie per implementarlo).<sup>20</sup>

Più precisamente il mercato sembra essere separato tra la maggioranza degli operatori immobiliari, orientata all'indebitamento bancario della società su un orizzonte temporale di breve termine, e il mercato finanziario che, alla luce dei recenti cambiamenti legislativi e della necessità di minimizzare i rischi derivanti dall'allocatione delle risorse, si sta spostando sempre di più verso una logica di progetto.

Ciò che emerge dall'analisi degli strumenti di finanziamento relativa alle operazioni immobiliari, sono alcune caratteristiche principali quali: operare secondo una logica industriale (partnership tra più operatori portatori di competenze distintive); affrontare investimenti di dimensioni rilevanti e prevedere complesse architetture contrattuali per aumentare la "bancabilità" dell'operazione.<sup>21</sup> Nello specifico, verranno analizzati, le seguenti metodologie di finanziamento applicabili al settore immobiliare:

- securitization;
- project bond<sup>22</sup>;
- project financing;
- venture capital<sup>23</sup>;
- Private Finance Initiative.

---

<sup>20</sup> Mele G., "Il Finanziamento dei progetti", Franco Angeli, Milano 1994

<sup>21</sup> Ferrero C. "Innovazione Finanziaria e Operazioni Immobiliari", cit.

<sup>22</sup> Il *project bond*, anche se non ancora presente sul mercato immobiliare italiano, rappresenta la metodologia utilizzata per il finanziamento di infrastrutture

<sup>23</sup> Il *venture capital* è una metodologia utilizzata tipicamente per il finanziamento delle imprese

### 1.1.1.2.1 Securitization

La *Securitisazione* è un'operazione che consente la trasformazione di attivi, che non hanno la prerogativa di poter circolare sui mercati finanziari, in titoli aventi caratteristiche ben definite in termini di profilo finanziario, rendimento e rischio, e negoziabili in modo efficiente. Il rimborso di tali titoli è garantito dai flussi derivanti dagli attivi sottostanti<sup>24</sup>.

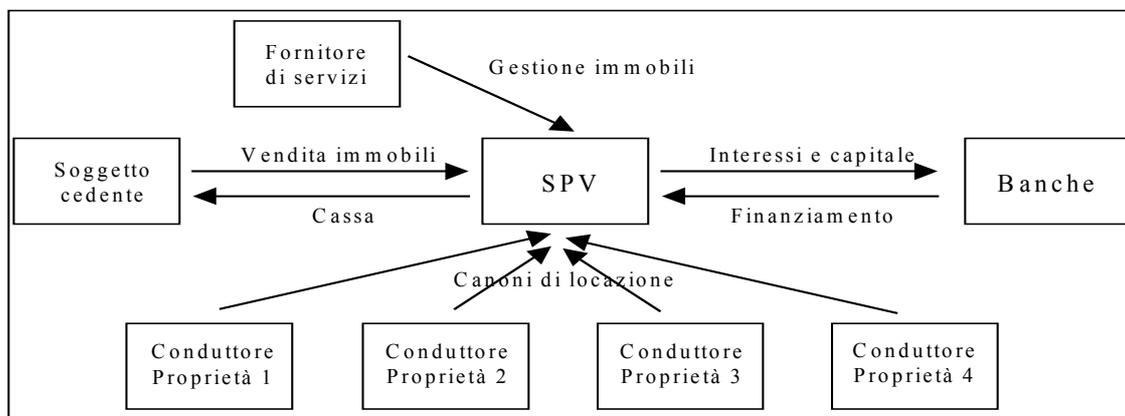
L'operazione di securitization viene quindi analizzata con specifico riferimento all'emissione di titoli a fronte della cessione di attivi patrimoniali: viene pertanto considerato il processo di trasformazione di attività patrimoniali a lungo termine – a liquidabilità differita – in titoli negoziabili sul mercato e liquidabili immediatamente. In altri termini, il futuro *cash flow* degli *assets in place* viene convertito in *cash flow* corrente, rappresentato dai titoli emessi sul mercato e classati presso gli investitori.

Tale tipologia di operazione, che prende il nome di *asset backed securitization (ABS)*, sarà approfondita nel capitolo relativo alle modalità di finanziarizzazione immobiliare.

Una *Asset Backed Securitization* di tipo *pay-through*, relativa alla cessione di un portafoglio di *asset* immobiliari, può essere suddivisa nelle seguenti fasi:

1. selezione degli attivi potenziali oggetto del processo di cartolarizzazione (immobili);
2. cessione degli *assets* allo *special purpose vehicle*;
3. *credit enhancement* attraverso la prestazione di garanzie;
4. eventuale ottenimento di un *rating* commisurato alle garanzie prestate;
5. emissione e collocamento dei titoli presso gli investitori (banche);
6. gestione da parte dello *SPV* dei contratti di locazione e degli immobili (attraverso un fornitore di servizi specializzato);
7. servizio del debito grazie alla riscossione dei canoni di locazione.

**Grafico 5: Struttura di un'operazione di ABS**



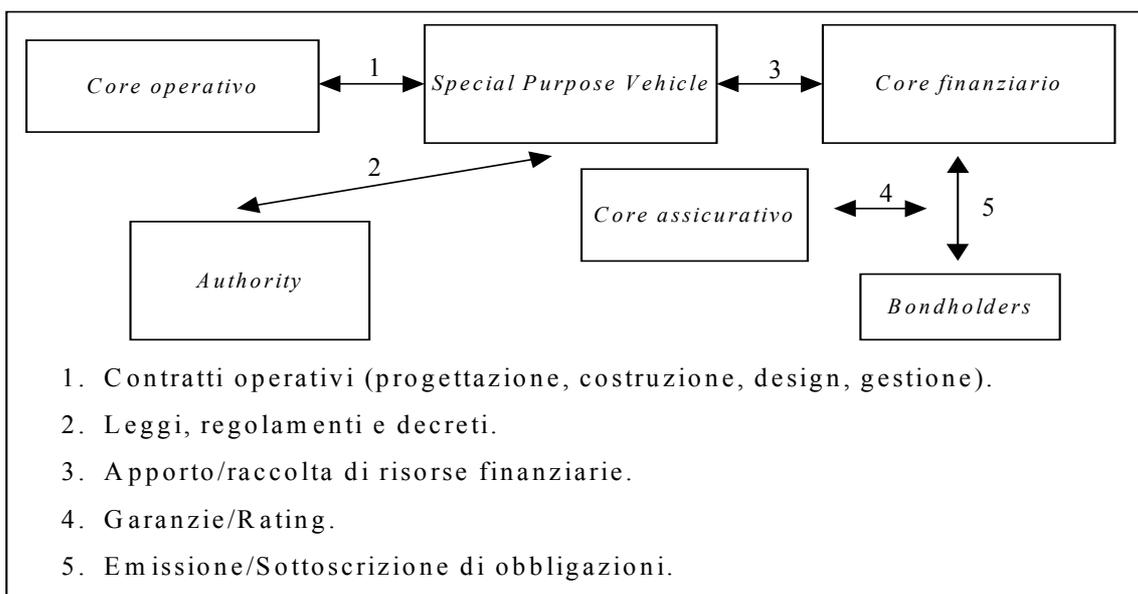
<sup>24</sup> Lunghini P., "Valutare per securitizzare", in "Consulente Immobiliare", n. 567, 31 agosto 1997

### 1.1.1.2.2 Project bond

Il *project bond* è un'obbligazione<sup>25</sup> emessa specificatamente per finanziare un particolare progetto. Al fine di reperire le risorse necessarie viene creato uno *special purpose vehicle* che permette di risparmiare in termini di tassazione degli interessi riscossi dai sottoscrittori. Le garanzie sul debito non vengono ricercate nei *ratios* patrimoniali dell'emittente, quanto nella valutazione complessiva del progetto, poiché il rimborso dell'obbligazione è strettamente legato ai flussi generati dall'operazione. A tal fine, importanti sono le garanzie apportate da compagnie di assicurazione che permettono la bancabilità dell'operazione.

Il *project bond* viene principalmente utilizzato per il finanziamento di grosse opere pubbliche o di grandi opere infrastrutturali private poiché permette la raccolta di ingenti somme di denaro nella forma di capitale di debito. Viene così limitato il rischio di impresa a piccoli apporti di capitale proprio (relativamente al valore complessivo dell'operazione).

**Grafico 6: Struttura di un project bond**



<sup>25</sup> Un'obbligazione è un titolo di un debito sociale contratto allo scopo di raccogliere finanziamenti. Cappellini, Lugano, Oneto, Rizzardi (a cura di) *Dizionario di Fisco Contabilità e Bilancio*, Il Sole 24 Ore, Milano 1999

### 1.1.1.2.3 Project Financing

Il Project Financing è una forma di finanziamento per grandi infrastrutture ad elevato fabbisogno di capitale, che prevede il ripagamento dell'investimento esclusivamente attraverso i flussi di cassa generati dal progetto.<sup>26</sup>

In un'operazione in *project financing* sono coinvolti i seguenti soggetti:

1. Sponsor: coloro che forniscono il capitale di rischio e promuovono la realizzazione dell'iniziativa, seguendone lo sviluppo dalla fase progettuale a quella operativa e commerciale dell'opera realizzata (costruttori, gruppi industriali o Pubbliche Amministrazioni);
2. Società progetto (*special purpose vehicle, project company*): soggetto giuridico costituito ad hoc per l'iniziativa che, separando le attività del progetto da quelle degli sponsor, realizza l'isolamento giuridico ed economico-finanziario tipico di tali operazioni;
3. Banche finanziatrici: principali fornitori di capitale di debito dell'operazione; collaborano anche in veste di *advisor* alla pianificazione del progetto, alla sua progettazione, all'impostazione della struttura finanziaria e al monitoraggio del progetto;
4. Costruttori: l'impresa o il consorzio di imprese che si aggiudica la gara di appalto per la costruzione dell'infrastruttura. Molto spesso il costruttore è *sponsor* o *co-sponsor* dell'iniziativa, in quanto portatore di interessi collegati alla vendita della struttura. I costruttori stipulano con la società progetto un *turnkey construction contract* (contratto "chiavi in mano") con il quale si impegnano a rispettare determinate modalità tecniche e temporali della realizzazione del progetto;
5. Controparti commerciali: sono inclusi in questa categoria i fornitori degli *input* necessari per il completamento dell'opera e gli acquirenti dei prodotti o servizi ottenuti dalla gestione del progetto.

L'articolo 19 della Merloni Ter<sup>27</sup> prevede la possibilità, per i soggetti privati, di aggiudicarsi la concessione per la costruzione e la gestione temporanea (necessaria alla autoliquidazione dell'investimento) di un'opera pubblica. Terminato il periodo di gestione, l'infrastruttura viene trasferita alla pubblica amministrazione promotrice.

L'iter per l'aggiudicazione dell'appalto si articola nelle seguenti fasi:

---

<sup>26</sup> Iacovone D., "Project Financing e valorizzazione del patrimonio immobiliare" in "Project Financing: dal finanziamento di impresa al finanziamento di progetto", Atti del Convegno, Il Sole 24Ore, Milano 18 Febbraio 1999

<sup>27</sup> Merloni Ter è la terza versione della legge quadro n.109/94 sulla regolamentazione degli appalti in materia di lavori pubblici e contiene alcune norme relative all'utilizzo della finanza di progetto per la costruzione di opere pubbliche.

- il promotore presenta entro il 30 giugno di ogni anno una proposta documentata alla Pubblica Amministrazione che, entro il 31 ottobre, deve esporre l'elenco triennale delle opere che ritiene di interesse prioritario;
- il triennio successivo la Pubblica Amministrazione bandisce la gara per gli operatori interessati e il promotore è obbligato a presentarsi con un progetto definitivo;
- la Pubblica Amministrazione elegge il vincitore sul criterio dell'offerta economicamente più conveniente, basandosi su un punteggio ponderato non soltanto al prezzo;
- nel caso in cui non si presenti nessuno alla gara, questa verrà automaticamente aggiudicata al proponente al prezzo iniziale. Il concessionario dovrà anche presentare una fidejussione o un credito di firma per l'esecuzione dei lavori pari ad una percentuale del valore dell'offerta.

L'articolo 37-octies sul subentro agevola il reperimento dei fondi fornendo una garanzia supplementare ai finanziatori: in caso di risoluzione del rapporto concessorio per motivi attribuibili al soggetto concessionario, i finanziatori possono impedire la risoluzione designando una società che subentri nella concessione al posto del concessionario. Per essere accettata dalla Pubblica Amministrazione, la società designata dai finanziatori deve avere le caratteristiche tecniche e finanziarie sostanzialmente equivalenti a quelle possedute dal concessionario all'epoca dell'affidamento della concessione.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Rottici C., "La valutazione economico-finanziaria del progetto" in "Project Financing: dal finanziamento di impresa al finanziamento di progetto", Atti del Convegno, Il Sole 24Ore, Milano 18 Febbraio 1999

#### 1.1.1.2.4 Venture Capital

Il *venture capital* è l'attività tramite cui alcune istituzioni finanziarie forniscono capitale azionario a lungo termine e competenze gestionali ad aziende non quotate, dotate della potenzialità di crescere rapidamente, con lo scopo di ritrarne un *capital gain* parametrato al rischio e al grado di illiquidità implicito nell'investimento: il *venture capitalist* non si aspetta dunque di incassare interessi o dividendi periodali, ma di svolgere un ruolo attivo nella gestione dell'azienda che eroga il finanziamento, sia al fine di limitare il *down side risk*, sia al fine di aggiungere valore all'investimento.

Tale settore di finanziamento mostra conseguentemente un elevato tasso di rifiuto, dal momento che poche imprese possono dimostrare di avere le caratteristiche potenziali necessarie a procurare rendimenti su base annua in misura pari al 30-60%, che sono l'utile ritraibile dal *venture capitalist* per garantirsi l'equilibrio economico<sup>29</sup>.

Negli ultimi anni si è notato un *retargeting* all'interno del mercato del *venture capital*, con il passaggio dal finanziamento quasi esclusivo ai settori ad elevata vocazione tecnologica e alle imprese in fase di *start-up* o *early stage*, al finanziamento a settori ed imprese che si trovano nella fase di maturità, attraverso una specializzazione nella fornitura di capitale di sostituzione o di ristrutturazione ad imprese di notevoli dimensioni.<sup>30</sup>

Tali tendenze sono causate da due principali fattori:

1. i costi di valutazione e di monitoraggio della singola operazione sono elevati e fissi e stabiliscono quindi una soglia minima di investimento quantificabile in 700 milioni (ad esempio i costi iniziali di informazione e i costi legali superano i 150-200 milioni a prescindere dalla dimensione dell'investimento);
2. si manifesta una maggiore propensione all'investimento in attività non eccessivamente rischiose (grandi imprese presenti su più mercati in settori maturi).
3. Importante la caratteristica di "regionalità" di tale forma di finanziamento, ovvero la concentrazione spaziale sia delle società di *venture capital* che degli investimenti, nelle regioni urbane (nel Regno Unito, ad esempio, il 63% delle società di *venture capital* ha sede a Londra).

---

<sup>29</sup> Il problema del finanziamento tramite *venture capital* (partecipazione al capitale proprio dell'impresa e successiva vendita delle quote dopo 3/10 anni) è la determinazione del costo relativo: se, infatti, si considera come costo il rendimento ottenuto dal fondo, tale operazione risulta molto dispendiosa. Per una più corretta valutazione del costo associato a tale forma di finanziamento occorre tuttavia considerare anche i benefici ottenuti grazie all'apporto di capacità manageriali da parte del *venture capitalist*: l'incremento della redditività all'interno delle imprese finanziate, ad esempio, è risultato superiore a quello presentato dalle migliori 500 società europee.

<sup>30</sup> Ferrero C. "Innovazione Finanziaria e Operazioni Immobiliari", cit.

## Il Venture Capital Informale

Una strategia promettente per stimolare l'offerta di *venture capital* in ambito regionale consiste nel promuovere investimenti informali effettuati da soggetti – denominati *business angel* nella terminologia anglosassone – che forniscono capitale di rischio direttamente a nuove imprese in cui non abbiano alcun tipo di interesse (come ad esempio in aziende proprie o di famiglia).

I *business angel* presentano le seguenti caratteristiche:

- maschi con età superiore ai 45 anni;
- imprenditori, dirigenti aziendali o professionisti attivo in ambito economico;
- dotati di notevole esperienza, come ad esempio la fondazione e la gestione di imprese;
- *self made men* e individui assai facoltosi (sebbene non appartenenti alla categoria dei ricchissimi);

possiedono una buona cultura finanziaria che permette loro di valutare adeguatamente i vantaggi attesi ed i rischi degli investimenti.

Il mercato del *venture capital* informale rappresenta la più grande singola fonte di capitale di rischio per le imprese, superiore rispetto al settore del *venture capital* formale (negli USA il primo è pari a 5 volte il secondo per dollari investiti e 20 volte per operazioni effettuate, mentre nel Regno Unito il primo è il doppio del secondo).

Due principali caratteristiche accomunano il *venture capital informale*:

1. investimenti al di sotto della dimensione minima precedentemente riportata (in Gran Bretagna, ad esempio, la maggior parte dei business angels effettua operazioni di taglio medio inferiore a 200 milioni);
2. maggiore dispersione geografica rispetto ai fondi di *venture capital* e concentrazione nelle regioni ad elevata presenza di piccole imprese, investendo principalmente nell'area geografica di appartenenza (entro 90-160 km. dalla residenza dell'investitore).

### 1.1.1.2.5 Private Finance Initiative

Il PFI (*Private Finance Initiative*) rappresenta uno schema adottato nel mercato inglese per il finanziamento della costruzione di opere pubbliche (strade e ponti, prigioni, scuole, strutture ospedaliere, uffici per servizi pubblici, ecc.).

Con tale accordo l'opera viene costruita dalla società di costruzione privata cui appartiene la proprietà dell'immobile: il soggetto pubblico sottoscrive un contratto<sup>31</sup> per l'erogazione di servizi, mediante il quale può usufruire dell'esercizio delle *facilities* per un certo periodo di tempo, dietro pagamento di un canone annuo comprensivo dei costi di costruzione e di affitto.

L'operatore pubblico, da proprietario e operatore sugli *asset*, diventa acquirente di servizi a lungo termine.

---

<sup>31</sup> La durata del contratto è normalmente compresa tra i 10 e i 30 anni.

*Rapporto pubblico/privato.* Fornendo il servizio - si tratta di cessione di servizio e non di *asset* - la società di costruzione provvede alla costruzione, al mantenimento e alla gestione dell'immobile per tutto il periodo del contratto.

*Specificazione dei servizi.* L'acquirente del servizio non specifica in dettaglio come i servizi devono essere forniti, ma stabilisce esclusivamente il prodotto finito (ad esempio viene richiesta una certa temperatura all'interno degli edifici ospedalieri, ma non viene specificata la dimensione del sistema centrale di riscaldamento, i dettagli del sistema di aria condizionata).

*Livello di rischio trasferito.* Il trasferimento avviene dal settore pubblico a quello privato. Tali rischi possono essere riassunti nella caratteristica di disponibilità poiché se l'immobile o parte di esso non è utilizzabile nel periodo previsto in contratto, i canoni annuali sono ridotti ed in alcuni casi annullati.

*Dimensione.* La dimensione dei progetti di PFI è notevole ed in alcuni casi si procede alla creazione di pacchetti di piccoli progetti per l'ottenimento di migliori condizioni finanziarie e per ammortizzare i costi associati alla procedura di *competition*.

I benefici al settore privato sono:

- ✓ aumento del range e della dimensione dei progetti;
- ✓ flessibilità nell'implementazione dei progetti;
- ✓ prospettive di sviluppo di nuovi prodotti da proporre in mercati più ampi;
- ✓ riduzione dei costi attraverso la creazione di pacchetti;
- ✓ incentivo a fornire risposte ottimali e non reattive su richieste del settore pubblico (orientamento di lungo periodo).

Le tipologie di progetti PFI sono:

- a) *Servizi venduti al settore pubblico.* L'intero – o la maggior parte del – costo del progetto è sostenuto dall'operatore pubblico attraverso il pagamento di una remunerazione pattuita per la fornitura di un determinato servizio o output.
- b) *Financially free-standing projects.* Il settore privato attua il progetto che rappresenta un investimento coperto interamente attraverso il prezzo del servizio fornito all'utilizzatore finale (generalmente il settore privato o una terza parte).
- c) *Joint Ventures.* Entrambi i settori (pubblico e privato) contribuiscono al progetto condividendone rischi e rendimenti (per il settore pubblico i rendimenti possono essere comparati ai benefici sociali). Il privato, scelto tramite *competition*, gestisce il progetto. L'allocazione del rischio è definita contrattualmente in modo chiaro (assoggettamento dei rendimenti del privato ai rischi trasferiti). Esistono tre forme di tale tipologia: singola società in cui il governo ha una posizione di azionista non di controllo; *arrangement* che coinvolge organizzazioni (private e pubbliche) separate, che agiscono congiuntamente; progetto attuato dal settore privato con intervento di quello pubblico per la fornitura di *grants*, prestiti, attività esistenti.

Le fasi di progetto sono :

- a) *Feasibility*. Determinazione della fattibilità iniziale e dello scopo del progetto (fase in cui entra solo il settore pubblico, vagliando la possibilità e la convenienza ad instaurare un rapporto con il settore privato).
- b) *Procurement*. Contratto tra il settore pubblico e quello privato, si articola nelle seguenti sottofasi:
  - ✓ advertising: su pubblicazioni ufficiali (Official Journal of European Community e Government Opportunities & MoD Contracts Bulletin) e su altre pubblicazioni (se opportuno);
  - ✓ industry briefing day per illustrare sommariamente il progetto;
  - ✓ selezione delle società di costruzione intervenute e di quelle, non intervenute, ritenute interessanti;
  - ✓ emissione di Invitation to Negotiate (ITN) da parte delle società di costruzione;
  - ✓ scelta dell'appaltatore preferito da parte del settore pubblico;
  - ✓ negoziazione del rapporto con la definizione puntuale di tutte le clausole per il pagamento, l'assegnazione dei rischi, ecc.;
  - ✓ stipula del contratto e implementazione del servizio.

### 1.1.2 La progettazione

La seconda fase del ciclo edilizio è rappresentata dalla progettazione: architettonica, strutturale, impiantistica ma anche, progettazione economica e finanziaria dell'investimento e controllo dei costi del ciclo di vita dell'immobile.

La progettazione infatti, non può essere più paragonata ad un'operazione unitaria; essa rappresenta un'attività settorializzata, specializzata, frammentata in una moltitudine di competenze differenti che insieme determinano il progetto architettonico, strutturale, impiantistico, microclimatico, paesaggistico, ecc.

Negli ultimi anni, si è sviluppato il concetto di progettazione "integrale" con il quale in campo edilizio, si cerca la equiparazione del processo ai contenuti e alle finalità del processo industriale attraverso l'impiego di tecniche non sempre, tuttavia, direttamente trasferibili da quest'ultimo. Nella progettazione integrale avviene la riunificazione del processo mediante la riconduzione in seno all'operazione progettuale delle determinazioni a monte relative alla domanda, e delle decisioni a valle, relative all'organizzazione della produzione, alla conduzione dei lavori e, talvolta, al comportamento dell'edificio nel tempo. Di qui la necessità di una coordinazione operativa del processo, in senso verticale tra le diverse fasi, orizzontale tra le molteplici competenze, al fine di portare a un grado di approfondimento sempre più elevato, attraverso la progettazione integrale, le parti e l'insieme mediante l'utilizzo di tecniche di valutazione in vista dell'ottimizzazione del rapporto qualità/costo.<sup>32</sup>

Spesso infatti, i diversi protagonisti delle fasi di progettazione non possiedono un linguaggio comune, "per cui il progetto finale è il risultato della giustapposizione delle varie fasi e dei diversi specialismi e non della loro armonica integrazione"<sup>33</sup>.

Di recente si parla anche di progettazione della manutenzione di un edificio, perché anche la manutenzione deve essere pensata fin dalla prima fase di ideazione dell'edificio, attraverso l'attenzione posta al concetto di manutenibilità dei suoi sistemi.

La manutenibilità – che è un requisito squisitamente progettuale ottenibile solo nella fase di ideazione – costituisce la *conditio sine qua non* della futura gestione dell'edificio.<sup>34</sup>

Troppo spesso, nel passato anche recente, gli operatori dell'edilizia hanno considerato la progettazione "una appendice d'obbligo, necessaria ma non sostanziale"<sup>35</sup> e hanno quindi valorizzato solo l'attività di costruzione.

---

<sup>32</sup> Animp (a cura di), "Lezioni di Project Management", Etas Libri, Milano 1992

<sup>33</sup> D'Alessandro M., "Dalla manutenzione alla manutenibilità", Franco Angeli, Milano, 1994

<sup>34</sup> ibidem

<sup>35</sup> Tronconi O., "Una nuova opportunità per le imprese", in "Il Nuovo Cantiere", n.10, novembre 1998

Così facendo si è persa la comprensione del funzionamento del “prodotto architettonico che è il risultato dei tre elementi che lo compongono, ossia funzione, forma (progettazione) e materiali (costruzione). Infatti, in una società come la nostra che privilegia le separatezze dei saperi e delle pratiche piuttosto che l'integrazione fra di essi, tanto il progettista che il costruttore tendono a privilegiare uno degli elementi, subordinando gli altri”<sup>36</sup>.

La comparsa di nuovi operatori e di nuovi ruoli professionali all'interno del processo di progettazione, determinata dalla complessificazione crescente, richiama la necessità di un più adeguato livello di razionalizzazione del processo stesso per riuscire a mantenere un controllo organico dei parametri fondamentali di qualità dei prodotti realizzati in relazione agli obiettivi ed alle risorse disponibili. In questa ottica la funzione di coordinamento delle attività di progettazione assume essa stessa la connotazione di <<elemento generatore di qualità>> estesa al ciclo di vita del bene edilizio<sup>37</sup>.

Il gruppo di lavoro necessario per una corretta progettazione di un complesso edilizio “è chiamato a seguire il progetto lungo tutta la sua elaborazione, la realizzazione del cantiere, e a seguire l'entrata in servizio dell'edificio senza dimenticare la gestione tecnica ed economica.

La progettazione deve essere considerata quindi, in termini di “*Project Management*” che è quel “processo di pianificazione, programmazione e controllo di risorse finalizzate ad un obiettivo prestabilito e nel quale è cruciale la figura del Project Manager, che ha il compito di coordinare e governare il progetto, pur senza avere l'autorità gerarchica”<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> Nardi G., “*Le nuove radici antiche*”, F. Angeli, Milano, 1998

<sup>37</sup> Arbizzani E., “*Manutenzione e gestione di edifici complessi*”, Hoepli, Milano, 1995

<sup>38</sup> Schiaffonati F., “*Architettura e nuove tecnologie*”, in “L'edificio intelligente”, a cura di Tronconi O., Etaslibri, Milano, 1990

### 1.1.2.1 Project Management

Il "Project Management" è la <<gestione sistematica di un'impresa complessa, unica e di durata determinata, rivolta al raggiungimento di un obiettivo chiaro e predefinito mediante un processo continuo di pianificazione e controllo di risorse differenziate e con vincoli interdipendenti di costi-tempi-qualità. >><sup>39</sup>

Il Project Management o direzione di commessa è quindi, una disciplina per la gestione dei progetti o delle commesse, che ben si applica ai processi che non possono essere oggetto di una facile standardizzazione e tanto meno di una produzione in serie. L'obiettivo è quello di garantire che una determinata commessa venga realizzata in conformità al progetto e nel rispetto dei tempi, dei costi e della qualità stabiliti contrattualmente.

I principali requisiti che la disciplina prevede sono quattro: pianificazione; programmazione; controllo; documentazione.

La pianificazione deve essere mirata ad identificare il lavoro da compiere, a decidere le modalità per eseguirlo, ad assegnare le risorse necessarie e a stimare i tempi e i costi di realizzazione.

La programmazione consiste nella schedulazione precisa e specifica dei tempi e dei costi di realizzazione: il documento di programmazione temporale e/o economica diventa lo strumento per le successive operazioni di controllo, che avverranno confrontando lo stato di avanzamento della commessa a una certa data, rispetto a quanto previsto dal programma stesso.

Nel caso esistano degli scostamenti, dovranno essere analizzate le cause ed intraprese le azioni conseguenti per gestire il problema.<sup>40</sup>

Il project management si presenta pertanto come uno strumento per governare la complessità e affrontare i problemi, attraverso l'applicazione delle tecniche di gestione aziendale alla realtà del processo costruttivo.<sup>41</sup>

L'applicazione di tali tecniche, non all'interno di una singola azienda bensì ad un processo complesso connotato da un gran numero di attori e di organizzazioni, con specifiche attitudini e specialità, che operano in tempi e modalità diverse, è la maggiore difficoltà per il Project Manager.

Egli deve mettere in luce tutte le sue capacità tecniche, organizzative e personali per affermare la propria autorevolezza e quindi riuscire a coordinare e integrare tutte le componenti attive nella commessa.

---

<sup>39</sup> Archibald Russell D., *"Project Management"*, Franco Angeli, Milano 1998 (V edizione)

<sup>40</sup> Borlenghi R., *"La nuova dimensione del project management"*, in "Il Nuovo Cantiere", n. 3 marzo 2001

<sup>41</sup> Curcio C., *"Il Project Management"*, Dispensa Master "Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000-2001

### 1.1.3 La costruzione

Per assicurare un livello di qualità globale al sistema edilizio, la gestione del processo non può limitarsi alla fase progettuale, bensì deve coprire l'intero arco di vita della costruzione.

La terza fase del ciclo edilizio, la costruzione, si basa sulla definizione e pianificazione delle attività da svolgere, oltreché sul controllo di costi, tempi e qualità dell'intero processo. Per fare parte integrante del ciclo edilizio modernamente inteso, gli operatori legati al processo di costruzione devono rispettare tempi, costi e qualità stabiliti in fase progettuale.

Il processo di costruzione utilizza già da anni dei sistemi di razionalizzazione delle tecniche operative di cantiere. Tali tecniche rappresentano un efficiente strumento di controllo della qualità della costruzione ossia del rispetto delle attività di realizzazione nei confronti delle specifiche di progetto. Tutto ciò è seguito da un controllo (dell'impresa) sul cantiere mediante tecnologie informatiche. Le base dati ottenute in fase di progettazione esecutiva e in fase di cantiere costituiscono un indispensabile supporto informativo nella realizzazione di un adeguato sistema di gestione dell'edificio e di programmazione delle attività manutentive.

Come si è parlato di frammentazione della figura attuale del progettista, così è anche per l'impresa di costruzione. L'impresa di costruzione non è più caratterizzata, come negli anni '70, da un'integrazione verticale.

“L'edificio è sempre più il risultato dell'avvicinarsi, all'interno del cantiere, di imprese settoriali, specializzate in una singola lavorazione, di subappaltatori, di cottimisti più o meno celati. Questo forte turn over, se non supportato da una attenta regia, è fonte di una perdita della qualità finale del prodotto, specie a lungo termine”<sup>42</sup>.

Nelle fasi di costruzione del prodotto edilizio le tecniche del *construction management* possono venire impiegate dalla struttura di gestione della costruzione non solo per programmare e controllare la rispondenza del costruito alla specifiche di progetto, ma anche per svolgere una funzione di progressiva ottimizzazione delle risorse e dei vincoli propri di ogni progetto. Il *construction management* di fatto costituisce la prosecuzione delle funzioni del *project management*. Le tecniche operative più avanzate delle due discipline in relazione alla garanzia di qualità nel ciclo di vita sono rappresentate dal <<*total quality management*>>, dove il soggetto garante della qualità in uso è costituito dall'operatore che gestisce la produzione, sia esso la società di *project management*, o il *general contractor*, o ancora l'impresa generale di costruzioni <sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> D'Alessandro M., “*Dalla manutenzione alla manutenibilità*”, Franco Angeli, Milano, 1994

<sup>43</sup> Arbizzani E., “*Manutenzione e gestione di edifici complessi*”, Hoepli, Milano, 1995

### 1.1.3.1 Construction Management

Il construction management di fatto, costituisce la prosecuzione delle funzioni del project management. Nelle fasi di costruzione del prodotto edilizio infatti, le tecniche del construction management possono venire impiegate dalla struttura di gestione della costruzione non solo per programmare e controllare la rispondenza del costruito alle specifiche tecniche di progetto, ma anche per svolgere una funzione di progressiva ottimizzazione delle risorse e dei vincoli propri di ogni progetto.<sup>44</sup>

Il construction management si esemplifica nella programmazione e controllo lavori, nella gestione dei fornitori, nella gestione dei controlli di produzione, nella ottimizzazione delle risorse.

Le variabili che entrano in gioco nella dinamicità dell'evolversi di una commessa spaziano a 360 gradi: possono essere di tipo economico, meteorologico, di accessibilità al cantiere, di viabilità, di affidabilità e disponibilità delle risorse umane, di affidabilità degli approvvigionamenti e delle eventuali imprese subappaltatrici, ecc. Questo costringe le imprese di costruzione a adottare le tecniche di pianificazione, programmazione e controllo delle attività dei singoli progetti. Da qui la nascita del Construction Manager che tra le nuove professionalità che si vanno a delineare, nell'ottica di una maggiore organizzazione della fase produttiva, è quella che per prima ha fatto la sua comparsa nei cantieri, per fornire competenza e allo stesso tempo gestire la strategia di pianificazione e programmazione delle opere da realizzare.

Infatti, non si tratta di individuare una strategia di pianificazione e programmazione legata al singolo lavoro, ma una strategia gestionale che coinvolga l'impresa nella sua globalità.<sup>45</sup>

I principali strumenti di pianificazione sono la WBS (*Work Breakdown Structure*) e la OBS (*Organizational Breakdown Structure*) e il computo metrico estimativo.

La WBS è la decomposizione del progetto in attività elementari, caratterizzata da un diagramma ad albero che in modo gerarchico e strutturato consente di descrivere e visualizzare tutte le parti del progetto ai diversi gradi di dettaglio. L'obiettivo è quello di identificare tutte le attività di cantiere, suddividendole in attività componenti, finché è possibile determinare tempo e costo della singola attività.

La OBS corrisponde all'organigramma di commessa, con indicazioni delle funzioni, delle responsabilità e autorità. Attraverso il confronto tra WBS e OBS è possibile definire le risorse necessarie per la gestione del cantiere.

Il computo metrico estimativo riprende le singole attività della WBS, quantifica ogni singola voce e assegna loro il relativo costo.

---

<sup>44</sup> Arbizzani E., op. cit.

<sup>45</sup> Giuliani T., "Il construction manager" in "Il Nuovo Cantiere", n. 3 marzo 2001

Uno strumento invece, per la programmazione è il diagramma di GANTT o diagramma a barre, una tecnica semplice ed efficace per la programmazione e il controllo di un progetto, che consiste in uno schema grafico per visualizzare la durata delle attività nel tempo.<sup>46</sup>

I diagrammi reticolari sono invece strumenti più complessi, più difficili da leggere, che consentono di analizzare le relazioni tra le attività e di determinare l'impatto dello slittamento di una di esse sull'intero progetto. Si utilizzano per quei lavori in cui è prevista più un'attività di monitoraggio, quale per esempio quella impiantistica, che non di lavorazione o rilavorazione di materie prime.

L'attività di pianificazione e programmazione servono per attuare i controlli che per funzionare davvero devono essere mirati ed essenziali secondo la logica del "bacio" (si basa sulla parola inglese "Kiss" composta dalle parole iniziali dello slogan "*keep it simple*").

Una buona gestione delle costruzioni non deve mai allentare il controllo e il rispetto del programma lavori che deve essere continuamente aggiornato. L'abilità del construction manager è nel saper coordinare i diversi operatori traducendo sul campo quello che nel programma lavori logicamente mantenuto aggiornato è stato in precedenza pianificato e programmato su carta. Il controllo della commessa deve avvenire contemporaneamente sia sugli aspetti economici, su quelle temporali e tecnico-qualitativi della realizzazione.

La gestione del processo costruttivo è affidata ad un unico responsabile (*construction manager*), il quale ha l'incarico di dirigere e coordinare le risorse assegnate al cantiere. Egli deve garantire una gestione integrata e unitaria di tutti gli sforzi richiesti per il conseguimento degli obiettivi. Le responsabilità del construction manager può in sintesi riferirsi alla realizzazione della costruzione nel rispetto di costi, tempi, qualità e del progetto.<sup>47</sup>

---

<sup>46</sup> Ferretti C., "La valutazione economica del progetto. Strumenti e tecniche di supporto alla decisione" in "Attori e strategie nella riqualificazione delle periferie urbane", Atti del Convegno, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, 30 giugno 1999

<sup>47</sup> Giuliani T., op. cit.

#### 1.1.4 La gestione immobiliare

La quarta fase, la “gestione immobiliare”, è legata all'intero ciclo di vita di un complesso edilizio e garantisce per questo, “la continuità delle prestazioni funzionali dell'edificio e la sua aderenza alle mutevoli esigenze dell'organizzazione locataria (*Facilities Management*). Al tempo stesso garantisce un adeguato livello di redditività durante tutto l'intero ciclo di vita dell'immobile (*Asset-Property Management*)”<sup>48</sup>.

Così come deve essere assicurata una continuità logica tra la fase di progettazione e quella di costruzione, allo stesso modo tale continuità deve essere prevista e garantita tra costruzione e gestione. Le imprese di costruzione si stanno aprendo ed alcune si sono già aperte al nuovo mercato della gestione immobiliare, proprio perché è logico pensare che l'organizzazione che segue la realizzazione di un complesso edilizio e che quindi conosce bene ogni aspetto tecnologico e prestazionale dello stesso, dovrebbe anche curarne gli aspetti gestionali.

L'ottimizzazione delle funzioni di gestione e manutenzione deriva dalla presenza di un oggetto edilizio correttamente progettato e congruamente realizzato. “Da ciò l'importanza di affrontare in primo luogo le fasi precedenti la utilizzazione del prodotto edilizio, progettazione e costruzione, che sono in grado di generare la qualità tecnologica rapportata al ciclo di vita”.<sup>49</sup>

Mentre nel passato progettazione, costruzione e gestione immobiliare potevano essere sviluppate dallo stesso operatore, oggi non è pensabile che una singola struttura riesca a seguire in ogni dettaglio le fasi del ciclo edile (in particolar modo per quanto concerne i grandi complessi edilizi). La complessità che caratterizza il settore delle costruzioni in generale necessita quindi di integrare le differenti competenze degli operatori coinvolti al fine di assicurare continuità all'intero ciclo di vita edile.

---

<sup>48</sup> Tronconi O., “Una nuova opportunità per le imprese”, cit.

<sup>49</sup> Arbizzani E., op. cit.

#### 1.1.4.1 Asset, Property e Facility Management

La gestione immobiliare così come sarà più specificatamente approfondito nel capitolo successivo è costituita da un vasto e complesso ambito di attività che possono essere riassunte negli ambiti operativi specifici definiti con i termini anglosassoni di: "Asset, Property, e Facilities Management".

L'Asset Management rappresenta la gestione strategica di grandi patrimoni volti alla valorizzazione e ottimizzazione della redditività degli immobili attraverso operazioni di acquisizioni, vendite conferimenti, studi di fattibilità, riconversione e ristrutturazioni ecc.<sup>50</sup>

Il Property Management rappresenta la gestione amministrativa dell'immobile, raggruppa il complesso delle attività legate al monitoraggio esecutivo dei patrimoni immobiliari non strumentali ed in particolare si riferisce alle attività di gestione dei contratti di locazione, la riscossione dei canoni, la gestione di eventuali contenziosi, la fiscalità, le coperture assicurative, la gestione dei bilanci.<sup>51</sup>

Il Facilities Management rappresenta la gestione tecnica, è quel sistema di conoscenze, metodiche, strumenti, che consentano la gestione ottimale di edifici-patrimoni immobiliari in stretto rapporto alle esigenze dell'utente.<sup>52</sup>

Negli Stati Uniti ci sono società che offrono a 360 gradi un servizio complessivo di Asset, Property e Facilities Management, anche perché queste discipline hanno trovato una loro applicazione ormai da trenta anni, mentre in Italia dove il tema della gestione è relativamente recente i tre ambiti operativi sono tenuti separati. Recentemente molte aziende, capendo le strette sinergie che possono scaturire da una servizio globale di Property e Facilities Management o Asset e Property Management stanno iniziando a porsi sul mercato offrendo un servizio integrato. Si parla però ancora di piccole esperienze anche se l'evoluzione del mercato della gestione immobiliare seguirà questa tendenza.

---

<sup>50</sup> Schmitz A., Brett D.L., "Real Estate market Analysis", Urban Land Institute, 2001

<sup>51</sup> Kyle Robert C., "Property Management", Real Estate education Company, Chicago, 1979 (VI Edition)

<sup>52</sup> Haworth Inc., "Facility planning and management", Haworth Office Journal, New York, 1997

## 1.2 Le figure professionali coinvolte nel ciclo edile

All'interno del ciclo edile si vengono a definire nuove figure professionali che vanno ad affiancare o in molti casi a sostituire i diversi operatori coinvolti nel processo edile.

Alle tradizionali figure professionali che hanno sempre alimentato il mondo delle costruzioni si vengono ora ad affiancare nuove figure che devono possedere una conoscenza tecnica ma soprattutto capacità gestionali in grado di gestire un processo edilizio sempre più articolato e specializzato nelle sue singole fasi. Figure professionali che abbiano una formazione e una vocazione ad ampio spettro dalla conoscenza tecnica a quella economica e finanziaria e capacità di pianificazione, programmazione e di controllo. Le mansioni del tecnico, dell'ingegnere, dell'architetto si sono quindi, allargate.

L'enfasi viene data ora all'aspetto di "Management" si parla infatti di: "*Project Manager*", "*Construction Manager*", "*Energy Manager*", "*Quality Manager*", "*Portfolio Manager*", "*Asset Manager*", "*Property Manager*", "*Facilities Manager*", "*Building Manager*", ecc.

L'utilizzo del termine inglese Manager che segue la definizione del ruolo di queste nuove figure professionali, che provengono in molti casi dal mondo anglosassone, permette di individuare all'interno del ciclo edile i nuovi operatori.

La complessità del processo edilizio, caratterizzato dalla unicità, variabilità e non ripetitività delle singole operazioni costruttive richiede una guida "esperta" per la realizzazione di quanto previsto in ciascuna delle fasi del ciclo. Questa esigenza si è ormai consolidata nel tempo e ha messo in luce, almeno per operazioni di dimensioni rilevanti, la necessità di gestire opportunamente il processo edilizio, in modo che le sue attività e le relative prestazioni non scaturiscano casualmente ma secondo strategie e tattiche adeguate.

Nella fase del ciclo edile relativa alla "Progettazione" il Project Manager è il professionista che gestisce in termini tecnici, economici e finanziari il progetto lungo tutto il suo ciclo di vita.

Il Project Manager è il coordinatore di una squadra, composta non solo da specialisti e da consulenti ma anche da responsabili della gestione dei singoli aspetti (qualità, ambiente, sicurezza, ecc.) in un'ottica di sistema.

Nella fase del ciclo edile relativa alla "Costruzione" il *Construction Manager* è la figura professionale, la prima tra le nuove realtà professionali che si stanno delineando nell'ottica di una maggiore organizzazione della fase produttiva, che ha fatto la sua comparsa nei cantieri, gestisce la strategia di pianificazione e programmazione delle opere da realizzare. Le principali funzioni del construction manager possono così riassumersi<sup>53</sup>:

- definire e gestire gli obiettivi del cantiere;
- individuare le principali attività significative costruttive;
- schedulare le attività costruttive;

---

<sup>53</sup> Giuliani T., "*Il Construction Manager*" in "Il Nuovo Cantiere", n. 3, Marzo 2001

- stimare le risorse necessarie (manodopera, materiali, attrezzature, ecc.);
- verificare il budget;
- stilare e aggiornare con l'evolversi delle lavorazioni un programma di lavoro;
- destinare le risorse alle singole attività;
- definire lo stato di avanzamento del progetto sia in termini di quantità che di costo attraverso i SAL (stato avanzamenti lavori);
- misurare l'avanzamento del progetto durante la sua realizzazione;
- attivare interventi correttivi nel caso di scostamenti rispetto al programma, con conseguente aggiornamento;
- saper gestire i rapporti con il committente, con i fornitori, con le funzioni specialistiche.

Nell'ambito della direzione di commessa, oltre alle figure classiche del "*design manager*", del "*construction manager*", del "*contract manager*", si sono affermate nuove figure specialistiche quali l'"*energy manager*", l'"*environment manager*", il "*safety manager*", il "*risk manager*", il "*data manager*", l'"*ethic manager*", ecc. A queste poi vanno aggiunte le nuove figure manageriali che nasceranno per la gestione dei Sistemi (sistemi per la gestione degli aspetti ambientali - norme Iso 14000 - della sicurezza - norme Oshas 180001 - della sicurezza dei dati-norma Bs 7799) che dovranno integrarsi con il Sistema di Gestione della Commessa, che fungerà da collante anche per la loro successiva confluenza in un sistema di Gestione Integrato.

Per quanto riguarda invece, la fase relativa alla gestione immobiliare le figure coinvolte sono diverse e vanno dal Portfolio Manager, all'Asset, Property Manager e al Facility e Building Manager.

Un ruolo di primaria importanza lo occupa anche l'advisory ovvero banche d'affari e finanziarie (Nomura, Morgan Stanley, Salomon Brothers, Goldman Sachs Schroder) e società di consulenza che assumono il ruolo di avvicinamento del mercato immobiliare a quello finanziario, attraverso consulenze ad investitori istituzionali oltreché la creazione diretta di strumenti di investimento.

### 1.3 Il prodotto edilizio: risultato di una interazione sistemica

La terziarizzazione della società, i nuovi concetti di “globalizzazione, città mondiale, città cablata, società dell’informazione” rendono indispensabile un ripensamento e quindi una nuova concezione del prodotto edilizio, perché esistono delle forti interrelazioni “fra il mutamento dei modi di sviluppo della società e il mutamento dei modi di fruizione e di produzione degli edifici”<sup>54</sup>.

Negli ultimi anni il prodotto edilizio medio ha subito una profonda evoluzione, dovuta all’importanza assunta dalla componente impiantistica e alla presenza di nuovi materiali e tecnologie caratterizzanti tutte le fasi del ciclo produttivo edile.

L’introduzione delle cosiddette “tecnologie dell’informazione” (automazione, informatica, telecomunicazioni, ecc.) all’interno dei sistemi edilizi complessi ha prodotto un forte impatto non solo a livello di struttura organizzativa degli utenti, ma anche a livello di relazione tra organizzazione delle attività e modi di utilizzo dell’edificio stesso. Questo nuovo modo di operare presuppone uno stretto legame tra le attività di una organizzazione e le tecnologie presenti all’interno dell’edificio. L’edificio, secondo la nuova concezione, deve quindi assicurare/garantire un supporto tecnologico/organizzativo, sicurezza, comfort e servizi ai suoi occupanti.

Nella società postindustriale, l’edificio è diventato un contenitore attivo, uno strumento diretto di produzione, quindi la gestione e manutenzione di uno strumento produttivo assume un’importanza rilevante perché concorre essa stessa alla produttività.

Il prodotto edilizio è cambiato anche per rispondere alle richieste della nuova domanda non più concentrata solo sul fabbisogno della singola opera, ma anche sul fabbisogno di un servizio alla cui soddisfazione è finalizzata la realizzazione dell’opera stessa.

Si può quindi dire che “un edificio funziona, cioè assolve ai compiti per cui è stato realizzato, grazie a tre elementi fondamentali: la struttura edile, una serie di impianti e un complesso di servizi di supporto (reception, pulizia, catering, vigilanza, ecc.)”<sup>55</sup>.

L’attività di pianificazione dei servizi di supporto di un edificio assume un ruolo fondamentale; il livello di qualità di tale progettazione è misurato considerando la capacità di soddisfazione dei bisogni del cliente, la capacità del servizio di adattarsi alle modifiche dei fabbisogni del cliente e il rispetto dei vincoli economici.

La nuova concezione degli edifici (in particolar modo quelli terziari) si spinge oltre i dettami delle moderne teorie prestazionali e presuppone la necessità di rendere gli stessi edifici e quindi gli utenti che ne usufruiscono, in grado di rispondere prontamente alla dinamiche offerte dal

---

<sup>54</sup> Arbizzani E., op. cit.

<sup>55</sup> Torri F., “Come ridurre i costi di gestione degli immobili attraverso l’adozione del modello <<Global Service>>”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.8, settembre 1995

mercato. Tutto ciò comporta quindi un nuovo approccio nella concezione e progettazione degli edifici basato sui concetti di evolutività, modularità, flessibilità, controllo dei costi di gestione, di utilizzazione e di mantenimento delle prestazioni dell'edificio, metaprogetto, capitolato d'onori, organizzazione della gestione tecnica, economica e finanziaria dell'edificio.

Ma soprattutto "emerge la necessità che ad una aumentata considerazione del ruolo strategico degli edifici nello sviluppo delle organizzazioni corrisponda una attenzione altrettanto forte per le valutazioni che devono essere svolte a supporto delle decisioni sugli investimenti in strutture edilizie. Se è ormai accertato che il costo di investimento iniziale è solo una componente minore delle implicazioni economiche rapportate all'intero ciclo di vita, in questa ottica le implicazioni funzionali che l'edificio comporta nella organizzazione delle attività in uso rivestono una importanza ormai strategica nel raggiungimento degli obiettivi della struttura di utente"<sup>56</sup>.

"L'evoluzione degli edifici terziari verso una maggiore <<intelligenza>> e <<flessibilità>> è ineluttabile; essa è indotta dall'opportunità offerta alle imprese di disporre di attrezzature/tecnologie in grado di accrescere la propria competitività"<sup>57</sup>.

Per raggiungere tali obiettivi sono necessari nuovi metodi, nuovi criteri di concezione progettuale e di gestione degli edifici. Ed infatti assumono sempre più importanza le valutazioni degli aspetti gestionali, di affidabilità, di durabilità funzionale, tecnologica, di manutenibilità e di economicità di esercizio di un edificio.

Le richieste di nuove prestazioni degli edifici devono trovare modi di espressione non solo, direttamente riferibili al soddisfacimento di bisogni degli utenti ma anche, in relazione ad altri operatori, ovvero il proprietario o il promotore immobiliare e il gestore dell'edificio e la collettività. A ciascuno di essi l'edificio nel complesso deve garantire il raggiungimento del proprio obiettivo: remuneratività dell'investimento in un arco temporale predefinito, per il proprietario/promotore ed economicità di funzionamento e programmabilità delle attività manutentive, per il gestore.

L'immobile non solo quindi, come centro di costo ma soprattutto come fonte di profitto e flusso di cassa.

---

<sup>56</sup> Arbizzani E., *"Manutenzione e gestione di edifici complessi"*, Hoepli, Milano, 1995

<sup>57</sup> Tronconi O., *"Nuovi obiettivi nella progettazione di edifici terziari"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.10, novembre 1997

### 1.3.1 Il bene immobile

Il bene immobile può essere definito in base al suo aspetto fisico, dal suo aspetto civilistico ed economico/finanziario. Queste tre variabili sono strettamente connesse.

Aspetto fisico. La parola stessa "immobile" indica la natura "fisica" del bene che lo contraddistingue da qualsiasi altro bene mobile. L'immobile è un bene fisico inamovibile, non può essere trasportato, non può essere quindi avulso dall'ambiente circostante e dalla posizione geografica, è unico e durevole.

Aspetto civilistico, giuridico e fiscale. Il codice civile definisce beni: *"le cose che possono formare oggetto di diritti"*. *"Sono beni immobili il suolo, le sorgenti e i corsi d'acqua, gli alberi, gli edifici e le altre costruzioni, anche se unite al suolo a scopo transitorio, e in genere tutto ciò che naturalmente o artificialmente è incorporato al suolo. Sono reputati immobili i mulini, i bagni e gli altri edifici galleggianti quando sono saldamente ancorati alla riva o all'alveo e sono destinati ad esserlo in modo permanente per la loro utilizzazione. Sono mobili tutti gli altri beni"*.<sup>58</sup>

Il codice civile per definire il bene immobile fa riferimento alla immobilità del bene quindi alla sua fisicità e introduce l'aspetto giuridico legato all'immobile che comprende tutti i diritti, i benefici e le rendite relative alla proprietà di un bene immobile.

Il diritto prende in considerazione un bene immobile se questo è delimitato o delimitabile fisicamente sia sul piano orizzontale sia in verticale.

I diritti sull'immobile si dividono in diritti reali e diritti di credito o personali.

- Diritti reali: si definiscono reali i diritti sulle cose che attribuiscono al loro titolare il potere di trarne tutte le utilità economiche legalmente garantite o alcune di esse. Esse sono anche assoluti nel senso che possono essere fatti valere nei confronti di tutti, a differenza dei diritti personali (o relativi) che invece si fanno valere solo nei confronti di chi è debitore. Diritto reale per eccellenza è la proprietà, con cui si intende il diritto reale che conferisce al suo titolare il potere di godere e disporre di una cosa in modo pieno ed esclusivo (ma entro i limiti e con l'osservanza degli obblighi stabiliti dall'ordinamento giuridico agli artt. 833, 838, 839 C.C, all'art. 22 delle disposizioni sulla legge in generale e all'art. 42 della Costituzione). Il diritto di proprietà è inoltre limitato da altre norme quali l'imposizione fiscale, il PRG e regolamenti edilizi.

I diritti reali si classificano in diritti reali di garanzia che attribuiscono al titolare il potere di soddisfarsi sulla cosa posta a garanzia del proprio credito con preferenza rispetto agli altri creditori; e diritti reali di godimento che attribuiscono il diritto di trarre determinate utilità dall'uso della cosa altrui. Essi sono: l'usufrutto, l'abitazione, la superficie, la servitù prediale, l'enfiteusi (art. 952 c.c.)

---

<sup>58</sup> Art. 810 - 811 C.C.

- diritti di credito o personali: attribuiscono al titolare (detto creditore) la pretesa di esigere una prestazione da una persona determinata (detta debitore). Il rapporto tra titolare-creditore e obbligato-debitore è detto rapporto obbligatorio.

Vi sono diritti di credito nei quali la prestazione dovuto dal debitore consiste nel concedere l'uso di un cosa (per esempio la locazione). In questo caso si parla di diritto personale di godimento.

Inoltre si definisce il concetto di possesso (art. 1140 c.c.) che, differenziandosi dalla proprietà in quanto diritto, si rivela con potere dio fatto di una cosa e si manifesta bene l'esercizio del diritto di proprietà (possesso pieno) o di altro diritto reale (possesso minore).

Il diritto di proprietà e il possessi possono far capo a un medesimo titolare, ma può anche verificarsi una situazione in cui siano disgiunti.

Aspetto economico/finanziario. L'aspetto economico deriva dall'aspetto fisico e giuridico del bene immobile. L'immobilità, ad esempio, implica che i benefici economici forniti dal bene sono legati alla sua localizzazione; la caratteristica di essere un bene durevole significa che produce benefici economici per un lungo periodo. La proprietà del bene che attribuiscono al titolare il potere di trarne tutte le utilità economiche legalmente garantite. L'aspetto finanziario è legato alla capacità del bene immobile di produrre redditività, di trasformarsi in flusso di cassa ed entrare nel mercato dei capitali.

Un altro elemento che caratterizza il bene immobile è la sua destinazioni d'uso<sup>59</sup>.

I fattori che determinano e che, a volte, impongono questi usi e ne possono impedire o sconsigliare un eventuale modifica o cambiamento, appartengono sostanzialmente a tre categorie: a) di natura ubicazionale; b) inerenti alla legislazione urbanistica; c) di tipo costruttivo intrinseco.

Ubicazione. E' il fattore più condizionante: infatti è l'unico che non si può modificare. La destinazione di un immobile è sempre legata all'evoluzione del tessuto urbano entro cui è inserito, quindi alle attività prevalenti che la zona ospita, ai collegamenti logistici e al pregio paesistico o architettonico.

Due esempi di particolare evidenza:

- “sarebbe difficile e comunque non conveniente cambiare la destinazione d'uso da 'residenza' a 'uffici' di una Palazzina a Portofino, vista la fama e la bellezza del luogo che ne fanno un'ambita meta per i turisti; in questo caso si può ragionevolmente presumere che la situazione resterà a lungo immutata, poiché la legislazione protegge rigidamente l'area e i dintorni da un'ulteriore urbanizzazione e da qualsiasi intervento che possa compromettere il pregio del territorio.

---

<sup>59</sup> Codini E., Fossati, A. “*Il mutamento di destinazione d'uso degli immobili*”, Il Sole 24 Ore, Milano 1998

- sarebbe parimenti assurdo convertire in residenza gli spazi che ospitano un ipermercato in zona periferica e prossima agli svincoli autostradali di una grande città; in questo caso è da sottolineare che l'assetto dei centri urbani evolve nel tempo: in un futuro non immediato, l'espansione delle zone residenziali potrebbe rendere conveniente una diversa destinazione dell'area e degli edifici.”<sup>60</sup>

Legislazione urbanistica. E' molto vincolante e, in Italia, molto difficile da modificare.

Le destinazioni d'uso vengono spesso indicate in modo perentorio e meticoloso.

Ad esempio, è annosa nelle grandi città italiane la diatriba relativa alle seguenti destinazioni d'uso:

- residenza / studio professionale
- ufficio / studio professionale
- ufficio / hi-Tech
- hi-tech / laboratorio
- magazzini
- ufficio /archivio
- magazzino / showroom
- show-room / negozio

“Spesso questi vincoli, istituiti per prevenire eventuali abusi edilizi, si stanno rivelando controproducenti nei confronti della collettività stessa, perché “ingessando” gli usi di un dato immobile si creano rigidità che spesso sono di ostacolo ad un eventuale reimpiego e quindi, ad un conseguente sviluppo socio-economico del contesto urbano.

Molti di questi vincoli andrebbero aboliti o, quantomeno, resi flessibili e rapidamente modificabili senza dover intervenire sugli strumenti urbanistici”.<sup>61</sup>

Fattori Costruttivi. Sono vincoli facilmente superabili, perché è sempre possibile modificare, anche radicalmente, i manufatti.

C'è solo da tenere presente la convenienza economica: spesso tutta da verificare.

---

<sup>60</sup> Viganò E., “*La gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari*”, Dispensa Master “Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari”, Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000-2001

<sup>61</sup> ibidem

**Tabella 1: Destinazioni d'uso degli edifici**

<b>Destinazione d'uso</b>	<b>Tipologia dell'immobile</b>
Agricolo	Case coloniche, stalle, magazzini, silos, ricovero attrezzi.
Residenziale	Abitazioni urbane, ville, villini, seconde case d'uso privato, magazzini, case per anziani autosufficienti, parcheggi privati.
Industriale	Opifici, magazzini per lo stoccaggio delle merci, manufatti adibiti all'industria, studi televisivi e cinematografici, centrali elettriche e delle telecomunicazioni.
Terziario Amministrativo	Uffici privati, uffici pubblici, parcheggi privati, archivi, Hi-Tech, centri di calcolo.
Commerciale	Negozi, ristoranti, ipermercati, supermercati, centri commerciali, fiere, esposizioni, show room, gross-center.
Alberghiero	Alberghi, residences (uso pubblico), edifici per la terza età, centri congressi, terme, villaggi turistici.
Ospedaliero	Ospedali, cliniche, terme.
Servizi pubblici	Scuole, università, biblioteche, centri congressi, caserme, carceri, tribunali, musei, stazioni ferroviarie, marittime e delle linee metropolitane, aeroporti, dogane, autoparcheggi pubblici.
Sport e spettacolo Tempo libero	Stadi, palazzetti dello sport, auditorium, centri sportivi, golf, ippodromi, piscine, parchi spettacolo e divertimenti, porti turistici, discoteche, cinema, teatri.
Misti	Sono quegli edifici che ospitano 2 o più tipologie qui sopra elencate.

Fonte: Codini E., Fossati, op. cit.

**Tabella 2: Sottodestinazioni d'uso**

<b>Residenze:</b>	<b>Uffici:</b>	<b>Alberghi:</b>
Ultrapopolari	Di rappresentanza	1 stella
Popolari	Direzionali	2 stelle
Civili	Operativi	3 stelle
Di lusso o di pregio	Hi-tech	4 stelle
Case-albergo		5 stelle

Fonte: Codini E., Fossati, op. cit.

### **1.3.1.1 Il concetto di “Fungibilità” e di “Valore” del bene immobile**

I tre fattori: ubicazione, regolamentazione urbanistica e tipologia costruttiva determinano la destinazione d'uso degli edifici, secondo un numero di combinazioni e sfumature molto elevato e variegato.

Se il fattore “ubicazione” lo consente, però, gli altri due fattori possono essere abbastanza modificati o adeguati per ottenere la possibilità di più di una destinazione d'uso, o, nell'ambito della stessa destinazione d'uso, essere congeniali a diversi utenti senza particolari e onerosi interventi dal punto di vista economico. E' necessario, a questo punto introdurre il concetto di fungibilità del bene immobiliare.

⇒ La fungibilità è l'attitudine di un immobile ad assumere differenti destinazioni d'uso e, pertanto, ad essere utilizzato da differenti utenti.

Per chiarire questo concetto, si possono esaminare alcuni casi esemplificativi in cui si evince come i tre fattori (ubicazione, regolamentazione urbanistica, tipologia progettuale e costruttiva) agiscono nella definizione della fungibilità o meno dell'immobile.

**Tabella 3: Gradi di fungibilità**

<b>Edificio industriale sito all'interno di un complesso industriale abbastanza esteso</b>	
<i>Esempio: stabilimenti Montedison a Priolo, in provincia di Catania</i>	
▪ <b>ubicazione</b>	estremamente vincolante, poiché si tratta di un'area industriale per la quale non è prevedibile alcuna possibilità di evoluzione in tempi brevi e quindi economicamente operabili
▪ <b>destinazione urbanistica</b>	industriale
▪ <b>tipologia costruttiva</b>	strettamente correlata alle esigenze dell'industria
<b>F u n g i b i l i t à :            n u l l a</b>	

<b>Edificio storico. Esempio: Palazzo Pitti a Firenze</b>	
▪ <b>ubicazione</b>	centrale
▪ <b>destinazione urbanistica</b>	immobile soggetto a vincolo di tutela storico-monumentale (legge 1089/39)
▪ <b>tipologia costruttiva</b>	monumentale
<i>"La fungibilità è scarsa a causa dei forti vincoli di natura urbanistica, praticamente impossibili da rimuovere anche se le caratteristiche costruttive renderebbero facilmente modificabile l'edificio, pur salvaguardandone la destinazione storico-monumentale. Diversi studi hanno mostrato che il cambiamento di destinazione d'uso (albergo, uffici direzionali, show-room), è economicamente vantaggioso, ma reso inattuabile dal vincolo "urbanistico" che il Comune di Firenze, ha applicato a questo immobile destinandolo a palazzo delle esposizioni e degli eventi culturali."</i>	
<b>F u n g i b i l i t à :            s c a r s a</b>	

<b>Edificio industriale sito nel centro storico di una grande città</b>	
<i>Esempio: stabilimento del Corriere della Sera, in Via Solferino angolo Via San Marco a Milano</i>	
▪ <b>ubicazione</b>	non vincolante, poiché l'edificio è collocato all'interno di un'area residenziale di pregio.
▪ <b>destinazione urbanistica</b>	industriale
▪ <b>tipologia costruttiva</b>	correlata alle esigenze dell'industria
<i>"In queste condizioni particolari potrà essere relativamente semplice procedere ad una modifica delle norme del PRG e quindi ad una totale riconversione dell'immobile, trasformandolo, con costi irrisori rispetto all'incremento di valore, in base a diverse possibili alternative tipologiche: centro commerciale; uffici direzionali; cultura/spettacolo; qualsiasi altro uso possa convenire, sia economicamente che urbanisticamente"</i>	
<b>F u n g i b i l i t à :            b u o n a</b>	

<i>Esempi: Galleria Colonna (Piazza Colonna - Roma) - Galleria Vittorio Emanuele (Piazza Duomo - Milano) Sono entrambi complessi immobiliari realizzati tra la fine dell' 800 e l'inizio del '900, di grandissime dimensioni (occupano interi isolati), adibiti attualmente a negozi (piani terra) e uffici pubblici e privati, molto frammentati, ai piani superiori:</i>	
▪ <b>ubicazione</b>	centralissima
▪ <b>destinazione urbanistica</b>	vincolata poiché trattasi di centro storico e pertanto soggetta a tutte quelle prescrizioni di natura architettonica, storica ed ambientale che vengono poste in essere dai Comuni per salvaguardare il patrimonio immobiliare municipale
▪ <b>tipologia costruttiva</b>	di pregio anche se non monumentale, e caratterizzata da grandi spazi; il 'disegno' è ovviamente legato alla cultura abitativa dell'epoca e dunque abbastanza distante dalle concezioni attuali
<i>"Questi due immobili potrebbero facilmente e con modesto investimento avere una nuova configurazione. Le destinazioni d'uso possibili sarebbero estremamente numerose: residenze; alberghi; uffici; centri commerciali; centri culturali e per lo spettacolo; destinazioni particolari: le grandi dimensioni lascerebbero largo spazio alla creatività degli architetti e dei promotori"</i>	
<b>F u n g i b i l i t à :            o t t i m a</b>	

Fonte: Viganò E. "La gestione attiva di grandi patrimoni immobiliari", Dispensa Master "Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000-2001

I motivi che spingono un determinato soggetto ad acquisire e a mantenere il possesso di un immobile sono direttamente e strettamente correlati alla sua fungibilità.

Se chi acquista lo fa in base a necessità strumentali (o funzionali), darà poca importanza al fattore fungibilità, anche se, ove possibile, ne terrà comunque conto.

Se invece chi acquista è un investitore - vuole cioè trarre reddito dall'immobile - il fattore fungibilità influenzerà in modo essenziale la sua scelta, dato che è direttamente collegabile al rischio immobiliare.

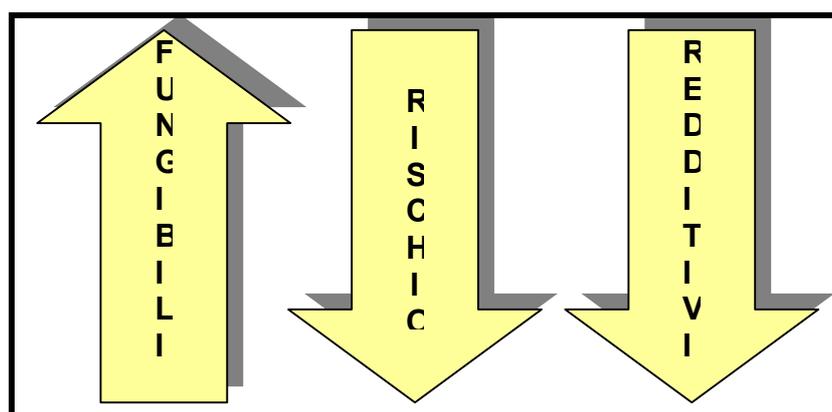
Nel caso l'acquirente sia una banca, e le motivazioni di tipo strumentale (sportello bancario) il fattore che determinerà la scelta sarà unicamente dettato dalle esigenze di "copertura" di una determinata area di territorio della clientela; sarà cioè importante acquisire un immobile facilmente raggiungibile dal maggior numero dei propri clienti e/o del bacino di clientela potenziale; mentre la possibilità di convertire l'immobile ad altri usi o l'ubicazione dello stesso in aree urbanistiche in via di trasformazione, assumerà un peso nettamente inferiore.

L'acquisto per scopi strumentali, dunque, ben difficilmente potrà essere svincolato dalle esigenze specifiche, a volte particolarissime, dell'utente/proprietario.

Diametralmente opposta, invece, sarà la logica dell'investitore immobiliare, che valuterà attentamente il rischio del proprio investimento; questo rischio, ovviamente, sarà strettamente legato al reddito atteso dall'immobile da acquisire e al tipo di contratto di locazione in essere.

Appare evidente che il rischio immobiliare è inversamente proporzionale alla fungibilità dell'immobile: ne deriva che la redditività attesa (o ottimale) risulta anch'essa inversamente proporzionale alla fungibilità.

**Grafico 7: Fungibilità, Rischio e Redditività**



## Scopo del possesso e valori immobiliari

Considerando le due grandi categorie di proprietari immobiliari (gli investitori istituzionali ed i possessori di beni strumentali) dobbiamo presumere che le logiche che li hanno condotti all'acquisto ed al possesso dei propri beni siano completamente differenti.

I valori che essi attribuiscono ai propri beni, sono di conseguenza, spesso, in larga misura difforni.

L'investitore istituzionale non solo deve tenere presente, il valore intrinseco dell'immobile al momento del suo acquisto, ma deve anche poter valutare con la massima precisione la sua redditività potenziale e la capacità di rivalutazione nel tempo, senza perdere di vista la possibilità di una eventuale ricollocazione sul mercato immobiliare.

“Egli, quindi, dovrà essenzialmente restare “nel mercato” e, pertanto, sarà interessato al “valore di mercato” dell'immobile che intende acquistare, non solo quello del momento dell'acquisto, ma anche quello che si potrebbe verificare in un periodo successivo”.<sup>62</sup>

Per i beni strumentali, invece è essenziale l'adeguatezza delle loro caratteristiche alle esigenze standard dell'azienda acquirente.

In questo caso sono considerate di secondo piano le altre caratteristiche dell'immobile, quali la potenzialità reddituale e di rivalutazione nel tempo: a volte queste ultime hanno un peso praticamente nullo a fronte della necessità operativa dell'azienda che intende acquisire il bene.

Questo tipo di operatore ragionerà pertanto con logiche di tipo patrimoniale; il bene immobiliare, cioè, dovrà essere considerato alla stessa stregua di qualsiasi altra parte del patrimonio dell'azienda: come i mobili, le attrezzature, le macchine, il magazzino, le scorte, le risorse umane, il know how, ecc.

Ognuna delle componenti il patrimonio aziendale avrà costi armonicamente compatibili con la sua particolare attività.

In questo caso si parlerà pertanto di “valore patrimoniale” del bene immobiliare.

In caso invece di un'azienda della grande distribuzione (Rinascente, Standa, Esselunga, ecc.): costantemente in concorrenza con altri gruppi dello stesso settore, è alla ricerca continua di nuovi punti di vendita con ben precise caratteristiche: essi devono essere baricentrici ad un'area popolosa e priva di punti vendita analoghi (bacino d'utenza), e devono essere in prossimità di importanti vie di comunicazione e dotati di ampi parcheggi. Anche la “visibilità” è importante.<sup>63</sup>

---

<sup>62</sup> Viganò E. “Quadro sinottico delle problematiche di dismissione di grandi patrimoni immobiliari” Dispensa Master “Facility Management : la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari” Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1998-2009

<sup>63</sup> Rigamonti R., Musso R. “La valorizzazione di un patrimonio immobiliare” Dispensa Master “Innovazione manageriale e nuove tecnologie per la gestione di edifici/patrimoni immobiliari” Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1999-2000

Inoltre il Piano Regolatore del Comune a cui appartiene il lotto in questione, deve permettere l'esercizio commerciale per grandi superfici.

Sulla base di queste precise esigenze è chiaro come non vi possano essere molte alternative: è molto probabile che nessun altro fattore abbia molta rilevanza ed anche il prezzo, entro certi limiti, possa essere considerato in secondo ordine.

Siamo in una situazione di rarefazione o addirittura assenza di mercato di un certo tipo di immobili o terreni edificabili e, di conseguenza, in questi casi parlare di valore di mercato ha poco senso o non ne ha affatto.

Il valore del bene verrà perciò determinato "a valle" con elaborazioni che derivano dalla individuazione del massimo "peso" economicamente sopportabile dalla componente immobiliare nell'ambito dell'intera operazione produttiva.

Il valore dell'immobile verrà calcolato dall'operatore commerciale in funzione della componente immobiliare sopportabile nell'ambito del fatturato potenziale del Centro Commerciale che si intende valutare.

Nel caso di un investitore istituzionale che è interessato all'acquisto dello stesso immobile di cui sopra, lo farà per altre ragioni. Quest'ultimo infatti avrà l'esigenza di assicurarsi:

- a) un reddito (affitto) immobiliare sufficientemente elevato;
- b) che l'inquilino (affittuario) sia sufficientemente affidabile;
- c) che in caso di interruzione o non rinnovo del contratto esistano altri potenziali affittuari interessati a subentrare;
- d) che il prezzo dell'immobile sia adeguato al mercato specifico di questa particolare tipologia edilizia;
- e) che, in caso di necessità, l'edificio sia facilmente alienabile ad un prezzo possibilmente più alto di quello sostenuto per l'acquisto.

In questo caso l'investitore istituzionale, non potrà che rivolgersi ad un mercato il più vasto possibile, fino, addirittura, ad un mercato che comprenda aree di dimensione nazionale o internazionale.

Per questo tipo di immobili molto specializzati (e, quindi, poco fungibili), ci si deve riferire a prezzi (e rendimenti) validi mediamente su scale il più estese possibili: d'altronde anche gli operatori, sia i gestori (affittuari) che gli investitori (proprietari), normalmente sono compagnie che operano, come minimo, su aree continentali (Europa, Americhe, Asia) e, talvolta, su aree mondiali.

Ecco allora che potrebbe accadere (ma non sempre ciò si verifica) che il nostro oggetto (ipermercato in questo caso) abbia un costo adeguato ai parametri del mercato internazionale e che possa garantire un reddito immobiliare (affitto) calcolato in termini di percentuale del fatturato "commerciale" che sia sopportabile da un gestore "medio".

In questo caso si può dire che il valore “patrimoniale” coincide con quello “di mercato” pur essendo, i due valori, derivanti da logiche e calcoli completamente differenti.

Ciò non sempre accade, soprattutto, nel caso di immobili molto specializzati e poco numerosi, si può verificare che non esistano operatori immobiliari disponibili all'investimento perché una o più condizioni espresse ai punti precedenti (a ed e) non vengono rispettate.

In questo caso il valore “patrimoniale” è da considerarsi più alto di quello che convenzionalmente chiameremo “di mercato”, pertanto l'utente non avrà altra alternativa che quella, appunto, di “patrimonializzare” l'immobile; diversamente, quest'ultimo potrebbe essere acquisito a scopo di reddito da una società immobiliare specializzata e dato in locazione all'operatore commerciale per l'utilizzazione.

Sempre in questo caso, la società commerciale dovrà attentamente calcolare il peso che avrà non solo il costo dell'immobile acquistato, ma anche l'impatto negativo dell'immobilizzo di parte del proprio capitale liquido sul “cash flow” aziendale.

Appare chiaro che questo ragionamento si applica a tutti quegli immobili che si prestano ad avere un utilizzatore poco interessato alla proprietà, dato che il suo capitale è più concretamente indirizzato al suo “business”. Questo accade spesso nel caso di immobili che abbiano le seguenti destinazioni d'uso: uffici, centri commerciali, alberghi.

Anche per le altre destinazioni d'uso si può presentare il caso di un interesse convergente tra investitore ed utente: un caso limite può essere considerato quello di alcune istituzioni appositamente create per scopi sociali (edilizia pubblica, fondi pensione, enti morali o religiosi): in questi casi la logica dell'investimento sarà diversa da quella meramente economica e perciò, anche in questo caso può accadere che essa si discosti da quella del “mercato immobiliare”.

L'attività di un imprenditore immobiliare, che “produce” immobili e li vende per ottenerne il relativo utile imprenditoriale, è sintetizzabile come segue: acquisto di un'area edificabile o non, eventuale intervento sul P.R.G. del Comune nel territorio sul quale insiste l'area stessa al fine di renderla edificabile, ottenimento delle concessioni ad edificare, costruzione degli immobili (la cui destinazione d'uso finale sarà stata preventivamente individuata previo accurato studio ed indagine di mercato) promozione alla commercializzazione e vendita degli immobili (vendita, quest'ultima, che potrebbe essere effettuata sia all'utente finale che ad un investitore istituzionale).

Poiché questo tipo di operazione dura un considerevole numero di anni e si ripete numerose volte è più logico che, ad un certo punto della propria “storia”, l'imprenditore abbia un “portafoglio” immobiliare, cioè patrimonio molto eterogeneo così composto:

- a) aree non ancora edificabili
- b) aree il cui iter urbanistico per renderle edificabili non è ancora concluso
- c) aree edificabili (concessioni rilasciate);
- d) cantieri in corso d'opera;

e) immobili ultimati in corso di vendita (magazzino);

f) immobili invenduti (sfridi).

Questo imprenditore potrà in diversi periodi, trovarsi in situazioni finanziarie più o meno tranquille: potrà essere, cioè, in condizioni di avere quantomeno necessità di accelerare le vendite, per poter far fronte all'indebitamento verso i Crediti Fondiari o per nuovi investimenti.

Il portafoglio immobiliare dell'imprenditore presenta alcune situazioni -patrimoniali in cui si può verificare agevolmente l'esistenza di un valore di un "mercato" : esistono cioè "oggetti" in possibile offerta che risultano appetibili per la domanda e qualsiasi verifica di un eventuale incontro fra domanda ed offerta in base ad un prezzo che deriva da un "valore di mercato" risulta abbastanza ben definibile e documentabile.

Queste situazioni si determinano quando:

a) l'area non è ancora edificabile (mercato dei terreni agricoli o delle aree industriali dismesse);

b) l'area è dotata di Concessioni Edilizie (mercato dei lotti edificabili);

c) l'immobile è ultimato in tutte le sue parti.

In queste tre condizioni non si può e non si deve parlare altro che di "valore di mercato".

E questo lo può fare non solo l'imprenditore, ma lo dovrebbe poter fare anche il suo creditore dato che in questa condizione si può dire che esista una sostanziale coincidenza tra valore di mercato, valore di realizzo e valore patrimoniale.

Negli altri casi, invece, l'ottica dei due soggetti (imprenditore e creditore) è sostanzialmente diversa: non c'è mercato per gli immobili nei casi "d" e "f, o il mercato è estremamente rarefatto e poco ricettivo all'offerta.

Per l'imprenditore, essi sono oggetti che fanno parte di un processo in corso e che hanno un loro valore "patrimoniale" che comprende sicuramente, almeno per lui, tutti i costi sostenuti fino a quel momento, ma anche, almeno in parte, il valore aggiunto che l'oggetto ha acquisito fino a quel momento dell'iter produttivo, nel caso che l'intera operazione venga condotta a buon fine.

Il creditore certo non può permettersi di fare lo stesso ragionamento perché nel caso in cui l'operazione immobiliare non venga completata positivamente, l'assenza di mercato, renderebbe alquanto difficoltoso un eventuale realizzo e, comunque, a valori ben più bassi di quelli calcolati a livello "patrimoniale" dall'imprenditore immobiliare.

Prudenzialmente, perciò, il creditore dovrà attribuire agli immobili in questione valori di "realizzo" molto spesso di gran lunga inferiori anche ai solo costi sostenuti fino a quel momento.

In questi casi, dunque, il valore di realizzo, che è una sottospecie del valore di "mercato" nel senso che ad esso corrisponde un eventuale "prezzo" di vendita dell'oggetto in quella determinata fase del processo, risulta di gran lunga inferiore al valore patrimoniale attribuito dall'imprenditore che gestisce il processo di produzione dell'immobile.

Un altro caso in cui è marcatissima la differenza tra valore patrimoniale e valore di mercato di un immobile è quella di un edificio a destinazione residenziale acquistato e posseduto da un Ente Istituzionale.

Quando l'immobile viene acquistato, il suo valore di mercato (che dovrebbe coincidere con il prezzo d'acquisto) è desumibile dalle medie di mercato di appartamenti nuovi, liberi e disponibili.

Ma, nel momento stesso in cui l'immobile viene locato, vede cadere il proprio valore di mercato di una notevole quota (30% mediamente) proprio per il fatto stesso che esso a questo punto è occupato.

L'Ente proprietario dovrà perciò tenere conto di questi due valori: il primo (coincidente con il prezzo di acquisto), sarà iscritto a bilancio e sarà considerato alla stregua di valore patrimoniale, il secondo, che varierà nel tempo e presumibilmente dopo diversi anni raggiungerà e forse supererà il primo, dovrà comunque essere sempre tenuto presente e valutato anno dopo anno, allo scopo di sapere se, nel caso di necessità, esso sia sufficiente per la copertura della "riserve tecniche" che, l'Ente potrebbe essere obbligato a garantire.

#### **Definizione di valore di mercato (standard internazionale)<sup>64</sup>**

Per valore di mercato si intende il miglior prezzo al quale la vendita di un bene immobile potrà ragionevolmente ritenersi come incondizionatamente conclusa, contro corrispettivo in denaro alla data della valutazione, presupponendo che:

- la parte venditrice abbia reale intenzione di alienare i beni;
- anteriormente alla data della presente stima ci sia un ragionevole periodo di tempo (considerando la tipologia del bene e la situazione del mercato) per effettuare una adeguata commercializzazione, concordare il prezzo e le condizioni di vendita per portare a termine la vendita;
- il trend di mercato, il livello di valore e le altre condizioni economiche alla data di stipula del preliminare del contratto di compravendita siano identici a quelli esistenti alla data della valutazione;
- eventuali offerte da parte di acquirenti per i quali la proprietà abbia caratteristiche tali da farla considerare come "fuori mercato" non vengano prese in considerazione.

---

<sup>64</sup> Tecnoborsa, "Codice delle valutazioni immobiliari", Tecnoborsa, Roma 2000

### **Definizione di valore patrimoniale<sup>65</sup>**

Per valore patrimoniale si intende l'equo prezzo di un trasferimento di una proprietà immobiliare tra due parti a conoscenza di tutti i fattori ad essa inerenti, presumendo che i beni in esame siano oggetto di una iniziativa immobiliare compiuta, per cui gli stessi verranno considerati in relazione alla capacità che hanno nel produrre un ritorno economico.

Nel caso in cui la proprietà degli immobili utilizzi prevalentemente in modo strumentale gli stessi ai fini dell'esercizio della propria attività, essa *ha un sostanziale interesse alla conservazione del titolo di possesso* e, pertanto, non solo non sia obbligata alla alienazione dei beni in tempi brevi o durante periodi di mercato sfavorevoli, ma al contrario abbia interesse all'utilizzarli direttamente o comunque, in casi limitati e circoscritti, a valorizzarli prima di eventuali dismissioni.

Nel caso in cui gli immobili oggetto di stima patrimoniale siano di proprietà di Società specializzate nel settore dello sviluppo immobiliare, si ipotizza che queste ultime non abbiano interesse alcuno alla conservazione della proprietà, e che peraltro non siano obbligate alla alienazione dei beni di loro proprietà in tempi brevi o durante periodi di mercato sfavorevoli.

### **Differenze sostanziali tra valore patrimoniale e valore di mercato**

Considerando le definizioni sopra esposte, è necessario evidenziare schematicamente le differenze più importanti fra i valori: patrimoniale e di mercato:

prezzo: nel caso di valore patrimoniale, il "prezzo" può anche non essere espresso in denaro, ma può essere pagato per mezzo di permuta di altri immobili e/o cessioni di azioni od altre forme di scambio. il valore di mercato, invece, è riferito ad un prezzo interamente espresso in moneta corrente che verrà pagato all'atto dell'acquisto;

tempo: nel caso di valore patrimoniale, il tempo necessario per l'alienazione dei beni è quello occorrente per ottenere l'ottimizzazione dell'operazione immobiliare. Nel caso, invece, di valore di mercato, il tempo è quello che si ritiene tecnicamente necessario per una corretta commercializzazione del bene;

alienazione: nel caso di valore patrimoniale, la proprietà può non essere interessata all'alienazione ma, al contrario, avere la convenienza di portare a termine le operazioni di sviluppo immobiliare intraprese.

E' inoltre necessario sottolineare che i due valori (patrimoniale e di mercato) non dovrebbero essere confrontati fra loro perché determinati su presupposti estremamente diversi, il valore patrimoniale infatti è precipuamente determinato per le seguenti finalità:

- certificazione di bilancio;
- scambi, fusioni o acquisizioni di Società che, possiedono beni immobiliari;
- richiesta mutui fondiari, finanziamenti, fidejussioni.

---

<sup>65</sup> Tecnoborsa, op. cit.

Come è possibile notare, gli scopi esposti, in effetti, non implicano una effettiva alienazione dei beni immobili oggetto di valutazione.

Il valore di mercato invece, è determinato quasi esclusivamente per i casi di effettiva compravendita dell'immobile.

### **Valore Patrimoniale, di mercato e di realizzo in alcuni casi particolari**

Nel caso in cui il proprietario di un immobile, non importa se strumentale o da reddito, sia nella condizione di dover vendere il proprio immobile, a seconda della circostanza si può passare da una pura e semplice volontà di vendere, ad una vera e propria improrogabile necessità (vendita forzata).

Di conseguenza i tempi a lui concessi possono variare da quelli congrui e tipici del mercato immobiliare (mesi, anni) a quelli vincolanti dell' "incanto" in caso di fallimento o di situazioni analoghe.

Il fattore tempo può influire, in modo determinante sul prezzo ottenibile e quest'ultimo tanto più si discosterà da quello ottimale (coincidente con i valori medi riscontrabili nel mercato) tanto più breve sarà il tempo concesso alla vendita ed alle trattative, dato che in questo caso risulta diminuita la possibilità di un incontro tra l'offerta ed una domanda molto selezionata.

Se osserviamo un vasto compendio di beni immobiliari si potrà statisticamente verificare che il numero maggiore di casi di significativa differenza, tra valori di realizzo in tempi brevi e quelli medi di mercato, si verifica nell'ambito di immobili strumentali, che, per loro stessa natura, sono stati acquistati senza poter tenere in debito conto la loro propensione ad essere utilizzati da diversi utenti e quindi ad avere una discreta appetibilità e fungibilità per il mercato.

Un sott'insieme di notevole entità di questi bei strumentali è costituito proprio da quegli immobili in via di sviluppo che fanno parte dei patrimoni "industriali" (cioè considerati quali oggetti prodotti dalla "industria" edilizia) degli operatori immobiliari e che abbiamo visto essere considerati in un momento di assenza di vero e proprio mercato.

Essi sono soprattutto aree il cui iter urbanistico non è ancora stato ultimato, oppure sono cantieri in corso d'opera lontani dalla loro ultimazione, o in caso esistano i residui di vendita frazionata (sfridi).

In questi casi si verificherà una grande differenza tra il valore di realizzo ottenibile in tempi brevi ed il "teorico" valore patrimoniale attribuito ad essi dall'operatore immobiliare, (che, se non fosse nella improrogabile necessità di alienare questi immobili, se ne guarderebbe bene ed al contrario, procederebbe nel loro sviluppo e valorizzazione per poter realizzare tutto il loro valore di mercato.

E' possibile solo fare delle valutazioni per definire quanto sia possibile scostarsi dall'ipotetico valore di mercato (riferito cioè alle opere finite), deducendo i costi attualizzati, i mancanti utili, gli

oneri finanziari e quant'altro manchi alla effettiva commerciabilità ottimale del bene oggetto della stima.

Ma si tratta pur sempre di stima, non di effettivo valore di mercato verificabile con un prezzo.

Ne deriva una specie di assioma: tanto più il nostro immobile è fungibile, tanto più esso risulterà inseribile in un mercato con un alto grado di efficienza, pertanto maggiori saranno le possibilità che in caso di necessità di vendita (realizzo) il prezzo ottenibile tenda a coincidere con i valori medi di mercato, e di conseguenza, minori risulteranno le perdite conseguenti.

Ciò è ovviamente da considerarsi tanto più vero quanto più lunghi sono i tempi concessi per il realizzo del bene.

Se, però, l'immobile è molto fungibile, i tempi necessari per il suo realizzo si possono ridurre al punto da non influire sul prezzo.

Questa proprietà è reversibile: infatti è facilmente verificabile che tanto maggiore è il tempo necessario per rendere effettivamente commerciabile bene immobiliare (area non inserita in P.R.G. o cantiere in corso) tanto meno esso risulta fungibile e, pertanto maggiore sarà il divario tra il prezzo ottenibile in caso di realizzo ed il valore patrimoniale (in questo caso potenziale), che avrebbe l'immobile se raffrontabile alle medie del mercato nell'ipotesi di ultimazione, dedotti ovviamente tutti i costi ancora necessari per la conclusione dei lavori e, l'avvio della fase di commercializzazione.

Sembra ormai chiaro che i tre valori: patrimoniale, di mercato, di realizzo, difficilmente coincidono perché essi dipendono soprattutto dalle condizioni non solo dell'oggetto in vendita, e dalle necessità temporali del proprietario.

Abbiamo visto che la fungibilità è l'attitudine di un immobile ad essere utilizzato da differenti utenti.

Ne consegue che ad una maggiore fungibilità corrisponde una maggiore facilità di alienazione e/o messa a reddito e viceversa.

**Tabella 4: Fungibilità e valore di mercato (vm) e patrimoniale (vp)**

Fungibilità	Vm	Vr	Rischio immobiliare	Reddito ottimale richiesto
ALTA ↑	$V_m > V_p$	$V_r = V_p$	BASSO ↓	BASSO ↓
MEDIA ↔	$V_m \sim V_p$	$V_r < V_p$	MEDIO ↔	MEDIO ↔
BASSA ↓	$V_m \leq V_p$	$V_r \ll V_p$	ALTO ↑	ALTO ↑

Fonte: Viganò E. "La gestione attiva di grandi patrimoni immobiliari", Dispensa Master "Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000-2001

### 1.3.2 Il patrimonio immobiliare

Il patrimonio è quel complesso di beni che la proprietà ha in disponibilità, sia per acquisizione che per altre forme (locazione, comodato, leasing, ecc.). Il patrimonio è, per l'appunto, immobiliare, ossia inamovibile, che non si può trasportare. Esso viene di norma suddiviso tra immobili strumentali ad uso istituzionale (immobili a strumentalità diretta ed immobili a strumentalità indiretta) e immobili ad uso non strumentali

Immobili strumentali o ad uso istituzionale, sono gli insediamenti stabili caratterizzati dall'esclusiva presenza della proprietà (aziendale) per una destinazione specifica, ovvero quelli nei quali vengono svolte le attività istituzionali di essa (*immobili a strumentalità diretta*): sedi legali, direzioni generali e presidenza, sedi territoriali e locali, uffici di rappresentanza, centri di elaborazione dati, mense e cucine, autorimesse, archivi, ecc. La loro utilizzazione è spesso in continua evoluzione, sia per apertura o chiusura di nuove sedi, che per il loro rinnovo in linea con gli indirizzi di marketing aziendale e con l'evoluzione dei compiti dell'ente proprietario. La loro acquisizione o il loro uso avviene sovente anche per motivi di immagine o di particolare necessità; la proprietà può quindi rivolgersi a mercati qualificati o comunque con caratteristiche tipiche. La dismissione non è frequente; tali immobili fanno in genere parte dell'avvio dell'ente e sono spesso posti al di fuori del mercato immobiliare. Gli immobili a strumentalità indiretta sono destinati ad attività connesse con la funzione aziendale. Caso tipico sono quelli destinati a foresteria, e cioè all'uso residenziale esclusivo dell'azienda, e alla disponibilità del personale dell'ente proprietario. Sono immobili acquisiti sul mercato in funzione di determinate esigenze (quali per esempio, la limitata distanza dal posto di lavoro), spesso d'intesa tra proprietà e sindacati aziendali.

Gli immobili non strumentali, possono appartenere a qualsiasi tipologia d'uso.

Se il fine per il quale essi sono stati acquisiti è quello di messa a reddito, sarà evidentemente la capacità di produrlo l'elemento determinante per la decisione nel momento della compravendita; qualora invece lo scopo sia diverso, si tratterà di valutare le peculiarità che essi debbono possedere per rispondere pienamente, o comunque il più possibile, alla funzione richiesta.<sup>66</sup>

Immobili strumentali: al primo gruppo appartengono tutti gli immobili utilizzati direttamente, ovvero strumentalmente, dalla "società madre" per poter esercitare la propria attività<sup>67</sup>. Gli immobili strumentali possono essere fungibili (uffici direzionali in posizione centrale nelle grandi città), poco fungibili (sportelli bancari con caveau o uffici direzionali in periferia) e infungibili

---

<sup>66</sup> Solustri C., "Gestione e manutenzione dei patrimoni immobiliari", NIS, Roma 1997

<sup>67</sup> Esempi di immobili strumentali sono i supermercati per le società di grande distribuzione, gli alberghi per le Società alberghiere, i capannoni industriali per le Società Manifatturiere, gli sportelli bancari per gli Istituti di Credito ecc.

(centrali tecnologiche, centri di addestramento professionale ed edifici di alta rappresentanza in periferia).

Non essendo necessario per una società utilizzare nello svolgimento della propria attività, immobili di proprietà, esistono numerosi casi di locazione di immobili posseduti da terzi che, pertanto, rientrano nella seconda categoria: quella degli immobili da reddito.

Questi ultimi sono per esempio gli immobili di proprietà degli Enti Previdenziali che da soli possiedono il 25% degli immobili locabili in Italia. L'investimento in immobili a reddito è l'esempio tipico delle Assicurazioni che vantano o vantavano, come nel caso dell'INA, alcuni tra i più vasti e interessanti patrimoni immobiliari da reddito in Italia.

Gli immobili da reddito possono essere sia residenziali (vendibili solo frazionati) che non residenziali (vendibili in blocco).

Alla terza categoria, quella degli immobili da valorizzare, appartengono tra l'altro, tutte le operazioni immobiliari non complete e in via di sviluppo (aree edificabili, edifici dismessi fatiscenti o occupati a reddito scarso, cantieri in corso d'opera, ecc.).

“La strumentalità di un bene è innanzitutto un concetto economico. La dottrina aziendalistica contrappone i beni strumentali a quelli di consumo ed assume come discriminante l'attitudine dei primi a concorrere al processo produttivo per un tempo prolungato. I beni strumentali sono quindi <<beni di uso durevole>>, suscettibili di utilizzazione ripetuta”<sup>68</sup>.

“Gli immobili, in particolare i fabbricati, non costituenti beni strumentali né beni alla cui produzione o scambio è diretta l'attività d'impresa, che concorrono alla determinazione del reddito d'impresa prodotto dalle società di gestione immobiliare”<sup>69</sup> possono essere definiti “immobili a reddito”.

E' quindi lo scopo del possesso, l'uso diretto o indiretto, che permette di distinguere gli immobili strumentali da quelli a reddito. Sono le differenti tipologie di acquirenti, strumentali (utilizzatori strumentali) e reddituali (investitori istituzionali), che ponendosi in modo diverso nei confronti dello stesso mercato rendono attuabile una simile distinzione, fondamentale per stabilire anche le strategie di gestione immobiliare.

E a seconda della tipologia di investitore, istituzionale o utilizzatore diretto viene associato un determinato valore dell'immobile stesso.

L'investitore istituzionale considera infatti, il valore intrinseco dell'immobile all'atto della compravendita, ma anche la redditività nel tempo (il rientro del capitale investito) e quindi è particolarmente "attento" al valore di mercato dell'immobile.

L'utilizzatore strumentale richiede invece che l'immobile corrisponda alle esigenze produttive della propria azienda ed è quindi particolarmente "interessato" al valore patrimoniale dell'immobile.

---

<sup>68</sup> Gioberti L., Giunta G., Lipari G., *“Immobili e fisco”*, Pirola, Milano, 1996

<sup>69</sup> ibidem

Dal punto di vista civilistico, gli immobili possono essere:

- a) “Strumentali” (nel bilancio sono inserite nelle immobilizzazioni materiali):
- per natura. Sono immobili non suscettibili di diversa utilizzazione a meno di una radicale trasformazione [anche se non utilizzati o dati in locazione o comodato (A10, B, C, D, ed E)]
  - per destinazione. Sono immobili utilizzati in via esclusiva per l'esercizio dell'impresa commerciale, purché non siano oggetto dell'attività commerciale della società.
- b) “Patrimonio”. Sono immobili che non costituiscono né beni strumentali per l'esercizio dell'impresa né beni al cui scambio è diretta l'attività dell'impresa.
- c) “Merce”. Sono immobili la cui produzione o scambio è oggetto dell'attività d'impresa. Un esempio è la vendita di appartamenti da parte di un'impresa edile avente ad oggetto la costruzione e la vendita di immobili. Nel bilancio sono inserite sotto la voce rimanenze.<sup>70</sup>

---

<sup>70</sup> Pisani D., “*Aspetti fiscali nel Real Estate*”, Dispensa Master “Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari”, Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000-2001

### 1.3.2.1 I grandi patrimoni immobiliari e i loro proprietari

Ogni contesto economico-finanziario ha i propri tempi di evoluzione; si tratta, in genere, di tempi relativamente brevi: un periodo superiore a 20 anni può addirittura essere considerato estremo. Il settore immobiliare, a causa delle peculiarità del bene in esame, assume invece caratteristiche temporali a sé stanti. Le aree e i terreni, infatti, non hanno età, mentre un edificio, ha una vita "tecnologica" minima di circa 50 anni: per la loro stessa natura, quindi, i grandi patrimoni immobiliari si sono formati in periodi di tempo che possono essere definiti lunghi, o estremamente lunghi, e possono essere composti in larga misura da edifici vecchi e antichi (vecchio: 70-100 1 antico: oltre i 100).

Un patrimonio immobiliare è dunque un'entità eterogenea e gli oneri economici per l'acquisizione di ciascun elemento (il singolo edificio) risultano differenti anche in base alle età degli stessi.

Ne consegue che ogni grande patrimonio immobiliare ha caratteristiche proprie in termini di:

- dispersione nel territorio;
- eterogeneità delle destinazioni d'uso;
- differenti stati di conservazione manutentiva ed adeguamento tecnologico;
- differenti redditività.

Queste disomogeneità si accentuano, ovviamente, tanto più il patrimonio è vasto ed importante e tanto più è risultata "statica" la sua gestione: la natura giuridica, storica ed istituzionale della Proprietà ne può condizionare, infatti, le possibilità gestionali.

Storicamente, i grandi patrimoni sono stati quelli della Chiesa, degli Ordini Religiosi e delle famiglie nobili: prevalentemente costituiti da terreni agricoli, si sono via via ridotti e trasformati.

Più recentemente se ne sono aggiunti altri, del tutto analoghi, appartenente al Demanio dello Stato e agli Enti Locali (Regioni, Province, Comuni) o ad Enti Morali o Assistenziali (es. Ospedale Maggiore Ca Granda di Milano).

Salvo casi eccezionali, questi patrimoni sono caratterizzati da:

- notevole staticità (mancato rinnovo o adeguato all'evoluzione urbana);
- vendite scarse o nulle;
- redditività limitata o inesistente (a volte addirittura negativa);
- carenze amministrative (scarsa attenzione al proprio patrimonio);
- cattivo stato manutentivo.

Questa situazione è in gran parte determinata dal fatto che i beni patrimoniali sono stati ereditati o sono confluiti per donazioni o conferimenti: non è mai esistita una "volontà attiva" alla proprietà, né un vero e proprio scopo istituzionale, ne, tantomeno, una precisa strategia gestionale. A questi gruppi di proprietari, che possiamo definire "passivi", cioè non propriamente interessati alla loro proprietà, si sono aggiunti, più o meno agli inizi del secolo, altri gruppi di proprietari, motivati invece all'investimento immobiliare e che possiamo definire quindi "attivi".

Questo secondo gruppo è composto da:

- Grandi Operatori immobiliari (imprese),
- Compagnie di Assicurazione;
- Enti Previdenziali Pubblici e Privati;
- Fondi di Investimento Immobiliari.

A queste categorie, appartengono tutti gli “investitori istituzionali”, ossia quegli operatori economici che hanno direttamente o indirettamente nel loro statuto l’indirizzo o l’obbligo di possedere immobili a reddito.<sup>71</sup>

Le Compagnie di Assicurazione ad esempio avevano, per legge l’obbligo di costituire “riserve tecniche” immobiliari per garantire la loro solvibilità nei confronti dell’assicurato. In altri casi, invece, l’investimento di tipo immobiliare viene scelto per le sue note particolarità di minimo rischio e minima variazione reddituale anche nei tempi lunghi o lunghissimi.

Esiste infine un ulteriore gruppo di grandi patrimoni immobiliari acquisiti e posseduti per motivi strumentali (o funzionali);<sup>72</sup> non hanno lo scopo di fornire un reddito, ma servono ad espletare le attività (funzioni) dell’impresa che li possiede e che li utilizza, in modo diretto.

Fra i grandi possessori di patrimoni strumentali, si possono annoverare in modo non esaustivo:

- gli enti statali, parastatali e gli enti locali;
- le grandi società industriali, estrattive ed energetiche;
- le grandi società commerciali (grande distribuzione);
- le catene alberghiere;
- le banche e gli istituti di credito (uffici e sportelli).

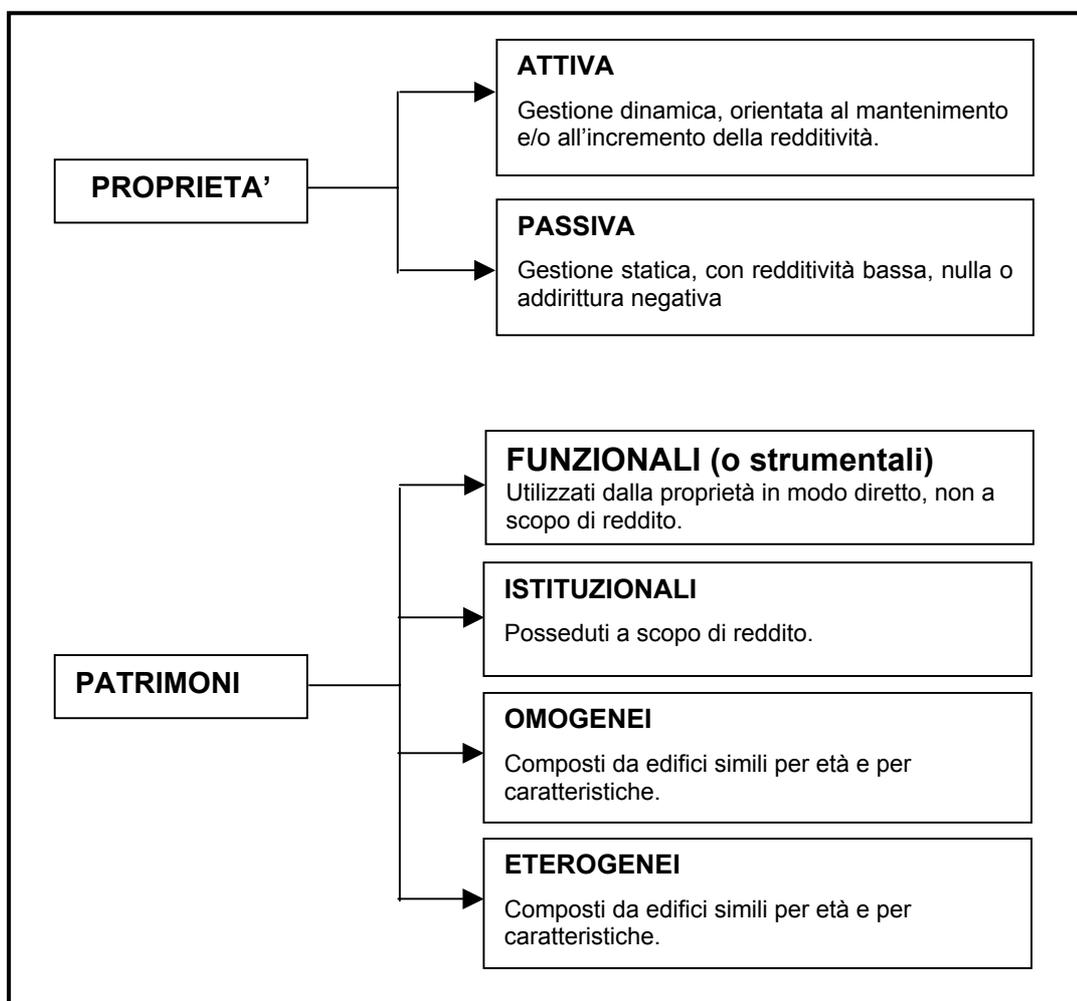
Dal punto di vista della omogeneità tipologica, è evidente che quest’ultimo tipo di patrimoni avrà carattere completamente diverso da quello precedentemente descritto.

---

<sup>71</sup> Bottiglia R. (a cura di), “*Gestione e valorizzazione del patrimonio immobiliare*”, Bancaria Editrice, Roma 1998

<sup>72</sup> Gli immobili possono essere classificati in strumentali o reddituali in base allo scopo del possesso. La propria residenza o abitazione è il principale bene di tipo strumentale: soddisfa cioè un bisogno primario di ciascun individuo. Tuttavia, la stessa unità abitativa, se posseduta non dall’utente diretto, ma, ad esempio, da un Istituto Previdenziale o da una Compagnia di Assicurazione, diventa un bene reddituale (istituzionale) di quest’ultima.

**Grafico 8: I patrimoni immobiliari: caratteristiche gestionali e costitutive**



Prendiamo in considerazione un patrimonio immobiliare funzionale (o strumentale): l'acquisizione o alienazione dei suoi componenti deve ovviamente seguire logiche prevalentemente di tipo aziendale la logica di tagli immobiliari hanno scarsa o scadente importanza.

L'immobile strumentale, cioè, sarà considerato alla stessa stregua di un impianto o di una macchina produttiva: esso è un "pezzo" di azienda e, come tale, deve essere gestito in termini di produttività, costi e ammortamenti.

Per questo tipo di immobili non esistono rendimenti diretti, ma solo quelli conseguenti a tutta l'attività industriale o commerciale espletata dalla proprietà; la decisione strategica di essere proprietari o locatari dell'immobile strumentale deriverà unicamente dall'esigenza o dalle convenienze finanziarie, economiche e fiscali specifiche dell'azienda proprietaria. Essa dovrà

raggiungere i suoi obiettivi per l'utilizzo di questo bene indispensabile alla produzione scegliendo opportunamente tra le diverse possibilità a sua disposizione: piena proprietà, affitto, leasing, diritto di superficie, ecc.

### 1.3.3 Il portafoglio immobiliare

Un insieme di immobili, scelti in base ad una precisa strategia che si basa sulle sinergie che vengono a definirsi da un mix ottimale (localizzazione, tipologia, ecc) di immobili, definisce un portafoglio immobiliare.

Il *Portfolio Management* ovvero la gestione di portafoglio è l'attività di selezione di una combinazione di immobili che assicurino determinate caratteristiche in termini di rischio o potenziale reddituale, dopo essere stati riuniti a formare un portafoglio.<sup>73</sup>

Il concetto di gestione del portafoglio immobiliare è nato quando gli investitori istituzionali hanno cercato di ottenere maggiori ricavi attraverso la sinergia creata da un più largo e diversificato gruppo di assets, piuttosto che attraverso un unico asset. Alla vecchia logica focalizzata sul singolo cespite si sostituisce ora una nuova ottica focalizzata sul portafoglio complessivo.

Il concetto di portafoglio immobiliare, è quindi, relativamente recente, ed è legato all'importanza della variabile economica-finanziaria che caratterizza non un singolo bene immobile ma l'insieme di più assets immobiliari.

La visione innovativa dell'immobile nella sua dimensione non tanto fisica quanto nella sua dimensione dinamica economica e finanziaria presuppone già in fase di valutazione dell'immobile un notevole cambiamento. Nella nostra tradizione immobiliare, la determinazione del valore di mercato di un edificio ha visto prevalere il metodo sintetico comparativo basato sulle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene (caratteristiche architettoniche e costruttive, stato di conservazione, localizzazione, ecc.) e quindi all'individuazione del valore al metro quadrato.<sup>74</sup> L'investitore moderno è invece attento alle valutazioni i che si basano sul metodo reddituale che determina il valore dell'immobile in base alla sua redditività che viene proiettata nel tempo e scontata ad oggi. Gli indicatori finanziari quali il TIR (Tasso interno di rendimento), che rappresenta il tasso di interesse (o di sconto) determinato dal rendimento del capitale investito o il VAN (Valore Attuale Netto), che rappresenta la sommatoria attualizzata dei flussi di cassa o il ROI (*Return On Investment*) cioè l'indice di redditività del capitale investito, o il ROE (*Return On Equity*), l'indice che misura la redditività del capitale proprio, diventano i punti di riferimento per l'aggregazione ottimale di un portafoglio immobiliare.

---

<sup>73</sup> AA.VV., "The handbook of real estate portfolio management", U.S:A., Joseph L., Pagliari, Jr., CFA, 1995

<sup>74</sup> Tronconi O., "Fondi Immobiliare e patrimoni pubblici", in "Il Nuovo Cantiere", n. 5 maggio 2001

## CAPITOLO 2. LA GESTIONE IMMOBILIARE: FASE STRATEGICA DEL CICLO EDILE

Le problematiche legate alla gestione dei patrimoni immobiliari sono molto più ampie rispetto a quanto considerato dall'attuale pratica edilizia, la quale associa l'attività di conduzione di edificio ai soli interventi manutentivi.

Non è semplice trovare una definizione univoca del concetto "gestione immobiliare". Questo perché la gestione immobiliare, pur trattando di problemi esistenti da sempre, nati con gli edifici stessi, è una materia nuova, in quanto concepisce in modo nuovo il sistema edilizio nel suo complesso.

La gestione immobiliare è innanzitutto una materia multidisciplinare, che tratta di aspetti economici, finanziari, architettonici, ingegneristici, giurisprudenziali ma anche comportamentali. L'edificio assume quindi molteplici significati: edificio come centro di costo, edificio come investimento, edificio come contenitore attivo di molteplici attività e persone.

La gestione degli edifici e dei patrimoni immobiliari è quindi una disciplina molto articolata e complessa, la naturale conseguenza di un processo di trasformazione della cultura architettonica, degna di approfondimento non solo da parte della cultura architettonica, ma anche di quella economica e finanziaria.

La novità e strategicità di tale ambito culturale non permettono molta chiarezza nella definizione dei suoi confini disciplinari: addirittura, si potrebbe parlare di dottrina multidisciplinare il cui approccio può quindi essere inteso in modi diversi. In questo senso si può giustificare la confusione (intesa in senso positivo) che rende ancora opaco lo scenario relativo alle attività che identificano la disciplina in questione, ovvero l'*Asset Management*, il *Property Management*, il *Facilities Management* e il *Building Management*.

Il contesto in cui si collocano i quattro rami ruota intorno a due parole chiave della cultura contemporanea: specializzazione e generalizzazione.

Il recupero, la gestione, la progettazione della manutenzione, la valorizzazione del patrimonio immobiliare e degli edifici sono le nuove frontiere del mercato immobiliare. Questi nuovi ambiti disciplinari vanno a delineare nuove figure professionali o comunque una revisione dei vecchi ruoli istituzionali. Molte specializzazioni convergono in questo nuovo mondo del lavoro: la base comune di esse, nonostante la loro apparente inconciliabilità, è una cultura generale di alto livello qualitativo.

La gestione immobiliare è una disciplina ad ampio raggio per cui non si rivolge ad una particolare specializzazione anche se in realtà ne richiede almeno una come presupposto (sia essa tecnica, economica, ecc.).

Le attività legate al *Building Management* definiscono un nuovo concetto di edificio non più inteso come segno simbolico sul territorio o come semplice sommatoria di struttura, parte edile

e impianti, bensì come organismo complesso in cui tutto è integrato, ed in particolar modo evidenziano l'importanza della sua gestione economica.

Le tre discipline si basano sul concetto di monitoraggio: ogni singolo aspetto legato al ciclo di vita di un edificio viene controllato e gestito criticamente. Da qui viene in essere la distinzione dei vari rami che compongono la disciplina:

- *Portfolio Management* è l'attività di selezione di una combinazione di immobili che assicurino determinate caratteristiche in termini di rischio o potenziale reddituale, dopo essere stati riuniti a formare un portafoglio.
- *Asset Management*: inteso come gestione della proprietà, si occupa del monitoraggio strategico e quindi della valorizzazione e redditività del patrimonio immobiliare, studi di fattibilità, riconversioni, acquisti e vendite di immobili, ecc.
- *Property Management*: inteso come gestione economico/amministrativa, si occupa del monitoraggio "executive" e quindi di gestione dei contratti di locazione, riscossione dei canoni, contenzioso, fiscalità, coperture assicurative, bilanci, ecc.
- *Facilities Management*: inteso come gestione dei servizi, si occupa del monitoraggio tecnico e quindi di manutenzione ordinaria, straordinaria, programmata, gestione dell'energia, dei servizi di guardiania e di sicurezza, pulizia, catering, ecc.

La consapevolezza della problematicità nella gestione degli immobili e la necessità di affidarsi a società esterne specializzate è evidente: molti gruppi dalle telecomunicazioni al mondo bancario, assicurativo hanno studiato o hanno già avviato studi e progetti per conferire il vasto patrimonio immobiliare di loro proprietà a società autonome di gestione e valorizzazione.

Anche a livello legislativo si stanno delineando le basi di questo nuovo ambito disciplinare, con l'emanazione di alcuni decreti tra i quali ricordiamo:

- Decreto Legislativo 16 febbraio 1996 n. 104, "in materia di dismissioni del patrimonio immobiliare degli enti previdenziali pubblici e di investimenti degli stessi in campo immobiliare".
- Decreto Legislativo 17 marzo 1995, n.157, di attuazione della Direttiva 92/50/CEE, "in materia di appalti pubblici di servizi".
- Decreto legge 28 marzo 1997, n.79 recante "Misure urgenti per il riequilibrio della finanza pubblica".
- Decreto legge 351/2001 recante disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare.

Il mercato immobiliare italiano, a partire dalla fine degli anni Ottanta ha subito una svolta: mentre nel periodo della Ricostruzione e del boom edilizio si è potuto costruire e comunque vendere senza grandi problemi, oggi la situazione è cambiata.

Il rischio insito negli investimenti immobiliari è cresciuto e ha quindi assunto più valore e importanza la fase analitica del progetto di investimento di cui fanno parte l'analisi delle aree di mercato legate alle specifiche funzioni e destinazioni d'uso, lo studio di fattibilità economica, il progetto di sviluppo, l'analisi dei flussi di cassa, la strategicità e la redditività di un'operazione piuttosto di un'altra.

Questo nuovo accento sull'investimento immobiliare ha introdotto anche in Italia discipline, come il Portfolio Management che si occupa più specificatamente della definizione delle strategie d'investimento volta alla composizione ottimale di un portafoglio immobiliare.

Il concetto di gestione del portafoglio immobiliare è nato infatti, quando gli investitori istituzionali hanno cercato di ottenere maggiori ricavi attraverso la sinergia creata da un più largo e diversificato gruppo di assets, piuttosto che attraverso un unico asset. Alla vecchia logica focalizzata sul singolo cespite si sostituisce ora una nuova ottica focalizzata sul portafoglio complessivo. Nel Portfolio Management, le scelte su cui operare delle decisioni sono soprattutto economiche finanziarie, di valutazione delle opportunità di valore e di redditività insita in ogni immobile. Porre il Portfolio Management all'interno della fase di Gestione Immobiliare significa voler evidenziare il stretto rapporto tra aspetti economici-finanziari, aspetti amministrativi e tecnici della gestione di edifici.

La fase "gestione immobiliare" abbraccia quindi, a 360° gradi tutte le problematiche legate alla gestione di un bene immobile considerato all'interno di un patrimonio immobiliare o di un portafoglio immobiliare, dal punto di vista finanziario, economico, amministrativo e tecnico, considerando l'asset nella sua dimensione oltre che fisica economica e soprattutto finanziaria.

Sino ad oggi i grandi proprietari immobiliari hanno strutturato al proprio interno degli uffici dedicati alla gestione immobiliare che hanno acquisito nel tempo una grande banca dati informativa e una lunga esperienza. Oggi, a fronte dei grossi cambiamenti che stanno modificando la fisionomia del mercato immobiliare, la tendenza è quella di esternalizzare tutta una serie di servizi a quelle aziende che hanno proprio come *core business* la gestione immobiliare di grandi patrimoni immobiliari.

Di qui l'importanza ad oggi di una nuova strategia di gestione dei patrimoni immobiliari, basata su un mix sapiente di *Asset, Property e Facilities Management*, e nel caso di investimenti in un mix ottimale di *Portfolio, Asset, Property e Facilities Management*.

Questa consapevolezza è molto più matura nel mondo anglosassone e in Germania, tanto che si parla di *Facility Portfolio Management* dove il Portfolio Management è una applicazione del know-how e dell'esperienza del Facility Management in grado di dare un grosso contributo al miglioramento delle performance del portafoglio immobiliare.

## 2.1 I segmenti della gestione immobiliare

La gestione è costituita da un vasto complesso di attività, che possono essere raggruppate in tre grandi classi: gestione strategica economica-finanziaria, gestione amministrativa e gestione tecnico-funzionale.

Queste tre categorie differiscono per la natura delle attività svolte e per l'eventuale diversità degli operatori responsabili della loro esecuzione.

La gestione strategica comporta da una parte, la definizione delle strategie d'investimento volta alla composizione ottimale di un portafoglio immobiliare e al suo monitoraggio (*Portfolio Management*) dall'altro la gestione strategica per la valorizzazione di patrimoni immobiliari (*Asset Management*) volti all'ottimizzazione della redditività.

La gestione amministrativa (*Property Management*) comprende tutti gli aspetti di conduzione specificatamente riferiti alle attività di amministrazione del bene immobile i quali possono essere classificati come: amministrazione dei flussi economici (entrate: affitti, rendite, ecc.; uscite: affitti, costi di energia, personale, ecc.); gestione del personale addetto alla conduzione dell'edificio (amministrativo, di gestione tecnica, di servizio, ecc.);

La gestione tecnica (*Facility Management*) concerne invece tutti gli aspetti di conduzione specificatamente attenti alle attività per il mantenimento in efficienza dell'edificio (gestione della manutenzione) e per il suo funzionamento di funzionamento (gestione del funzionamento: degli impianti tecnologici, degli impianti di produzione, delle attrezzature fisse, utenze, pulizie, ecc.);

Gli stessi livelli logici della gestione dei patrimoni immobiliari sono stati individuati negli anni '70 negli Stati Uniti e identificati con i seguenti termini: "*Facilities Management*" e "*Property-Asset Management*" ( o *Capital Asset Management*), più recente invece è stata la nascita del Portfolio Management.

Gli ambiti operativi afferenti i quattro campi sono spesso interrelati e per ottenere un alto livello qualitativo di gestione immobiliare è necessario che le decisioni legate a tutti livelli siano integrate reciprocamente. Inoltre, affinché le aziende possano ottenere dei vantaggi competitivi è necessario che le decisioni relative ai servizi immobiliari siano fortemente interrelate alle decisioni relative al *core business* dell'azienda.

"Il settore della gestione immobiliare è in fermento nel nostro Paese, nel senso che ha ormai assunto la dimensione di un vero e proprio settore economico e sono ormai molte le società private e gli Enti pubblici che per i propri edifici (strumentali e patrimonio immobiliare) affrontano il problema in termini di *Facilities Management* (edifici strumentali) e di *Asset e Property Management* (patrimonio immobiliare a reddito)"<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Tronconi O., "*Una nuova opportunità per le imprese*", in "Il Nuovo Cantiere", n.10, novembre 1998,

Alcuni dei vantaggi derivanti da una gestione delle attività immobiliari secondo i dettami delle tre discipline dell'*Asset, Property e Facilities Management* possono essere così sintetizzabili:

- maggiore capacità di coordinamento e gestione delle attività immobiliari e dei rapporti con i fornitori dei servizi annessi;
- efficiente programmazione delle attività attraverso un sistematico utilizzo di sistemi informativi dedicati alla gestione immobiliare;
- informazioni aggiornate e immediatamente reperibili del patrimonio immobiliare, attraverso l'adozione di sistemi informativi dedicati al censimento dell'*asset* immobiliare;
- monitoraggio costante delle prestazioni e dell'andamento finanziario/economico del patrimonio immobiliare, attraverso continui sistemi di *reporting*;
- controllo dei costi;
- ottimizzazione della produttività aziendale;
- coordinamento e integrazione delle attività afferenti la gestione immobiliare;
- misurazione degli standard di qualità;
- controllo efficace sui parametri dei servizi (valori di efficienza produttiva ed economica);
- confronto tra *performance* di aziende dello stesso settore;
- ottimizzazione di bilanciamento tra costi fissi e variabili;
- pianificazione e capacità di adeguamento rapido ai cambiamenti.

Il rilancio delle attività immobiliari deve avvenire in modo professionale, scientifico e deve essere supportato da moderne strumentazioni informatiche e valutative; secondo questa ottica diventa inoltre indispensabile coniugare la gestione tecnica e amministrativa di un patrimonio immobiliare con:

- "pianificazioni strategiche;
- controllo delle attività operative e dei programmi di investimento;
- pianificazione per il rinnovo e ristrutturazione della proprietà;
- transazioni finanziarie (analisi e pianificazione finanziaria per adeguate capitalizzazioni e ricerca di idonei strumenti finanziari);
- aspetti fiscali;
- servizi ai clienti"<sup>2</sup>.

Negli Stati Uniti esistono delle vere e proprie Università specializzate nell'insegnamento della disciplina legata alla gestione immobiliare: tra queste ricordiamo *l'Insignia University*. In queste Università viene insegnato il metodo per rilanciare le attività immobiliari in modo professionale, scientifico e tramite il supporto di appositi sistemi informativi.

---

<sup>2</sup> Goti M., "Il gestore professionale: redditività della gestione immobiliare con le moderne tecniche di <<Property Management>>", in "INPDAP", n.5, settembre/ottobre

### 2.1.1 Portfolio Management

La gestione di portafoglio immobiliare (*Portfolio Management*) è l'attività di selezione di una combinazione di immobili che assicurino determinate caratteristiche in termini di rischio o potenziale reddituale, dopo essere stati riuniti a formare un portafoglio. Pertanto l'analisi del singolo cespite, che è una componente essenziale di un corretto processo di gestione del portafoglio, diventa un fase intermedia nell'ambito di un processo più articolato.

La necessità di disporre di efficaci procedure di gestione del portafoglio ha portato a ridefinire radicalmente i tradizionali principi e i criteri gestionali alla base degli investimenti nel settore immobiliare.<sup>3</sup>

Il concetto di gestione del portafoglio immobiliare è nato quando gli investitori istituzionali hanno cercato di ottenere maggiori ricavi attraverso la sinergia creata da un più largo e diversificato gruppo di assets, piuttosto che attraverso un unico asset. Alla vecchia logica focalizzata sul singolo cespite si sostituisce ora una nuova ottica focalizzata sul portafoglio complessivo.

In sostanza, le decisioni di portafoglio venivano assunte in passato selezionando attentamente cespiti con precise caratteristiche immobiliari e la decisione di procedere all'investimento era fondata sul rapporto reddito/rischio del singolo cespite, senza considerare il suo eventuale impatto, in termini di reddito/rischio sull'intero portafoglio. Ora invece, sono le caratteristiche del portafoglio considerato nel suo complesso a determinare un'unica strategia d'investimento, legata anche alla struttura della proprietà. Nel corso degli anni il concetto di "processo di gestione del portafoglio" si è andato evolvendo. I due fattori che hanno principalmente condizionato l'evoluzione del processo di gestione del portafoglio sono: a) il processo tecnologico nel settore del computer; 2) la crescita, intermini quantitativi, degli immobili di proprietà di enti istituzionali ed imprese affidati per la gestione a società fiduciarie.

Il Portfolio Management è una disciplina che racchiude le conoscenze di gestione e aggregazione di investimenti in assets con l'obiettivo di ottimizzare le performance del portafoglio creato. Portfolio performance sono definite attraverso due variabili: il ritorno dell'investimento e il suo rischio e comportano due condizioni: liquidità e orizzonte temporale<sup>4</sup>. Nel capitolo relativo al ciclo dell'investimento immobiliare, tutte queste problematiche saranno più specificatamente approfondite.

---

<sup>3</sup> AA.VV., "The handbook of real estate portfolio management", U.S.A., cit.

<sup>4</sup> Prischl P. "Real Estate Portfolio Management – A practical Approach" in IFMA World Workplace Europe 2001, Conference Proceedings, Innsbruck 17-19 June

## 2.1.2 Capital Asset Management

Il *Capital Asset Management* (CAM) viene definito da IFMA (*International Facilities Management Association*) come il “processo logico e continuo di valutazione delle condizioni (fisiche, qualità dei servizi offerti, necessità e priorità di intervento manutentivo e di riqualificazione e contrattuali di locazione) e delle performance (economiche, finanziarie) dell’asse immobiliare di un’organizzazione e di definizione delle priorità di cambiamento di gestione, di cessione o in termini strategici di investimento, nell’obiettivo di massimizzare il rendimento economico del patrimonio”.

Le attività fondamentali del *Capital Asset Management* sono:

- “censire, analizzare e valutare i patrimoni immobiliari nelle condizioni in cui si trovano;
- realizzare piani e strategie che siano continuamente aggiornabili in relazione al mercato;
- realizzare e gestire nuovi strumenti per canalizzare il risparmio e recuperare risorse (società di gestione dei fondi);
- progettare nuovi prodotti per nuovi clienti (ad esempio mini appartamenti per single o aree per attività culturali);
- studiare il mercato e la possibile segmentazione;
- seguire l’evoluzione delle attività legislative e fiscali;
- attivare forme organizzative ed operative di gestione particolarmente efficaci a basso costo;
- predisporre ed aggiornare corsi per migliorare continuamente le competenze professionali”<sup>5</sup>.

Alla base del CAM si trova il *Condition Assessment Survey* (CAS), ovvero la base dati informativa delle condizioni strutturali dell’asse immobiliare. Un sistema CAS consente di avere la conoscenza indispensabile per stabilire nuove scelte di gestione e nuovi obiettivi di rendimento di un patrimonio immobiliare (nuova locazione, affidamento in gestione a una nuova società di *Asset Management*, vendita, ecc.)

La fase più complessa di impostazione di un sistema CAS riguarda la realizzazione della base-dati concernente le condizioni di un patrimonio immobiliare; questo perché la maggior parte dei proprietari immobiliari del nostro Paese, sia pubblici che privati, possiedono una scarsa conoscenza del proprio patrimonio immobiliare e quindi la fase di raccolta delle informazioni diventa un’attività molto lunga e complessa. Tale attività è inoltre complicata dal fatto che spesso le informazioni esistenti sono poco affidabili e quindi richiedono anche una particolare cura e attenzione nella loro valutazione.

---

<sup>5</sup> Goti M., “Il gestore professionale: redditività della gestione immobiliare con le moderne tecniche di <<Property Management>>”, in “INPDAP”, n.5 settembre/ottobre

“Una volta realizzato il sistema CAS si avrà un quadro omogeneo della situazione: i diversi edifici verranno suddivisi in base alle loro condizioni strutturali (fabbisogni manutentivi e di riqualificazione), alle loro caratteristiche qualitative e prestazionali (qualità dei servizi offerti dall’immobile), alle caratteristiche del locatore e del contratto di locazione, ai relativi costi di gestione, all’effettivo valore di mercato dell’immobile, ed infine al rendimento economico”<sup>6</sup>.

I parametri informativi di un sistema CAS non devono quindi essere confusi con quelli caratterizzanti un sistema informativo di gestione degli interventi delle attività di servizio e di manutenzione (*Maintenance and Service Management Information System - MSMIS*).

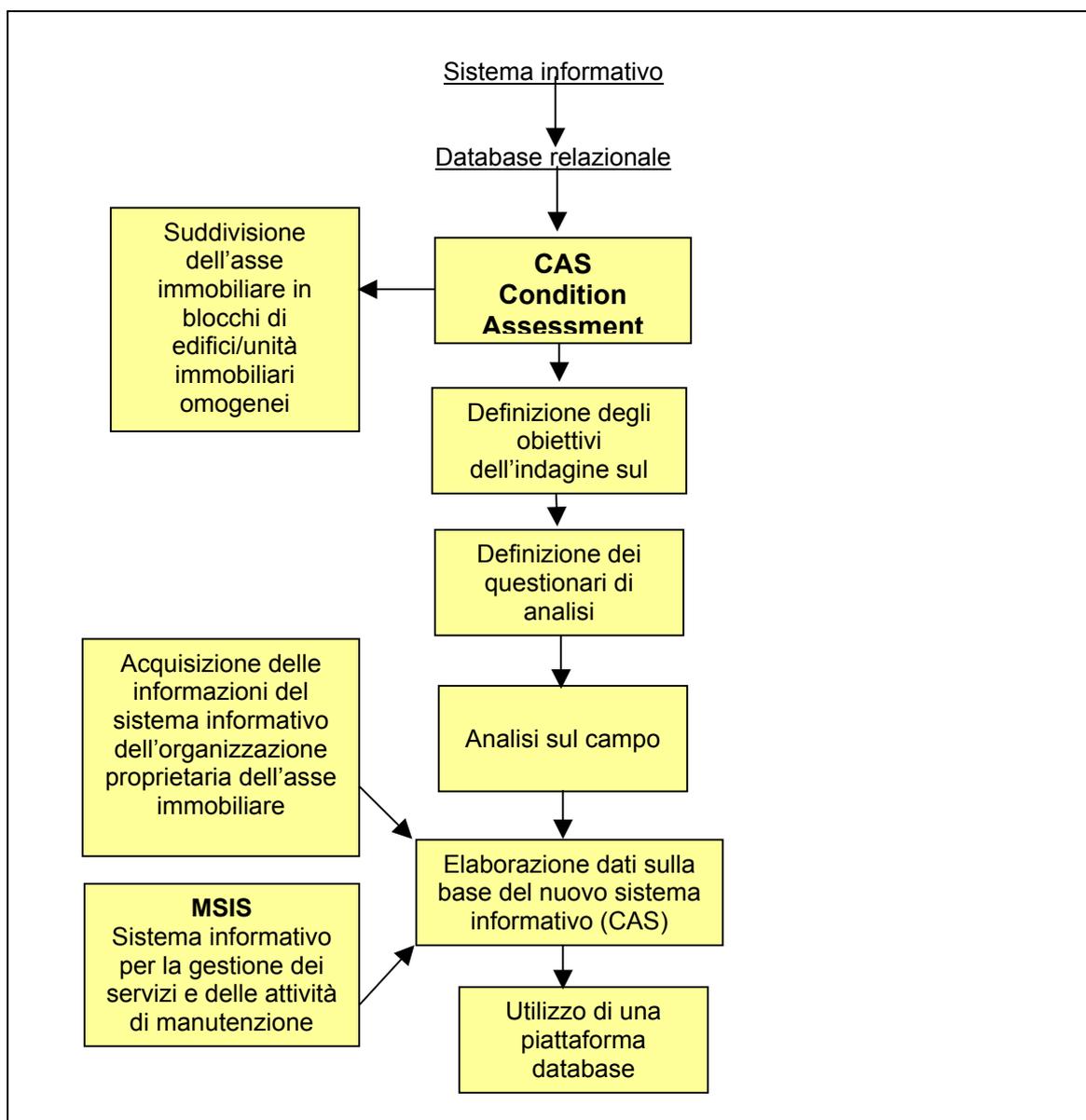
La fase successiva alla costruzione della base-dati sulle condizioni di un patrimonio immobiliare riguarda la valutazione delle condizioni e delle performance dello stesso. Esperti valutatori definiranno, a questo punto, “gli standard di valutazione (parametri numerici e di valore – ad esempio, il *Return Of Investment – ROI* -, che permettono di misurare il rendimento di un investimento dividendo il reddito delle locazioni, al netto dei costi di gestione, per le risorse utilizzate) a partire dai quali potrà iniziare il lento processo di selezione (dismissioni) e riqualificazione (lavori di riqualificazione, nuove modalità di gestione) dell’asse immobiliare”<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Tronconi O., “*Il Capital Asset Management (CAM)*”, in “*Il Nuovo Cantiere*”, n.7, agosto 1997

<sup>7</sup> *ibidem*

Grafico 1: Struttura del sistema *Condition Assessment Survey (CAS)*<sup>8</sup>



<sup>8</sup> Tronconi O., "Il Capital Asset Management (CAM)", cit.

### 2.1.2.1 Asset Management

L'*Asset Management* è l'ambito della gestione immobiliare caratterizzato da una focalizzazione "sulla definizione delle migliori strategie (valorizzazione e/o riqualificazione funzionale, modificazione d'uso, cosa conviene vendere e acquistare, ecc.) per ottimizzare il valore della proprietà nel tempo"<sup>9</sup>.

L'*Asset Management* è quindi, la gestione strategica di un determinato patrimonio immobiliare, volta non solo all'incremento di reddito, ma soprattutto della difesa e sviluppo del suo valore patrimoniale: quali edifici dismettere, cosa acquistare, quali sono le tipologie edilizie che in futuro daranno maggior reddito, in sintesi quali strategie sviluppare per valorizzare il capitale immobiliare.

L'attività di Asset Management nasce negli U.S.A. nel 1960, quando il settore immobiliare ebbe un notevole incremento e si delineò tra le attività principali, grazie anche ad una serie di variabili quali il trattamento fiscale favorevole, la revisione dei regolamenti internazionali, la creazione di nuovi titoli di investimento e ai ritorni economici.<sup>10</sup>

L'attenzione verso la valutazione economica-finanziaria degli investimenti immobiliari è cresciuta in Italia in questi ultimi anni, in quanto fino ad ora l'asse immobiliare non è stato gestito in maniera tale da avere un buon rendimento economico, tanto che i costi di gestione in alcuni casi superavano la stessa rendita immobiliare. Il motivo principale che ha determinato l'accettazione di rendimenti negativi dell'asse immobiliare per le organizzazioni pubbliche e private è stato il continuo e sistematico incremento dei valori immobiliari, che si è manifestato nel nostro Paese a partire dalla Seconda Guerra Mondiale. Questa dinamica ha fatto dell'investimento nel mattone una pratica sicura, una tradizione consolidata a cui hanno partecipato largamente anche i risparmiatori privati. In questo scenario il rendimento negativo dell'asse immobiliare era largamente compensato dal suo incremento di valore che, in alcuni periodi, ha assunto dimensioni molto rilevanti. La crisi del settore immobiliare italiano della fine degli anni ottanta e primi anni novanta ha invece evidenziato una inversione nella tendenza degli immobili a rivalutarsi nel tempo, rifocalizzando l'attenzione sui flussi di cassa periodici che il bene immobile può offrire. Si è passati quindi, da una logica patrimoniale dell'investimento ad una di tipo reddituale portando una profonda modificazione dei criteri di investimento immobiliare. Anche in Italia quindi si è evidenziato la necessità di utilizzare tecniche di gestione come l'*Asset Management* in grado di incrementare il valore dei patrimoni immobiliari.

---

<sup>9</sup> Tronconi O., "Gli sviluppi innovativi nel campo della gestione immobiliare", "Il Nuovo Cantiere", n.3, marzo 1998

<sup>10</sup> Soens M.A., Brown R.K., "Real Estate Asset Management", U.S.A., John Wiley & Sons Inc., 1994

La missione infatti, dell'*Asset Management* è di riposizionare la proprietà immobiliare in modo tale da raggiungere la massima potenzialità di ritorno dell'investimento; ha quindi natura multidisciplinare e richiede numerose professionalità ed *expertise* tecniche.

Una ideale struttura operativa di *Asset Management* è costituita da professionisti che sommano esperienze relative al settore immobiliare, alle acquisizioni, alla finanza, sviluppo e ristrutturazione immobiliare, costruzioni, *project financing*, strutturazioni ipotecarie, gestione immobiliare, *Property Management*, valutazioni<sup>11</sup>.

L'*Asset Management*, basa la proprie attività su una pianificazione strategica, ovvero sulla progettazione di un piano di sviluppo del patrimonio immobiliare, nel quale vengono stabiliti gli interventi operativi in base a priorità di ordine economico, finanziario e in accordo agli obiettivi della proprietà.

Il piano è quindi valutato e sviluppato all'interno del <<*business plan*>> strategico, degli obiettivi della proprietà e delle limitazioni finanziarie.

La pianificazione strategica richiede un continuo controllo dei mercati, una corretta pianificazione dei flussi di cassa (*cash flow*), degli impegni di capitale e quindi una serie continua di valutazioni, analisi comparative, di sensibilità per valutare i rischi potenziali e gli eventuali riposizionamenti strategici. A tal fine, il responsabile della pianificazione strategica deve agire in sintonia con i responsabili della gestione per poter sviluppare e gestire un efficiente piano di sviluppo del patrimonio immobiliare controllato.

Le capacità professionali di un *Asset Manager* riguardano anche il controllo delle attività operative e dei programmi di investimento, ovvero le attività legate alla revisione e approvazione dei budget annuali, i sopralluoghi agli edifici, il controllo sulle variazioni delle attività operative, ecc.<sup>12</sup>

L'*Asset Management* definisce quindi le condizioni nel rispetto delle quali si deve svolgere l'attività del *Property Management*.

Tra i compiti dell'*Asset Management* vi è anche quello della pianificazione per il rinnovo e ristrutturazione della proprietà, ovvero la valutazione di ogni progetto sulla base di un continuo confronto tra costi e benefici.

---

<sup>11</sup> Goti M., op. cit.

<sup>12</sup> ibidem

### 2.1.2.2 Property Management

Il Property Management è “l'amministrazione e gestione della redditività di un patrimonio immobiliare. Al suo interno la stratificazione è articolata in tre livelli di attività tra loro molto diversi:

- amministrazione immobiliare, intesa come gestione dei contratti di locazione in essere e di tutte le scadenze ad essi connesse, il rinnovo dei contratti di locazione secondo modalità preventivamente concordate con la proprietà, ed infine la gestione della piccola manutenzione (manutenzione ordinaria) per mantenere in condizioni adeguate gli immobili;
- servizi professionali, ovvero la capacità, sulla base di un significativo e non improvvisato know-how, di porre in essere servizi fiduciari (quindi non subappalto!) mirati in rapporto alle esigenze/obiettivi del cliente, tra cui:
  - analisi delle caratteristiche tecniche e funzionali di un edificio/patrimonio;
  - stima del valore di mercato di un determinato immobile, predisposizione di tutta la documentazione necessaria per la stima del valore commerciale e per la vendita;
  - progettualità in rapporto ad ipotesi di valorizzazione di un immobile (cambio di destinazione d'uso, interventi di ristrutturazione e riqualificazione, ecc.);
  - capacità di gestire attività fiduciarie di acquisto e vendita;
  - capacità di progettazione e gestione di attività di manutenzione straordinaria edile ed impiantistica e di sistemi di controllo (sicurezza, sistemi di controllo degli impianti, reti telematiche, ecc.).
- gestione attiva di un patrimonio immobiliare, ovvero la capacità di massimizzare la redditività in termini di *R.O.I. (Return Of Investment)*: un criterio di valutazione economica diffuso ed applicato a livello internazionale

Il *Property Management* è il complesso di attività legate al monitoraggio esecutivo di patrimoni immobiliari non strumentali, ed in particolare concernenti i seguenti ambiti operativi <sup>13</sup>:

- locazioni;
- contratti;
- riscossione canoni;
- contenzioso;
- fiscalità;
- coperture assicurative;
- bilanci.

---

<sup>13</sup> Polito B., “*Gestione strategica ed operativa*”, Dispensa Master “Facility Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari” Laboratorio Quali.tec, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1998-1999

In particolare, "le attività del *Property Management* si distinguono principalmente in due categorie:

- Attività ordinarie:
  - gestione contratti di locazione attivi e passivi;
  - gestione archivio amministrativo;
  - redazione budget e consuntivi di spesa;
  - riscossione canoni d'affitto e rimborsi spese;
  - gestione flussi documentali;
  - gestione depositi cauzionali;
  - gestione flussi di cassa;
  - studio e coordinamento dati informativi sui servizi richiesti dagli utenti;
  - gestione rapporti contrattuali con gli inquilini;
  - ripartizione spese di gestione tra i conduttori;
  - predisposizione contratti di locazione;
  - adempimenti fiscali;
  - rapporti con enti e pubbliche amministrazioni;
  - aggiornamento e gestione archivio tecnico;
  - controllo di gestione;
  - assicurazioni.
- Attività straordinarie:
  - assistenza tecnico-amministrativa per l'impianto del sistema informativo integrato di gestione immobiliare;
  - controllo consistenze, rilievi;
  - formazione archivio tecnico;
  - redazione regolamenti per condomini, consorzi;
  - assistenza alla compravendita e frazionamento;
  - aggiornamento tabelle millesimali;
  - aggiornamento pratiche catastali;
  - assistenza legale<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup>Viganò E., "Le operazioni di spin-off immobiliare in Italia: importazione metodologica ed analisi del processo di raccolta ed elaborazione dei dati", in "La gestione integrata di edifici-patrimoni immobiliari. Le esperienze innovative in atto in Italia", *Atti del Convegno Smaucadd '99*, 25 marzo 1999

### 2.1.3 Facilities Management

Il *Facilities Management* può essere definito come “lo sviluppo, il coordinamento ed il controllo degli specialisti dei servizi *non-core* necessari ad una organizzazione che voglia raggiungere con successo i propri obiettivi di *business* principali”<sup>15</sup>.

Il *Facilities Management*, ovvero l'attività di gestione dei “servizi” di grandi e complessi edifici terziari nasce intorno agli anni '70 negli Stati Uniti, “in una fase in cui le grandi organizzazioni private e pubbliche degli U.S.A. proprietarie di immobili avvertono con sempre maggiore urgenza la necessità di un mercato di fornitori di servizi a cui esternalizzare le principali ed impegnative attività di gestione-conduzione dei propri edifici, per potersi così concentrare sulle proprie attività strategiche (*core business*)”<sup>16</sup>.

Il mercato del *Facilities Management* ha quindi come protagonisti, da una parte i proprietari di immobili, sia strumentali sia reddituali, dall'altra i fornitori di servizi; tra i due possono addirittura crearsi forme di partnership destinate a durare anche per un arco temporale abbastanza lungo. Per rendere tale rapporto duraturo e basato su criteri di fiducia e trasparenza, la domanda deve strutturare chiaramente le proprie richieste e l'offerta deve garantire un servizio su misura del cliente, che non obbligatoriamente comporta la completa terzizzazione dei servizi legati al comparto immobiliare. *Facilities Management* non significa infatti dare in *outsourcing*, affidare all'esterno i servizi non legati al *core business* di un'azienda, né è un metodo di aggregazione dei servizi, bensì una strategia organizzativa finalizzata a trovare delle soluzioni ad hoc per il cliente, siano queste basate sulla terzizzazione o su una riorganizzazione della struttura interna dell'azienda.<sup>17</sup>

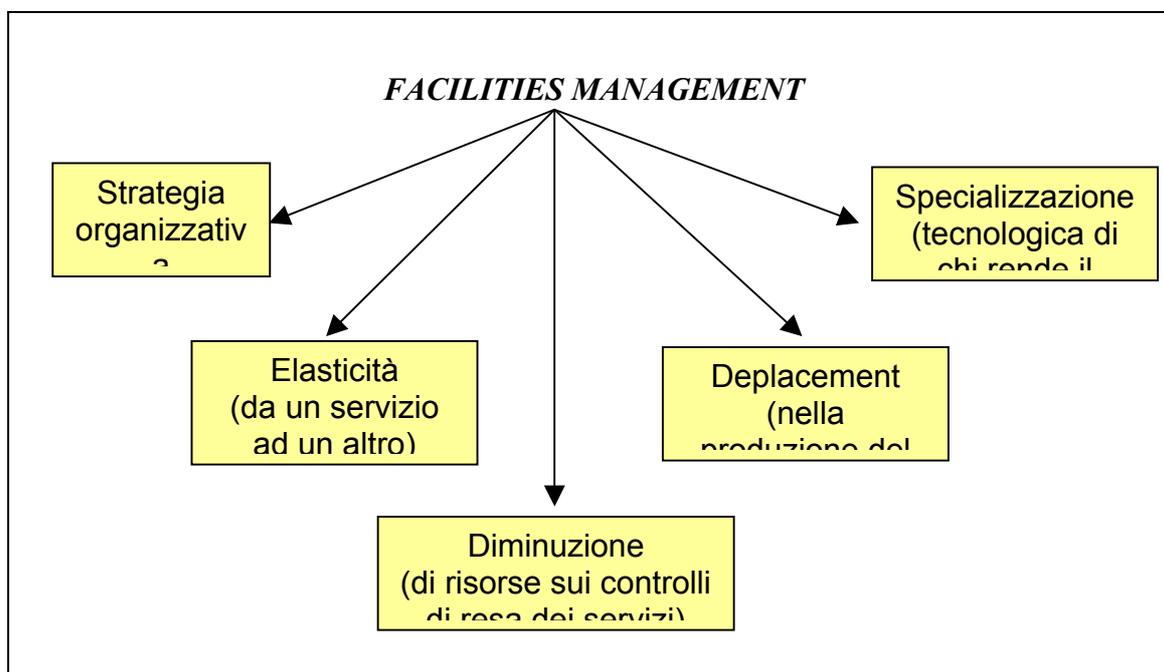
---

<sup>15</sup> Magno, “*La consulenza nel Facilities Management*”, Dispensa Master “Building Manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari”, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, Edizione 1997-1998

<sup>16</sup> Tronconi O., Ciaramella A., Polito B. “*I sistemi informativi nel settore della gestione immobiliare*”, Il Rostro, Milano, 1999

<sup>17</sup> Guidoreni F., Marsocci L. “*Global Service: Manutenzione e Facility Management*”, Dei, Roma 2000

Grafico 2: Il Facilities Management



E' possibile individuare tre livelli logici di *F.M.*, ovvero consulenza, *management* e gestione operativa dei servizi.

La consulenza strategica di *F.M.* prevede una prima fase di "revisione dei processi, studio ed analisi dello stato dell'arte", una seconda fase di "elaborazione della strategia e del piano di intervento" e una terza di "implementazione del piano operativo secondo i criteri pianificati"<sup>18</sup>.

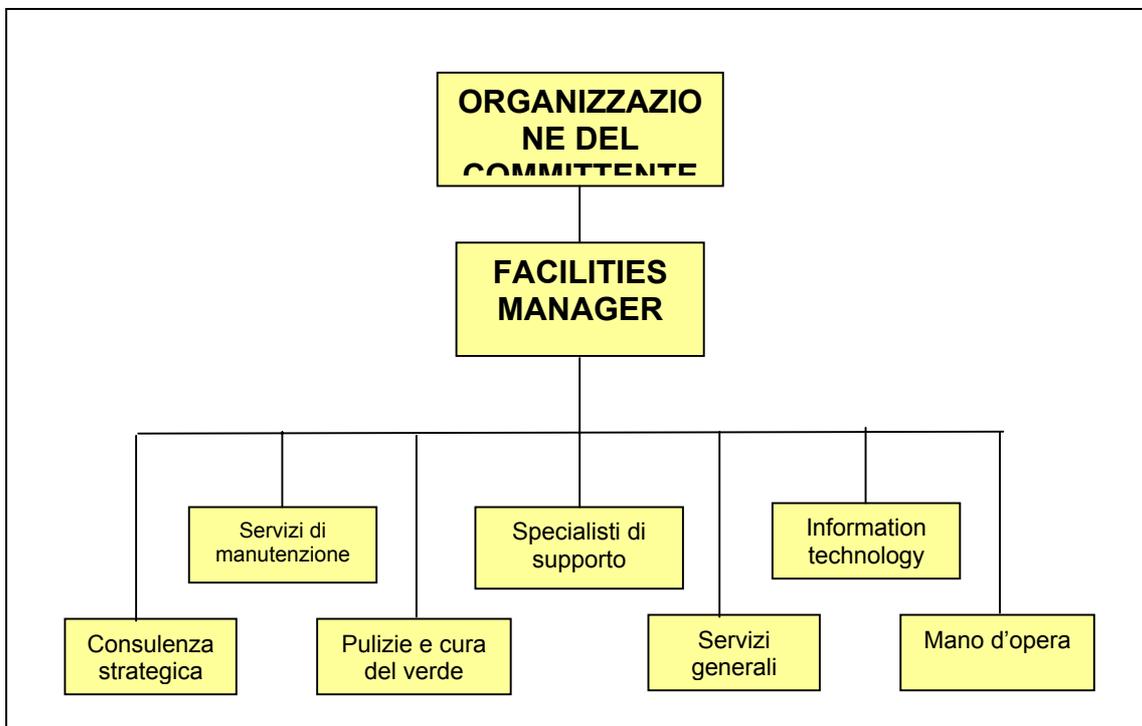
Il secondo livello, il *management* è sviluppato in modo differente a seconda delle scelte organizzative da adottare, ovvero se cambiare internamente o esternalizzare le attività di gestione dei servizi. Il *management* ha comunque l'obiettivo di attuare le indicazioni progettuali, gestire e controllare i contratti, aggiornare e ridefinire i contratti e formare il personale sia interno sia esterno impegnato nelle attività di servizi immobiliari in generale.

La gestione operativa, il terzo livello, comporta l'attuazione delle strategie di gestione dei servizi secondo il modello gestionale prescelto dall'azienda.

Alla base della ricerca di "alleggerire" le attività di un'azienda si trovano essenzialmente due fattori: l'aumento dei costi di gestione del patrimonio immobiliare e la complessità sempre maggiore legata alla gestione (a livello organizzativo e tecnologico) degli edifici terziari e in particolare legata ai servizi di supporto: *information technology*, manutenzione, trasporto, contabilità, sicurezza, pulizie, reclutamento personale, catering, pianificazione, *reception*, gestione dei rifiuti, ambiente, *utilities*, *space planning*, progettazione, ecc.

<sup>18</sup> Magno, "La consulenza nel Facilities Management", cit.

**Grafico 3: L'ambito tipico di applicazione del *Facilities Management* ad organizzazioni aziendali e infrastrutturali**



I proprietari di patrimoni strumentali si trovano infatti nelle condizioni di far fronte ad un continuo incremento dei costi di gestione e a una perdita di efficienza funzionale degli edifici. D'altra parte, i proprietari di patrimoni reddituali devono affrontare una preoccupante riduzione dei profitti.

E' in questo scenario che nascono i primi studi e ricerche finalizzati al controllo dei costi di gestione dei patrimoni immobiliari durante l'arco di vita degli edifici e all'analisi del rapporto intercorrente tra progettazione, costruzione e gestione degli edifici.

“Concettualmente il *Facility Management* suddivide qualunque organizzazione/azienda in due funzioni principali:

- il *core business*, ovvero l'attività aziendale (*mission*) per eccellenza;
- le attività non direttamente legate al core business, e tra queste la gestione del patrimonio immobiliare strumentale e non”<sup>19</sup>.

In questo scenario, l'edificio viene concepito come un centro di profitto e costo, controllato da un apposito piano economico.

<sup>19</sup> Tronconi O., “*Gli sviluppi innovativi nel campo della gestione immobiliare*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.3, marzo 1998

“Il *Facilities Management* è quel sistema di conoscenze, metodiche, strumenti che consente la gestione ottimale di edifici-patrimoni immobiliari in stretto rapporto alle esigenze dell’utente”<sup>20</sup>.

Il *Facilities Management* “è la capacità di analizzare approfonditamente le esigenze del cliente attraverso un esame attento delle sue modalità organizzative e delle problematiche che ne derivano”<sup>21</sup>.

Nelle attività di *Facilities Management* l’attenzione è quindi rivolta alle interazioni tra edificio e attività lavorative dei fruitori che occupano l’edificio stesso. Per questo l’edificio viene concepito come un contenitore attivo, soggetto a continue modifiche per adattarsi alle mutevoli esigenze riscontrabili durante il suo ciclo di vita.

La definizione proposta da *IFMA* identifica il *Facilities Management* come “la pratica di coordinamento degli spazi/attrezzature di lavoro con le risorse umane e l’organizzazione complessiva (obiettivi/responsabilità); integra principi di amministrazione, gestione immobiliare, architettura, psicologia e conoscenza dei comportamenti di gruppo e ingegneria”.

Il *Facilities Management* “è una nuova ed evoluta modalità di gestione integrata di tutte le attività connesse al funzionamento ottimale di un edificio/patrimonio immobiliare”<sup>22</sup>.

I compiti del *Facilities Manager* comprendono:

- la pianificazione e sviluppo degli indirizzi di *Facilities Management* scelti dall’azienda cliente;
- il coordinamento delle fasi di costruzione e riqualificazione dell’edificio;
- la gestione e controllo dei servizi e dei rapporti con i fornitori;
- la progettazione e controllo degli interventi manutentivi, di riqualificazione e reingegnerizzazione dei subsistemi dell’edificio;
- la gestione economico-finanziaria e l’ottimizzazione nel tempo dell’investimento immobiliare.

Tra le capacità indispensabili ad un *Facilities Manager* ricordiamo<sup>23</sup>:

- capacità di mantenere un elevato livello di “*customer satisfaction*”;
- capacità di coordinamento e integrazione;
- capacità contrattuale;
- specializzazione operativa;
- capacità di ottenere sinergie ed economie di scala e di scopo;
- capacità di lavorare in sistema di qualità.

---

<sup>20</sup> Tronconi O., “*Il Capital Asset Management (CAM)*”, cit.

<sup>21</sup> Tronconi O., “*Facilities Management: la necessità di una corretta impostazione strategica*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.8, settembre 1997.

<sup>22</sup> ibidem

<sup>23</sup> Falcone V., Marangoni F., “*Un unico interlocutore per soluzioni global*”, Dispensa Master “*Facility Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari*”, Laboratorio Quali.tec, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1998-1999

### 2.1.3.1 I modelli organizzativi della gestione (*Facilities Management*)

Esistono diversi approcci organizzativi alla gestione degli edifici in riferimento all'ambito del *Facilities Management*.

In sintesi, possono essere identificate due categorie principali che a loro volta possono contenere dei modelli organizzativi diversi. Queste due classi principali sono: gestione interna e terziarizzazione a fornitori esterni dei servizi “*non core*” di un'azienda/organizzazione.

La terziarizzazione viene anche identificata con il termine “*outsourcing*” che indica una contrattazione dell'azienda committente con un fornitore esterno per l'esecuzione di servizi non legati al *core business* della stessa, precedentemente svolti da proprio personale interno.

Queste tendenze organizzative rappresentano la logica evoluzione del processo che è nato dapprima negli Stati Uniti negli anni '70 e che si sta sviluppando anche nel nostro Paese.

Le esperienze straniere mostrano infatti una chiara tendenza strategica basata sulla riorganizzazione e rafforzamento delle attività legate al *core business* dell'azienda e una progressiva terziarizzazione dei servizi *non core*. Tutto questo per potersi concentrare meglio sulle attività strategiche dell'azienda, controllando e riducendo i costi relativi.

“Dai primi anni Ottanta il mondo delle imprese ha dovuto orientarsi verso soluzioni organizzative sempre più flessibili per assorbire i costi fissi del ciclo produttivo e commerciale ed essere in grado di affrontare efficacemente un mercato sempre più discontinuo. Negli anni Novanta, in cui sempre più si accentua il processo di terziarizzazione della struttura economica, il processo di adeguamento organizzativo delle imprese ha investito pesantemente le funzioni aziendali, nell'obiettivo di trasformare i concetti fondamentali del fare *management* nella prospettiva di incrementare le performance e l'efficacia aziendale”<sup>24</sup>.

Questa tendenza viene anche supportata dalla crescita della complessità degli impianti speciali degli edifici, in particolar modo quelli terziari (edifici intelligenti e *Computer Integrated Building*) e dalla crescita delle esigenze legate ai servizi annessi ad un edificio: tutto questo ha contribuito a rendere sempre più complesso il processo gestionale degli immobili, comportando anche maggiori costi.<sup>25</sup>

Questo nuovo scenario richiede la presenza di figure professionali nuove dedicate alla gestione del parco immobiliare, figure caratterizzate da un alto profilo professionale e di un'efficiente organizzazione interna.

Le aziende puntano quindi ad una rivisitazione del patrimonio immobiliare (sia strumentale che a reddito) di loro proprietà e dei relativi criteri di gestione.

---

<sup>24</sup> Tronconi O., “*Facilities Management: la necessità di una corretta impostazione strategica*”, cit.

<sup>25</sup> Ive A., “*Integrated Facility Management*”, Dispensa Master “*Facility Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari*”, Laboratorio Quali.tec, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1998-1999

La continua trasformazione organizzativa delle aziende e delle attività lavorative comportano il bisogno di spazi di lavoro adattabili alle esigenze mutevoli degli occupanti e rispondenti alle nuove esigenze di spazi qualitativi, attrezzati di impiantistica tradizionale e soprattutto innovativa.

“Il passaggio da una gestione con personale interno ad una realizzata con il contributo di organizzazioni esterne ha contribuito ad affrontare il problema, a contrarre i costi, ad aumentare la tempestività dei servizi (qualche volta anche la loro qualità), ma non ha certo risolto il problema”<sup>26</sup>.

I problemi legati alla gestione (costi, qualità, personale, ecc.) non si risolvono infatti con la semplice esternalizzazione dei servizi ad essa annessi. Questa faccia del problema, legata alla domanda di servizi del *Facilities Management* va anche rapportata al problema legato al panorama dell’offerta. Le ditte fornitrici di servizi devono infatti adeguarsi alla nuova domanda di servizi integrati e di necessità arruolare personale di livello superiore con capacità coordinative di attività spesso molto differenti e di controllo sui lavori svolti.

#### **2.1.3.1.1 In-house Management**

Nel nostro Paese la gran parte delle aziende, in particolar modo quelle di dimensioni grandi, gestiscono i propri edifici soprattutto con personale interno, affidando a fornitori esterni solo l’esecuzione di particolari servizi, quali le pulizie, la vigilanza, la manutenzione impiantistica, ecc.

Esiste infatti all’interno delle aziende un ufficio dedicato alle attività legate alla gestione immobiliare, ovvero:

- “pianificazione dei costi e delle spese;
- gestione e supervisione dei fornitori esterni;
- gestione e supervisione dei servizi erogati con personale interno;
- amministrazione del personale coinvolto nella gestione dell’edificio”<sup>27</sup>;
- *reporting* sull’andamento della gestione al *management* e supporto nello studio di strategie per l’ottimizzazione di queste attività.

Questo modello organizzativo chiamato “Gestione interna” ha alcune caratteristiche negative, tra le quali l’assenza di controllo globale sulle attività di gestione immobiliare, la difficoltà di integrazione e coordinamento delle differenti attività e l’utilizzo non ottimale delle risorse impiegate (personale scarsamente motivato e poco specializzato, perché legato ad attività non essenziali al *core business* dell’azienda e perché la loro attività si svolge solo all’interno

---

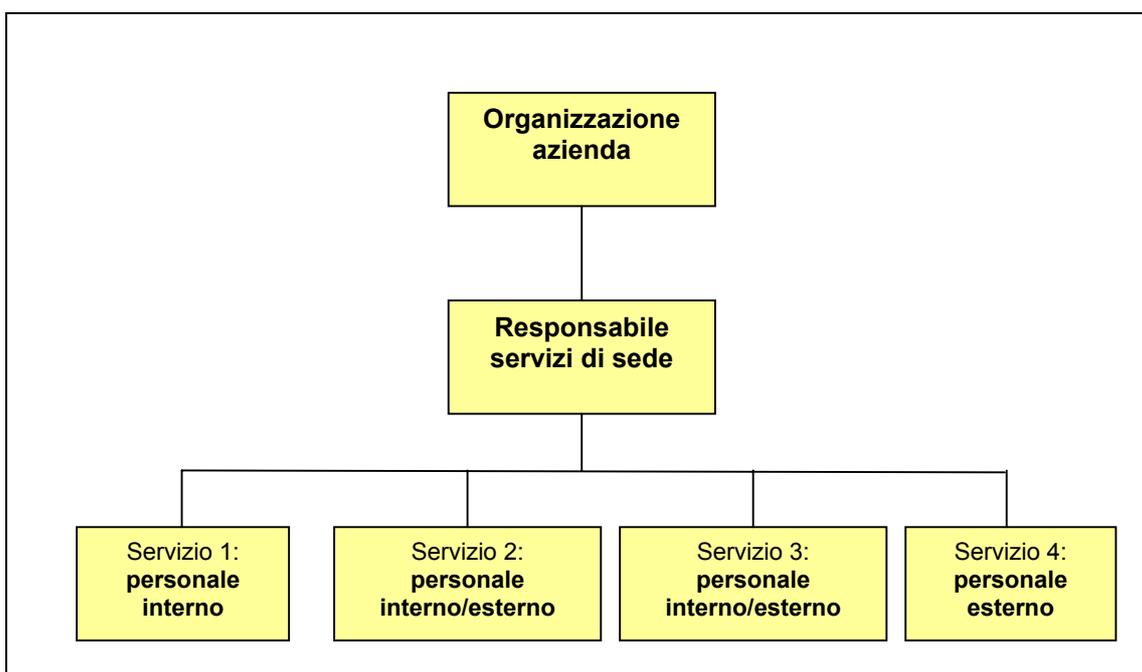
<sup>26</sup> Tronconi O., Ciaramella A., Polito B., “*I Sistemi Informativi nel settore della gestione immobiliare*”, Il Rostro, Milano 1998

<sup>27</sup> Tronconi O., “*Dalla manutenzione alla gestione degli edifici*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.10, novembre 1996

dell'azienda). Non dimentichiamo inoltre che la difficoltà di gestione dei servizi è amplificata dal fatto che la struttura interna spesso si occupa di attività diversificate e non solo della gestione dei servizi.

Il processo di gestione di un edificio viene quindi affrontato da questo modello organizzativo in modo piuttosto frammentario “senza una politica di pianificazione nel tempo degli interventi e degli investimenti”<sup>28</sup>.

**Grafico 4: I modelli organizzativi della gestione: *In-House Management***<sup>29</sup>



<sup>28</sup> Tronconi O., “Gli sviluppi innovativi nel campo della gestione immobiliare”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.3 marzo 1998.

<sup>29</sup> Cesarano D., “*Facilities Management Services*”, Dispensa Master “Facility Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari”, Laboratorio Quali.tec, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1998-1999

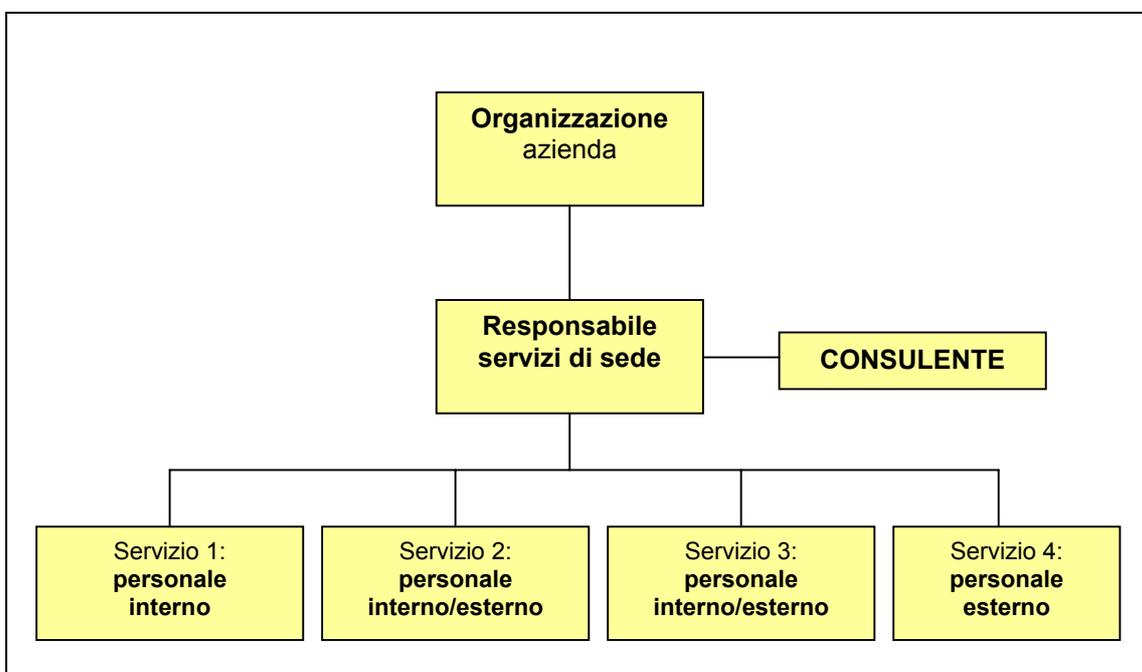
### 2.1.3.1.2 Management Agent

Questo modello organizzativo si basa sull'affiancamento al responsabile dell'ufficio interno di gestione di un'azienda, di un consulente di gestione immobiliare. Il consulente ha il "compito di guidare il processo di coordinamento dei fornitori esterni e di ottimizzazione della gestione"<sup>30</sup>.

Anche questo approccio è caratterizzato dallo svolgimento dei servizi *non core* da parte di personale interno all'azienda.

Rispetto al primo modello di Gestione Interna, questo approccio organizzativo della gestione presenta il vantaggio di potenziare la qualità dei servizi ma a maggiori costi dovuti alla presenza di un consulente esperto in gestione immobiliare.

**Grafico 5: I modelli organizzativi della gestione: *Management Agent*<sup>31</sup>**



<sup>30</sup> Tronconi O., "Dalla manutenzione alla gestione degli edifici", cit.

<sup>31</sup> Torri Fabio, "Pianificazione e controllo dei servizi. Building Management: evoluzione organizzativa", Dispensa Master "Building Manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari", Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, Edizione 1997-1998

### 2.1.3.1.3 Management Contractor

Il modello *Management Contractor* prevede la terziarizzazione di tutti i servizi a diversi fornitori esterni. Il grado di esternalizzazione viene quindi aumentato con una conseguente riduzione delle risorse interne all'azienda e un aumento della flessibilità organizzativa interna.

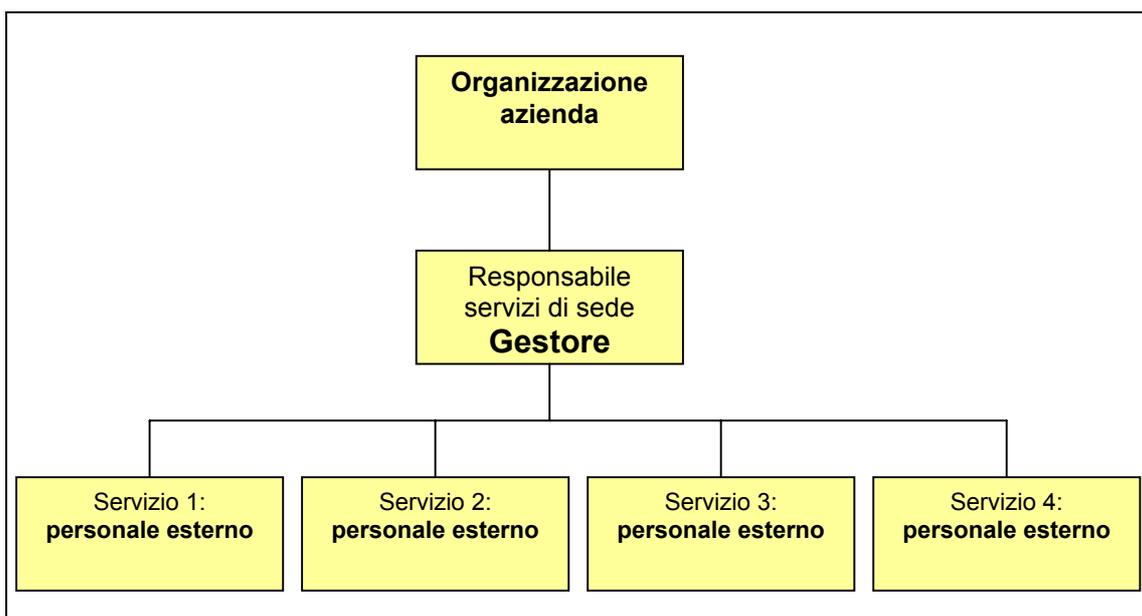
L'organizzazione del processo di *outsourcing* dei servizi è sviluppata seguendo le strategie aziendali del *management*.

Un gestore interno all'azienda ha il compito di coordinare, amministrare e monitorare le forniture di ciascun servizio.

A differenza del secondo modello, questo approccio consente un controllo maggiore dei costi di ogni singolo servizio, oltre che prevedere una riduzione dell'organico.

D'altra parte gli svantaggi legati al *Management Contractor* sono legati all'elevato numero di fornitori e quindi all'indispensabile attività di coordinamento di questi.

**Grafico 6: I modelli organizzativi della gestione: Management Contractor<sup>32</sup>**



<sup>32</sup> Torri F., "Pianificazione e controllo dei servizi. Building Management: evoluzione organizzativa", cit.

#### 2.1.3.1.4 Total Facilities Management (TFM)

Il quarto modello, definito anche “Servizi Integrati”, rappresenta il massimo livello di *outsourcing*, infatti prevede l'esternalizzazione dei servizi ad un unico fornitore controllato nella sua attività da un supervisore interno all'azienda, un esponente del *management* dell'azienda committente. Questo modello “permette teoricamente di eliminare i problemi della gestione e di sommare tutti i vantaggi visti nei casi precedenti, aumentando la qualità dei servizi (svolti ora da personale motivato e ben coordinato), ottenendo significativi risparmi economici. Lo svantaggio di questa impostazione è rappresentato dalla perdita di controllo del processo di gestione e sull'esecuzione dei servizi, in particolare per quelli di carattere manutentivo”<sup>33</sup>.

In questo caso diventa quindi indispensabile stabilire ben determinate misure di affidabilità e rigide clausole di controllo relativamente la gestione del parco immobiliare adottando quindi delle forme contrattuali estremamente dettagliate.

Questo è il modello di approccio organizzativo che più si avvicina alla logica della disciplina del *Facilities Management*, per la sua innovatività e dinamicità. L'esternalizzazione dei servizi a fornitori esterni che sono in grado di realizzare economie di scala nell'utilizzo di risorse tecniche ed umane, consente infatti un notevole abbattimento dei costi.

Infatti un processo di *outsourcing* viene interpretato da una azienda come passo fondamentale per aumentare la propria competitività grazie a:

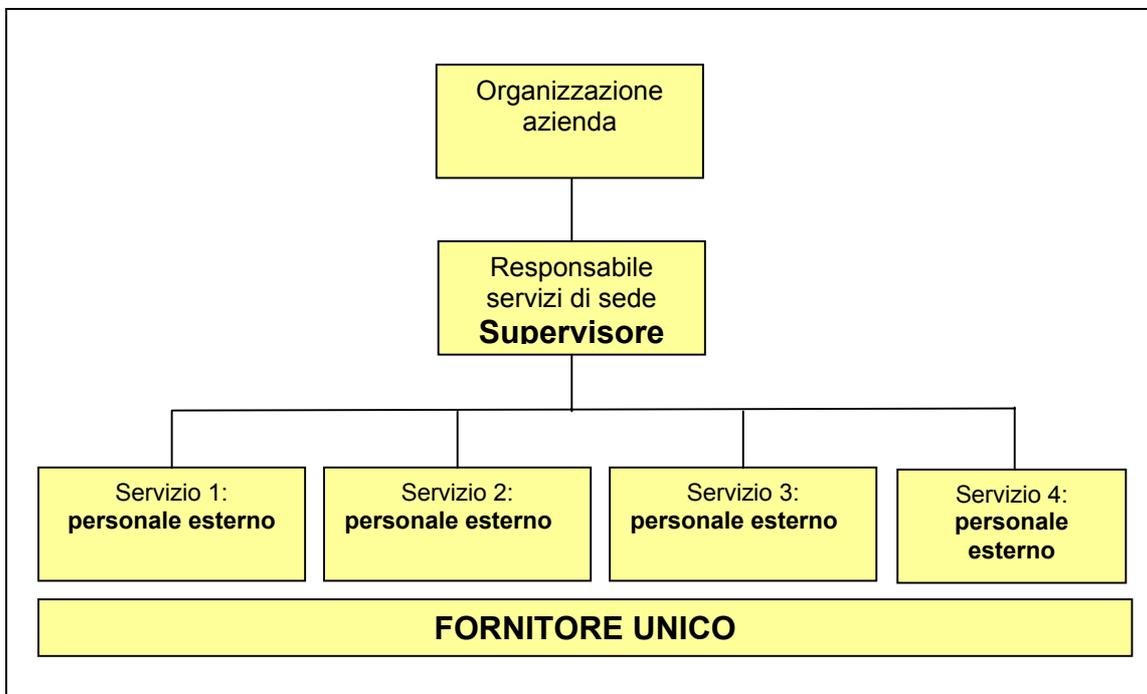
- “una riduzione del costo dei servizi;
- il miglioramento dei livelli di servizio;
- il trasferimento all'esterno di risorse non strettamente correlate al *core business* dell'azienda, riducendo al minimo indispensabile la struttura di controllo;
- la riduzione del numero di fornitori”<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> Tronconi O., “Dalla manutenzione alla gestione degli edifici”, cit.

<sup>34</sup> Ritucci G., “Un caso di *outsourcing* globale di *Facility Management*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.4, aprile 1998

Grafico 7: I modelli organizzativi della gestione: *Total Facilities Management*<sup>35</sup>



<sup>35</sup> Torri Fabio, "Pianificazione e controllo dei servizi. Building Management: evoluzione organizzativa", cit.

## 2.2 Gli strumenti per ridurre i costi di gestione e migliorare la qualità

Nella definizione di *Facilities Management* si è sottolineato che “prima di tutto è la capacità di analizzare approfonditamente le esigenze del cliente attraverso un esame attento delle sue modalità organizzative e delle problematiche che ne derivano”<sup>36</sup>.

Questa analisi nasce per scoprire dei problemi che, nella gran parte dei casi, neanche lo stesso cliente/azienda conosce.

Infatti, le aziende che intendono rivedere la propria struttura organizzativa per studiare strategie alternative di gestione del proprio patrimonio immobiliare non devono solamente porsi il problema di studiare il modo di rapportarsi al mercato dell’offerta e di scegliere i fornitori migliori. Prima di fare tutto questo è necessario che un’azienda inquadri bene i problemi e le necessità che deve risolvere e soddisfare, perché solo così facendo sarà possibile progettare la soluzione adeguata.

Il *Facilities Management* necessita di capacità in grado di analizzare approfonditamente le esigenze del *core business* dell’azienda attraverso un esame attento delle sue problematiche organizzative.

“Con il termine *Facility Management* si definisce una strategia che ha come obiettivo la definizione di una metodologia di gestione di tutte le attività connesse al funzionamento ottimale di un immobile, in termini sia funzionali che di ottimizzazione dei costi. L’efficacia di una strategia dipende dalla capacità di analisi delle caratteristiche sia strutturali che relazionali del soggetto e dalla conseguente capacità di elaborazione delle problematiche emergenti al fine di delineare possibili miglioramenti/cambiamenti”<sup>37</sup>.

E’ importante quindi che il Facility Management si doti di tutta una serie di strumenti volti al raggiungimento degli obiettivi evidenziati sopra.

Auditing di edificio, Banchmarking, Life Cicle Cost Analysis, Value Management, Value Engeneering, Value Analisys, devono diventare strumenti importanti per la gestione dell’immobile sia a livello tecnico in termini di Facility Management ma anche amministrativo (Property Management) e strategico (Asset Management).

---

<sup>36</sup> Tronconi O., “*Facilities Management: la necessità di una corretta impostazione strategica*”, cit.

<sup>37</sup> Lucini G., “*Auditing di edificio*”, Dispensa Master “Building Manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari”, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1997-1998

### 2.2.1 Auditing di edificio

Il termine inglese “*auditing*” significa “ascoltare” ovvero “verificare” e quindi valutare le condizioni e lo stato di fatto di un elemento, “fotografare” un edificio nella situazione e nelle circostanze che lo caratterizzano nel momento stesso dell’analisi.

“L’*auditing* di edificio consiste nell’individuazione e perimetrazione dei problemi e definizione delle strategie (organizzative, contrattuali, economiche e tecnologiche) per ottenere miglioramenti/adequamenti delle proprie capacità di gestione immobiliare, in modo particolare:

- metodiche e strumenti utilizzabili nella gestione degli immobili;
- criteri e strumenti per la gestione dei rapporti con i fornitori di servizi;
- modificazioni organizzative;
- impostazioni metodologiche e strumenti per la pianificazione ed il controllo del budget dei costi e delle attività”<sup>38</sup>.

L’attività di *auditing* viene generalmente realizzata da società di consulenza esperte nei temi di *Facilities Management* e da Università.

Tale attività consente di acquisire una vasta e complessa banca dati sul processo di gestione immobiliare di un’azienda/organizzazione, premessa indispensabile per la successiva individuazione di alternative possibili per migliorare la *performance* gestionale esistente.

E’ opportuno evidenziare un’ulteriore definizione dell’attività di *auditing*, in relazione ai differenti ambiti del *Facilities Management* e del *Capital Asset Management*.

Infatti è possibile definire il “*Facilities Audit*” come l’identificazione delle condizioni fisiche, dei livelli di prestazione funzionale e delle esigenze di manutenzione. In questo senso il *Facilities Audit* rappresenta un supporto fondamentale per la programmazione degli interventi manutentivi e per le scelte finalizzate al miglioramento funzionale dell’edificio.

D’altra parte il processo di *Facilities Audit* deve far parte integrante dell’approccio più globale concernente la programmazione della gestione del *capital asset* e quindi del piano di sviluppo strategico dei servizi, della pianificazione del bilancio d’investimento e di pianificazione del *Facility Management*.

L’*auditing* viene generalmente strutturato in tre fasi:

1. *Raccolta dei dati:*

Le informazioni di tipo contabile, contrattuale, organizzativo e tecnico, vengono raccolte attraverso lo strumento diretto dell’intervista al *management* dell’azienda e al responsabile dell’ufficio/struttura che gestisce il patrimonio immobiliare.

---

<sup>38</sup> Tronconi O., “*Dalla manutenzione alla gestione degli edifici*”, cit.

I sopralluoghi e le interviste sono guidati dall'utilizzo di un questionario articolato in sezioni specifiche riguardanti la tipologia e caratteristiche tecniche dell'edificio, i servizi immobiliari, i progetti di prossima realizzazione, le modalità di svolgimento e di controllo dei servizi.

Questa prima fase ha l'obiettivo di rilevare l'esatta realtà gestionale attraverso la sistematica acquisizione di tutte le informazioni relative l'immobile e i metodi utilizzati nella conduzione da parte della struttura delegata alla gestione.

Anche se può sembrare la fase più semplice, perché di immediata realizzazione, è importante sottolineare che l'efficacia di una strategia dipende anche dalla capacità analitica di individuazione delle caratteristiche salienti del soggetto in esame.

2. *Elaborazione dei dati raccolti e definizione dei problemi e dei punti critici dell'azienda/organizzazione:*

L'analisi critica delle informazioni raccolte permette di realizzare una descrizione completa dei fattori che ostacolano un approccio innovativo e razionale alla gestione immobiliare. In particolare vengono considerati gli aspetti legati alla struttura organizzativa, alle modalità di gestione e di *reporting* al *Management*, alla gestione degli spazi e alla pianificazione e controllo delle voci di spesa.

3. *Progettazione delle possibili soluzioni:*

Partendo da un'attenta analisi della situazione in essere nell'azienda, viene progettata una soluzione, uno studio di fattibilità allo scopo di migliorare il processo di gestione immobiliare. Tale studio viene strutturato secondo un duplice obiettivo: miglioramento qualitativo (prestazioni) e quantitativo (costi).

Spesso le soluzioni individuate suggeriscono "un cambiamento culturale che comporta uno sforzo considerevole per chi ha consolidato la propria esperienza in una direzione diversa. Quindi è possibile affermare che una delle prime opportunità di miglioramento è generalmente legata ad una riorganizzazione della struttura delegata alla gestione (ridefinizione dei ruoli e delle responsabilità) e al suo adeguamento culturale attraverso corsi di formazione"<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> Lucini G., op. cit.

## 2.2.2 Benchmarking

Il *benchmarking* è “il processo continuo di misurazione di prodotti, servizi e prassi aziendali mediante il confronto con i concorrenti più forti, o con le imprese riconosciute leader in un settore”.

“Il solo modo di assicurare in una organizzazione una prestazione superiore è quello di trasferire (da altri settori o *competitors*) programmi operativi e programmi produttivi basati sulle migliori prassi aziendali. Questo processo, sempre più usato, è conosciuto come *benchmarking*”<sup>40</sup>.

L'attività di *benchmarking* consiste in un confronto tra aziende operanti non solo nello stesso settore, finalizzato all'individuazione della prassi aziendale migliore, ovvero all'utilizzo più efficace e più efficiente delle risorse, al miglioramento della *performance* dell'azienda e alla riduzione dei costi. Oltre a ciò, il *benchmarking* consente anche l'identificazione degli obiettivi aziendali e l'aumento della *customer satisfaction*.

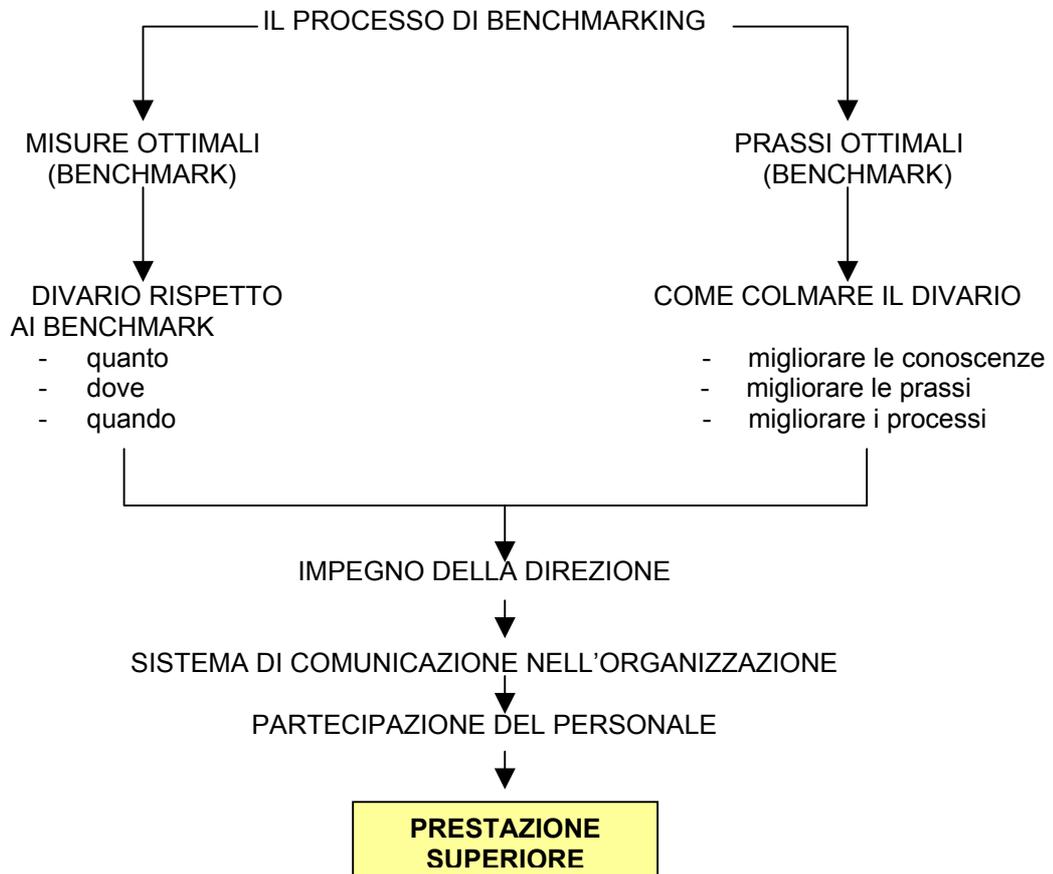
La filosofia che sta alla base del processo di *benchmarking* si fonda sui seguenti elementi:

1. Conoscere le proprie attività.
2. Conoscere le aziende leader del settore.
3. Assorbire nella propria azienda le pratiche migliori.
4. Raggiungere il massimo livello di qualità, superiorità nella propria attività, prassi aziendale.

---

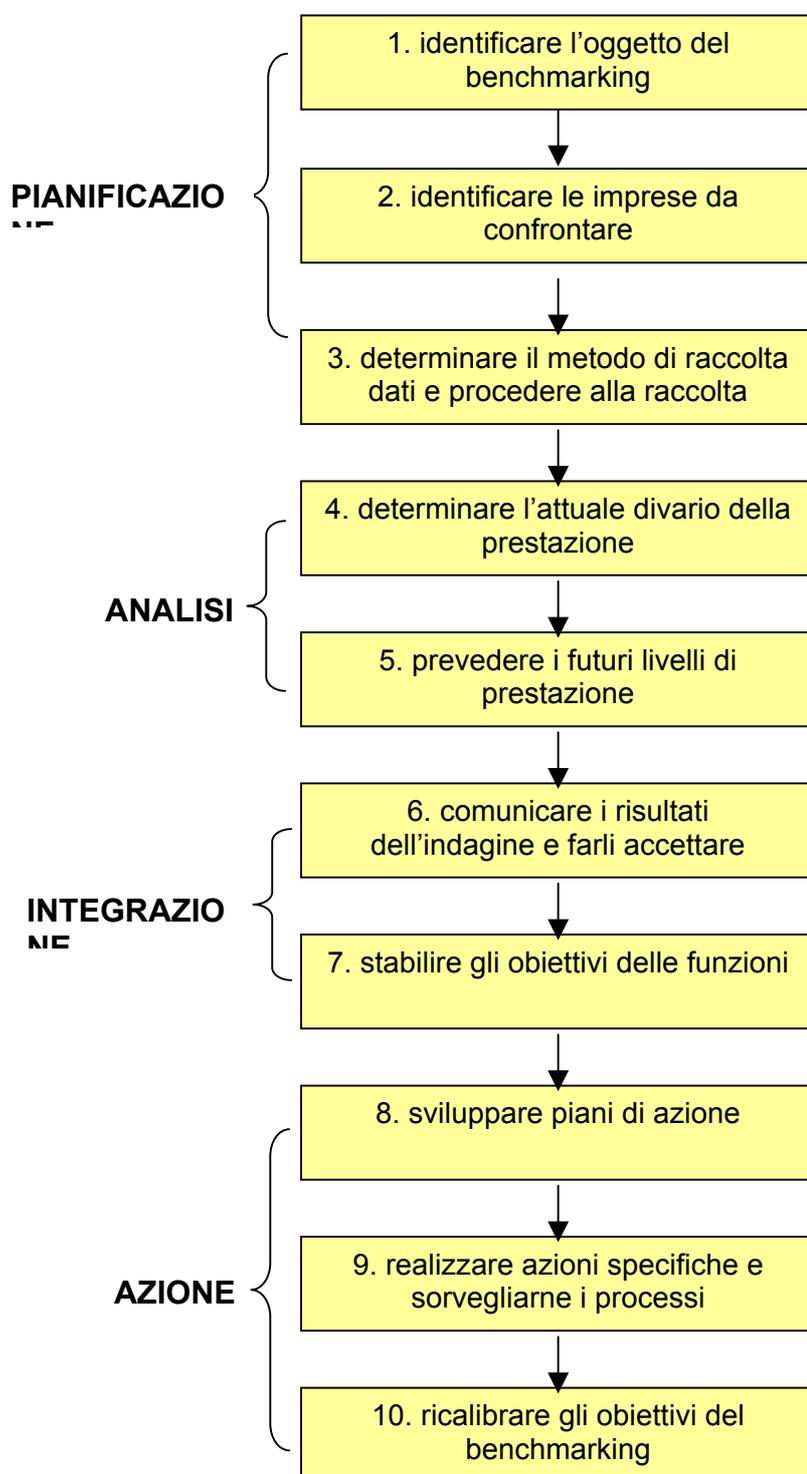
<sup>40</sup> Camp R., “*Benchmarking The Search for Industry Best Practices that Lead to Superior Performance*”, ASQC Quality Press, Milwaukee, 1989

**Grafico 8: Generalità del processo di *benchmarking***<sup>41</sup>



<sup>41</sup> Camp R., op. cit.

Grafico 9: Le dieci fasi del processo di *benchmarking*<sup>42</sup>



<sup>42</sup> Tronconi O., "Dalla manutenzione alla gestione degli edifici", in "Il Nuovo Cantiere", n.10, novembre 1996

Il modello elaborato invece dal Laboratorio Qualitec del Dipartimento di Disegno Industriale e Tecnologie dell'Architettura (DI.Tec.) del Politecnico di Milano, è articolato in dieci fasi ed è stato realizzato appositamente per l'analisi del processo di gestione immobiliare di una azienda.

Le dieci fasi sono:

1. "Identificazione dell'azienda che richiede la ricerca di *benchmarking*.
2. Descrizione e classificazione delle sedi (definizione delle tipologie occupate sottoposte a *benchmarking*).
3. Definizione degli obiettivi e dei limiti del *benchmarking*.
4. *Auditing* per la realizzazione del *benchmark* presso il committente.
5. Individuazione dei partner di *benchmarking* da sottoporre ad *auditing*, per la realizzazione del *benchmarking* dei loro edifici.
6. Determinazione del *gap* prestazionale.
7. Ricerca dei vincoli nella gestione del committente.
8. Proposta di alternative di gestione.
9. Definizione della strategia gestionale di breve-medio periodo.
10. Pianificazione dell'aggiornamento continuo della strategia (*Long Range Planning*)<sup>43</sup>

Tale modello si può scomporre in quattro fasi principali.

Le prime tre fasi, di input del *benchmarking*, consistono nella raccolta delle informazioni (fonti: planimetrie, progetti architettonici e degli impianti, costi di gestione, contratti di forniture di attività gestionali, ecc.) indispensabili per delineare le caratteristiche del patrimonio immobiliare: ubicazione geografica, caratteristiche architettoniche, morfologiche, tipologiche, tecnologiche, fino agli specifici costi delle attività legate alla gestione e di cui si vuole migliorare la performance. A questo segue la definizione degli obiettivi del *benchmarking*.

Le fasi n.4, 5, 6 determinano due difficoltà principali: la definizione della strategia per innovare la gestione e l'individuazione dei partner (prima dello stesso settore e poi di qualsiasi altro settore economico) del *benchmark*.

La successiva fase generale di pianificazione consiste nella esatta identificazione dei vincoli di gestione dell'azienda cliente e quindi nella proposta di valide alternative allo scopo di migliorare il processo gestionale.

La parte conclusiva del *benchmarking*, consistente in un rapporto finale (ma con la possibilità di essere continuamente aggiornato in base alla dinamiche evolutive del mercato), stabilisce le indicazioni procedurali per ottenere una migliore gestione immobiliare nell'obiettivo strategico di allineare la gestione dell'azienda cliente alla migliore "prassi" individuata dalla ricerca di *benchmarking*.

---

<sup>43</sup> Tronconi O., "Il *benchmarking* in Italia", in "Il Nuovo Cantiere", n.10, novembre 1996

A queste quattro fasi individuate va aggiunto uno *step* che potremmo definire come “preliminare”, consistente nell’identificazione di un modello e quindi dei suoi contenuti e della sua struttura.

L’individuazione di un modello di *benchmarking* ha come obiettivo “la definizione di una serie di indici (economici e prestazionali) sui parametri fondamentali che vengono utilizzati per valutare la gestione di un edificio/patrimonio immobiliare”<sup>44</sup>.

### **I parametri per il *benchmarking* di edifici/patrimoni immobiliari**

I parametri fondamentali di valutazione definiti anche come “parametri per il *benchmarking* di edifici/patrimoni immobiliari” sono molto articolati e caratterizzati da un elevato grado di analiticità.

In una ricerca di *benchmarking* non è necessario utilizzare tutti i parametri che di seguito vengono riportati, bensì è necessario individuare quelli che più si adattano e sono quindi strategicamente utili per una particolare ricerca e per una particolare tipologia di edificio/patrimonio immobiliare.<sup>45</sup>

Riportiamo di seguito alcuni dei parametri utilizzabili per ricerche di *benchmarking*:

- “Descrizione degli immobili: individuazione delle variabili in grado di rappresentare le caratteristiche degli immobili:
  - tipologia di edifici (individuazione di edifici che presentano carattere di omogeneità: destinazione d’uso, tecnologie costruttive, ecc.);
  - tipologie di attività svolte nell’edificio;
  - titolo di godimento dell’edificio (proprietà, affitto, leasing, ecc.);
  - aree di occupazione dell’immobile. Tipologie di occupanti (clienti, organizzazione utilizzatrice);
  - localizzazione geografica degli immobili.
- Dimensione degli immobili:
  - area lorda;
  - area commerciale;
  - area effettiva;
  - area per dipendente;
  - coefficiente di utilizzo dei posti di lavoro;
  - valori medi del settore;
  - tasso di efficienza dell’ufficio.

---

<sup>44</sup> Tronconi O., “Il *benchmarking*: come applicarlo al settore immobiliare”, in “Il Nuovo Cantiere”, n. 2, febbraio 1998

<sup>45</sup> Borja Hildago Mozos Francisco, “*Explicative Study and Analysis of the Spanish Benchmarking*” in IFMA World Workplace Europe 2001, Conference Proceedings, Innsbruck 17-19 June

- *Space planning* (allocazione degli spazi):
  - tasso di non utilizzo dello spazio disponibile;
  - politiche di allocazione degli spazi;
  - tipologia degli uffici (*open space*, uffici individuali, multipli, ecc.) e dimensioni;
  - partizioni interne (mobili-rigide).
- Traslochi e cambiamenti nell'immobile:
  - traslochi totali;
  - traslochi interni;
  - costi di traslochi;
  - tasso di movimentazione totale;
  - tasso di movimentazione di aree particolari.
- Costi di manutenzione diretti e indiretti e dei principali servizi:
  - costo di manutenzione preventiva suddivisa nei campi principali di attività;
  - manutenzione di primo intervento (o guasto) suddivisa per impianti e interventi critici;
  - costo della struttura interna relativa alle attività (gestione e attività sul campo) di manutenzione;
  - tipologia della terziarizzazione e contratti di manutenzione;
  - costi di pulizia;
  - costi delle manutenzioni esterne (piazze, parcheggi, verde, ecc.).
- Costi energetici:
  - consumo di combustibile per caldo/freddo;
  - consumi elettrici;
  - consumo acqua;
  - costi di servizio;
  - indice di condizionamento (rapporto spazi condizionati/spazi non condizionati);
  - indice di efficienza dei servizi.
- Costi di sicurezza personale, ambientale e beni:
  - costi di protezione ambientale;
  - costi di adeguamento alle normative;
  - costi per il riciclaggio e lo smaltimento dei rifiuti;
  - costi per la protezione di beni e persone (antincendio, antintrusione, adeguamento normative, ecc.).
- Costi di pianificazione, progettazione e supporto:
  - adeguamenti interni;
  - costi di supporto (manutenzione veicoli, manutenzione parcheggi, servizi postali, cablaggio);

- progettazione (cambiamenti di routine, pesanti, valorizzazione posti di lavoro);
- pianificazione (costi personale direttivo, supporto trasferimenti interni, gestione arredi e attrezzature operative).
- Indicatori finanziari/economici/patrimoniali:
  - costo leasing, affitto o ammortamento;
  - costi operativi (pulizia, manutenzione, energia, ecc.);
  - costi patrimoniali fissi (costo del capitale, debiti ipotecari, interessi bancari, tasse, assicurazioni, ammortamenti);
  - costo di occupazione (costo al mq., costo per dipendente);
  - indicatori di budget (dei costi complessivi dell'azienda, valore di mercato dell'immobile, fatturato globale dell'azienda);
  - costo complessivo annuale suddiviso per mq. area commerciale, dipendenti, posti lavoro<sup>46</sup>.

---

<sup>46</sup> Tronconi O., "Il benchmarking: come applicarlo al settore immobiliare", cit.

### 2.2.3 Life Cycle Costs Analysis

“Il ruolo primario del parametro economico nella valutazione dell'efficienza del sistema edilizio nel ciclo di vita è stato riconosciuto fino dall'inizio degli anni '70, quando furono condotti i primi studi sui costi globali degli investimenti immobiliari. Da allora molti studiosi ed enti di ricerca applicata hanno elaborato modelli matematici per l'analisi qualitativa e la valutazione dell'andamento dei costi in esercizio”.<sup>47</sup>

La valutazione economico-finanziaria di un investimento immobiliare è diventata, ad oggi, un elemento indispensabile e di completamento dell'intero processo costruttivo di un edificio.

Tra i vari metodi utilizzati per misurare la performance economica di un investimento, il *Life Cycle Cost* rappresenta lo strumento più focalizzato all'analisi comparativa di soluzioni progettuali alternative (caratterizzate da uno stesso livello prestazionale e da una uguale vita economica prevista) e caratterizzato da una relativa semplicità concettuale e operativa.

“Questi nuovi concetti richiedono una profonda modificazione nei metodi utilizzati fino ad oggi nell'approccio progettuale, nonché l'impostazione di nuove fasi a monte della progettazione, come lo <<schema direttore>> o <<metaprogetto>>, e l'utilizzazione di nuovi strumenti per l'organizzazione/concezione delle operazioni durante il processo progettuale e costruttivo (procedimento esigenziale, capitolato d'oneri funzionale, ecc.) e per la gestione/utilizzazione degli edifici (*Facility Management*: aumento di importanza della gestione dei servizi, manutenzione programmata, ecc.)”<sup>48</sup>.

“La nostra cultura ancora profondamente ancorata a modelli industriali ci ha educato a percepire il costo iniziale di un apparato, impianto, edificio e molto meno a ragionare in termini di Ciclo di vita dei costi anche perché, occorre ammetterlo, proprio per le carenze progettuali e gestionali (quindi dei committenti), su questo problema, per quello che riguarda gli edifici complessi, ne sappiamo ancora poco”<sup>49</sup>.

“Il concetto fondamentale è che le decisioni relative alle soluzioni progettuali e all'acquisizione di beni durevoli dovrebbero prendere in considerazione le conseguenze finanziarie a lungo termine e non basarsi unicamente sui costi iniziali”<sup>50</sup>.

“*Life Cycle Costs*” è traducibile come “costi complessivi che derivano dal possesso e dall'utilizzo di una proprietà nell'arco del ciclo di vita previsto”<sup>51</sup>. Il ciclo di vita di un edificio prevede infatti una fase di progettazione, seguita dalle fasi di costruzione, gestione e demolizione. Anche

---

<sup>47</sup> Arbizzani E. op. cit.

<sup>48</sup> Tronconi O., “*L'edificio intelligente: nuove concezioni, metodologie, attività*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.9, ottobre 1997

<sup>49</sup> Tronconi O., “*La manutenzione degli impianti-sistemi in un edificio intelligente*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.8, settembre 1995

<sup>50</sup> Lee R., “*Manutenzione edilizia programmata*”, Hoepli, Milano, 1993

<sup>51</sup> Di Giulio R., “*Obsolescenza degli edifici e affidabilità dei sistemi*”, in “Modulo”, n.141, maggio 1988

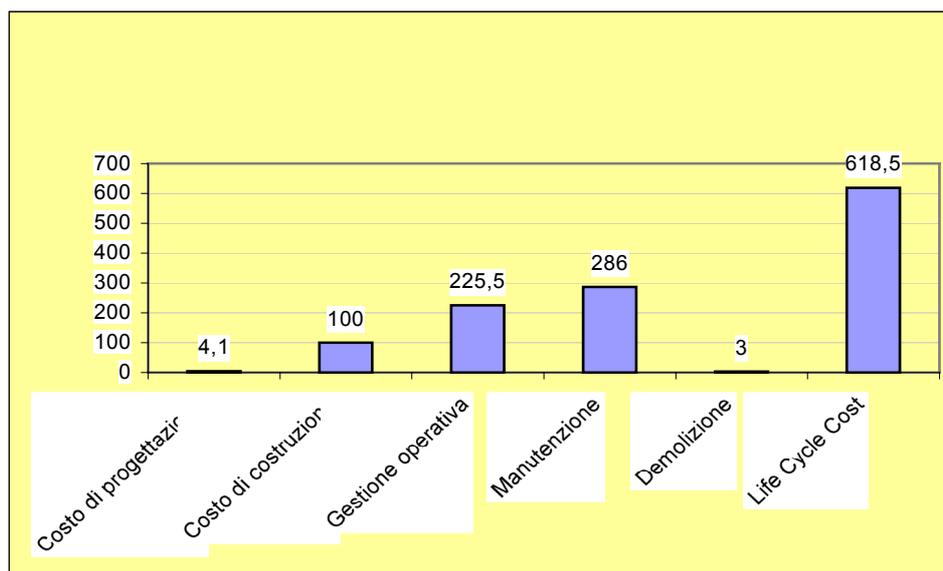
quest'ultima fase, ricordiamo, ricopre un aspetto fondamentale, soprattutto per quanto riguarda i costi ambientali.

L'approccio innovativo alla concezione e progettazione degli edifici si fonda su alcuni nodi e problematiche fondamentali, tra le quali il costo globale di un edificio, ovvero il *Life Cycle Cost* (L.C.C.). Le scelte progettuali infatti, comportano sia costi iniziali di facile individuazione sia costi differiti di gestione, pulizia, manutenzione, sostituzione periodica di elementi e sottosistemi, miglioria e adeguamenti normativi, secondo standard qualitativi fissati a cadenza temporale.

Esiste una vera e propria tecnica di applicazione dei costi globali di un edificio che è nata negli Stati Uniti d'America intorno agli anni Settanta grazie al *Public Building Services* che se ne è servito per la valutazione tecnico-economica delle alternative progettuali e tecnologiche degli interventi edilizi. Tale tecnica consiste nella valutazione economica degli interventi ed è particolarmente adatta a beni di investimento che presentano elevati costi di gestione e di manutenzione, quindi anche ai beni immobili.

“E', infatti, comunemente accettato, da parte della letteratura tecnica specializzata, che i costi di manutenzione nell'arco della vita economica di un edificio, che può estendersi a 50 anni e più, superino, a volte di gran lunga, il costo iniziale di edificazione”<sup>52</sup>.

**Grafico 10: Il peso economico della gestione di un edificio rapportato al L.C.C.**



<sup>52</sup> Bruno A., Pavoni G. (a cura di), *“Progetto qualità manutenzione”*, Scriptorium, Torino, 1993

In Italia, a differenza di alcuni Paesi europei e degli Stati Uniti, non esistono delle norme specifiche per l'applicazione della valutazione dei costi nel ciclo di vita e queste tecniche vengono scarsamente applicate. Questo fatto è spiegabile considerando che gli operatori italiani del settore concepiscono l'edificio ancora in modo "tradizionale". In realtà, un edificio non è il risultato di operazioni esclusivamente tecniche e architettoniche in senso generale. Un edificio, nella società postindustriale, svolge anche la "funzione" di centro di costo ed è per questo che diventa fondamentale l'analisi dei costi relativi all'intero ciclo di vita di un sistema edilizio, fino all'eventuale vendita o demolizione.

Nella fase pre-progettuale il metodo *L.C.C.* può essere adottato per individuare le alternative più economiche per la realizzazione di un edificio, ossia il riutilizzo di spazi esistenti, la realizzazione di un ampliamento, l'acquisto o locazione di un nuovo fabbricato, ecc.

Nella fase di progettazione di un nuovo edificio, il metodo *L.C.C.* può essere utilizzato per definire le soluzioni più economiche a livello planimetrico, distributivo, strutturale, ecc.

Nella fase di progettazione esecutiva il metodo *L.C.C.* è utile al fine di individuare le soluzioni, i componenti e le finiture più economiche (ovviamente, al pari di prestazioni proposte da altre soluzioni più costose).

Infine, nella fase di gestione, il *L.C.C.* consente di individuare i fattori che determinano maggiori spese e quindi di ridurre i costi.

Il costo di costruzione iniziale non può quindi essere considerato l'unico criterio di valutazione e di scelta da parte di committenti, progettisti e investitori immobiliari. Ad esso vanno infatti associati i costi d'uso di un bene immobile, i costi di gestione, di manutenzione, di riparazione, ecc..., ovvero i costi globali di un edificio, i "*Life Cycle Costs*".

L'applicazione delle tecniche del *L.C.C.* "rende evidenti tutti i costi, impedendo il cosiddetto <<effetto iceberg>>, che si verifica per l'incompleta imputazione delle spese agli effettivi centri di costo"<sup>53</sup>.

Infatti, "il punto nodale è rappresentato dal fatto che i costi iniziali sono immediatamente evidenti mentre le spese differite di manutenzione e gestione possono essere valutate solo con l'uso di specifiche tecniche di calcolo finanziario. Impiegando questi criteri di confronto si noterà che le spese differite possono avere un peso decisivo nelle scelte tra alternative di qualità confrontabile"<sup>54</sup>.

---

<sup>53</sup> Tronconi O., "*Facilities Management e ciclo di vita dei costi di un edificio*", "Il Nuovo Cantiere", n.8, settembre 1998

<sup>54</sup> Bruno A., Pavoni G. (a cura di), op. cit.

Entrando nel merito più dettagliatamente, i costi complessivi di un edificio durante l'intero arco di vita (*L.C.C.*) sono suddivisibili nelle seguenti categorie:

- costi di promozione (valutazione del progetto, pratiche catastali, urbanistiche, ecc.);
- costi di progettazione;
- costi di produzione (di realizzazione, costruzione);
- costi di commercializzazione (vendita, locazione);
- costi di gestione (funzionamento, manutenzione);
- costi di riqualificazione (adeguamenti normativi e tecnologici, interventi di ristrutturazione, demolizione, ecc.);
- oneri finanziari/interessi passivi (legati alle singole fasi di vita di un edificio e complessivamente, in relazione al parziale insuccesso della fase di commercializzazione e quindi ad una parte di invenduto o non locato);
- ammortamento del capitale investito;
- profitto atteso (dal promotore).

I *L.C.C.* possono quindi essere espressi da un'equazione matematica che tenga in considerazione tutte le voci di costo elencate.

**1. I costi del ciclo di vita *L.C.C.*<sup>55</sup>:**

$L.C.C. = C \text{ promozione} + C \text{ progettazione} + C \text{ produzione} + C \text{ commercializzazione} + C \text{ gestione} + C \text{ riqualificazione} + \text{oneri finanziari} + \text{ammortamento del capitale investito} + \text{profitto atteso}$

**2. I costi del ciclo di vita *L.C.C.*<sup>56</sup>:**

$L.C.C. = C \text{ iniziali} + (C \text{ manutenzione} + C \text{ energetici} + C \text{ pulizie} + C \text{ generali e di gestione}) + C \text{ d'uso} - \text{Prezzo di vendita}$ .

**3. I costi del ciclo di vita *L.C.C.*<sup>57</sup>:**

$L.C.C. = C \text{ promozione (studio, progettazione, promozione)} + C \text{ produzione (area, insediamento, costo dei capitali investiti, costruzione, profitto d'impresa)} + C \text{ gestione (esercizio, manutenzione)} + C \text{ riqualificazione (oppure demolizione e ricostruzione)}$ .

In generale, i costi globali si possono suddividere in "costi di investimento" e "costi di gestione" e di fondamentale importanza è la relazione esistente tra queste due voci di spesa. Infatti, più sono accurate e dettagliate le fasi di progettazione e costruzione, più si risparmierà in fase di gestione. Ovviamente, vale anche il viceversa.

"Purtroppo i livelli di questi due tipi di spesa sono generalmente determinati da processi decisionali diversi, sono soggetti a sistemi di controllo differenti e dipendono da diverse fonti di

---

<sup>55</sup> Tronconi O., "Facilities Management e ciclo di vita dei costi di un edificio", cit.

<sup>56</sup> Lee R., "Manutenzione edilizia programmata", Hoepli, Milano, 1993

<sup>57</sup> Molinari C., "Manutenzione programmata", in "Manuale di progettazione edilizia" (vol.3), Hoepli, Milano, 1994

finanziamento. Per questo motivo risulta spesso piuttosto difficile ragionare in termini di costi totali<sup>58</sup>.

“In Italia il costo di gestione annuo di un edificio per uffici oscilla intorno al 7%-8% del costo totale di costruzione: tale significativa percentuale indica chiaramente quale sia l'importanza di una corretta amministrazione/gestione degli immobili<sup>59</sup>”.

**Grafico 11: I costi di investimento e di gestione di un edificio**

<b>COSTI DI INVESTIMENTO</b>	Costi del terreno	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Costo di acquisto</li> <li>→ Costo di utilizzazione</li> <li>→ Costo predisposizione cantiere</li> </ul>
	Costi di costruzione	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Costo lavori edili</li> <li>→ Costo impianti tecnologici</li> <li>→ Costo impianti speciali</li> </ul>
	Costi di installazione	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Costi organizzativi d'impresa</li> <li>→ Costi di cantiere</li> </ul>
	Costi complementari	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Costi tecnici e di coordinamento</li> <li>→ Assicurazioni</li> <li>→ Costi di avviamento</li> <li>→ Costi finanziari</li> <li>→ Imprevisti</li> </ul>
<b>COSTI DI GESTIONE</b>	Costi struttura	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Personale amministrativo</li> <li>→ Contabilità</li> <li>→ Responsabile gestione</li> <li>→ ...</li> </ul>
	Costi fissi	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Assicurazioni</li> <li>→ Canoni</li> <li>→ Tasse</li> <li>→ ...</li> </ul>
	Costi funzionamento	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ conduzione impianti</li> <li>→ sorveglianza</li> <li>→ catering</li> <li>→ ...</li> </ul>
	Costi energetici	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ combustibile</li> <li>→ elettricità</li> <li>→ acqua</li> <li>→ ...</li> </ul>
	Costi riassetto funzionale	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ ampliamenti</li> <li>→ adattamento impianti</li> <li>→ ...</li> </ul>
	Costi di manutenzione	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ riparazioni</li> <li>→ materiali consumati</li> <li>→ manodopera</li> <li>→ ...</li> </ul>
	Altri costi	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ costi disservizi</li> <li>→ consulenze</li> <li>→ ...</li> </ul>

<sup>58</sup> Lee R., “Manutenzione edilizia programmata”, Hoepli, Milano, 1993

<sup>59</sup> Tronconi O., “Gli sviluppi innovativi nel campo della gestione immobiliare”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.3, marzo 1998

“Le tecniche del *Life Cycle Cost* rappresentano un approccio innovativo che evidenzia esplicitamente la globalità della visione progettuale che si articola lungo una scala temporale precisa: quella della durata dell'edificio”<sup>60</sup>.

Il calcolo del costo globale si ottiene attraverso l'utilizzo di stime a priori concernenti sia le spese di gestione, utilizzo e manutenzione, sia le spese legate all'attuazione finanziaria dell'investimento e redditività dell'edificio. Tutto questo consente paragoni di costo e prestazioni tra diverse soluzioni progettuali elaborate nella fase di studio di fattibilità di un progetto.<sup>61</sup>

In sintesi, l'approccio utilizzato dalla tecnica *L.C.C.* si basa su alcuni step fondamentali:

- Individuazione degli obiettivi, ovvero dello scopo per cui si utilizza il *L.C.C.*: ad esempio, determinare i costi globali di un nuovo edificio, piuttosto che del rifacimento di un impianto.
- Formulazione di proposte alternative per il raggiungimento degli obiettivi prefissati.
- Definizione di un modello programmatico applicabile a ciascuna alternativa individuata.
- Individuazione di tutte le voci di costo relative a ciascuna proposta alternativa.
- Attualizzazione dei costi, ovvero omogeneizzazione di tutte le voci di costo secondo una stessa base temporale.
- Analisi di sensibilità, ovvero analisi delle variazioni per valutare gli effetti dovuti ad errate previsioni di durata dei sistemi edilizi e a diversi tassi di interesse.

Un altro *step*, relativo al reperimento dei dati necessari per l'applicazione delle tecniche di *L.C.C.* è di fondamentale importanza ma di difficile attuazione, perché sono scarsamente reperibili le serie storiche di dati relativi, ad esempio, ai costi di manutenzione specifiche di singole soluzioni tecniche. In circostanze siffatte è quindi indispensabile passare all'utilizzo di stime basate sull'esperienza degli operatori del settore delle costruzioni.

Le modalità/tecniche di calcolo finanziario utilizzate nelle analisi di *L.C.C.* sono quattro e sono applicate in momenti diversi del processo costruttivo di un edificio:

- *Life Cycle Cost Planning (L.C.C.P.)*: utilizzata per il confronto tra soluzioni tecniche alternative e incentrata sulla pianificazione dei costi iniziali e futuri di un edificio.
- *Full Year Effect (F.Y.E.)*: utilizzata per la previsione, in sede di progetto, dei costi a breve termine (1-3 anni).
- *Life Cycle Cost Analysis (L.C.C.A.)*: utilizzata per i progetti in fase di definizione, consiste in una accurata analisi dei costi relativi la manutenzione e gestione di un edificio in rapporto a determinati livelli prestazionali, al fine di migliorare il progetto tramite il confronto con elementi comparabili.

---

<sup>60</sup> Tronconi O., “*Facilities Management e ciclo di vita dei costi di un edificio*”, cit.

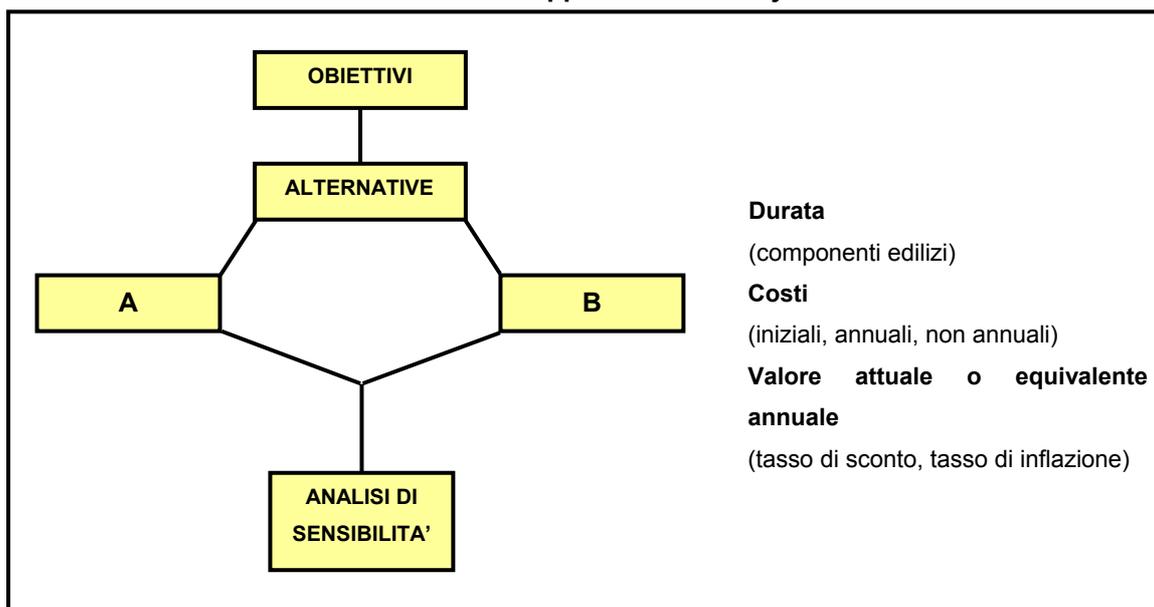
<sup>61</sup> Charter B., Swallow P. “*Building Maintenance Management*”, Osney Mead, Oxford 1996

- *Life Cycle Cost Management (L.C.C.M.)*: utilizzata per migliorare l'organizzazione di tutte le attività inerenti la manutenzione (politica manutentiva) e gestione di un edificio, confrontando i dati reali con le previsioni stabilite in fase progettuale.

Un esempio di riduzione dei costi di gestione di un edificio si basa proprio sull'affidamento all'esterno da parte della proprietà della gestione stessa dell'edificio. In questo modo la produttività complessiva dell'organizzazione aumenta, perché ogni attività non legata al *core business*, e quindi poco produttiva, viene eliminata attraverso il processo di esternalizzazione (servizio di *Global Service*).

Il concetto di esternalizzazione nei paesi anglosassoni è molto maturo, si parla infatti di *Global Solutions* evidenziando come le caratteristiche che oggi definiscono la società sono "globalizzazione" e "outsourcing".<sup>62</sup>

**Grafico 12: Modalità di approccio al Life Cycle Cost**<sup>63</sup>

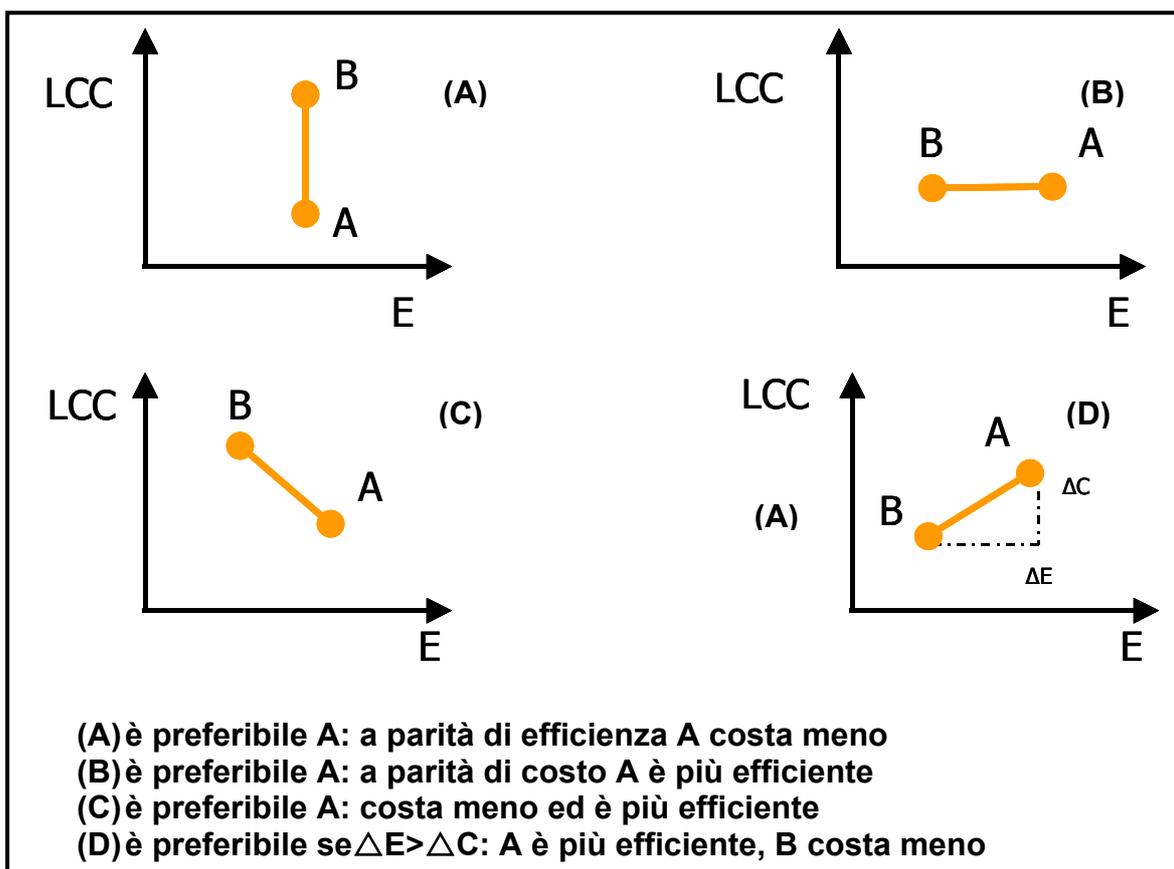


<sup>62</sup> Ed Lyons, "Global Outsourcing or Integrated Solutions: Multinationals Need Global Solutions" in IFMA World Workplace Europe 2001, Conference Proceedings, Innsbruck 17-19 June

<sup>63</sup> Lee R., op. cit.

Un altro aspetto da considerare nella disciplina del L.C.C. è lo stretto rapporto tra analisi dei costi e benefici, misurazione dell'efficienza. Rapporto quest'ultimo importante come strumento per supportare le decisioni. <sup>64</sup>

Grafico 13. Life Cycle Costs: Costi ed Efficienza <sup>65</sup>



<sup>64</sup> Barringer H., "Life Cycle Cost and Good Practices", in "NPRM Maintenance Conference", San Antonio, Texas, May 19-22 1998

<sup>65</sup> Barringer H., op. cit.

## 2.2.4 Value Analysis

La Value Methodology (Metodologia del Valore) include i processi conosciuti come Value analysis<sup>66</sup> (Analisi del valore), Value Engineering (Ingegneria del Valore) e Value Management (Gestione del Valore).

“Ogni attività finalizzata a dar vita a idee, prodotti e servizi (entità nella definizione UNI EN ISO 8402) tesi al soddisfacimento di esigenze (espresse e implicite, definizione UNI 8289) può essere sviluppata per aumentarne il Valore (rapporto tra qualità dell’entità considerata ed il costo globale).<sup>67</sup>

La Value analysis consiste nello studio della relazione funzionale tra prestazione e costo di un prodotto. E’ un metodo per ridurre i costi mediante la definizione del valore” dei prodotti o delle loro parti, definito dal rapporto tra “funzione” e “costo”. La valutazione dei costi è affidata al Value Engineering, che, attività per attività e componente per componente, considera i materiali da impiegare e le lavorazioni da effettuare, scegliendole per efficacia e per costo, nel realizzare la funzione. Questo tipo di analisi è un metodo efficace e rigoroso per supportare il Management nelle decisioni.

L’analisi del valore verifica la validità funzionale della soluzione proposta ed individua soluzioni alternative, altrettanto valide o più valide, riducendo i rischi di scelte inadeguate e coinvolgendo in modo efficace chi deve attuarle. L’analisi del valore (AV) è un’attività di gruppo, svolta per conto del Committente e dell’utilizzatore, da esperti di più discipline e da non esperti, sotto la guida di un Coordinatore esperto di AV. Tale attività consiste nell’individuare gli ambiti di maggiore influenza funzionale (AMIF) dell’entità presa in considerazione e , relativamente ad essi, le funzione necessarie e richieste in grado di soddisfare le esigenze espresse o implicite del committente e/o utilizzatore. Verificata la rispondenza ai requisiti, si assegna a ciascuna funzione un Indice di Calore per giungere alla valutazione della soluzione prospettata e di eventuali soluzioni alternative più vantaggiose.

---

<sup>66</sup> La storia dell’Analisi del valore è relativamente breve. Essa fu ideata durante la Seconda Guerra Mondiale (1943) dall’ingegnere statunitense Lawrence D. Miles, della General Electric Company, allorché a seguito dell’esaurimento di alcuni materiali, egli dovette reperire altri che esplicassero la stessa funzione. Il metodo, successivamente da lui sviluppato, si rivelò non solamente atto a ricercare soluzioni alternative tali da consentire lo svolgimento delle stesse funzioni di quelle originariamente espletate, altrettanto valide, ma in molte circostanze addirittura migliorative ed ottenibili ad un costo più basso rispetto alle soluzioni prese in esame. Negli anni ’50, l’AV si diffuse nell’industria manifatturiera americana e fu adottata per la selezione degli acquisti. Negli anni ’60, iniziò la diffusione in Giappone e in Europa, mentre negli Stati Uniti fu estesa agli appalti di costruzioni civili. Dagli anni ’70 è adottata in Francia dalla *Plan Construction*. Nel 1985, in analogia con altri Paesi maggiormente industrializzati, viene fondata in Italia, l’AIAV, Associazione Italiana per l’Analisi del Valore e hanno inizio le prime applicazioni. AA.VV “*La gestione del valore*”, Notiziario Gemini Europa, gennaio 2001

<sup>67</sup> AA.VV “*La gestione del valore*”, Notiziario Gemini Europa, gennaio 2001

Quindi, l'Analisi del Valore, è uno strumento metodologico operativo che consente di raggiungere gli obiettivi di Qualità ponendo grossa attenzione sulle funzioni e sui relativi indici di valore.

Questo tipo di approccio può essere trasportato anche nel settore delle costruzioni, evidenziando la necessità di non considerare la sola variabile costo ma supportarla al concetto di valore e qualità <sup>68</sup>. Quindi è auspicabile anche per il rinnovo del settore l'avvicinamento a logiche industriali, a logiche che considerino il valore come una variabile importante data dal rapporto tra utilità (minimo prezzo stimato che si è disposti a pagare per ottenere la funzione in esame, in un determinato luogo ed in determinate circostanze e condizioni ambientali), ed il costo di produzione o globale del componente che esplica la funzione stessa.

---

<sup>68</sup> Ciaramella A., " *I criteri per la valorizzazione e la gestione dei patrimoni immobiliari: il ruolo della manutenzione*", in "Le attività di manutenzione: opportunità e strategie in un mercato che cambia", Atti del Convegno, Dipartimento DI.Tec, Politecnico di Milano, 27 settembre 2001



## CAPITOLO 3. LA FINANZIARIZZAZIONE IMMOBILIARE

“Finanziarizzazione immobiliare” è un neologismo, utilizzato dagli esperti del settore, per indicare l'avvicinamento del mercato degli immobili al mercato finanziario.

Questo avvicinamento ha comportato una grossa innovazione nel settore immobiliare che ha avuto notevoli ripercussioni su tutto il ciclo edile, tanto che la Finanza entra a far parte del ciclo edile come fase iniziale capace di rinnovare il settore grazie allo stretto legame con la gestione immobiliare che chiude e riapre il ciclo.

La crisi del settore immobiliare degli anni '90 ha evidenziato una inversione nella tendenza degli immobili a rivalutarsi nel tempo, rifocalizzando l'attenzione invece sui flussi di cassa periodici che il bene immobile può offrire, grazie anche ad una gestione professionale dei patrimoni immobiliari. Il passaggio da una logica patrimoniale dell'investimento ad una di tipo reddituale ha comportato una profonda modificazione dei criteri di investimento immobiliare.

Questa consapevolezza ha comportato da parte di molte Aziende ma anche Banche e Assicurazioni, di procedere alla separazione del ruolo della proprietà da quello della gestione operativa dei beni immobili, attraverso operazioni classiche di vendita immobiliare (in blocco o frazionata), o operazioni societarie e/o finanziarie più complesse (scissioni - Spin off - conferimenti, securitization, sale & lease back).

Il processo di tendenziale finanziarizzazione del mercato immobiliare si realizza attraverso strumenti quali Fondi Pensioni, Fondi Immobiliari chiusi, Fondi immobiliari chiusi costituiti con l'apporto di edifici di proprietà pubblica, operazioni di sale&lease back, di spin off, dismissione dei patrimoni pubblici (Decreto Legge 104/96, Legge 140/97), ma anche cessione di patrimoni immobiliari derivanti da mutui e prestiti non andati a buon fine, le cosiddette “sofferenze” bancarie che vengono cedute in stock ingenti a gruppi finanziari internazionali nel settore della riscossione dei crediti. Questo processo costituisce un potente elemento per l'evoluzione e la razionalizzazione del mercato immobiliare nel nostro paese.

Gli effetti della Finanziarizzazione Immobiliare sono così rilevanti che si possono infatti, evidenziare ricadute di tipo finanziario sui mercati dei capitali, ricadute economiche sul settore delle costruzioni, ricadute urbanistiche nella gestione del territorio e ricadute sociali.

Attraverso questo nuovo processo si definiscono quindi, i paradigmi economici-finanziari (valore di mercato dell'immobile, redditività) e tecnici (funzionalità e qualità dell'immobile, sue caratteristiche di flessibilità e tecnologiche) che caratterizzeranno e orienteranno il mercato immobiliare dei prossimi anni.

### 3.1 Il Mercato Immobiliare

Il mercato immobiliare ha subito grosse trasformazioni dal dopoguerra ad oggi, in un arco di cinquanta anni è profondamente cambiato ma è soprattutto in questi ultimi anni che è interessato da cambiamenti che lo stanno orientando verso nuove direzioni quali i mercati finanziari. Si parla infatti di finanziarizzazione immobiliare, di un mercato immobiliare corporate che è in competizione e sta convergendo con i mercati finanziari. Ci troviamo quindi, ad un importante momento storico in cui ci sono tutti i presupposti per innovare il mercato. L'innovazione è sempre stata l'anticamera dei grandi cambiamenti dei sistemi economici in crisi: dalla rivoluzione agraria a quella industriale. Se riportiamo questa evoluzione al mercato immobiliare ci troviamo proprio in questa fase di trasformazione che vede nuovi protagonisti e nuove funzioni.

Inizia a delinarsi un sistema immobiliare innovativo che va al di là dei tradizionali movimenti di acquisti, vendita e determinazione dei prezzi e punta alla riqualificazione, alla creazione di servizi e alla gestione del patrimonio.

Questo nuovo sistema coinvolge in modo diretto e indiretto nuovi settori economici come quello bancario e finanziario, investitori istituzionali, grandi proprietà fondiarie ed edilizie, i grandi gruppi industriali e commerciali, costruzioni pubbliche e private, oltre a quello più specifico della promozione e sviluppo industriale, della gestione, di consulenza, di intermediazione e di trading immobiliare.<sup>148</sup>

La storia immobiliare di questi ultimi dieci anni si concentra in questo passaggio dal vecchio sistema al nuovo.

#### 3.1.1 Evoluzione dello scenario immobiliare italiano

Lo scenario immobiliare dal dopoguerra ai nostri giorni è profondamente cambiato a fronte delle grosse trasformazioni di carattere politico, economico e sociale che ha attraversato il nostro Paese in questi anni. E' cambiato non solo il processo di produzione del bene immobile ma anche il prodotto e le figure coinvolte in tale processo sia dal lato della domanda che dell'offerta. Nel tracciare un breve quadro di come si è evoluto il mercato immobiliare italiano dal dopoguerra ai nostri giorni è necessario distinguere tre momenti storici che segnano tre tappe importanti della storia economica ed urbanistica della nostra nazione: dal dopoguerra agli anni '80; gli anni '90 e il 2000.

---

<sup>148</sup> Confindustria Centro Studi, "Previsioni e Politiche economiche" in "Forum di previsioni e strategie" IX edizione, Scenari Immobiliari, Santa Margherita Ligure (Ge), 14 e 15 settembre 2001

### 3.1.1.1 Dal dopoguerra agli anni '80

Dopo la grande distruzione del patrimonio immobiliare a seguito della seconda Guerra Mondiale, in Italia è stata adottata una politica strategica di ricostruzione, favorita anche da numerose misure di incentivazione dell'attività edilizia da parte del governo italiano: finanziamento dello Stato di un quinto dell'investimento totale in alloggi; contributi statali per garantire a tutti la proprietà di un bene immobile; innalzamento degli indici di edificabilità e valorizzazione delle aree, oltre i limiti consentiti dai Piani Regolatori Comunali; oneri di urbanizzazione ridotti, se non addirittura aboliti, a seconda della tipologia di intervento edilizio. Questo programma di ricostruzione si è basato su fini economici e sociali allo stesso tempo. Al bisogno di soddisfare le esigenze abitative del popolo italiano si è infatti affiancata la possibilità di creare migliaia di posti di lavoro ed inoltre di diffondere il concetto di proprietà immobiliare anche tra le classi sociali meno ricche.<sup>149</sup>

Tra il 1951 e il 1961 vengono realizzate 300.00 abitazioni all'anno (pari al numero dei matrimoni celebrati), e la percentuale dei proprietari, quasi sempre condomini, sale dal 40 al 56%. La crescita immobiliare caratterizza particolarmente le aree del Nord - Centro Italia, favorendo inoltre delle grandi ondate migratorie di famiglie del Sud in cerca di lavoro e di maggior benessere. Le città si sviluppano e si definisce in questo modo una variegata mappa di mercato: "non si parlerà più di mercato immobiliare unico ma di più sottomercati, di quotazioni del nuovo e dell'usato, dell'urbano e dell'extra urbano, del turistico, del residenziale"<sup>150</sup>, ciascuno caratterizzato da una particolare domanda e offerta.

Gli anni '60 sono da un lato caratterizzati dalla recessione economica (inflazione, maggiori costi di manodopera, "stretta creditizia") e dall'altro da una produzione edilizia che, se nei primi anni è soggetta ad un andamento abbastanza discontinuo, verso la fine del decennio presenta una curva ascendente.

Lo squilibrio tra domanda e offerta inizia ad essere fortemente marcato, dato che i potenziali acquirenti non hanno i mezzi finanziari necessari per incontrare le proposte dell'offerta. Anche gli alloggi del patrimonio Ina Casa che vengono realizzati in questi anni non contribuiscono a far uscire il mercato da questo periodo di stagnazione, soprattutto perché "questa azione se da un lato favorisce l'accesso alla proprietà ai ceti meno abbienti dall'altro drena ulteriormente il bacino dell'utenza".

Un fenomeno degno di nota che si caratterizza alla fine degli anni '60 è sintetizzabile nella maggior definizione e qualificazione della domanda. La domanda di immobili inizia quindi a

---

<sup>149</sup> Somasca T., *"Il mercato immobiliare italiano dal dopoguerra ai nostri giorni"*, Dispensa Master "Real Estate Management : La gestione di edifici-patrimoni immobiliari ", Laboratorio Qualitec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000 - 2001

<sup>150</sup> Somasca T., *"Il mercato e lo sviluppo immobiliare"*, Dispensa Corso di formazione: "Building Manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari", Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1997-1998

diversificarsi in molteplici segmenti, ad esempio unità immobiliari di prestigio, case localizzate in aree turistiche e, inoltre, unità immobiliari acquistate per essere messe a reddito. L'offerta non è invece caratterizzata da un mercato così diversificato come quello della domanda. Gli anni '60 sono inoltre caratterizzati dalla nascita di una particolare nicchia di mercato legata ai grandi investitori istituzionali: banche, assicurazioni, fondi pensione.

Questi particolari acquirenti adottano una politica di costruzione di grandi quartieri per lo più localizzati in aree periferiche, caratterizzati da una progettazione "standard" sia a livello di studi planimetrici che di tecnologie e materiali costruttivi.

Gli anni '70 sono caratterizzati da: abbondanza di produzione residenziale invenduta e non locata; qualità dell'offerta con caratteristiche inversamente proporzionali a quelle della domanda: molte unità di prestigio, poche quelle economiche; tanta offerta in proprietà e poca in affitto.

La tassazione sui beni immobili posseduti a scopo reddituale oltre che il valore del tasso di inflazione (che in pochi anni passa da dall'8 al 13,4%) contribuiscono ad accentuare le tensioni economiche che già caratterizzano questo periodo.

Verso la fine degli anni '70 i redditi delle famiglie crescono ed aumenta anche la propensione all'acquisto della prima casa e, per chi ha le possibilità economiche e i mezzi finanziari, aumenta anche la propensione all'acquisto della seconda casa in zone turistiche. Gran parte delle famiglie italiane è tuttavia ostacolata nelle proprie decisioni da un continuo aumento dell'inflazione (21,2%) e quindi il mercato immobiliare non si trova nelle condizioni di soddisfare una grande fascia della domanda.

I primi anni '80 vedono un aumento vertiginoso dei prezzi di mercato, spesso dell'ordine del 100%, soprattutto nelle aree metropolitane. Il bene immobiliare è sempre di più interpretato come "l'ultima occasione per salvare i propri risparmi". Solo un dato per chiarire la situazione: nel 1982 i nuovi proprietari sono circa 2 milioni.

In questo breve arco di tempo nascono anche nuove figure "professionali" dedicate alla vendita degli immobili. Si tratta di persone che si improvvisano agenti immobiliari e che contribuiscono a rendere ancora più confuso l'intero panorama immobiliare.

A questo breve periodo di rilancio sfrenato del mercato immobiliare italiano ne succede subito un altro caratterizzato da un progressivo ribasso dei valori immobiliari a partire dalle seconde case per poi arrivare anche ai prezzi degli immobili nelle aree centrali. La quantità di domanda si riduce notevolmente nuocendo ad un'offerta che non trova più un riscontro e quindi viene ad essere caratterizzata da una grande quantità di immobili invenduti e in condizioni di degrado sempre più grave. Gli italiani proprietari della prima casa raggiungono ormai la percentuale del 70%.<sup>151</sup>

---

<sup>151</sup> Somasca T., *"Il mercato e lo sviluppo immobiliare"*, cit.

Il mercato mobiliare presenta offerte di investimento alternative a quello immobiliare e lo stesso mercato immobiliare inizia ad essere caratterizzato da un certo livello di rischio, per cui la domanda si concentra su edifici localizzati in aree centrali, quindi più "sicuri" come investimento che non quelli in aree periferiche o semiperiferiche.

Fino alla fine degli anni '80 l'investimento immobiliare è sempre stato associato ad un investimento sicuro, ad un profitto certo. I costruttori acquistano aree, costruiscono e vendono, in blocco, a prezzo pieno, ottenendo un reddito elevato, finanziati da Istituti di Credito e avendo come acquirenti gli Investitori Istituzionali: Enti Previdenziali Pubblici, Assicurazioni, eccetera.

### 3.1.1.2 Gli anni '90: un cambiamento strutturale

I primi anni '90 (circa dal 1990 al 1994) sono caratterizzati da una recessione che invade anche il campo immobiliare, un'area tradizionalmente forte in un paese come l'Italia. Iniziano a crearsi le prime discrepanze tra domanda e offerta di immobili, dovute anche alla trasformazione del Paese da uno "stato" industriale ad uno terziario, con la conseguente dismissione di ex aree industriali da parte di imprese che hanno rilocalizzato i propri impianti.

Il mercato tradizionale non gode più di una crescita quantitativa bensì richiede qualità nell'offerta del prodotto immobiliare. Il mercato si è quindi fatto più selettivo.

"Per troppi anni l'Italia è stata costruita nella maggior parte dei casi male senza attenzione per la qualità del costruito, con una logica speculativa che molto spesso ha classificato i costruttori come palazzinari e non come promotori immobiliari e conoscitori del territorio. Al ciclo negativo si è innescato naturalmente l'immobilismo di molte amministrazioni pubbliche che non sono state capaci di coordinare adeguati interventi urbanistici e territoriali"<sup>152</sup>.

"Se il problema fondamentale per un promotore italiano è stato classicamente quello di trovare un'area edificabile sulla quale poter costruire la maggior volumetria ed il <<resto>>, cioè un assorbimento del mercato tale da garantire almeno una redditività minima, sarebbe venuto quasi automaticamente, oggi non è più così ed il rischio di esito negativo è decisamente aumentato"<sup>153</sup>.

La crisi del settore immobiliare ha contraddetto l'assunto secondo il quale i valori immobiliari crescono in relazione al tasso di inflazione. "Questa tendenza tipica dei cicli immobiliari passati non si è verificata nello scorso ciclo (1992-1997), ma al contrario si è assistito a sensibili riduzioni delle quotazioni degli immobili in presenza di tassi di inflazione positivi"<sup>154</sup>.

---

<sup>152</sup> Catella M., "Investire in fondi", cit.

<sup>153</sup> Prizzon F., "Gli investimenti immobiliari", Celid, Torino 1995

<sup>154</sup> Catella M., "Il valore del mattone", in "Il Nuovo Cantiere", n.1, gennaio 1999

“In questo contesto naturalmente la componente della crisi economica ha giocato un ruolo amplificatore che ha costretto i valori immobiliari a ripiegarsi su se stessi senza neanche essere più in grado di coprire il tasso di inflazione”<sup>155</sup>.

I valori locativi subiscono una flessione del 50% e determinano la conseguente discesa della redditività degli immobili.

A questo si aggiunge la scomparsa della figura degli Enti Previdenziali Pubblici come acquirenti di grandi patrimoni immobiliari (Legge Finanziaria Ciampi del 1993 e successivo Decreto Legislativo 104/96). Gli operatori immobiliari non vendono più agevolmente come nel passato gli immobili costruiti e sono inoltre costretti a sostenerne gli oneri finanziari.

Gli Istituti di Credito, a loro volta, entrano in sofferenza e non finanziano più gli operatori immobiliari. Le operazioni di dismissione immobiliare degli Enti Previdenziali Pubblici, la crisi anche degli istituti bancari alimentano il mercato e rischiano di gonfiare un’offerta non ancora assorbita da parte dei possibili acquirenti e investitori.

Anche nel settore privato diventa sempre più problematica la gestione degli affari immobiliari che oltre ad essere sempre più complessa, allontana e distrae le aziende dal proprio *core business*. Le aziende necessitano quindi di affidare la gestione dei propri patrimoni all’esterno.

In Italia assistiamo ad una crisi non solo economica ma anche politica, che proprio all’inizio degli anni '90 ha avuto come “scintilla” scatenante la questione delle tangenti legate al settore delle costruzioni, “dove il rapporto imprenditore-amministrazione pubblica è sempre stato poco trasparente”<sup>156</sup>.

In tutto questo, gli italiani hanno dovuto assistere al crollo di un “mito” su cui si ergeva la loro sicurezza: quello del mattone.

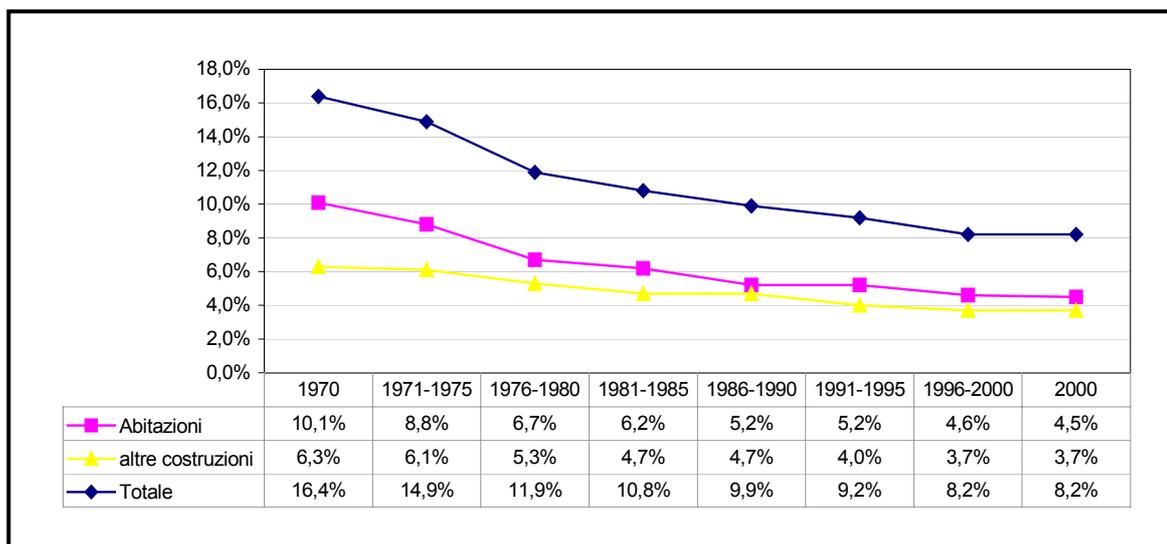
“E’ in corso da tempo una tendenza alla diminuzione del peso relativo degli investimenti in costruzioni rispetto al PIL. Questa tendenza non è solo italiana ma in Italia si è accentuata più che altrove, sia perché – con riferimento all’ultimo cinquantennio – negli anni '50 e '60 si ebbe una forte accelerazione legata alla ricostruzione del Paese, sia ancora perché negli anni più recenti si è avuta una forte concentrazione delle spesa pubblica”<sup>157</sup>.

---

<sup>155</sup> Catella M., “Investire in fondi”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.4, aprile 1996

<sup>156</sup> ibidem

<sup>157</sup> Tamburini G., Camerani G., “Problematiche e prospettive per la gestione integrata del patrimonio immobiliare”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.9 ottobre 1997

**Grafico 23: Gli investimenti nel settore delle costruzioni in relazione al Prodotto Interno Lordo del Paese**


Fonte: Elaborazione Ance su dati Istat

“Dopo anni di indiscusso primato, il rendimento degli immobili ha infatti subito un brusco arresto e ha ridimensionato un mercato gonfiato da una serie di fattori economici e sociali. Quello che alcuni hanno definito il letargo del settore immobiliare si profila piuttosto come una rivoluzione che, senza troppi clamori, nel giro di un quinquennio ha cambiato un panorama che sembrava destinato a essere perenne e immutabile”<sup>158</sup>.

“Il trend medio dei prezzi a valori costanti ha mostrato una accentuata ciclicità, sia per il residenziale, sia per il non residenziale, non garantendo più, come era avvenuto fino agli inizi degli anni ottanta, rendimenti almeno superiori all’inflazione”<sup>159</sup>.

L’Italia rappresenta poi un caso a sé stante nel panorama europeo delle costruzioni: “la consistenza del patrimonio immobiliare ha già da tempo spostato l’area di attività dalle nuove costruzioni al recupero, rendendo tra l’altro ancora più frammentato il fronte dell’offerta, costituita tanto da imprese artigiane quanto da strutture complesse e con cultura tecnologica elevata. I dati Cresme indicano come le risorse destinate all’attività di rinnovo e manutenzione del parco immobiliare esistente, comprendendo sia edifici che opere infrastrutturali, siano arrivate a rappresentare il 57,6% della produzione”<sup>160</sup>.

<sup>158</sup> Garofalo L., “Sacro mattone”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.8 settembre 1997

<sup>159</sup> Prizzon F., “Gli investimenti immobiliari”, Celid, Torino, 1995

<sup>160</sup> Ciaramella A., “Patrimoni immobiliari: tecnologia e management”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.9 ottobre 1997

Nella seconda metà degli anni '90 subentrano, in questo mutato panorama del mercato immobiliare italiano, gli aspetti positivi che comportano considerevoli innovazioni strutturali.

La dismissione e la gestione immobiliare di grandi patrimoni immobiliari guidano la ripresa del mercato immobiliare italiano che, dopo anni di letargo, si sta riavvicinando ai parametri di mercato: i patti in deroga, l'informatizzazione del Catasto, l'individuazione delle microzone per la definizione delle rendite catastali, i mutamenti nella determinazione dei criteri di classamento delle unità immobiliari, l'introduzione dei fondi chiusi immobiliari.<sup>161</sup>

La moneta unica e la ripresa economica in atto implicano nuove favorevoli condizioni per il mercato immobiliare italiano. L'eliminazione dei rischi di cambio stimola gli investitori stranieri a operare in quei mercati, come il nostro, dove le prospettive di inversione del ciclo sono più consistenti.

Il mercato unico, inoltre, fa sì che la competizione tenda a spostarsi ancora di più dal livello nazionale a quello delle città dove l'assetto infrastrutturale ed il mercato immobiliare costituiscono i principali fattori di attrazione di investimenti.

Queste prospettive hanno acceso l'interesse per l'Italia degli investitori pan-europei che ricoprono un ruolo di veri protagonisti del mercato immobiliare nelle operazioni di privatizzazione del settore pubblico così come nelle operazioni di *spin off*, *securitization* che nascono dall'esigenza di molte società, Banche, Assicurazioni, di separare la parte immobiliare dal *core business* aziendale, o verso l'ottimizzazione della gestione i cui esiti non sono più affidati alla mera rivalutazione dei cespiti nel tempo ma, anche, ad un attivo *management* immobiliare

Su questi sviluppi si basa l'interesse degli operatori internazionali per le "opportunità" proposte dall'Italia dove si stanno intrecciando alleanze, partecipazioni e acquisizioni in vista di consolidare la rete globale in cui sono inseriti. Per questa via si offrono agli operatori nazionali buone opportunità di sviluppo e integrazione che, altrimenti, non potrebbero essere colte a causa della estrema frammentazione del mercato domestico, sia dal lato della domanda, sia da quello dell'offerta.

In sintesi, la ripresa del mercato immobiliare italiano alla fine degli anni '90 non è più legata alla crescita dei valori immobiliari in senso stretto, ma alla ripresa dell'attività immobiliare, intesa nella sua nuova forma caratterizzata dai nuovi strumenti, quali fondi immobiliari, *securitization*, cartolarizzazione, valorizzazione immobiliare, ecc. Non si tratta di una fase di ripresa intesa come espansione quantitativa, ma di un periodo caratterizzato da profondi cambiamenti strutturali.

Ricordiamo qui di seguito alcuni elementi che favoriranno (+) e ostacoleranno (-) nell'immediato futuro lo sviluppo del mercato immobiliare italiano:

---

<sup>161</sup> D'Amato M., "Fondi chiusi immobiliari: aspetti economici ed estimativi", in "Il Nuovo Cantiere", n.11, dicembre 1996

- (+) riduzione dei tassi di interesse, quindi mutui più favorevoli e minore concorrenza da parte dei Titoli di Stato;
- (+) diffusione di nuovi veicoli più accessibili di investimento immobiliare: i fondi immobiliari;
- (+) ruolo della previdenza privata come veicolo di canalizzazione del risparmio nel settore immobiliare;
- (+) investitori internazionali attratti dalla fase recessiva del settore delle costruzioni italiano e dal conseguente ribasso dei valori;
- (-) impatto, sull'offerta, del processo di dismissione dello Stato, Enti pubblici, gruppi industriali, ecc.;
- (-) sviluppo di nuovi bisogni delle famiglie e delle aziende.

### **3.1.1.3 Il 2000: si consolida la ripresa del mercato immobiliare italiano**

Dopo almeno sette anni di andamento depresso, nel 2000 il mercato immobiliare ha ripreso a svilupparsi grazie soprattutto all'economia generale del Paese, in particolare all'espansione del credito con tassi di interesse contenuti.

Nel duemila quindi, il punto di svolta del ciclo immobiliare italiano è chiaro che è stato superato. Crescono, secondo i maggiori istituti di ricerca da Scenari Immobiliari a Nomisma, un po' tutti i comparti, non solo il segmento residenziale ma, accanto ad esso, anche gli altri comparti manifestano dinamiche espansive caratterizzate, sempre, dalla riduzione della forbice fra domanda e offerta (più domanda e meno offerta) e dall'aumento delle quantità e dei prezzi. Si è assistito tanto ad una crescita quantitativa, quanto, soprattutto, ad una qualitativa, con importanti cambiamenti strutturali, legati a nuove tecnologie e a nuovi bisogni.

“Si pensi ai forti investimenti in atto nel cablaggio delle città ed agli effetti che l'information e telecommunication technology esercita sulla localizzazione e le stesse modalità di svolgimento di numerose attività, oppure alla ristrutturazione tumultuosa nel campo della distribuzione commerciale che, liberalizzazione e nuovi bisogni, hanno promosso”.<sup>162</sup>

“Nel triennio 1998-2000 il mercato immobiliare italiano ha quindi potuto godere del vento della ripresa che ha cominciato a soffiare sensibilmente negli ultimi 18 mesi e che ha coinvolto anche il settore maturo delle residenze turistiche o delle seconde case dopo anni di attività assai ridotta”.<sup>163</sup>

Assumendo l'andamento dei prezzi medi come indicatore della tendenza complessiva del mercato è possibile collocare nel 1992 il punto di svolta verso il basso, mentre è a partire dal

---

<sup>162</sup> Nomisma, Osservatorio sul mercato immobiliare, “*I Rapporto sul mercato immobiliare*”, Bologna, Marzo 2001

<sup>163</sup> Nomisma, Osservatorio sul mercato immobiliare, “*Il Rapporto sul mercato immobiliare*”, Bologna, Luglio 2000

1998 che si apre una nuova fase rialzista, prima appena accennata, (in un anno +0,3% in termini reali) che diviene apprezzabile solo nel primo semestre del 1999 quando i valori monetari crescono del 3,2% (+1,9% quelli reali).

Naturalmente, a livello di singola area urbana troviamo situazioni variegata, anche se è possibile una generalizzazione nel senso che, a Milano i sintomi dell'inizio della crisi degli anni '90 furono avvertiti prima che altrove, già fin dal secondo semestre del 1991, mentre ora anche la fase di ripresa è anticipata dalla dinamica dei prezzi milanesi che tornano a crescere già a partire dalla fine del 1997.<sup>164</sup>

In questi anni quindi, è in atto un processo di cambiamenti del mercato immobiliare dove incominciano a delinearsi i primi timidi contorni del sistema immobiliare italiano tra i quali: investimento più competitivo, grazie a tassi e rendite finanziarie allineati agli standard europei; centralità della valutazione dell'investimento e dell'immobile dal reddito prodotto, passaggio dei grandi patrimoni pubblici da una gestione passiva ad una attiva ristrutturazione e valorizzazione; nuovi prodotti innovativi nella gestione e nelle competenze di settore. Il mercato quindi, si evolve da un sistema tradizionale ad un sistema innovativo che mette in relazione attività immobiliari e finanziarie. La ricerca di redditività comporta una maggiore attenzione della gestione e quindi dell'ottimizzazione delle risorse e dei tempi di completamento di ogni operazione.

E' mutato quindi, lo stesso approccio degli operatori industriali e finanziari a questo mercato. Si sta diffondendo la gestione professionale degli immobili, siano essi appartamenti locati a privati, o siano centri commerciali, o uffici.

---

<sup>164</sup> Scenari Immobiliari, Centredil-Ance Lombardia, "Secondo Rapporto sul Mercato immobiliare Lombardo" Milano, Maggio 1999

**Grafico 24: Il ciclo elementare del mercato**

**Grafico 25: Il ciclo avanzato del mercato**

### 3.1.1.4 Il mercato immobiliare: il quadro internazionale

Il mercato immobiliare mondiale percorre nel suo evolversi una direttrice che segue un andamento che per molti è ancora legato agli aspetti quantitativi di produzione immobiliare (Cina, Russia, Spagna), mentre per altri è legato più ad aspetti qualitativi del manufatto immobiliare (Giappone, Italia, Francia e Germani).

Gran Bretagna e Stati Uniti invece, essendo caratterizzati da un mercato più evoluto, hanno già attraversato la fase espansiva e qualitativa e oggi sono proiettati verso la valorizzazione della propria ricchezza.<sup>165</sup>

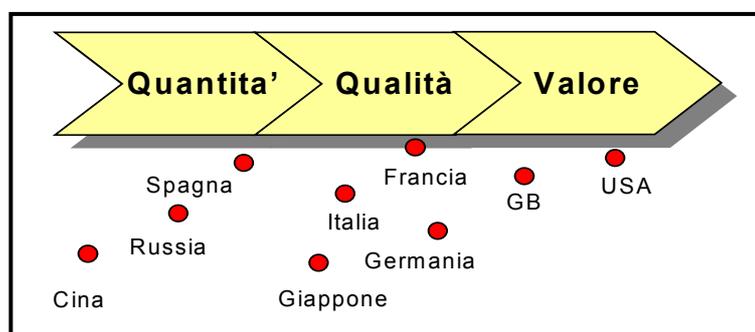
Lo scenario immobiliare europeo quindi, è caratterizzato non più da una crescita quantitativa ma qualitativa che punta verso il valore ad una velocità crescente, e da nuovi prodotti e servizi che mirano a soddisfare le esigenze, non tanto primarie (di necessità) quanto secondarie (qualità e immagine), della domanda.

Le cifre del fatturato immobiliare registrato nel 2000 nei principali paesi europei sono tutti in crescita rispetto al 1999. Solo alcuni comparti registrano leggere variazioni negative, come quello del turismo in Francia e l'industriale in Germania.

L'Italia registra le migliori performance. Il clima di fiducia del mercato immobiliare è alimentato non solo dall'incremento delle transizioni e dei prezzi ma anche del compiersi dei primi passi verso la valorizzazione dei patrimoni, quali: dismissione del patrimonio degli enti previdenziali e società quotate e più in generale la quantificazione e rilevamento sullo stato di manutenzione di grandi patrimoni finora ben conosciuti.

In media il 15% del prodotto interno lordo europeo proviene dall'immobiliare: è questo un dato molto rilevante che indica la crescita ormai consolidata del mercato.

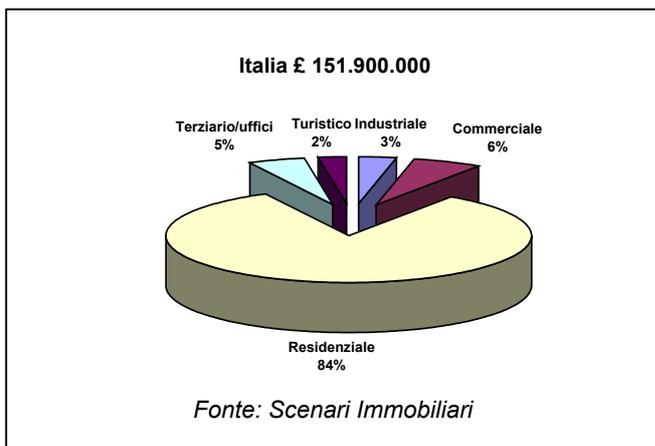
**Grafico 26: Evoluzione del settore immobiliare mondiale**



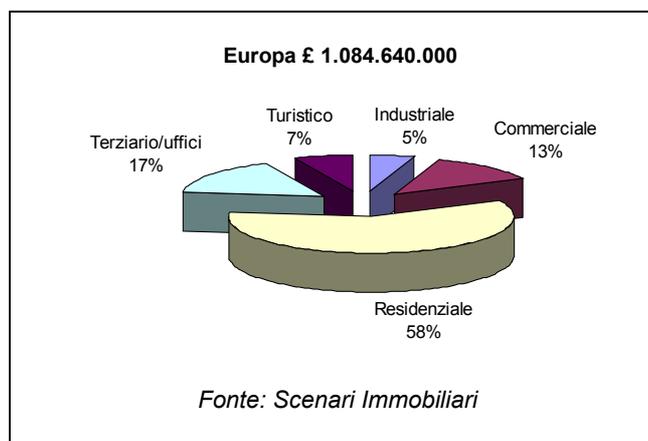
Fonte: *Scenari Immobiliari*

<sup>165</sup> "Scenari Immobiliari" n. 49, Febbraio 2001 in "Forum di previsioni e strategie" IX edizione, Scenari Immobiliari, Santa Margherita Ligure (Ge), 14 e 15 settembre 2001.

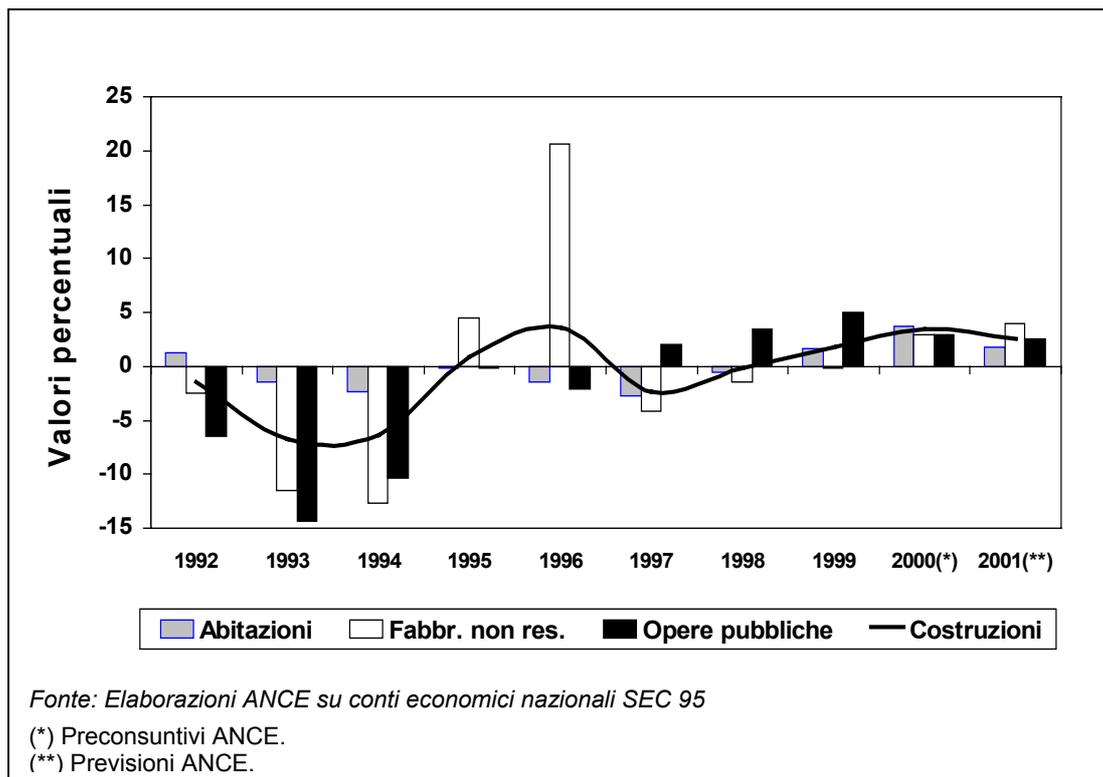
**Grafico 27: Fatturato del mercato imm. italiano, anno 2000**



**Grafico 28: Fatturato del mercato mmob. europeo**



**Grafico 29: Investimenti in costruzioni in Italia**



### 3.2 Dal Mercato Immobiliare al Mercato Finanziario Immobiliare

La crisi del settore immobiliare italiano della fine degli anni ottanta e primi anni novanta ha generato una profonda riflessione sulle modalità e problemi che l'investimento immobiliare comporta.

Il ciclo negativo del mercato immobiliare ha infatti evidenziato una inversione nella tendenza degli immobili a rivalutarsi nel tempo, rifocalizzando l'attenzione invece sui flussi di cassa periodici che il bene immobile può offrire.

Il passaggio da una logica patrimoniale dell'investimento ad una di tipo reddituale ha comportato una profonda modificazione dei criteri di investimento immobiliare.

Ciò che è cambiato è il concetto di "valore" di un immobile: come avviene ormai da tempo nei Paesi anglosassoni, il valore di un immobile è posto in relazione alla sua possibile utilizzazione e soprattutto alla sua redditività e non alla plusvalenza legata alla rivalutazione nel tempo del cespite.

La centralità dei flussi di cassa e quindi della redditività ha comportato la necessità di una gestione professionale dei portafogli immobiliari.

Sempre più aziende infatti oggi, sono orientate a dismettere gli assets immobiliari, che non ritengono più strumentali o strategici ai propri scopi anche perché gli immobili in alcuni casi, incrementando la capitalizzazione della società, influenzano negativamente le performance economiche della stessa, abbassando il ROI (*Return of Investment*)<sup>166</sup>.

Questo è all'origine di un processo di "enucleazione" dei patrimoni immobiliari di investitori istituzionali e non che, ricorrendo in alcuni casi, a forme classiche di vendita immobiliare (in blocco o frazionata), in altri casi ad operazioni societarie e/o finanziarie più complesse (scissioni - Spin off - conferimenti, securitization, sale & lease back), tendono a separare il ruolo della proprietà da quello della gestione operativa dei beni stessi.

In questa fase, si assiste ad una generale "ristrutturazione" dei criteri di gestione dei patrimoni immobiliari che sottende una nuova politica strategica nei confronti degli assets immobiliari chiamata dagli esperti del settore con il nome di "finanziarizzazione immobiliare" per indicare appunto il progressivo avvicinamento del mercato degli immobili alle metodiche e alle pratiche dei mercati finanziari.

---

<sup>166</sup> Il ROI (*Return of Investment* = ritorno sull'investimento), che è generalmente un obiettivo chiave delle aziende, può essere considerato un indicatore della relativa efficienza economica dell'asse immobiliare (come di un singolo edificio) di una organizzazione. Esso permette di misurare l'efficacia economica con l'indice di ritorno netto derivante dalle locazioni diviso le risorse utilizzate.  
[ROI = (reddito da locazioni – costi di gestione)/risorse utilizzate].

Negli ultimi anni si sono realizzate attività di dismissioni (per esempio: vendita in blocco Fondazione Cariplo e Montedison-Compart), di scorporo e creazione di società immobiliari anche quotate in borsa (per esempio: spin off di Ina/Unim, San Paolo Imi/Beni Stabili), si sono avute importanti operazioni di securitization (per esempio: securitization di mutui immobiliari, quali quelli relativi al San Paolo Banca del Salento e Fiat) e non da ultimo sempre questi ultimi anni hanno visto la nascita e il decollo del comparto dei fondi immobiliari che ha raccolto ad oggi oltre 3.000 miliardi di lire e si prevede che investa nei prossimi cinque anni circa 9.500 miliardi di lire.

La comparsa di nuovi investitori istituzionali quali i fondi pensione e i fondi immobiliari e più in generale “i fondi opportunistici” (più speculativi e alla ricerca di sempre nuove opportunità di investimento finanziario) hanno creato le condizioni per una evoluzione del mercato immobiliare italiano verso forme più organizzate ed efficienti, sul modello delle esperienze maturate già da alcuni anni negli Stati Uniti, in Inghilterra e in altri paesi europei.

Gli assets immobiliari anche in Italia, così come già avvenuto all'estero, sono diventati un efficace strumento di redditività e di valorizzazione del patrimonio aziendale, all'interno di una visione strategica innovativa che considera il patrimonio immobiliare come oggetto di un investimento immobiliare finanziario.

Il mercato immobiliare risulta quindi profondamente modificato, in grado di affrontare in termini propositivi la ripresa e l'introduzione di formule e strumenti nuovi dell'investimento immobiliare orientandolo verso il conseguimento di un reddito periodico adeguato rispetto ad altre forme di investimento.

Un mercato che richiede e richiederà quindi sempre più sia una garanzia di reddito e di conservazione del valore sia un servizio globale di gestione indirizzato alla proprietà e agli utilizzatori che va dall'Asset Management e Property Management al Facility Management.

Esistono diversi “strumenti” utilizzabili dagli investitori, privati e pubblici, per riavvicinare il mercato dei capitali al mercato immobiliare, tra i quali:

- fondi di investimento immobiliare;
- *project financing*;
- Buoni Obbligazionari Comunali (BOC), Provinciali (BOP), o Regionali (BOR)

Questi strumenti finanziari non sono indipendenti l'uno dall'altro, anzi possono rientrare nella pianificazione di un'unica operazione.

“Ad esempio, un'operazione di *project finance* consiste in un'operazione di finanziamento in cui una specifica iniziativa economica viene valutata principalmente in base alla capacità di generare ricavi ed in relazione ai flussi di cassa previsti dalla gestione, che costituiscono la fonte primaria per il servizio del debito. In questo senso il debito potrebbe essere contratto attraverso l'emissione di un buono obbligazionario comunale. In questo modo, *project finance* e

Boc sarebbero abbinabili. Analogo schema potrebbe essere costruito aggiungendo ai Boc e al *project finance* anche i fondi di investimento immobiliari<sup>167</sup>.

L'obiettivo più importante che sta a priori dell'utilizzo di questi strumenti è quello di risolvere uno dei principali vincoli dell'investimento, la liquidità.

Questo processo di creazione di strumenti di investimento alternativi viene definito in inglese con il termine di "*securitization*"

### 3.2.1 L'investimento immobiliare e l'investimento mobiliare

La finanziarizzazione immobiliare ovvero l'avvicinamento del mercato degli immobili alle pratiche e alle forme dei mercati finanziari, ha comportato, come conseguenza abbastanza naturale, l'utilizzo di tecniche di analisi degli investimenti mobiliari anche nel campo immobiliare, non senza incontrare delle difficoltà.

Il bene immobile infatti, presenta delle caratteristiche peculiari che lo differenziano notevolmente dal bene mobile: è innanzitutto un bene fisso, non si può considerare avulso dal suo contesto fisico, ed è unico, difficilmente confrontabile con altri immobili senza l'utilizzo di parametri di omologazione.

La sua valutazione è problematica, in quanto sono da considerare variabili numerose e complesse. Questa operazione è inoltre ostacolata dalla inefficienza informativa del mercato immobiliare, che in Italia risulta poco trasparente e risente inoltre della notevole lunghezza dei tempi delle transazioni, caratteristiche che spesso rende inattuali gli stessi dati e le valutazioni alla base di queste operazioni.

Tutto ciò porta ad una riflessione sulle specificità di un investimento immobiliare rispetto ad uno mobiliare.

L'investimento immobiliare rappresenta infatti, "la modalità diretta per entrare in un mercato con un basso grado di correlazione agli andamenti dei mercati mobiliari e con logiche proprie di evoluzione"<sup>168</sup>.

L'investimento immobiliare è sempre stato caratterizzato anche da un andamento parallelo, di poco superiore, a quello dell'inflazione.

Questi due elementi rappresentano certamente dei punti di forza a favore del bene immobile, ma rimangono comunque dei vincoli in grado di influenzare sensibilmente una gestione dinamica dell'*asset allocation*. Quello immobiliare è infatti un mercato peculiare rispetto ai mercati più strettamente finanziari.

---

<sup>167</sup> Catella M., "Buoni Obbligazionari Comunali e Amministrazione Pubblica", in "Il Nuovo Cantiere", n.5, maggio 1997

<sup>168</sup> Catella M., "Securitization", in "Il Nuovo Cantiere", n.10, novembre 1996

L'acquisizione di un bene immobile, come abbiamo più volte sottolineato, comporta tempi lunghi, procedure amministrative assai difficoltose e complesse, costi di transazione alti. Oltre a ciò, è spesso impossibile effettuare degli acquisti immobiliari diversificati, sia a livello di destinazione d'uso degli edifici che di localizzazione urbanistica, perché il bene immobile comporta un esborso notevole. La diversificazione di un portafoglio immobiliare è quindi troppo onerosa per i piccoli investitori e anche gli investitori istituzionali incontrano difficoltà di gestione di investimenti di questo genere.

Anche l'ipotesi di acquisire beni immobiliari a livello internazionale è spesso ostacolata da vincoli normativi e fiscali molto diversi da Paese a Paese. Questo fattore risulta essere invece abbastanza irrilevante nei mercati mobiliari, dove è già presente un mercato unico, globale, anche tra Paesi differenti.

L'investimento in beni immobili rimane un elemento essenziale di diversificazione di un portafoglio, ma deve essere avvicinato in qualche modo ai criteri che regolano gli investimenti finanziari mobiliari.

“L'investimento immobiliare, pur divenendo nelle economie occidentali prevalentemente di tipo reddituale, potrà comunque giocare un ruolo nel processo di diversificazione, soprattutto in uno scenario di inflazione contenuta (3%) con rendimenti obbligazionari su nuovi livelli, inferiori al passato. In termini di rendimenti reali attesi il livello previsto è attorno al 5% (Paesi Euro), con la possibilità di un beneficio implicito nelle valutazioni attuali estremamente contenute in seguito ai profondi cicli negativi delle economie immobiliari europee. In prospettiva, quindi, potrebbero aumentare le esposizioni istituzionali al comparto immobiliare, con una maggiore tendenza per strumenti più liquidi”<sup>169</sup>.

---

<sup>169</sup> Catella M., “La diversificazione di un portafoglio immobiliare”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.2, febbraio 1998

### 3.2.1.1 L'investimento immobiliare: investimento a reddito ed imprenditoriale

“L'investimento immobiliare può dividersi in due grandi categorie: investimento a *reddito*, che presuppone la locazione dell'immobile, e investimento *imprenditoriale*, che presuppone l'uso dell'immobile come componente essenziale dell'attività di un'impresa, con oggetto prevalentemente immobiliare”<sup>170</sup>.

Gli investimenti immobiliari legati all'acquisto di abitazioni ad uso diretto o di immobili da parte di professionisti per la propria attività, o da parte di imprese per le quali gli immobili costituiscono un fattore solo complementare non sono considerati dei veri e propri investimenti immobiliari. Possiamo quindi affermare che gli edifici ad uso strumentale rappresentano una nicchia a parte degli investimenti immobiliari, poco rappresentativa in riferimento alle attuali dinamiche del mercato degli investitori immobiliari.

Infatti, gli immobili posseduti per motivi strumentali (o funzionali) sono tenuti non per averne un reddito, ma per espletare le attività (funzioni) dell'impresa che li possiede e che li usa, perciò in modo diretto.

Tra i grandi possessori di patrimoni strumentali, si possono annoverare <sup>171</sup>:

le grandi Società Industriali, Estrattive, Energetiche e della Viabilità e dei Trasporti (F.S. – Ananas – Autostrade); le grandi società Commerciali (grande distribuzione); le Catene Alberghiere; le Banche e gli Istituti di Credito (uffici e sportelli).

Mentre, tra i grandi possessori di patrimoni che potremmo definire attivi cioè attenti all'incremento di redditività dell'immobile possiamo annoverare le seguenti categorie <sup>172</sup> : grandi operatori immobiliari (imprese); Compagnie di Assicurazione; Enti Previdenziali Pubblici e Privati; Fondi di Investimento Immobiliari.

Riprendendo le due categorie di investimenti immobiliari, quelli a reddito e quelli imprenditoriali, possiamo dire che entrambi hanno comunque un obiettivo comune espresso da due concetti: redditività e aspettativa di plusvalore.

Mentre la redditività ha un effetto immediato sul valore di un immobile (perché la stima del valore dell'immobile si basa sulla capitalizzazione del reddito), il plusvalore ha un riflesso sul lungo periodo, in quanto i cicli dei valori immobiliari sono sempre pluriennali.

Gli investimenti immobiliari degli anni '90 non sono più identificabili con gli “investimenti miracolo” che hanno caratterizzato il passato del mercato italiano.

“Il periodo aureo degli anni '60 durante il quale era possibile ottenere redditi del 10/12% all'anno, mentre il tasso di inflazione era relativamente basso, sono molto lontani e, forse,

---

<sup>170</sup> Tamborrino F., “*Gli affari immobiliari*”, Pirola, Milano, 1996

<sup>171</sup> Viganò, E. “*La gestione strategica dei grandi patrimoni immobiliari*”, Dispensa corso Master: “Building Manager la gestione di edifici/patrimoni immobiliari”, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1997-1998

<sup>172</sup> ibidem

irripetibili: all'epoca, l'attività di costruzione era rilevantissima, i costi di manodopera relativamente bassi, la domanda di mercato pari al prodotto, la disponibilità di aree fabbricabili molto abbondante; si verificava insomma una somma di fattori favorevoli al contenimento dei valori ben al di sotto dei livelli intrinseci, nonostante la domanda fosse sostenuta”<sup>173</sup>.

Al giorno d'oggi i valori immobiliari hanno raggiunto, se non superato, i limiti del valore intrinseco degli immobili.

Lo scenario del mercato immobiliare italiano presenta degli ostacoli in termini di investimenti tradizionali, dovuti ai seguenti fattori:

- interventi legislativi sulle locazioni;
- mancanza di equilibrio tra domanda e offerta di mercato (in riferimento a tutte le destinazioni d'uso degli immobili: residenze, uffici, ecc.);
- rarefazione delle nuove costruzioni;
- “fossilizzazione” delle grandi città;
- maggiore rischio;
- maggiore complessità di gestione degli immobili.

Per questo diventa necessario orientare gli investimenti immobiliari verso nuovi scenari e nuove opportunità che ad oggi vengono garantiti da nuovi strumenti legati alla finanziarizzazione e al mondo della gestione immobiliare, tra i quali:

- project financing;
- fondi di investimento immobiliare;
- risparmio gestito;
- società specializzate nella gestione immobiliare.

In sintesi, “fino a pochi anni fa l'investimento immobiliare veniva visto soprattutto come una diversificazione del portafoglio in modo da ridurre il rischio, mentre oggi anche se questo ruolo non è sparito, ormai l'enfasi è sul rendimento. Oggi l'investimento immobiliare è obbligato a dare rendimenti comparabili con le opportunità alternative. Sembra banale, ma invece è un cambiamento radicale; l'immobile non ha più un ruolo passivo di diversificazione, ma un ruolo attivo, alla ricerca dell'equilibrio migliore fra diversificazione e rendimento, ed è in competizione continua con altri prodotti locali o internazionali che hanno lo stesso profilo di rischio”<sup>174</sup>.

Nel panorama attuale del mercato immobiliare italiano nasce quindi l'esigenza di analizzare e pianificare più dettagliatamente l'investimento immobiliare, utilizzando anche i metodi di analisi finanziaria, quali: “il <<life cycle costing>>; il <<beneficio netto>>; il <<rapporto benefici-costi>>;

---

<sup>173</sup> Tamborrino F., “*Gli affari immobiliari*”, Pirola, Milano, 1996

<sup>174</sup> Amadesi A., “La gestione del patrimonio immobiliare: le strategie e le esperienze realizzate negli U.S.A.. Le possibili applicazioni in atto in Italia”, in “*La gestione integrata di edifici-patrimoni immobiliari. Lo stato dell'arte in Italia e le esperienze innovative*”, Atti del Convegno Smaucadd, Milano, 26 febbraio 1998.

il <<tasso di rendimento interno corretto>>; il <<periodo di reintegrazione del capitale investito scontato>><sup>175</sup>.

Nascono quindi il Portfolio e l'Asset Management, ambiti di attività nuove e nuove figure professionali (Portfoglio Manager e Asset Manager) sempre più indispensabili in ogni processo di sviluppo immobiliare.

Il Portfolio e l'Asset Management si fondano infatti, sulla creazione ed analisi di una base informativa dello stato del patrimonio immobiliare, per permetterne una valutazione tesa a perseguire scelte strategiche volte all'ottimizzazione del rendimento economico ed in stretto rapporto con gli interessi della proprietà.

Da quanto esposto, ciò che emerge in modo evidente è che il mercato richiede e richiederà sempre più sia una garanzia di reddito e di conservazione del valore sia un servizio globale di gestione indirizzato alla proprietà e agli utilizzatori che va dall'Asset Management al Property Management, al Facility Management e al Project Financing.<sup>176</sup>

Non dimentichiamo infatti, che la gestione immobiliare assume un ruolo di non secondaria importanza tra i fattori che influenzano la buona riuscita di un investimento.

La gestione immobiliare ha come scopo quello di mantenere nel tempo, a costi contenuti e sotto controllo, le prestazioni complessive di un edificio. In questo modo la gestione immobiliare incontra i desideri degli utenti dell'edificio e della proprietà dello stesso.

I grandi proprietari di patrimoni immobiliari hanno bisogno di adottare strategie di investimento che garantiscano dei risultati efficaci sia in termini di funzionalità che di redditività. La gestione immobiliare, in una visione più ampia, può essere interpretata come un mezzo indispensabile per rendere redditizio un investimento.

“Nell'ottica imprenditoriale, la parte più importante di un progetto di investimento immobiliare è proprio la gestione degli edifici: << i buoni risultati sono infatti alla base della decisione dell'investitore di intraprendere una operazione immobiliare. Decisione che deve essere omogenea con la politica aziendale complessiva>><sup>177</sup> .

---

<sup>175</sup> Bruno A., Pavoni G. (a cura di), *“Progetto qualità manutenzione”*, Scriptorium, Torino, 1993

<sup>176</sup> Atti del convegno, *“Immobili e Finanza. Dalla gestione dei costi alle opportunità offerte dai mercati finanziari”*, Firenze, Giugno 1999

<sup>177</sup> Tronconi O., *“Gli sviluppi innovativi nel campo della gestione immobiliare”*, in *“Il Nuovo Cantiere”*, n.3, marzo 1998

In America, il processo costruttivo di un immobile è considerato alla stregua di qualsiasi altro processo produttivo e quindi ha lo scopo di valorizzare l'investimento in un arco di tempo determinato e di produrre una certa redditività.

Le discipline di *Facilities, Asset, Property Management* hanno tra i propri obiettivi quello di massimizzare il rendimento degli edifici, riducendo i costi e quindi aumentando la redditività di un investimento immobiliare.

Ecco perché un investimento immobiliare deve essere studiato non solo in relazione ai costi iniziali di costruzione e collaudo, ma deve tenere ben presente tutte le attività legate alla gestione di un edificio che, se controllate e programmate possono portare ad un'ottimizzazione del rendimento, ma se sottovalutate possono contribuire in larga misura a rendere fallimentare un investimento immobiliare.

### 3.3 Le modalità di Finanziarizzazione Immobiliare

Le privatizzazioni e le politiche di focalizzazione sul core business da parte di molte imprese, processo che si può definire di "*corporate restructuring*", ha avuto come effetto quello di ampliare considerevolmente la quantità di immobili presenti sul mercato. Accanto a questo fenomeno che caratterizza l'offerta oggi si assiste ad una crescente domanda di beni immobili, sia da parte di nuovi soggetti (come i Fondi Pensione), sia attraverso nuove forme: non solo proprietà diretta dei beni, ma anche titoli azionari, quote di Fondi Immobiliari e titoli di natura obbligazionaria come le *asset backed securities*.

La finanziarizzazione immobiliare infatti, si può realizzare attraverso diverse operazioni quali:

- Securitization,
- Spinn-off,
- Fondi d'investimento immobiliare
- Sale & lease back

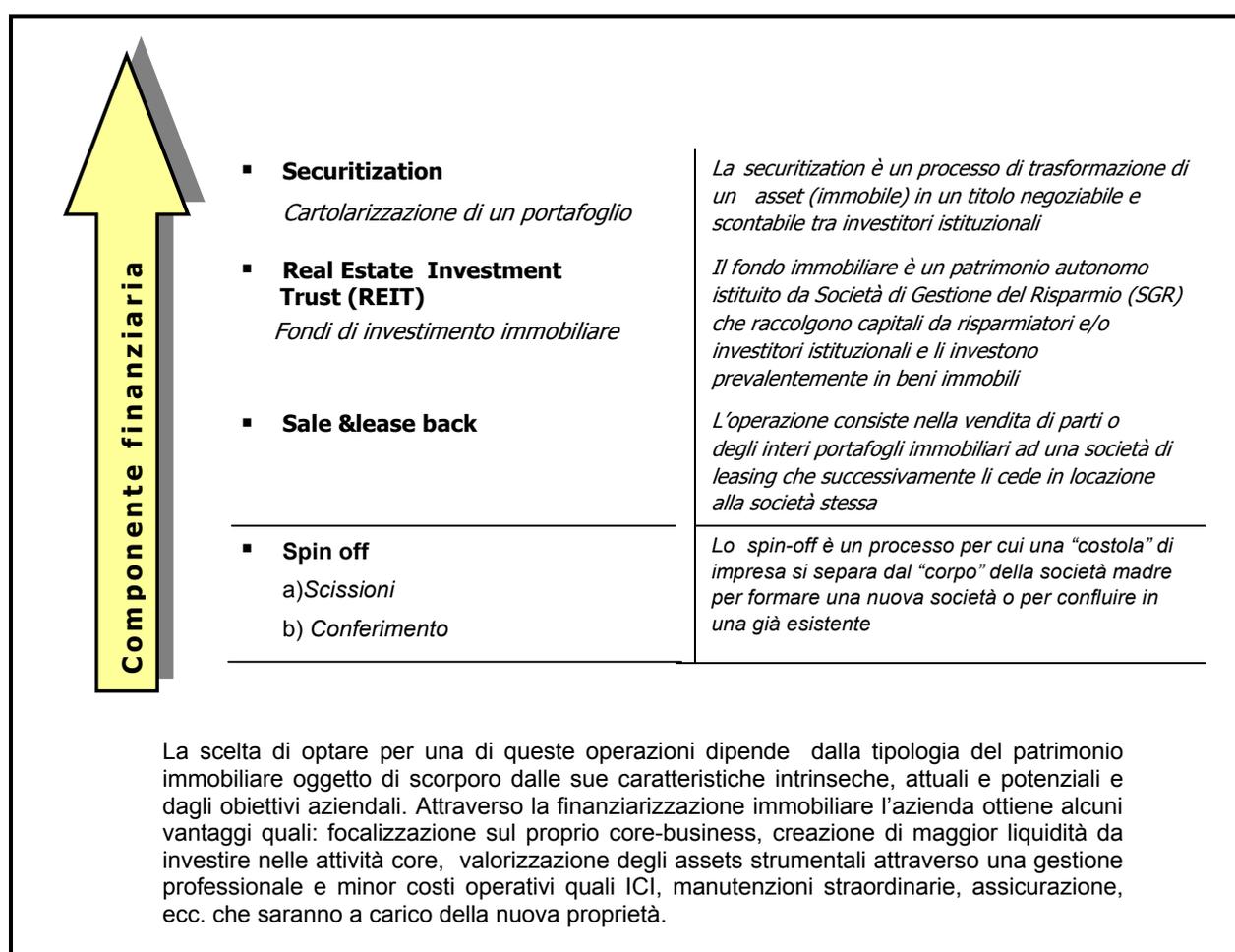
Questa tendenza riflette un'evoluzione della domanda degli investitori sempre più alla ricerca, da un lato, di titoli obbligazionari di natura corporate che garantiscono rendimenti superiori ai titoli sovrani, e dall'altro di investimenti azionari che consentono una maggiore diversificazione dei portafogli. Quindi siamo in una fase storica in cui domanda e offerta si stanno alimentando reciprocamente.

Securitization, spin off, sale & lease back, ecc. sono operazioni di carattere finanziario ma che hanno una valenza immobiliare importante. Gli asset immobiliari infatti, vengono trattati sempre più con una logica analoga a quella degli asset finanziari. La crescente liquidità sta favorendo l'unitarietà dei mercati degli asset. In quest'ottica il mercato immobiliare, in quanto segmento del mercato finanziario, guadagna in efficienza e spessore. Al tempo stesso,

tuttavia, il mercato immobiliare entra in competizione con il tradizionale mercato finanziario dove si scambiano strumenti che hanno come sottostante i titoli di credito o quote di proprietà di società immobiliari. Quindi, il mercato immobiliare corporate si pone in competizione ma anche e soprattutto in convergenza con il mercato finanziario.

Questo richiede una notevole innovazione nell'operatività degli intermediari finanziari nel settore immobiliare che devono passare dalla tradizionale gestione dei mutui o, più raramente, di project finance, a finanziamenti strutturati per le dismissioni.<sup>178</sup>

**Grafico 30: Le modalità di finanziarizzazione immobiliare**



<sup>178</sup> Banca Commerciale Italiana, "Tendenze Immobiliari", Servizio Studi, Aprile 2001

### 3.3.1 La Securitization, ovvero la cartolarizzazione di un portafoglio immobiliare

La *Securitisaton* è un'operazione che consente la trasformazione di attivi, che non hanno la prerogativa di poter circolare sui mercati finanziari, in titoli aventi caratteristiche ben definite in termini di profilo finanziario, rendimento e rischio, e negoziabili in modo efficiente. Il rimborso di tali titoli è garantito dai flussi derivanti dagli attivi sottostanti<sup>179</sup>.

La *Securitisaton*, come più frequentemente è chiamata in Italia, la Cartolarizzazione, è quindi una tecnica finanziaria che prevede la cessione a titolo definitivo dei crediti/attivi, ad una società appositamente costituita (SPV<sup>180</sup>), finanziata tramite l'emissione di titoli. Il rimborso dei titoli avviene esclusivamente dagli incassi derivanti dai crediti ceduti ed è indipendente dal patrimonio dell'emittente.

Ogni tipo di attivo che generi flussi di cassa stimabili con una certa attendibilità è passibile di cartolarizzazione, ad esempio:

- Crediti<sup>181</sup> (crediti commerciali; Crediti derivanti da imposte; Crediti al consumo; Crediti non performing<sup>182</sup>);
- Canoni (canoni di leasing; Canoni di affitto)
- Prestiti bancari
- Mutui bancari
- Carte di credito
- Premi assicurativi
- Diritti d'autore, abbonamenti calcistici, pedaggi autostradali
- Immobili

---

<sup>179</sup> Lunghini P., "Valutare per securitizzare", in "Consulente Immobiliare", n. 567, 31 agosto 1997

<sup>180</sup> Lo schema della Securitization risulta incentrato sulla figura dello *special purpose vehicle* (SPV) che è contemporaneamente cessionario dei crediti ed emittitore dei titoli e procede a finanziare l'operazione tramite la provvista costituita dal denaro ricavato dal collocamento dei titoli. (Il diritto anglosassone ricorre al trust per attuare tale schema operativo).

<sup>181</sup> La cartolarizzazione sta diventando uno strumento utilizzato anche dai governi per lo smobilizzo di crediti per contributi arretrati. Nella prima metà del 1999 il Governo Italiano, parallelamente all'approvazione parlamentare della legge che regola le operazioni di securitization con veicoli di diritto italiano (Legge 130/99), ha avviato la cartolarizzazione di crediti insoluti vantati dall'INPS per contributi sociali, con l'emissione di titoli per 8.000 miliardi. Questa operazione rappresenta il primo esempio da parte di un governo di cartolarizzazione di crediti cosiddetti "*delinquent*" (termine utilizzato per definire crediti vantati verso soggetti che non adempiono regolarmente alle scadenze) attuata per aumentare le entrate correnti. "*Italy may securitise social security arrears*" in "Financial Times", 22 aprile 1999

<sup>182</sup> La Securitization si afferma anche nel settore bancario come mezzo per lo smobilizzo di crediti incagliati. Queste operazioni hanno il duplice scopo di "pulire il bilancio", modificando positivamente i ratios patrimoniali e di liberare risorse finanziarie da impiegare in operazioni ad alto rendimento. In questi casi le emissioni avvengono per volumi significativamente inferiori al valore nominale dei crediti ceduti, scontando in tal modo il tasso di recupero, e sono assistiti da adeguate garanzie in modo da ottenere un rating elevato.

Se l'oggetto di Cartolarizzazione è un immobile allora la *Securitisatio*n rappresenta quel processo di trasformazione di un *asset* (immobile, *comodities*, ecc.) in un titolo negoziabile e scambiabile fra investitori istituzionali o privati.

La *Securitisatio*n permette quindi la "liquidità" del mattone che si trasforma in flusso di denaro assumendo una connotazione più strettamente finanziaria.

Se in Italia si sono avuti solo modesti esempi di *Securitisatio*n in campo immobiliare, nel mercato finanziario più evoluto come quello anglosassone questa tecnica finanziaria ha dimostrato di essere ben realizzabile già da diversi anni.

Il processo di *securitization* immobiliare ha iniziato infatti, a diffondersi in Inghilterra già verso la fine degli anni '80. Dopo un periodo di grandi interventi immobiliari, di realizzazione di *business park*, centri commerciali, eccetera, si è infatti manifestata l'esigenza di intervenire in qualche modo per aiutare l'assorbimento nel mercato dell'eccesso di offerta.<sup>183</sup>

"In questo senso la possibilità di trasformare immobili in titoli rappresentava una modalità alternativa e più semplice per consentire un collocamento più efficiente presso gli investitori istituzionali"<sup>184</sup>. Infatti la *Securitisatio*n rappresenta una forma per diversificare l'investimento.

### **I soggetti coinvolti in una operazione di Securitization**

In una operazione di *Securitization* intervengono diversi soggetti tra i principali troviamo:

- Originator è il soggetto che procede alla creazione di un processo di cartolarizzazione attraverso il quale si possono trasformare singole attività relativamente illiquide in strumenti liquidi e negoziabili. La *Securitization* fornisce inoltre agli emittenti uno strumento che rappresenta una fonte di finanziamento più efficiente ed a costo inferiore, in paragone con canali alternativi come il credito bancario o l'emissione diretta di titoli obbligazionari. Le ragioni di questa maggiore efficienza e del costo più basso si misurano nella capacità dell'emittente, attraverso la *Securitization*, di emettere titoli che hanno un rating più elevato (e quindi un tasso di interesse più basso) e rispetto ad altre alternative di credito a medio termine che si potrebbero attivare sulla base del rating individuale dell'Originator stesso. Allo stesso tempo, offrendo un canale alternativo a forme più tradizionali di capitali a titolo di debito e di mezzi propri, la *Securitisatio*n consente agli operatori di diversificare le loro fonti di finanziamento.<sup>185</sup>

Un altro vantaggio della *Securitization* dal punto di vista dell'Originator oltre alla diversificazione delle fonti, risiede nel fatto che essa consente lo smobilizzo di attività dal bilancio aziendale.

- Special purpose vehicle (SPV): ha il compito di emettere titoli garantiti dagli *assets* acquisiti.

---

<sup>183</sup> Catella M., "Securitization", in "Il Nuovo Cantiere", n.10, novembre 1996

<sup>184</sup> ibidem

<sup>185</sup> F. Calagrande, L. Fiore, M. Grimaldi, D. Prandina, "Le operazioni di securitisation", Il Sole 24 Ore, Milano 1999

- Società di credit enhancement: provvedono ad accrescere il valore dei beni ceduti attraverso la prestazione di garanzie (opzione di riacquisto da parte del soggetto cedente, altre garanzie fornite da società di assicurazione, ecc.).
- Società di rating: valutano la bontà dei titoli emessi attraverso l'attribuzione di un giudizio che certifica la capacità di credito dell'*SPV* e la sua affidabilità agli occhi dell'investitore, riducendo il costo dei mezzi finanziari raccolti ed accrescendo il mercato potenziale. Nella recente normativa italiana <sup>186</sup> è stato recepito il ruolo del rating nel caso di offerta al pubblico. Le agenzie di rating si preoccupano di stimare la probabilità per gli investitori di vedere soddisfatto il proprio investimento, secondo i termini e le condizioni stabilite al closing dell'operazione. Le varie società di rating hanno diversi approcci e metodologie di valutazione, tuttavia vi sono tre aspetti che sono unanimemente considerati importanti, nell'analisi delle obbligazioni asset-backed: la valutazione dei flussi di cassa legati alle attività cedute; la distribuzione dei flussi di cassa tra le varie classi di investitori; la struttura legale dell'operazione. Il giudizio di merito di credito dei titoli viene espresso dopo una serie di valutazioni ed elaborazioni su scenari peggiorativi della situazione attesa per verificare la solidità della struttura. Il livello di rating attribuito ai titoli dipende dal fatto che la struttura sia più o meno solida. I mercati finanziari internazionale si sono da tempo indirizzati all'impiego del rating che consente economie di scala e maggiore efficienza grazie alla centralizzazione delle informazioni sul credito. Il fenomeno sta diventando importante anche in Italia come testimoniano la sempre più rilevante presenza delle società di rating internazionali. Il costo di una agenzia di rating coinvolta nell'operazione in generale è prossima a 3 punti base di controvalore dell'operazione, con un costo minimo pari a circa 80.000 US\$. Le agenzie di rating possono richiedere anche una commissione annuale per il monitoraggio dell'operazione e fino alla scadenza della stessa. <sup>187</sup>
- Investitori: soggetti che si rivolgono al mercato per intraprendere nuovi investimenti e diversificare il rischio.

---

<sup>186</sup> Legge 30 aprile 1999, n. 130, articolo 1 commi 4 e 5; 4. "Nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi". 5. "La Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), con proprio regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, stabilisce i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria".

<sup>187</sup> F. Calagrande, L. Fiore, M. Grimaldi, D. Prandina, op. cit.

### **Securitization: il processo**

La Securitization che prende il nome più specificatamente di *asset backed securitization (ABS)*, si può articolare secondo due modalità: operazione di *pass-through* e di *pay-through*.

L'operazione di *pass-through* prevede la fuoriuscita dell'*asset* dal bilancio dell'*originator* e emissione di titoli – *pass through certificates* – che entrano in possesso dell'investitore, proprietario di una quota indivisa del portafoglio di *asset* dell'*originator*;

L'operazioni di *pay-through* prevede l'emissione di titoli da parte di un terzo soggetto, lo *special purpose vehicle* (società di progetto appositamente costituita per l'implementazione e gestione dell'operazione).

Una *Asset Backed Securitization* di tipo *pay-through*, relativa alla cessione di un portafoglio di *asset* immobiliari, può essere suddivisa nelle seguenti fasi :

1. selezione degli attivi potenziali oggetto del processo di cartolarizzazione (immobili);
2. cessione degli *assets* allo *special purpose vehicle (SPV)* ;
3. *credit enhancement* attraverso la prestazione di garanzie;
4. eventuale ottenimento di un *rating* commisurato alle garanzie prestate;
5. emissione e collocamento dei titoli presso gli investitori (banche) ;
6. gestione da parte dello *SPV* dei contratti di locazione e degli immobili (attraverso un fornitore di servizi specializzato);
7. servizio del debito grazie alla riscossione dei canoni di locazione.

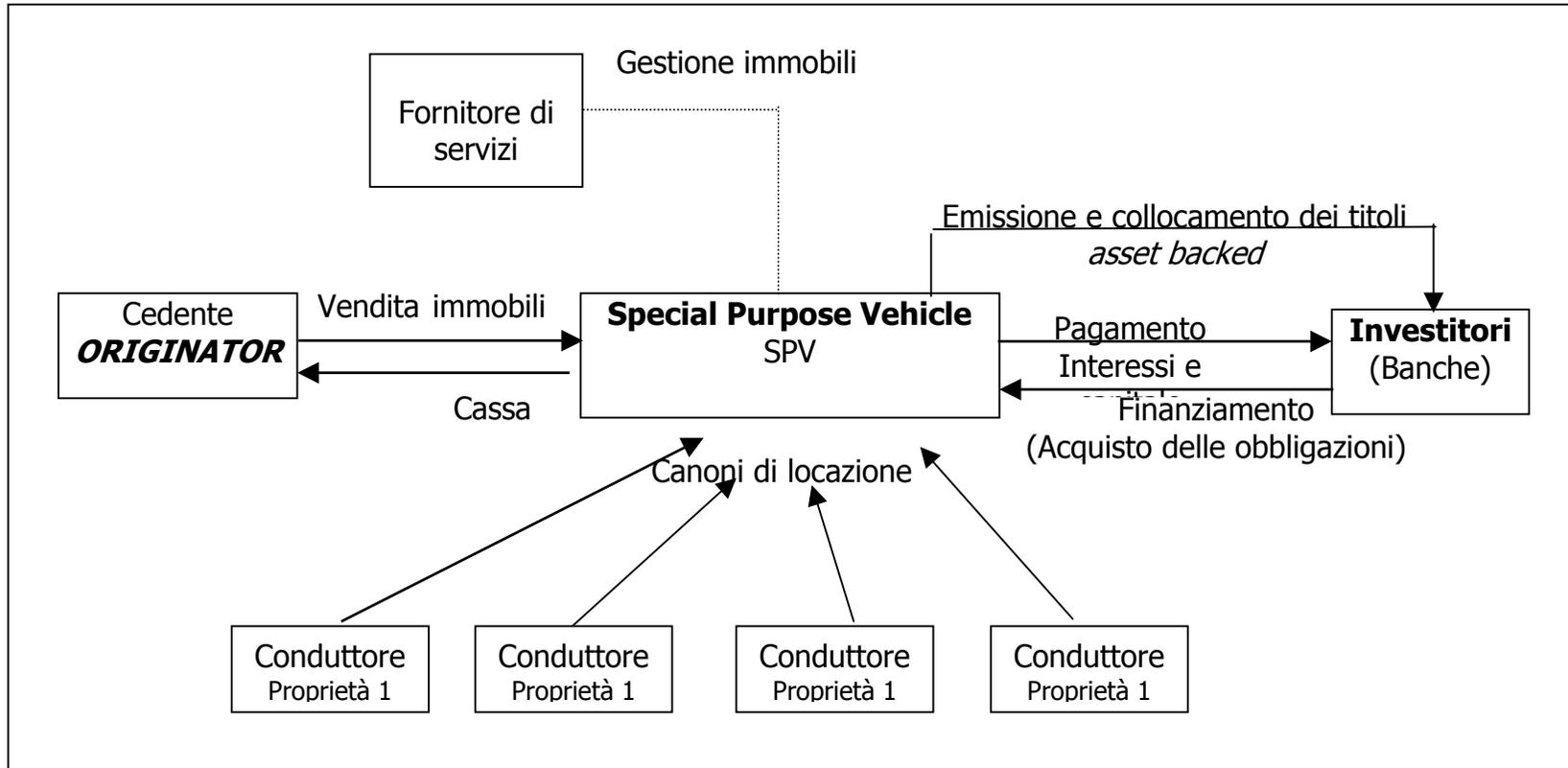
Alcuni possibili ambiti di applicazione delle tecniche di securitization in campo immobiliare sono:

- dismissione in blocco di patrimoni immobiliari;
- operazioni di sale and lease back di patrimoni immobiliari

Per quanto riguarda i processi di dismissioni l'operazione di Securitization si può articolare in questo modo:

1. la società cedente disinveste parte del proprio attivo immobiliare;
2. la società acquirente può cedere ad un veicolo - *SPV* - i crediti derivanti dai canoni di locazione sugli immobili;
3. la società che acquisisce gli immobili finanzia l'operazione di acquisto attraverso la securitisation dei canoni di locazione;
4. l'emissione del debito e' garantita dai flussi derivanti da tali canoni di locazione.

Grafico 31: Struttura di un'operazione di *asset backed securitization* (ABS)



Per quanto riguarda i processi di sale and lease back l'operazione di Securitization si può articolare in questo modo:

1. La società cedente disinveste parte del proprio attivo immobiliare, liberando capitale disponibile per impieghi nel core business e mantiene la possibilità di riscattare gli immobili alla scadenza dell'operazione.
2. La società acquirente può cedere ad un veicolo – SPV – i crediti derivanti dai canoni di locazione sugli immobili. La società che acquisisce gli immobili finanzia l'operazione di acquisto attraverso la Securitisation dei canoni di locazione.
3. L'emissione di debito è garantita dai flussi derivanti dai canoni di locazione corrisposti dal cedente (eventuali garanzie aggiuntive date dall'assenza di clausole di recessione).

La numerosità dei soggetti coinvolti, nonché la necessità di prevedere una complessa architettura contrattuale e legale (per quanto riguarda i costi di un'operazione di securitization) evidenziano la necessità di strutturare operazioni di dimensioni rilevanti:

- taglio minimo "tecnico" pari a 50-100 miliardi, alla luce degli elevati costi connessi alla strutturazione dell'operazione;
- taglio minimo "di mercato" (appetibilità per il collocamento sul mercato) pari a 500 miliardi.

**Tabella 19<sup>188</sup>: Stima dei costi di un'operazione di securitization<sup>189</sup>**

Voci di costo	Spese iniziali (% su amm.to iniz.)	Spese annuali (% su amm.to iniz.)
Due diligence arranger <sup>190</sup>	0,25%	
Costruzione veicolo e spese legali <sup>191</sup>	0,10%	
Due diligence agenzie di rating e verifica annuale	0,02%	
Costituzione garanzie esterne <sup>192</sup>		0,10%
Liquidity Line <sup>193</sup>		0,125%
Emissione e vendita ABS <sup>194</sup>		0,25%
Spese amministrative e gestione programma <sup>195</sup>		0,025%
<b>Totale</b>	<b>0,37%</b>	<b>0,50%</b>

<sup>188</sup> Banca Commerciale Italiana "La Cartolarizzazione dei Crediti: le potenzialità per il sistema finanziario italiano", in "Tendenze Monetarie", n. 77, giugno 1999

<sup>189</sup> Riferimento a un portafoglio di crediti commerciali pari a 100 miliardi.

<sup>190</sup> Comprende la selezione e l'analisi del portafoglio, lo studio di fattibilità e l'organizzazione ed esecuzione complessiva dell'operazione.

<sup>191</sup> Con riferimento ad un'operazione esclusivamente domestica.

<sup>192</sup> Ove necessarie, qualora quelle interne siano insufficienti o non utilizzabili.

<sup>193</sup> Specifica per emissioni di *commercial paper*.

<sup>194</sup> Ipotizzando un'emissione di ABS con massimo livello di rating.

<sup>195</sup> Non comprende le spese di *servicing*, generalmente effettuato dall'*originator*.

### 3.3.1.1 La legge 130/99 e la Securitisation in campo immobiliare

Il riferimento normativo relativo alla cartolarizzazione è la Legge 130/99<sup>196</sup> e si *“appla alle operazioni di cartolarizzazione mediante di cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti che futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti.....”*<sup>197</sup>

La legge dispone espressamente che le operazioni di cartolarizzazione possano avere come unico oggetto crediti pecuniari, esistenti o futuri. Quando, dunque, si parla di Securitization in campo immobiliare ci si riferisce a operazioni che riguardano non direttamente i beni immobiliari, bensì i crediti derivanti dagli immobili stessi.

### 3.3.1.2 Securitisation: strumento per la valorizzazione di patrimoni immobiliari

La Securitisation è una tecnica finanziaria che permette di trasformare un immobile in flusso di cassa. L'immobile diventa perciò investimento finanziario. E' necessario considerare l'immobile quindi non solo come centro di costo, centro di servizio, che appesantisce il bilancio, peggiorando le performance aziendali. Il mattone può invece assumere un ruolo diverso: parliamo infatti di immobili che possono essere inseriti nel mercato borsistico. In questi ultimi anni la Borsa è riuscita ad assumere un ruolo di stimolo per creare opportunità finanziaria agli immobili tanto che nel 1999 si sono avute 8.200 miliardi di Lire di capitalizzazione relative al settore immobiliare. La performance<sup>198</sup> di Borsa delle società immobiliari quotate è stata, nel 1999 e nel 2000, decisamente superiore rispetto al mercato.

E' importante quindi soffermarsi sul ruolo della finanza all'interno del Real Estate proprio per vedere come il mattone possa essere considerato prodotto finanziario, come la finanza sta rispondendo a questa opportunità di considerare il mattone come prodotto finanziario, senza però dimenticare l'aspetto più prettamente tecnico che sta a monte di tutte queste

---

<sup>196</sup> Ferrari G. F. *“Il quadro normativo di riferimento delle operazioni di Securitization”* in *“Nuovi modelli di gestione finanziaria per le pubbliche amministrazioni: la cartolarizzazione dei crediti e la Securitisation in campo immobiliare”*, Atti del convegno, SDA Bocconi, 29 Novembre 2000

<sup>197</sup> art. 1 Legge 30 aprile 199 n. 130

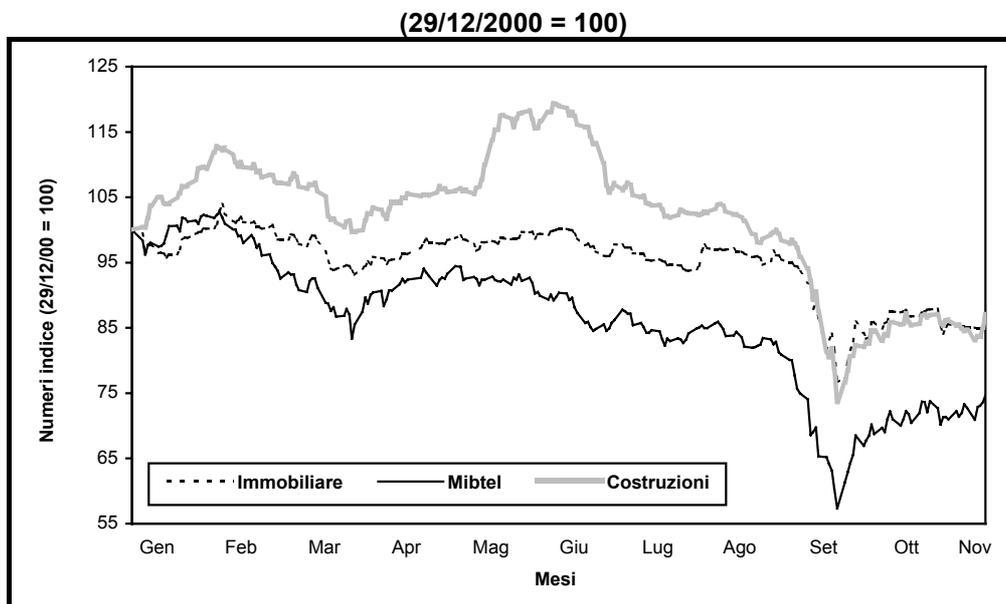
<sup>198</sup> *“L'indice di settore (History real estate) per quanto riguarda i titoli immobiliari, ha segnato dall'inizio dell'anno + 50,51%. Interessanti sono state le singole performance: 188,39 per cento di Aedes, 105,05 per cento di Gabetti, 99,27 per cento di Fincasa44, 78,43 per cento di Bastogi, 66,25 per cento di Investimenti immobiliari lombardi, 51,92 per cento di Beni Stabili, per citare solo alcuni esempi. Le motivazioni dei brillanti rendimenti delle azioni immobiliari possono essere individuate nella ripresa del mercato immobiliare, nella trasformazione delle attività che le società stanno attuando (non più solo gestione degli immobili in portafoglio, ma gestione di portafogli immobiliari di terzi) e nella potenzialità di plusvalenze che si potranno generare cedendo il patrimonio a fondi immobiliari. Tra le società immobiliari quotate in Borsa la più attiva, secondo gli analisti, è Beni Stabili. La società nata dallo spin-off immobiliare del Gruppo Sanpaolo-Imi, quotata in borsa dal novembre 99, è alleata con Bonaparte (di cui detiene il 15 per cento) sulle attività di sviluppo immobiliare, è in partnership nel settore turistico-alberghiero con Turin hotel international (per il più lussuoso hotel di Venezia, sull'isola di San Clemente) e con Pierre & Vacances (con un hotel a Roma, pronto nel 2000)”. Marchesini E., *“Il mattone si colora d'oro”*, in *“Il Sole 24 Ore”*, n.264, 30 settembre 2000*

considerazioni. Infatti per la riuscita di un processo di cartolarizzazione non servono immobili che valgano tanto ma servono immobili che diano certezze di reddito.

Può essere cartolarizzato, paradossalmente, una “*catapecchia*” che produce flusso di reddito certo per un orizzonte temporale altrettanto certo piuttosto che un immobile di prestigio che può essere oggetto di fluttuazione del mercato e quindi oscillare. La sensazione che si vuole dare con lo strumento della cartolarizzazione al servizio del strumento immobiliare è quello di contribuire a smobilizzare immobili con il beneficio di ricavare che abbiano una redditività anche modesta ma costante. Il segnale quindi è che l'utilizzo dello strumento si basa sulla corretta gestione degli stessi e quindi sul ruolo innovativo di figure professionali che si stanno affermando sul mercato italiano. (Asset, Property, Facility Manager) che devono affiancare chi all'interno dell'azienda ha sempre servito l'immobile in gemini di assistenza gestionale. E' necessario quindi affiancare redditività azienda e redditività del patrimonio immobiliare.<sup>199</sup>

Pur nei limiti fissati dalla normativa, la cartolarizzazione può essere quindi uno strumento efficace e proficuamente applicabile nell'ambito di processi di valorizzazione di patrimoni immobiliari. Condizione essenziale per il successo dell'operazione è una efficiente attività di Property e Asset Management, in grado di ottimizzare la redditività del patrimonio immobiliare.

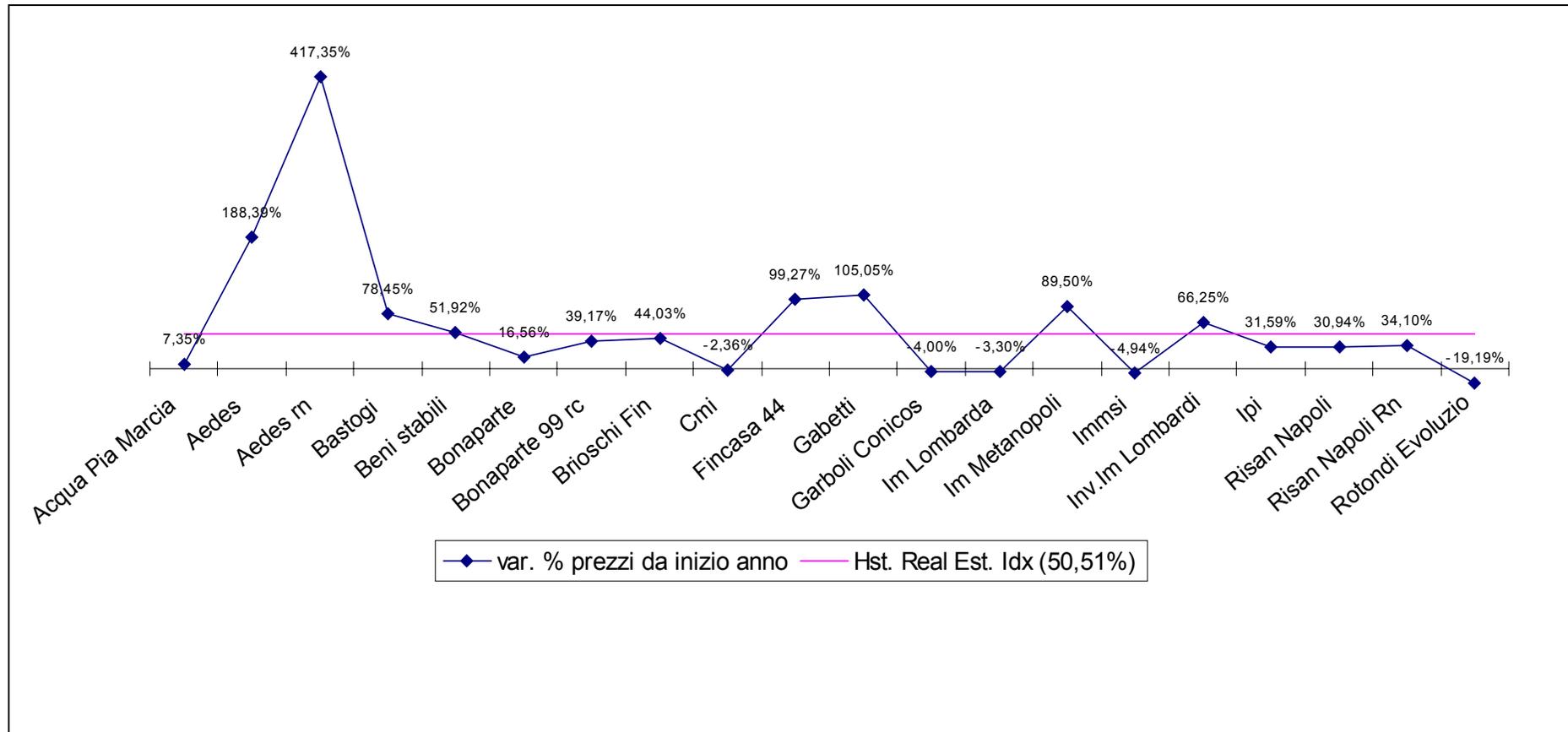
**Grafico 32: Andamento degli indici Mibtel, immobiliare e delle costruzioni nel 2001**



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati di Borsa

<sup>199</sup> Calcaterra M. “La Finanza e il Real estate: il quadro attuale e le prospettive di sviluppo” in “Nuovi modelli di gestione finanziaria per le pubbliche amministrazioni: la cartolarizzazione dei crediti e la Securitisation in campo immobiliare”, Atti del Convegno, SDA Bocconi, 29 Novembre 2000

Grafico 33: Società immobiliari quotate e performance in Borsa (settembre 2000)



### 3.3.1.3 Criticità legate alle operazioni di Securitisation in campo immobiliare

Al di là del processo di definizione delle caratteristiche e della struttura dell'operazione, esperienza e competenze in campo immobiliare sono essenziali:

- in fase di selezione del portafoglio di asset da dismettere (attività di due diligence sul patrimonio immobiliare);
- in fase di valorizzazione del patrimonio immobiliare (attività di asset/property e facility management);

L'efficacia nello svolgimento di tali attività consente:

- una efficace valorizzazione del patrimonio immobiliare;
- una riduzione dei costi dell'operazione di Securitisation sui crediti garantiti dagli Asset immobiliari;
- coerenza dei flussi di cassa del veicolo.<sup>200</sup>

### 3.3.1.4 Caso Studio: Securitization di un complesso immobiliare

Il caso studio presentato è relativo alla *Securitization* del complesso immobiliare *Broadgate*. Valore complessivo dell'operazione: 4.500 miliardi di lire.<sup>201</sup>

I soggetti coinvolti in tale operazione sono stati la società immobiliare inglese, *British Land*, e lo *sponsor e lead manager* dell'operazione, *Morgan Stanley*. L'operazione è partita dall'esigenza:

- di ridurre il tasso di interesse praticato sui finanziamenti (previsione da 8,49% attuale a 7,4%);
- di aumentare la scadenza media dei prestiti aziendali (da 15-17 anni a 23 anni);
- da esigenze finanziarie proprie di *British Land* (la presenza di clausole su finanziamenti pregressi limita la raccolta di capitale di debito attraverso il ricorso alle metodologie tradizionali).

Il pagamento delle obbligazioni emesse a fronte dell'operazione è garantito dalla riscossione dei canoni di locazione sulle proprietà.

#### Caratteristiche dell'intervento

*Loan to value* (ammontare del prestito concesso/valore dell'asset cartolarizzato) complessivo pari a 73,8% (Lire 4.500 miliardi rispetto ad un valore ad aprile 1999 pari a Lire 6.100 miliardi per complessive 13 proprietà): l'emissione obbligazionaria ammonta pertanto a Lire 4.500 miliardi.

---

<sup>200</sup> Robba G., "Le operazioni di Securitisation in campo immobiliare" in "Nuovi modelli di gestione finanziaria per le pubbliche amministrazioni: la cartolarizzazione dei crediti e la Securitisation in campo immobiliare", Atti del Convegno, SDA Bocconi, 29 Novembre 2000

<sup>201</sup> Ferrero C. "Innovazione Finanziaria e Operazioni Immobiliari", cit.

Caratteristiche dell'emissione obbligazionaria:

1. sette tranche (di cui il 51%, pari a Lire 2.300 miliardi, di classe AAA);
2. scadenze del debito: da 2014 (prima tranche) a 2038 (ultima tranche);
3. per esigenze finanziarie e contrattuali (presenza di *covenants* su prestiti pregressi) del committente, circa il 90% delle obbligazioni è emesso “*unsecured*”, ovvero senza garanzia reale;
4. apertura di una linea di credito pari a Lire 600 miliardi, a copertura di 2 anni di servizio del debito emesso, ammortizzabile in 20 anni a partire dal decimo anno (2009-2029).

#### Fasi dell'operazione

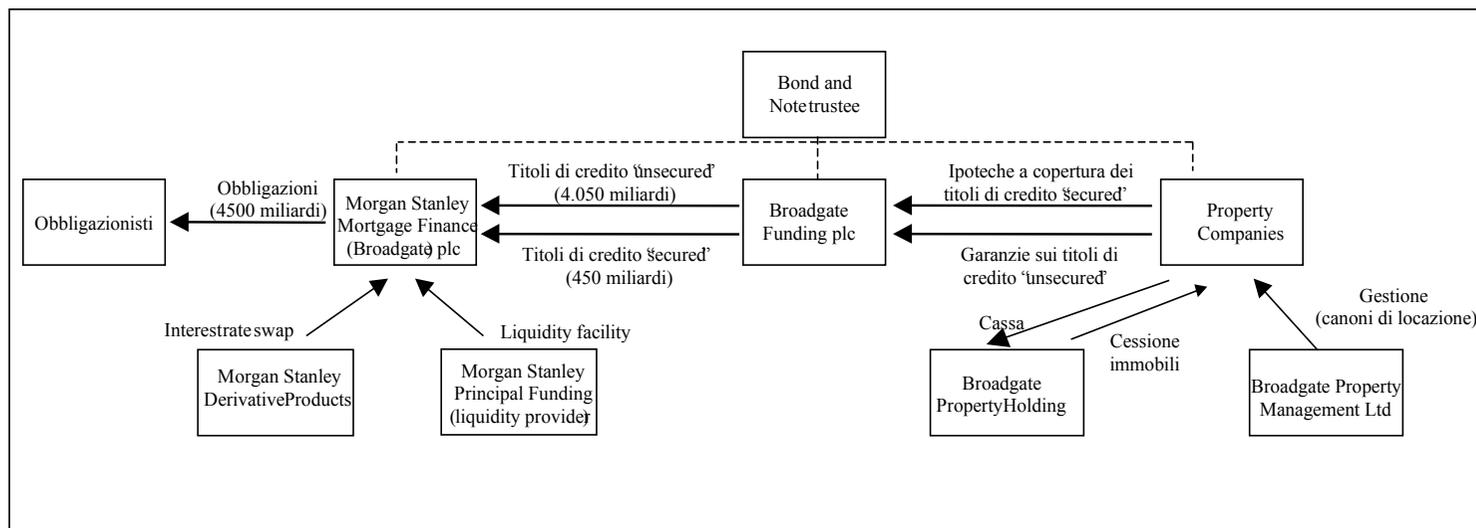
*1ª fase*: cessione degli immobili a società di scopo (*property companies*) appositamente costituite da parte di *Broadgate*: una società del gruppo (*Broadgate Property Management*) si occuperà della gestione delle proprietà (riscossione dei canoni di locazione).

*2ª fase*: emissione di titoli di debito garantiti e non garantiti (*secured e unsecured*) da parte di *Broadgate Funding plc*, società interamente posseduta da *British Land*. Le *property companies* forniscono, a supporto di tale emissione, opportune garanzie reali (sui titoli di debito garantiti) e contrattuali (sui titoli di debito non garantiti).

*3ª fase*: vengono emesse e collocate sul mercato obbligazioni, per un valore complessivo pari a Lire 4.500 miliardi, da parte di *Morgan Stanley Mortgage Finance (Broadgate) plc*, SPV di diritto inglese. A garanzia di tale emissione risultano i titoli di debito emessi da *Broadgate Funding plc* e sottoscritti dalla SPV.

Ulteriori garanzie vengono fornite da uno *swap* sui tassi di interesse, che annulla il rischio di volatilità derivante dalla presenza di indebitamento a tasso variabile e da una robusta riserva di liquidità. L'operazione si caratterizza per l'ampiezza della durata temporale del prestito obbligazionario, resa possibile grazie alla normativa anglosassone che permette di stipulare contratti di locazione molto lunghi (a differenza del mercato statunitense, caratterizzato da durate comprese tra 3 e 5 anni). La presenza di *rating* molto elevati (più del 50% AAA) è stata garantita dalla presenza di idonee garanzie (reali e contrattuali), dalla minimizzazione dei rischi “esogeni” (*swap* sui tassi di interesse), dalla presenza di “*prime tenant*” (tra i conduttori *UBS*, *Warburg Dillon Read*, *ABN AMRO*, *Bankers Trust*, *NatWest*, *ING*, *Société Generale*) e dalla predisposizione di un'idonea riserva di liquidità (generalmente corrispondente al pagamento dei primi sei mesi di interesse sul debito, in questo caso prevista pari a 2 anni per la complessità dell'operazione).

**Grafico 33: Schema dell'operazione**



**Tabella 20: Caratteristiche emissione obbligazionaria**

Classe dell'emissione	Rating	Ammontare (Lit./mld.)	Tipologia	Spread	Ammortamento	Maturità
A1	AAA/Aaa	980	Variabile	Libor <sup>202</sup> + 0,55%	Dopo anno 8,5	2026
A2	AAA/Aaa	900	Fisso	Gilt <sup>203</sup> + 1,22%	Costante	2031
A3	AAA/Aaa	440	Fisso	Gilt + 1,32%	Dopo anno 30	2033
B	AA/Aa2	660	Fisso	Gilt + 1,70%	Dopo anno 25	2034
C1	A/A2	500	Variabile	Libor + 1,30%	Dopo anno 25	2014
C2	A/A2	500	Fisso	Gilt + 2,07%	Dopo anno 15	2038
D	BBB/Baa2	550	Variabile	Libor + 1,65%	passthrough	2014

<sup>202</sup> London Interbank Offering Rate.

<sup>203</sup> Buoni del tesoro inglesi.

Il caso presentato si riferisce ad un'operazione di securitization complessa, su un portafoglio rilevante di immobili e con un'architettura finanziaria articolata, alla luce delle specifiche esigenze del Committente.

In particolare, così come evidenziato nell'analisi delle caratteristiche dell'intervento, tale operazione viene effettuata con l'obiettivo di:

- ristrutturare le passività aziendali (ad esempio aumentare la scadenza media dei prestiti);
- diminuire il costo medio ponderato del capitale (raccolgendo risorse ad un tasso inferiore rispetto a quello di mercato);
- reperire risorse finanziarie difficilmente reperibili in altro modo (per la presenza di clausole contrattuali che impediscono il ricorso al mercato, ovvero per l'impossibilità di reperire ulteriori mezzi di finanziamento dai propri interlocutori finanziari di riferimento).

**Tabella 21: Principali cartolarizzazioni avvenute nel I semestre 2001 in Italia<sup>204</sup>**

- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Nuova attività di cartolarizzazione di mutui da parte di <b>Italfondiaro</b>; ad oggi la ex banca ha cartolarizzato 54.000 mutui in essere e collocato presso investitori esterni (un pool di banche e di fondi di investimento)</li><li>✓ Prima operazione di cartolarizzazione per <b>Intesa Bci</b> su crediti in sofferenza. Morgan Stanley dovrà collocare un prestito obbligazionario in tre tranche per 366 milioni di Euro (nel prossimo triennio le cessioni potenziali potrebbero raggiungere la cifra di 1,6 miliardi di Euro).</li><li>✓ Operazione di cartolarizzazione di un portafoglio di crediti in sofferenza da 155 milioni di Euro da parte della <b>Banca Popolare di Lodi</b>, capofila del gruppo <b>Bipielle</b>. Si tratta di un'operazione di tipo "multi-originator" in quanto i crediti provengono da 5 banche del gruppo: Popolare di Lodi, Banca Bipielle, Centrosud e Casse di Risparmio di Lucca, Pisa e Livorno.</li><li>✓ <b>Cariverona</b> e <b>Mediovenezie</b> hanno dato il via alla prima operazione di crediti in sofferenza del gruppo <b>Unicredito Italiano</b>. Le due banche hanno ceduto crediti in sofferenza per 252 milioni di Euro in vista dell'emissione di un prestito obbligazionario a settembre.</li><li>✓ Prima operazione di cartolarizzazione da parte di <b>Banca Sella</b> con una operazione da 219 milioni di Euro costruita su di un portafoglio di circa 206 milioni di Euro composto da mutui residenziali performing.</li><li>✓ <b>Annuncio</b> di una nuova cartolarizzazione su crediti non performing da parte di <b>Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Toscana e Banca Popolare di Spoleto</b> per un valore stimato di 878 milioni di Euro.</li><li>✓ <b>Annuncio</b> di una nuova cartolarizzazione su mutui immobiliari da parte di <b>Banca 121 e Banca Agricola mantovana</b> per un valore stimato di 516 milioni di Euro.</li><li>✓ <b>Bibop Carire</b> ha effettuato un'operazione di cartolarizzazione su un portafoglio di mutui residenziali performing da 713 milioni di Euro.</li></ul> |
|---|

---

<sup>204</sup> Nomisma, Osservatorio sul mercato immobiliare, "I Rapporto sul mercato immobiliare", Bologna, Marzo 2001

### 3.3.2 Le operazioni di spin-off immobiliare

Con il termine “spin off” si indica quel processo per cui una “costola” di impresa si separa dal “corpo” della società madre per formare una nuova società - scissione - o per confluire in una già esistente, – conferimento - non necessariamente operante nello stesso settore.

Lo spin off è quindi un termine che viene utilizzato per tradurre: scissione e conferimento.

Oggetto di una operazione di spin-off può essere un compendio immobiliare o un ramo d'azienda. In Italia questa modalità di finanziarizzazione immobiliare ha mostrato un interessante apprezzamento da parte del mercato andando ad interessare ingenti patrimoni immobiliari quali quello delle operazioni Ina-Unim; San Paolo Imi – Beni Stabili; Telecom – Imm.Ser e Telemaco Immobiliare.

Questa strategia consente alla società scissa di riorganizzare la propria struttura e di concentrarsi sul proprio “core business” nonché valorizzare il ramo ceduto.

Quindi, lo scopo di una operazione di spin-off è duplice: per la “società madre”, lo scopo principale è finanziarizzare il proprio patrimonio immobiliare, per la “nuova società” valorizzarlo attraverso una gestione professionale volta essenzialmente al raggiungimento di livelli ottimali di redditività.

Questo secondo scopo è “*condicio sine qua non*” per il raggiungimento del primo in quanto più il patrimonio ha una elevata performance e potenzialità di crescita tanto più facile diventa la finanziarizzazione del patrimonio immobiliare e di conseguenza il collocamento della “nuova società” presso gli investitori sia istituzionali che privati.

La nuova società, completamente o prevalentemente di natura immobiliare, (qualora lo spin-off sia di tipo immobiliare) dovrà essere apprezzata dal mercato e sarà quotata in Borsa.

Una operazione simile ha quindi, un aspetto *finanziario* rilevante e, da tale punto di vista, deve essere valutata la sua fattibilità, direttamente proporzionale alla sua convenienza.

Gli assets immobiliari devono quindi avere una redditività sufficientemente alta da rendere interessante ad un mercato finanziario l'acquisto delle azioni della nuova società. Tale capacità può essere già esistente nei patrimoni conferiti, come nel caso di Unim, in quanto il patrimonio scorporato è a reddito, o può essere latente, come nel caso di Beni Stabili, visto la tipologia eterogenea degli assets immobiliari, e nel caso di Telecom Italia, data la prevalenza di assets strumentali.

La redditività immobiliare netta seppure approssimativamente è in grado di comunicare l'opportunità o meno di proseguire con uno studio di fattibilità per un'operazione di spin-off.

Perché sia conveniente un'operazione di Spin-off immobiliare è necessario che si verifichino le seguenti circostanze:

- che gli assets immobiliari nei bilanci della “società madre” abbiano un peso rilevante ma non preponderante, anche perché se così fosse ci troveremmo di fronte ad una società immobiliare;
- che da un’attenta analisi risulti uno scarso o negativo apprezzamento del patrimonio immobiliare da parte del mercato e di conseguenza della società che detiene un ingente patrimonio immobiliare (come nel caso dell’INA);
- che il patrimonio immobiliare oggetto di scorporo abbia caratteristiche di:
  - a) quantità (ovvero dimensione del portafoglio);
  - b) qualità;
  - c) redditività netta elevata (superiore al 5-6%) o comunque paragonabile ad investimenti alternativi quali l’acquisto di obbligazioni, quote di fondi immobiliari, azioni mobiliari, ecc.;
  - d) potenzialità di sviluppo.

### 3.3.2.1 Tipologia di immobili oggetto di un’operazione di spin-off

Gli immobili oggetto di un’operazione di spin-off possono essere:

- a) strumentali, (o funzionali);
- b) a reddito (o istituzionali);
- c) da valorizzare.

Al primo gruppo appartengono tutti gli immobili utilizzati direttamente, ovvero strumentalmente, dalla “società madre” per poter esercitare la propria attività<sup>205</sup>. Gli immobili strumentali possono essere fungibili (per esempio uffici direzionali, centrali nelle grandi città), poco fungibili (per esempio sportelli bancari con caveau o uffici direzionali periferici) e infungibili (per esempio centrali tecnologiche, centri di addestramento professionale ed edifici di alta rappresentanza periferici).

Non è comunque necessario per una società utilizzare nello svolgimento della propria attività immobili di proprietà. Esistono infatti numerosi casi di locazione di immobili posseduti da terzi che pertanto rientrano nella seconda categoria degli immobili a reddito.

Questi ultimi sono per esempio gli immobili di proprietà degli Enti Previdenziali – che da soli possiedono il 25% degli immobili locabili in Italia. L’investimento in immobili da mettere a reddito è l’esempio tipico delle Assicurazioni che vantavano o vantavano, come nel caso dell’INA, alcuni tra i più vasti e interessanti patrimoni immobiliari da reddito in Italia.

Gli immobili da reddito possono essere sia residenziali (vendibili solo frazionatamente) che non residenziali (vendibili in blocco).

---

<sup>205</sup> Sono un esempio di immobili strumentali i supermercati per le società di grande distribuzione, gli alberghi per le Società alberghiere, i capannoni industriali per le Società Manifatturiere, gli sportelli bancari per gli Istituti di Credito ecc.

Al terzo gruppo appartengono tutte le operazioni immobiliari in via di sviluppo non completo (aree edificabili, edifici dismessi fatiscenti o occupati a reddito scarso, cantieri in corso d'opera).

### 3.3.2.2 Le fasi di una operazioni di spin off

Una volta eseguito l'inventario/ricognizione<sup>206</sup> del patrimonio immobiliare oggetto di una possibile operazione di spin-off immobiliare, si suddividono gli immobili per gruppi omogenei e si sottopongono ad un'analisi valutativa. In questo modo si ottiene una panoramica sugli Asset immobiliari. L'abilità nell'interpretazione risiede nella capacità di cogliere le differenze e saperle articolare secondo i seguenti valori:

- valore di mercato, nell'ipotesi che l'immobile sia libero e disponibile;
- valore patrimoniale (quando l'immobile è stato acquistato a scopo strumentale dalla "società madre", è frequente che il suo costo di acquisizione sia incongruo con le quotazioni riscontrabili sul mercato);
- valore reddituale ottimale, derivante dalla capitalizzazione del reddito (di mercato) ottimale, applicando tassi di redditività anch'essi "di mercato".
- valore di realizzo, che ovviamente si discosta decisamente dalla semplice somma matematica dei valori dei singoli immobili o, a maggior ragione, delle singole unità immobiliari.<sup>207</sup>

Successivamente per ogni immobile si confronta il valore di libero mercato (anche approssimati del 10%) con il valore di libro o contabile:

- se il valore di mercato è inferiore al valore di bilancio non è opportuno proseguire con una operazione di spin-off;
- se il valore di mercato è maggiore o uguale al valore di bilancio si può procedere ma è opportuno fare attenzione;
- se il valore di mercato è superiore (circa 30%) al valore di bilancio allora è conveniente procedere nell'operazione di spin-off.

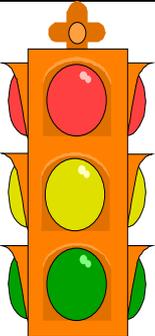
---

<sup>206</sup> Tale fase è alla base di qualsiasi tipo di analisi e, conseguentemente, di Asset Management.

<sup>207</sup> E' questa la metodologia seguita da CB Richard Ellis che ha redatto le valutazioni immobiliari per alcune operazioni di Spin-off in Italia e che a livello internazionale ha maturato una vasta esperienza su queste tipologie di attività. Le valutazioni che la società CB Richard Ellis ha fino ad oggi redatto ai fini di Spin-off sono relativi a patrimoni immobiliari appartenenti a Banche (Sanpaololmi, Banca Popolare di Novara), Compagnie di Assicurazione (INA, AXA, Cattolica/Duomo), Società di sviluppo immobiliare (Bastogi/IRBS, Edilnord 2000) e Società di servizi (Telecom Italia)

Questo esercizio utile, ed indispensabile, permette di conoscere, prima ancora di chiamare l'Advisor finanziario, fiscale, legale e quant'altro, l'opportunità di procedere in un'operazione di spin-off immobiliare.

Grafico 34: Fasi di una operazione di spin off immobiliare

Spin-off immobiliare										
<b>I Step</b>	<b>1. Censimento (inventario/ricognizione) del patrimonio immobiliare</b>									
	<b>2. Suddivisione degli immobili per gruppi omogenei</b>									
	<u>Immobili strumentali</u>		<u>Immobili a reddito</u>		<u>Immobili da valorizzare</u>			<u>Immobili pronti per la vendita</u>		
	da conservare	da dismettere	congruo	scarso	Aree inedificabili o	Iter urbanistico in corso	cantieri	Rapida	Media	Lenta/Lentissima
	<b>3. Determinazione del valore dell'immobile</b>									
	Valore patrimoniale		Valore di mercato		Valore reddituale			Valore di realizzo		
<b>II Step</b>	<b>4. Caso per caso si verifica se il valore di mercato è maggiore/minore/uguale al valore di bilancio:</b>									
	$V_{\text{Mercato}} \ll V_{\text{Bilancio}}$					L'operazione di spin-off	<u>Non è conveniente</u>			
	$V_{\text{Mercato}} > V_{\text{Bilancio}}$						NO	<u>Si è conveniente ma attenzione</u>		
	$V_{\text{Mercato}} \gg V_{\text{Bilancio}}$ (+30%)						SI	<u>Si è molto conveniente</u>		
			SI							

### 3.3.2.3 Le prime esperienze di spin-off immobiliare in Italia

Le prime operazioni di *spin off* immobiliare effettuate in Italia risultano profondamente diverse non solo perché gli immobili oggetto dello scorporo sono di natura diversa ma soprattutto perché sono diverse le motivazioni che hanno portato INA, San Paolo Imi e Telecom Italia ad intervenire sul proprio patrimonio immobiliare.

L'Istituto Nazionale di Assicurazione (INA), decide di scorporare il proprio patrimonio immobiliare, in particolare gli immobili a reddito (istituzionali), in quanto tale patrimonio pesava sul bilancio della società in modo preponderante rispetto al proprio "*core-business*". In passato l'INA, doveva per legge investire parte del proprio denaro in immobili come riserva tecnica e quindi negli anni aveva accumulato un valore patrimoniale in immobili molto alto. Questo ha provocato una reazione negativa da parte degli investitori comuni che non apprezzavano le azioni INA proprio perché risultavano troppo legate al "mattone" e quindi non avevano i ritorni economici di altri titoli. L'investimento nell'immobiliare comporta infatti, un livello di rischio molto più basso e quindi una redditività inferiore rispetto all'investimento nel settore assicurativo. E' stato quindi, lo stesso mercato e le logiche della Borsa che hanno consigliato l'INA a scindere il proprio patrimonio. L'INA incorporava due società, una assicurativa e una immobiliare, con lo *spin off* si è operato una sorta di "divorzio intelligente". Le due società hanno trovato una propria identità e si rivolgono ciascuna a due mercati separati: INA a quello assicurativo e Unim a quello del "mattone".

Diverso è invece il caso della Banca SAN PAOLO IMI che ormai troppo appesantita da una serie di immobili eterogenei provenienti dalle sofferenze, mutui insoluti, decide di scorporarli e riattivare una società immobiliare quotata (Beni Stabili). Per la convenienza dell'intera operazione, a questi immobili si sono aggiunti anche, alcuni di quelli strumentali cioè gli stessi immobili dove la Banca esercita la proprio attività. Il Business Plan di Beni Stabili sarebbe stato infatti meno positivo se avesse incorporato solo gli immobili privi di reddito congruo.

Poter avere ottimi immobili, di alto livello, tutti affittati al San Paolo Imi, ha aumentato notevolmente la redditività complessiva del pacchetto e ha permesso, anche grazie a scelte politiche aziendali fatte bene e capitali forti alle spalle, di superare l'inevitabile momento critico iniziale e far avviare una operazione che oggi possiamo dire ben riuscita.

La complessità dell'operazione derivava soprattutto dall'eterogeneità del patrimonio da conferire (immobili strumentali, a reddito, da vendere, da valorizzare, ecc.) e dal potenziale latente conflitto di interesse che si potrebbe verificare nel caso in cui gli immobili che devono essere ceduti dalla società madre alla nuova società sono strumentali. E' necessario infatti, che gli affitti che la società madre è disposta a pagare alla nuova società siano congrui con quelli di mercato.

Ma cosa succede se la società madre ha potenzialmente un immobile che per lei ha un valore, ma che il libero mercato non apprezza, perché il bene è stato realizzato esclusivamente per gli scopi strumentali o istituzionali e pertanto risulta poco fungibile? E' corretto che la società madre paghi alla nuova società un canone superiore a quello di mercato per ovviare a ciò?

In questo caso è necessario valutare il rischio immobiliare e di conseguenza agire sul prezzo di cessione/acquisto in modo che ciascuno possa avere il giusto ritorno economico dall'operazione. E' ciò che è avvenuto con l'operazione San Paolo Imi/Beni Stabili.

Era infatti necessario che Beni Stabili locasse gli immobili a San Paolo Imi con un valore di mercato corretto.

Diverso ancora è il caso di TELECOM ITALIA che decide di scorporare gli immobili strumentali (uffici, centrali termiche, officine, magazzini, ecc.) perché il *turn over* del servizio non ha corrisposto al *turn over* degli edifici, e quindi si trovava appesantita da una serie di immobili.

Attraverso l'operazione di spin off, Telecom Italia ha conferito alla società IM.SER, partecipata al 100% da Telecom Italia, un ramo d'azienda comprendente parte del patrimonio di Telecom e il relativo personale. Per gli immobili strumentali non fungibili il Business Plan di IM.SER prevede che vengano valorizzati prima di essere venduti.

Per quanto riguarda invece, gli immobili non strumentali di Telecom, stimati in circa 5 mila miliardi di lire, sono stati confluiti in una società, Telemaco Immobiliare, partecipata da Beni Stabili, Lehman Brothers e Telecom Italia.

Il portafoglio immobiliare acquisito è composto da 581 immobili per un totale di 3,7 milioni di metri quadrati, divisi in due grossi blocchi.

Concludendo, ricordiamo che allo stato attuale sono alla studio diverse altre operazioni di *spin off* come quello delle Poste e delle Ferrovie dello Stato, così come molte altre che nascono da questo processo di "*corporate restructuring*" in cui i grossi proprietari tendono a separare il ruolo della proprietà da quello della gestione operativa dei beni immobili.

**Tabella 23: Principali operazioni di spin off avvenute nel I semestre 2001<sup>208</sup>**

- ✓ La **Banca Popolare di Lodi** ha varato lo spin-off delle proprie partecipazioni immobiliari in Bipielle Real Estate, al centro di una complessa operazione societaria (si parla di una possibile acquisizione da parte di Edilnord e di Investimenti Immobiliari Lombardi).
- ✓ Le **Poste S.p.A.** stanno per varare la più grande operazione di spin-off finora realizzata in Italia. E' stata per ora costituita la new-co Europa Gestioni Immobiliari (Egi) società dove confluirà il primo pacchetto di edifici non strumentali del valore di circa 775 milioni di Euro. Si stima che sia di 5,2 miliardi di Euro il valore complessivo degli edifici che verranno scorporati dal bilancio delle Poste.
- ✓ La **Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio** ha conferito alla nuova società Etruria Immobiliare Servizi S.p.A. il ramo dell'azienda costituito dall'intero patrimonio immobiliare e dalla società ICI-Immobiliare Centro Italia S.p.A. (per un valore complessivo pari a 117 milioni di Euro).
- ✓ Annuncio di spin-off immobiliare da parte della **Banca di Roma** per un valore di 620 milioni di Euro.
- ✓ Annuncio di spin-off immobiliare da parte del gruppo **Cattolica Assicurazioni**.
- ✓ Annuncio di spin-off immobiliare da parte del gruppo **RAS** con il conferimento ad una società della controllata Santa Sofia di Milano, degli immobili affittati a terzi e delle partecipazioni immobiliari detenute in Italia. Il valore dell'operazione è stato stimato in 589 milioni di Euro.

<sup>208</sup> Nomisma, Osservatorio sul mercato immobiliare "I Rapporto sul mercato immobiliare", Bologna, Marzo 2001

### 3.3.3 Le operazioni di Sale & Lease Back

Il sale & lease back è un'operazione che consiste nella vendita di parti o di interi portafogli immobiliari ad una società di leasing che successivamente li cede in locazione alla società stessa. Quindi, le società vendono gli immobili che hanno in bilancio, incassando un congruo importo per la cessione e poi ritornano a utilizzare l'immobile per l'attività aziendale stipulando un contratto di leasing pagando un canone alla società acquirente, con la facoltà di poter riacquistare il bene al termine del periodo contrattuale pagando il prezzo previsto dal riscatto. "Il sale & lease back è uno strumento che permette da una parte di creare della liquidità immediata, dall'altro di rientrare nella casistica della legge Visco<sup>209</sup>, che premia gli investimenti in beni strumentali, compresi gli immobili utilizzati per le attività aziendali, con un trattamento fiscale di estremo favore, che riduce l'aliquota Irpeg al 19%".<sup>210</sup>

Il sale and lease back ha avuto in questi ultimi anni un enorme utilizzo grazie proprio alla legge Visco che prevede le agevolazioni fiscali interessanti. Molte società soprattutto banche, quindi che avevano degli immobili in bilancio per godere dei vantaggi fiscali della legge Visco hanno dovuto venderli e prenderli poi in leasing, dando luogo ad una tipica operazione di sale & lease back. Per sfruttare le opportunità della legge è necessario però che l'operazione di leasing sia stata fatta nel corso del 1999, del 2000 o venga fatta nel 2001. E' necessario anche che gli investimenti mediante contratti di locazione finanziaria, devono nello specifico riguardare immobili <<utilizzati esclusivamente dal possessore per l'esercizio dell'impresa o, se in corso di costruzione, destinati a tale utilizzo>>. Non è possibile quindi, che l'azienda lo utilizzi per cederlo a terzi o destinarlo a consumo personale o familiare dell'imprenditore stesso.

Il vantaggio del sale and lease back è principalmente per l'azienda incrementare la propria liquidità, consentendo di avere una immediata disponibilità di capitali a seguito della vendita del bene e una posta fissa di bilancio (macchinari o in questo caso immobili) "smobilizzata".

La maggior parte della dottrina preferisce definire il contratto di lease back come una particolare operazione di leasing, con la sola differenza che il bene oggetto del contratto è stato acquistato dallo stesso utilizzatore e non da un terzo.

---

<sup>209</sup> La Legge 133 del 13/5/1999 meglio conosciuta come <<legge Visco>> introduce un regime fiscale agevolato applicabile a tutte le aziende che prevede la possibilità per queste ultime di applicare l'Irpeg con aliquota del 19% in luogo di quella ordinaria del 36% per la parte del reddito imponibile investita in beni strumentali nuovi, finanziati con riferimenti in denaro e utili accantonati a riserva. La normativa ha previsto esplicitamente che questi investimenti vengano fatti, non solo con l'acquisto diretto, ma anche con contratti di leasing. Questa agevolazione vale per tutto l'esercizio in corso alla data del 18 maggio 1999, per l'anno 2000 e, per effetto delle modifiche apportate dall'art. 6 della legge finanziaria di quest'anno, anche fino al dicembre 2001. "Peraltro non si esclude che l'attuale ministro Tremonti voglia perseguire lungo questa direzione, visto che la legge Visco ha seguito la strada già tracciata da Tremonti nel 1994 con l'omonima legge n. 489 che forniva alle imprese, che avessero operato investimenti produttivi per entità superiori a quelle strettamente necessarie alla ricostituzione dei beni consumati nel corso del processo produttivo, la possibilità di operare una detassazione del reddito reinvestito". Ilaria Molinari "I vantaggi del sale and lease back" in Milano Finanza 27 Luglio 2001

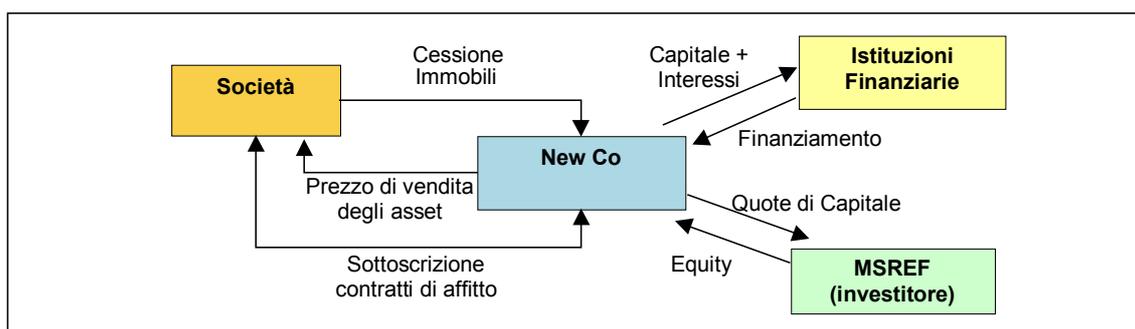
<sup>210</sup> Peveraro S., "Sale and lease back coppia vincente" in "Milano Finanza", 27 luglio 2001

L'operazione di sale and lease back si differenzia quindi, da un'operazione di leasing in quanto quest'ultima ha come caratteristica principale la trilateralità del rapporto mentre il lease back comporta la bilateralità del rapporto.

Nel leasing esiste una società che acquista in proprietà un bene da un produttore, tale bene viene acquistato, o fatto costruire, dalla società di leasing sulla base delle esigenze specifiche dell'utilizzatore per cui ha effettuato l'acquisto. A sua volta, tale utilizzatore si obbliga a pagare dei canoni riservandosi la possibilità di optare per l'acquisto del bene alla fine del rapporto. Nel caso del leasing, dunque, non è indicato come requisito essenziale che il soggetto da cui si compra il bene sia diverso dall'utilizzatore, bensì semplicemente si dice che la società di leasing ha l'obbligo di acquistare o far costruire il bene.

In una operazione di lease back invece, il bene è acquistato da una società di leasing non presso un terzo produttore, ma dallo stesso utilizzatore cui lo concederà in locazione finanziaria. L'utilizzatore, quindi, gioca un duplice ruolo: quello di fornitore del contratto di vendita e quello di utilizzatore del contratto di leasing.

**Grafico 35: Struttura di un'operazione di sale and lease back**



### Struttura dell'operazione:

- La Società cede i propri immobili ad una NewCo.
- La NewCo reperisce i fondi necessari all'acquisto attraverso due fonti:
  - finanziamento da parte di banche o istituzioni finanziarie
  - sottoscrizione delle quote di capitale da parte di investitori (MSREF)
- La Società cedente stipula contratti di affitto, in genere di lunga durata, che le permettono di continuare a utilizzare gli immobili, avendo comunque reperito liquidità da investire nelle attività core
- L'investitore/partner immobiliare gestisce attivamente il portafoglio, provvedendo alla riqualificazione e valorizzazione dello stesso.

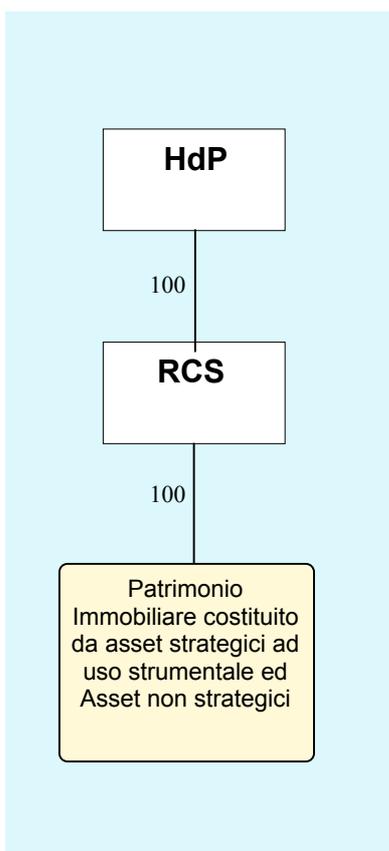
### 3.3.3.1 Un caso di sale and lease back

L'operazione di sale and lease back che viene qui di seguito descritta è una esemplificazione di un processo di "corporate restructuring" effettuato da una società che ha come scopo principale quello di cedere i propri immobili per recuperare liquidità da investire nel proprio core business. La società in esame è una nota casa editrice, la Rcs, appartenente al gruppo Hdp, che alla fine del 2000 decide cedere gli immobili a Morgan Stanley Dean Witter e Milano Centrale (gruppo Pirelli&C.) per un valore dell'intero portafoglio immobiliare di circa 326 miliardi di lire<sup>211</sup>.

Obiettivo principale di questa operazione è cedere ma anche consentire al tempo stesso la valorizzazione degli immobili di proprietà della controllata Rcs che in questo modo potrà ridurre i costi e gli indebitamenti dovuti alla gestione dell'ampio patrimonio reinvestendo il denaro proveniente dalla vendita nel proprio core-business: sviluppo delle attività editoriali.

Le esigenze del Gruppo infatti erano diverse tra cui:

- dismissione degli immobili non strategici;
- utilizzo degli immobili strategici ad uso strumentale, per periodi medio lunghi;
- realizzazione di un piano di ristrutturazione e riqualificazione degli immobili strategici ad uso strumentale;
- edificazione di una nuova sede su terreni di proprietà, al fine di consolidare tutti gli uffici direzionali;
- mantenimento di una partecipazione/ controllo sulla attività di gestione degli immobili e sui progetti di ristrutturazione;
- partecipazione all'upside derivante dalla gestione attiva del portafoglio;
- riduzione del capitale investito, tramite dismissione di attività 'non core';
- ottenimento di liquidità.



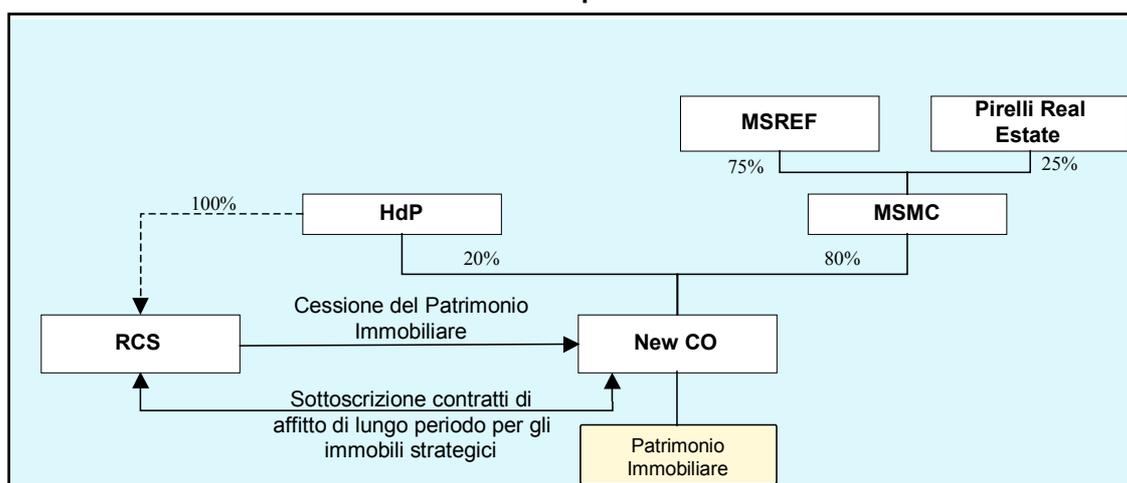
Questo progetto si è attuato attraverso un articolato sistema societario che ha permesso al gruppo Hdp di mantenere il controllo di un antico stabile della casa editrice a Milano,

quello di Via Solferino dove hanno sede il Corriere della Sera e La Gazzetta dello Sport. Si sono costituite due società: la prima, a cui si è conferito l'edificio

<sup>211</sup> Petrosino R., "L'esperienza di un fondo immobiliare internazionale (Morgan Stanley Dean Witter Real Estate Fund) sul mercato italiano" in "La valorizzazione dei beni immobili di proprietà pubblica" convegno realizzato all'interno della Fiera Progetto Città, Milano 21 Febbraio 2001.

storico, che rimarrà in locazione a Rcs con un contratto di 24 anni, è controllata per il 51% da Hdp mentre la restante parte sarà condivisa dai due partner immobiliari. Nella seconda società è stato concentrato il restante patrimonio compresi gli edifici in via Rizzoli. Anche in questo caso, gli immobili saranno locati alla società editrice. Quindi, si tratta di una classica operazione di sale and lease back che ha permesso a RCS di dismettere gli immobili, ottenendo liquidità; di garantirsi l'utilizzo degli immobili strumentali per un lungo periodo; di intraprendere un piano di riqualificazione, ristrutturazione e sviluppo degli stessi. HDP consegue gli obiettivi di: partecipare alla gestione della nuova società; partecipare all'upside derivante dalla gestione proattiva del portafoglio. Infine Morgan Stanley Dean Witter Real Estate Fund ottiene: una partnership con uno dei maggiori gruppi industriali italiani; un portafoglio di asset da valorizzare tramite riqualificazione, e nuovi sviluppi; un reddito sui principali immobili garantito da contratti di affitto con un tenant primario.

**Grafico 36: Struttura finale dell'operazione di sale and lease back**



**Struttura dell'operazione:**

- La casa editrice RCS cede i propri immobili ad una NewCo.
- La NewCo è partecipata al 20% da HDP e dall'80% da Morgan Stanley la quale a sua volta è controllata da Morgan Stanley Dean Witter Real Estate Fund (75%) e da Pirelli Real Estate (25%)
- RCS stipula contratti di affitto, in genere di lunga durata, che le permettono di continuare a utilizzare gli immobili, avendo comunque reperito liquidità da investire nelle attività core
- L'investitore/partner immobiliare in questo caso Morgan Stanley e Pirelli Real Estate, gestiscono attivamente il portafoglio, provvedendo alla riqualificazione e valorizzazione dello stesso.

### 3.3.4 I Fondi Pensione

Con la riforma delle pensioni n. 335/1995 è stato attivato un processo fondamentale per i mercati finanziari ed immobiliari italiani che comporta l'introduzione di un investitore istituzionale strategico per i prossimi anni: il fondo pensione. In realtà i fondi pensione sono nati con il Decreto Legislativo n. 124 del 12/4/1993, ma sono stati oggetto di una vera e propria rivoluzione con la riforma del 1995. La domanda di mercato non muta quindi solo a livello di investitori privati, ma anche e soprattutto a livello istituzionale.

Gli investitori istituzionali, come i fondi pensione, hanno dimostrato di non essere in grado di gestire efficientemente il proprio portafoglio ed è per questo che è intervenuta la riforma delle pensioni. Tale riforma ha comportato il verificarsi di effetti negativi e positivi.

Gli effetti negativi hanno portato ad un processo di dismissione e quindi di arresto degli investimenti immobiliari dei vecchi fondi pensione. "Questo ha infatti contemporaneamente ridotto una parte della domanda istituzionale, impedendo gli investimenti diretti in immobili già sovradimensionata, prevedendo il processo di dismissione"<sup>212</sup>.

D'altra parte, con l'introduzione della previdenza integrativa<sup>213</sup> (Legge n. 335/1995) è nato un mercato legato ai fondi pensione in grado di incrementare la domanda istituzionale nel prossimo futuro. Tale domanda si lega sin dall'inizio a criteri di scelta di investimento efficienti e redditizi. L'investimento immobiliare non viene più concepito come nel passato (come cespite rivalutabile nel tempo) ma come investimento alternativo a quello mobiliare, in grado di essere competitivo con le altre forme di investimento.

Il mercato finanziario italiano è caratterizzato da un numero piuttosto modesto di investitori, soprattutto se confrontato con altre realtà come quella americana, inglese e tedesca. In questi Paesi, il fondo pensione rappresenta un importante investitore istituzionale, dotato di una forte liquidità dovuta ai versamenti dei contributi. Il fondo pensione ha inoltre la fondamentale caratteristica di non avere bisogno di liquidi in tempi brevi ed è per questo che è orientato a tipologie di investimento di medio-lungo periodo, proprio come quello immobiliare.

Le esperienze americane e inglesi dimostrano che i fondi pensione possono svolgere delle funzioni importanti nello sviluppo di nuovi strumenti di investimento. Ed infatti molte società finanziarie (banche d'investimento, compagnie di assicurazioni, società di gestione) si sono specializzate nella gestione di grandi patrimoni di investitori istituzionali, proprio come i fondi pensione.

---

<sup>212</sup> Catella M., "London Fox", in "Il Nuovo Cantiere", n.2, febbraio 1997

<sup>213</sup> Per forme complementari pensionistiche si intendono associazioni finalizzate a garantire prestazioni previdenziali aggiuntive e complementari a quelle offerte dal sistema pubblico di base, con lo scopo di assicurare più elevati livelli di copertura previdenziale e quindi consentire il mantenimento dello stesso tenore di vita raggiunto durante il periodo lavorativo.

“I fondi pensione, nella gestione degli investimenti, applicano criteri di diversificazione di portafoglio che gli consentono di avere una esposizione rispetto a molte categorie di attività finanziarie: obbligazioni, azioni, fondi di investimento e certamente anche attività immobiliari. In questo senso il ruolo dei fondi pensione nello sviluppo dei mercati immobiliari è stato fondamentale”<sup>214</sup>.

Negli Stati Uniti, per esempio, i fondi pensione hanno iniziato ad investire nel mercato immobiliare a partire dagli anni '70, per necessità sia di diversificazione degli investimenti che di copertura contro le pressioni inflazionistiche.

Ad oggi il fondo pensione riveste in America un ruolo di fondamentale importanza che ha apportato al mercato immobiliare una serie di fattori positivi, primi fra tutti, un maggior afflusso di capitali disponibili e lo sviluppo di alternative di investimenti immobiliari che hanno contribuito ad avvicinare il mercato dei capitali a quello prettamente immobiliare.

Negli Stati Uniti, in Inghilterra, Germania ed Olanda, i fondi pensione sono in grado di acquistare e gestire direttamente gli immobili o possono in alternativa affidare la gestione a società specializzate. In questi mercati, “dove l'industria dei fondi pensione è più matura l'operatore finanziario e quello immobiliare si sono avvicinati, dovendo confrontarsi entrambi con un investitore sofisticato abituato ad applicare criteri scientifici nella gestione del portafoglio. Di conseguenza il criterio della redditività è divenuto indispensabile al fine della gestione immobiliare sia in termini finanziari che amministrativi.

Inoltre i fondi pensione in alternativa all'investimento diretto o tramite conti separati in immobili hanno ricercato sempre di più una diversificazione anche nella forma dell'investimento immobiliare.

Si sono così venuti ad affermare i fondi di investimento immobiliare, gli strumenti derivati in valori immobiliari e così via”<sup>215</sup>.

I fondi immobiliari rappresentano infatti una forma di investimento ideale per i fondi pensione, e riferendoci al caso italiano, forse proprio la mancanza dei fondi pensione ha contribuito in parte ad ostacolare, fino ad oggi, il decollo dei fondi di investimento immobiliare.

Con l'introduzione della riforma delle pensioni e la conseguente introduzione della previdenza integrativa si prevede uno sviluppo anche dei fondi immobiliari chiusi anche nel nostro Paese.

Il fondo di investimento immobiliare costituisce infatti il prodotto finanziario ideale per un investitore istituzionale, perché:

- “il fondo chiuso, per definizione, è un tipico strumento di investimento istituzionale per la sua intima caratteristica di essere un prodotto concepito con un orizzonte temporale di medio-lungo periodo;

---

<sup>214</sup> Catella M., “*Immobili in pensione*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.7, agosto 1996

<sup>215</sup> ibidem

- il fondo chiuso di tipo immobiliare è a maggior ragione uno strumento che si rivolge ad *assets* non gestibili né liquidabili in tempi brevi;
- in questo senso l'orizzonte temporale di investimento di un fondo pensione e di un fondo di investimento immobiliare coincidono;
- il fondo immobiliare, di fatto rappresenta la possibilità di delegare completamente la gestione operativa ed amministrativa del bene immobile alla società di gestione;
- il fondo immobiliare risulta certamente più facilmente liquidabile e liquido rispetto ad un investimento diretto in immobili<sup>216</sup>.

I fondi pensione insieme ai fondi di investimento immobiliare possono quindi contribuire alla ripresa del mercato immobiliare italiano, sia in termini quantitativi che qualitativi.

La normativa italiana stabilisce che i fondi pensione non possono gestire direttamente gli investimenti mobiliari, quindi devono usufruire di intermediari: Sim, banche, società di gestione di fondi comuni di investimento, ecc.

Per quanto riguarda gli investimenti immobiliari, la legge (legge n. 335/1995, articolo 6) consente una gestione indiretta da parte del fondo pensione stesso, attraverso la partecipazione in società immobiliari e attraverso quote di fondi comuni di investimento immobiliari chiusi (non è quindi previsto l'investimento diretto). L'acquisto diretto degli immobili (se non all'interno di società) è vietato.

A differenza degli altri tipi di investimento quindi, il legislatore ha previsto che, nel caso di investimenti immobiliari non sussiste l'obbligo di delegare la gestione delle risorse a gestori esterni. Inoltre, gli unici due veicoli utilizzabili per investire nel mercato immobiliare sono le società e i fondi immobiliari. Il fondo immobiliare rappresenta quindi la sola alternativa di investimento alle azioni in società immobiliari.

Per quanto riguarda invece i limiti di investimento, "si trova il riferimento ancora all'articolo 6 – lettera e) della legge 335 del 1995, dove viene precisato che <<sottoscrizione e acquisizione di quote di fondi comuni di investimento mobiliare chiusi secondo le disposizioni contenute nel decreto del Ministero del Tesoro di cui al comma 4 quinquies, ma comunque non superiori al 20% del proprio patrimonio e al 25% del capitale del fondo chiuso>>. I suddetti limiti sono stati confermati nel decreto del Ministero del Tesoro approvato nel dicembre 1996. Il limite vale, quindi, sia per i fondi mobiliari che immobiliari<sup>217</sup>. Questo conferma che, anche a livello normativo, si trovano dei collegamenti tra fondi pensione e fondi immobiliari.

Una particolarità che caratterizza lo scenario italiano è costituita dal fatto che i fondi pensione del nostro Paese sono caratterizzati da una percentuale (18%) di investimenti immobiliari nettamente superiore alle medie di altri Paesi, che generalmente oscillano tra il 4% e il 10%. La prossima tendenza dei portafogli istituzionali è però indirizzata verso un riequilibrio delle diverse

---

<sup>216</sup> Catella M., "Incertezze di fondo", in "Il Nuovo Cantiere", n.7, agosto 1997

<sup>217</sup> ibidem

tipologie di investimento. “In particolare le azioni dovranno aumentare sensibilmente a fronte di una riduzione dell’esposizione sia al mercato obbligazionario dei Titoli di Stato che di quello immobiliare”<sup>218</sup>.

**Tabella 24: Diversificazione di portafoglio dei fondi pensione italiani<sup>219</sup> (dicembre 1995)**

Titoli di Stato	60%
<b>Immobili e società immobiliari</b>	<b>18%</b>
Azioni e fondi azionari	13%
Altre obbligazioni italiane ed estere	4%
Liquidità	4%
Altri investimenti	1%

Per i fondi pensione, “alla fine del 1995 le risorse gestite dagli enti di previdenza, pubblici e privati, e dalle casse professionali ammontavano a 101.000 miliardi. Complessivamente, sulle attività delle famiglie i fondi pensione pesano ancora per una parte residuale (3,3%)”<sup>220</sup>.

Per concludere, una stima effettuata sulla base di uno studio delle esperienze più avanzate di alcuni Paesi esteri prevede che: “in Italia è possibile stimare che nel 2010 risulteranno iscritti ai fondi pensione circa il 34% dei lavoratori per un totale di 6.900.000 unità. Il patrimonio accumulato in lire correnti sarà di 203.272 miliardi. In rapporto al PIL si passerebbe dall’attuale percentuale del 1,5% a circa il 10%”<sup>221</sup>.

Il processo di finanziarizzazione lanciato dai fondi pensione e dai fondi immobiliari in Italia comporta quindi una riforma strutturale del mercato finanziario e immobiliare italiano e, di conseguenza, la nascita di nuovi operatori immobiliari in grado di gestire grandi portafogli immobiliari.

<sup>218</sup> Catella M., “Evoluzione del risparmio gestito in Italia”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.11, dicembre 1997

<sup>219</sup> Catella M., “Immobili in pensione”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.7, agosto 1996

<sup>220</sup> Catella M., “Evoluzione del risparmio gestito in Italia”, cit.

<sup>221</sup> ibidem

### 3.3.5 La cartolarizzazione del mattone: i fondi immobiliari chiusi

Il fondo immobiliare è un patrimonio autonomo o istituito da Società di Gestione del Risparmio (SGR) che raccoglie capitali da risparmiatori e/o investitori istituzionali e li investe prevalentemente in beni immobili.

Il fondo immobiliare chiuso è quindi, un nuovo strumento di investimento finanziario che trasforma gli investimenti immobiliari in titoli (denominati anche quote) rappresentativi del pacchetto di immobili posseduto dal fondo. Questo strumento finanziario è il primo che permette a un pubblico omogeneo di compratori di acquistare in immobili indipendentemente dal proprio capitale disponibile, rendendo l'investimento in immobili, per sua natura difficile e oneroso, semplice e rapido.<sup>222</sup>

Il fondo immobiliare italiano è <<chiuso>><sup>223</sup> cioè l'ammontare del patrimonio in gestione viene determinato a priori ed il rimborso delle quote da parte della società di gestione avviene solo trascorso un certo periodo di tempo<sup>224</sup>.

Per fondo comune aperto invece, si intende "un fondo a capitale variabile, che presenta, spesso con condizioni limitative, la caratteristica delle riscattabilità<sup>225</sup> delle quote da parte dei sottoscrittori"<sup>226</sup>.

I fondi comuni di investimento immobiliare chiusi sono stati disciplinati con la legge n. 86 del 24 gennaio 1994 che è stata poi sostanzialmente abrogata e sostituita, in quanto troppo vincolante per i fondi immobiliari<sup>227</sup>, dal testo unico della finanza (d.l. del 24 febbraio 1998 n.58), dal Decreto del Ministero del Tesoro del 25 maggio 1999 e dai successivi regolamenti della Banca d'Italia.

---

<sup>222</sup> Breglia M., Catella M., *"I fondi di investimento immobiliare"*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000

<sup>223</sup> La struttura "chiusa" del fondo implica alcune importanti caratteristiche: innanzitutto, la legge richiede che l'ammontare del fondo, il numero delle quote ed il relativo ammontare vengano stabiliti nel regolamento al momento dell'istituzione del fondo stesso. Inoltre, è sancito che il diritto al rimborso delle quote venga riconosciuto ai partecipanti solo alla scadenza del fondo, ovvero all'effettuazione di rimborsi parziali di quote a fronte di eventuali disinvestimenti. La fase di liquidazione potrebbe richiedere parecchio tempo per consentire che la vendita degli immobili sul mercato possa avvenire a condizioni vantaggiose.

<sup>224</sup> Catella M., *"Palazzi di carta"*, in *"Il Nuovo Cantiere"*, n.3, marzo 1996

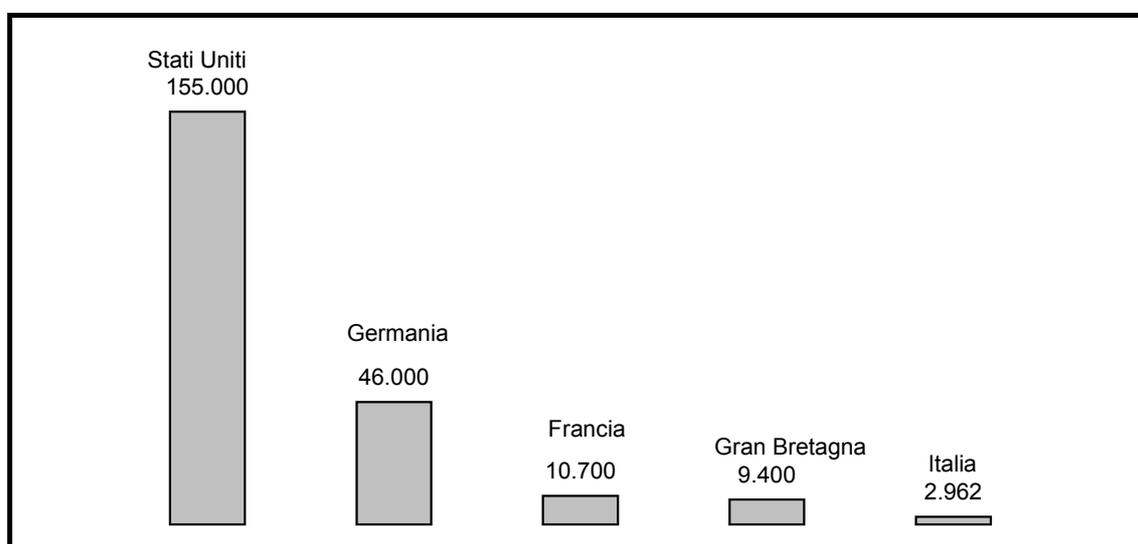
<sup>225</sup> Riscattabilità significa uscita dal fondo con rimborso della quota al valore di inventario, dedotte le spese da parte dei gestori del fondo. Il fondo, normalmente, affronta i rimborsi utilizzando il capitale derivante dalle nuove adesioni o sottoscrizioni che, sempre di norma, prevalgono sul numero di riscatti. Tamborrino F., *"Fondi comuni immobiliari italiani ed esteri"*, Pirola, Milano, 1997.

<sup>226</sup> La formula del fondo aperto presenta dei rischi nel comparto immobiliare, ovvero la possibile liquidazione di immobili a prezzi di molto inferiori a quello di mercato e il rischio di indebitamento nel caso in cui, determinate congiunture economiche, provocassero una sovrabbondante domanda di riscatto da parte degli azionisti. Per questi motivi nel settore immobiliare, date le particolari caratteristiche del bene immobile, si ricorre all'utilizzo del fondo chiuso.

<sup>227</sup> La normativa del 1994 prevedeva infatti la costituzione di una società di gestione apposita con oggetto esclusivo la gestione dei fondi immobiliari e con un capitale sociale rilevante. Con il Testo Unico della Finanza (legge nr. 58, del 24 febbraio 1998) sono invece nate la società di gestione del risparmio (SGR), che possono promuovere qualsiasi fondo comune, sempre nel rispetto di determinati requisiti patrimoniali.

Il comparto ha poi beneficiato recentemente del decreto legge 351/2001. Il decreto, recante disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare, ha portato ad un miglioramento sul fronte impositivo, prevedendo un nuovo regime fiscale per il fondo e per i partecipanti, nonché nuove previsioni sul regime fiscale del fondo ai fini IVA. Sul piano civilistico, il decreto riconosce la possibilità per il fondo di indebitarsi fino al 60 per cento del valore dei beni immobiliari e dei diritti reali immobiliari (prima era il 30 per cento) e fino al 20 per cento del valore degli altri beni. Questo in un'ottica di avvicinamento alle principali esperienze estere.

**Grafico 37: Patrimonio dei fondi immobiliari nei principali sistemi finanziari**



Fonte: Elaborazione Nomisma su fonti varie.

**Tabella 5: I riferimenti normativi dei Fondi immobiliari chiusi**

<p><b>Legge del 25 gennaio 1994, n. 86:</b> istituisce i fondi comuni di investimento immobiliare chiusi. Questa legge non ha incontrato un parere favorevole da parte del mercato, sia in riferimento alle imposizioni fiscali che ad altri aspetti. Per questi motivi il testo iniziale ha subito delle modifiche con la legge successiva.</p>
<p><b>Legge del 29 novembre 1995, n. 503 – Legge Finanziaria -</b> (che ha convertito in legge il Decreto Legislativo del 26 settembre 1995, n. 406): la novità principale è l'introduzione dei fondi di investimento immobiliare di diritto pubblico (art. 14 bis), che si differenziano rispetto a quelli privati per le maggiori agevolazioni.</p>
<p><b>Decreto Legislativo 58/1998 – Testo Unico della Finanza -</b> : ha abrogato la legge n. 86/94, salvo gli articoli 14 bis e 15 relativi rispettivamente ai fondi immobiliari costituiti mediante apporto di beni pubblici e al regime fiscale.</p>
<p><i>Ministero del tesoro:</i></p>
<p><b>Decreto 30 aprile 1994 (G.U. n. 105 del 7/5/94):</b> presentazione istanza Società di Gestione. Identificazione Investitori Istituzionali. Valori immobiliari di rapida e sicura liquidità.</p>
<p><b>Decreto 9 settembre 1994, n. 616 (G.U. n. 260 del 7/11/94):</b> regolamento recante modalità di iscrizione e di tenuta dell'elenco dei periti dei fondi comuni immobiliari.</p>
<p><i>Banca d'Italia:</i></p>
<p><b>Provvedimento 31/7/92 (G.U. n. 186 del 8/8/94):</b> redazione del bilancio della Società di Gestione.</p>
<p><b>Provvedimento 20/5/94 (s.o. n. 86 G.U. 131 del 7/6/94):</b> regolamento applicativo della legge 25 gennaio 1994 n. 86, recante disposizioni per l'istituzione e la disciplina dei fondi immobiliari.</p>
<p><b>Provvedimento 25/7/96 (G.U. 138 del 16/8/96):</b> modificazioni al regolamento applicativo della legge 25 gennaio 1994 n. 86.</p>
<p><b>Provvedimento 25/7/96 (capitolo X) (G.U. n. 138 del 16/8/96):</b> requisiti patrimoniali degli intermediari mobiliari in possesso dei requisiti patrimoniali ed organizzativi stabiliti da Banca d'Italia.</p>
<p><b>D. Lgs. 23/7/96 n. 415 di recepimento delle direttive CEE n. 93/22 e n. 93/6 (s.o. n. 133 G.U. del 9/8/96):</b> modificazioni in materia di servizi di investimento.</p>
<p><b>Provvedimento 25/7/96 (capitolo X) (G.U. n. 138 del 16/8/96):</b> convenzione di conferimento ad intermediario autorizzato dell'incarico di negoziare quote di fondi immobiliari.</p>
<p><b>Consob:</b></p>
<p><b>Deliberazione n. 6430 del 26/8/92:</b> redazione prospetto informativo e modalità di offerta al pubblico.</p>
<p><b>Deliberazione n. 8288 del 25/7/94 (G.U. n. 184 del 8/8/94):</b> prospetti informativi, regole di comportamento della Società di Gestione, protocolli di autonomia.</p>
<p><b>Legge n. 1 del 2/1/91:</b> modalità di negoziazione di certificati da parte di intermediari autorizzati.</p>
<p><b>D. Lgs. 23/7/96 n. 415 di recepimento della direttiva CEE n. 93/22 e n. 93/6 (s.o. n. 133 G.U. del 9/8/96):</b> modificazioni in materia di servizi di investimento.</p>
<p><i>Leggi correlate:</i></p>
<p><b>Legge 23/3/83 n. 77 e D. Lgs. 25/1/92 n. 83:</b> istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento immobiliare.</p>
<p><b>Legge 2/1/91 n. 1 e D. Lgs. 27/1/92 n. 90:</b> disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari.</p>
<p><b>Legge 4/6/85 n. 281 e D. Lgs. 14/12/92 n. 481:</b> disposizioni sull'ordinamento della Consob.</p>
<p><b>Legge n. 400/88</b> disciplina dell'attività di Governo e ordinamento della Presidenza del Consiglio dei Ministri.</p>
<p><b>Legge 7/6/74 n. 216</b> conversione in legge con modificazione del D. L. 8/4/74 n. 95 recante disposizioni relative al mercato mobiliare ad al trattamento fiscale di titoli azionari.</p>
<p><b>Legge 29/11/95 n. 50</b> disposizioni urgenti per favorire le privatizzazioni.</p>
<p><b>D. Lgs. 1/9/93 n. 385</b> Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia.</p>
<p><b>D.P.R. 31/3/75 n. 138</b></p>

attuazione della delega della legge n. 216.
<b>D.P.R. 22/12/86 n. 917</b>
Testo Unico delle imposte sui redditi.
<b>D.P.R. n. 600/73, D.L. 2/3/89 n. 69, Legge 27/4/89 n. 154</b>
disposizioni comuni in materia di accertamento delle imposte sui redditi.
<b>D.P.R. n. 633/72</b>
istituzione e disciplina dell'imposta sul valore aggiunto.
<b>D.P.R. n. 131/86</b>
Testo Unico delle disposizioni concernenti l'imposta di registro.
<b>D. Lgs. 21/4/93 n. 124</b>
disciplina delle forme pensionistiche complementari.
<b>Legge 23/12/96 n. 662</b>
collegata alla Finanziaria 1997 concernente le misure di razionalizzazione della finanza pubblica.
<b>D. Lgs. 12/7/96 di recepimento delle direttive CEE n. 93/22 e n. 93/6</b>
recepimento delle direttive UE in materia di servizi di investimento.
<b>D.Lgs. 16/2/96 n. 104</b>
attuazione della delega conferita dall'art. 3, comma 27, della legge 8/8/95 n. 335, in materia di dismissioni del patrimonio immobiliare degli enti previdenziali pubblici e di investimenti degli stessi in campo immobiliare.
<b>Decreto Legge 351/2001.</b>
Il decreto, recante disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare

### 3.3.5.1 Le prime esperienze degli anni Ottanta in Italia

I primi fondi immobiliari nascono in Italia durante i primi anni ottanta con enorme ritardo rispetto ad altri Paesi d'Europa (Madrid, Barcellona, Berlino, Londra, Parigi), nei quali i primi fondi immobiliari risalgono agli anni sessanta e settanta. Le ricorrenti interruzioni di legislatura hanno poi impedito una diffusione di tale strumento di investimento sino al 1994 con l'entrata in vigore della Legge n.86 del 25 gennaio 1994.

Negli anni ottanta, non si parlava comunque di veri e propri fondi immobiliari, bensì di "certificati atipici immobiliari"<sup>228</sup> quindi con totale assenza di qualsiasi tipo di regolamentazione o di protezioni per l'investitore.<sup>229</sup>

"L'unica effettiva applicazione di tale strumento risale al caso di <<Europrogramme>> ed <<Eurogest>>, che però rappresentavano fondi immobiliari di diritto svizzero collocati prevalentemente in Italia"<sup>230</sup>.

"In quegli anni le società più importanti (*Europrogramme*, *Eurogest*) raggiunsero un patrimonio superiore ai 2mila miliardi di lire dell'epoca. Insieme a molte componenti intrinseche (marketing, rendimenti), il successo fu dovuto anche alla quasi totale assenza di un'offerta di prodotti finanziari soddisfacenti"<sup>231</sup>.

"Disgraziatamente le prime esperienze degli italiani (a causa della mancata regolamentazione) sono state negative (a parte l'*Europrogramme* che fa storia a sé, con una liquidazione conseguente a campagne di stampa di dubbia lega che hanno terrorizzato i sottoscrittori), si ricorda una miriade di certificati patrimoniali o di partecipazione immobiliare emessi su valori gonfiati ad arte e più simili a truffe che ad investimenti: decine di iniziative sono già al palo di partenza per liquidare, con i fondi, immobili di discutibile valore e redditività, con il massimo possibile di valutazione"<sup>232</sup>.

Tra le prime esperienze, ricordiamo quella messa in atto da *Europrogramme* che aveva organizzato una sorta di fondo immobiliare aperto.

Tale esperienza "non finì in modo estremamente vantaggioso per i singoli investitori e certamente rimane un confronto da smentire con i nuovi fondi di investimento immobiliare. In

---

<sup>228</sup> Viganò D., "Finanziarizzazione immobiliare: case history", Dispensa Master: "Building manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari", Dipartimento DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1997-1998.

<sup>229</sup> Non esistevano metodologie predefinite per la valutazione degli immobili e per la gestione del mercato secondari; sono state proprio queste le cause principali del fallimento del progetto. La corsa alle vendite delle quote non ha trovato un mercato pronto, ne è nato il conseguente fallimento della Società di Gestione ed una dismissione di immobili da <<terzi>> a prezzi di <<convenienza>>. Tutto questo è potuto accadere per la mancanza di una Autorità di Vigilanza, dell'obbligo di avere regolamenti e prospetti e di una totale assenza di trasparenza"<sup>229</sup>.

<sup>230</sup> Catella M., "Le nuove regole per l'investimento immobiliare", in "Il Nuovo Cantiere", n.3, marzo 1999

<sup>231</sup> Breglia M., "Il problema delle perizie", in "I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive", Atti del Convegno AIAF, 7 novembre 1997, quaderno n. 89

<sup>232</sup> Tamborrino F., "Gli affari immobiliari", Pirola, Milano, 1996

particolare sarà fondamentale maturare un'adeguata capacità gestionale in grado di costruire portafogli dinamici ben diversificati<sup>233</sup>.

*Europrogramme* si basava sull'emissione di certificati in cambio di quote di partecipazione. Il denaro veniva collocato in investimenti immobiliari. Le quote dei sottoscrittori non individuavano l'investimento in un immobile preciso, specifico: in quegli anni tale circostanza singolare poteva anche essere accettata, ma in realtà si trattava di una gestione che non dava molte garanzie all'investitore (quest'ultimo infatti, non aveva la possibilità di contestare un investimento sbagliato già in partenza come poteva essere la scelta di un immobile a destinazione particolare, non fungibile, quale una dogana, proprio perché lo stesso investitore non era a conoscenza di come in realtà venivano investite le proprie quote di capitale)<sup>234</sup>.

A causa di una norma fiscale la procedura non ha più funzionato, perché quasi tutti gli investitori si sono ritrovati insieme e nello stesso momento a richiedere indietro il proprio capitale: trovatosi in questa situazione, Bagnasco, il "regista" di tale fondo, ha dismesso e venduto parte degli immobili, ma alla fine non è più riuscito a rispettare i tempi richiesti dagli investitori, per la difficoltà di tramutare in tempi stretti il valore del patrimonio immobiliare in grandi somme di liquidità.

Il problema era insito quindi nel sistema adottato: una soluzione sarebbe stata la diffusione più ampia del mercato dei propri immobili che avrebbe impedito che, solo per una normativa fiscale nazionale, tutta l'operazione fallisse.

Un'altra esperienza degli anni ottanta è il fondo immobiliare chiuso denominato "*Eurogest*".

*Eurogest* ha evitato di correre il rischio dell'operazione di *Europrogramme*, adottando una tattica diversa: sin dall'inizio si è stabilito e specificato il tipo di investimento immobiliare da affrontare, la durata dell'operazione, il valore dell'investimento (si chiama fondo *chiuso*, proprio perché viene stabilita e fissata dal principio la somma capitale dell'investimento). L'investitore, a conoscenza di queste caratteristiche dell'investimento, sarebbe stato quindi in grado di decidere se partecipare oppure no a un'operazione immobiliare piuttosto che ad un'altra.

L'operazione ha funzionato bene fino a quando un'altra regola fiscale ha capovolto la situazione in modo tale che il rendimento delle azioni bancarie (investimenti mobiliari) fosse superiore a quello del fondo immobiliare.

Questi due fondi sono stati i capofila dell'attività finanziaria immobiliare in Italia. I risultati non sono stati certamente positivi e quindi tali esperienze richiedono una maturazione ed avanzamento da portare avanti con i nuovi fondi di investimento immobiliare. Il fondo immobiliare chiuso diventa quindi un nuovo strumento di investimento finalizzato all'introduzione e potenziamento delle attività legate alla finanziarizzazione immobiliare in Italia.

---

<sup>233</sup> Catella M., "*Investire in fondi*", in "Il Nuovo Cantiere", n.4, aprile 1996

<sup>234</sup> Viganò D., "*Finanziarizzazione immobiliare: case history*", cit.

### 3.3.5.2 Un nuovo strumento di investimento e di gestione immobiliare

“Il continuo ridursi dei tassi di interesse, la carenza di prodotti di investimento alternativi ai titoli di stato, quindi l’eccesso di liquidità, fa del risparmio gestito un prodotto sempre più importante. Allo stesso tempo l’investitore italiano ha sempre avuto una grande propensione verso l’investimento immobiliare ma il mercato immobiliare è ancora poco trasparente, poco liquido e spesso pesantemente tassato. La nascita di un prodotto immobiliare/finanziario era quindi naturale: i Fondi Immobiliari Chiusi”<sup>235</sup>.

“Il fondo immobiliare rappresenta l’esempio migliore del nuovo paradigma dell’economia immobiliare, che vede la redditività al centro del processo di promozione immobiliare”<sup>236</sup>.

I fondi immobiliari “dovrebbero rappresentare l’attore principale del processo di finanziarizzazione del mercato. All’estero, in particolare nei paesi dove il mercato finanziario è più evoluto e, quasi come conseguenza, il grado di finanziarizzazione del mercato immobiliare è molto elevato, i fondi immobiliari hanno raggiunto un’elevata diffusione e costituiscono una delle principali forme di investimento, sia per investitori istituzionali che per i privati”<sup>237</sup>.

I fondi di investimento immobiliare possono fornire un contributo di fondamentale importanza nella risoluzione della crisi che caratterizza il mercato immobiliare italiano. Essi rappresentano un nuovo strumento di investimento in grado di offrire un’alternativa valida ai tradizionali investimenti immobiliari: investire in quote piuttosto che direttamente in immobili.

Il fondo di investimento immobiliare rappresenta infatti un modo ideale per canalizzare capitali verso il mercato immobiliare. Con mercato immobiliare non s’intende solamente mercato del costruito, ma anche del non ancora costruito.

Infatti i fondi immobiliari potranno partecipare, secondo la recente normativa, anche ad operazioni di sviluppo immobiliare. In questo modo i fondi immobiliari potranno rappresentare fonti di liquidità per grandi operazioni di ristrutturazione e riqualificazione urbana o per progetti di infrastrutturazione, divenendo partecipi se non addirittura protagonisti del *project finance* <sup>238</sup>.

La nascita e diffusione dei fondi immobiliari in Italia portano ad una serie di riflessioni <sup>239</sup>:

- si prende atto della ricezione in Italia di strumenti che all’estero sono delle realtà consolidate che rendono più professionale la gestione dell’investimento immobiliare;
- è utile sottolineare la bontà dello strumento evidenziato e la sua opportunità in un momento storico che vede il mercato immobiliare italiano caratterizzato da una pronunciata offerta di

---

<sup>235</sup> Solaro G., “*Progetto Fondi Immobiliari Chiusi*”, Dispensa Master: “Building manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari”, Dipartimento DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1997-1998.

<sup>236</sup> Catella M., “*La diversificazione di un portafoglio immobiliare*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.2, febbraio 1998

<sup>237</sup> Pivato S., “*Il nuovo strumento finanziario nell’ottica del potenziamento del mercato – la compatibilità reddituale con gli altri investimenti cartacei*”, in “I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive”, Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89

<sup>238</sup> Catella M., “*Investire in fondi*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.4, aprile 1996

<sup>239</sup> D’Amato M., “*Fondi chiusi immobiliari: aspetti economici ed estimativi*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.11, dicembre 1996

immobili ed un ciclo di crescita del settore immobiliare ed il contributo fornito da tale strumento al processo di riorganizzazione delle risorse del patrimonio immobiliare pubblico;

- è utile sottolineare come la formazione di strutture interessate alla gestione di un consistente numero di immobili può spingere ad una più attenta programmazione nei costi di manutenzione con relativa ottimizzazione delle risorse;
- si sottolinea che le caratteristiche evidenziate consentono l'ingresso nel settore immobiliare anche di piccoli investitori sinora per lo più rivolti al finanziamento del debito pubblico attraverso l'acquisto di Bot o verso il mercato obbligazionario ed azionario. E' interessante il processo sempre più evidente di cartolarizzazione del mattone contestuale all'attenzione verso le forme di *project financing* fra cui i cosiddetti Boc;

è ancora utile evidenziare la difficoltà ad esprimere giudizi di convenienza sia da parte di chi gestisce il fondo che da parte di chi vi deve partecipare investendovi, ad oggi, quando si è

I fondi immobiliari si presentano come alternativa al tradizionale investimento immobiliare. Infatti, alla necessità di un elevato capitale iniziale e di un altrettanto elevato grado di immobilizzo del capitale stesso, essi contrappongono la possibilità, offerta anche ai piccoli investitori privati, di accedere più facilmente all'investimento immobiliare, di investire anche in immobili caratterizzati da redditività più elevata rispetto al tradizionale investimento in immobili a destinazione abitativa e di maggiore liquidità.

### 3.3.5.3 Le principali forme di investimento cartaceo alternative al fondo immobiliare chiuso

Il principale parametro secondo il quale un investitore valuta un investimento è costituito dal rendimento che esso è in grado di offrire, in relazione ad un determinato grado di rischio. L'investimento viene quindi paragonato ad altre fonti di investimento alternative caratterizzate dal medesimo profilo di rischio.

In particolare, l'investimento nel fondo immobiliare è generalmente considerato un investimento a basso rischio, derivante dal grado di diversificazione del patrimonio del fondo e dalla presenza di una gestione professionale e controllata. E' però anche vero che il rischio è fortemente legato alle tipologie di fondo, ovvero alle attività più o meno rischiose su cui si sceglie di investire.

Inoltre, "i fondi possono essere quotati o non quotati. I primi garantiscono un maggior grado di liquidità allo strumento e possono anche non essere considerati come investimenti a medio-lungo termine, data la possibilità di smobilizzo offerta dal mercato secondario. I secondi, invece, vivono nell'ambito delle strategie di portafoglio definite dall'investitore istituzionale e devono essere visti come investimenti di medio-lungo termine, appetibili in funzione dei potenziali *capital gain* attesi"<sup>240</sup>.

Le quote di fondi immobiliari sono quindi caratterizzate da un rischio variabile ma comunque non elevato e di medio termine, ad esclusione dei fondi quotati nei mercati regolamentati, per i quali il profilo temporale è più breve.

In base alle caratteristiche presentate è quindi possibile effettuare un confronto tra questo strumento e le altre forme alternative di investimento. In particolar modo, si riportano qui di seguito tre categorie alternative di investimento cartaceo con le quali il fondo immobiliare chiuso dovrà confrontarsi nel prossimo futuro:

- *Titoli di Stato*: sono investimenti di rischio basso e sono considerati dagli italiani uno strumento importante di allocazione delle proprie risorse finanziarie. Negli ultimi anni si è assistito ad una diminuzione del rendimento lordo di questa tipologia di investimento.
- *Fondi comuni di investimento mobiliare aperti*: rappresentano una forma di investimento collettivo molto diversificata, caratterizzata da un profilo di rischio generalmente poco elevato, da una gestione professionale e da una facile liquidità. Il calo dei rendimenti legati ai titoli di Stato ha avuto come conseguenza lo sviluppo di altre forme di investimento, tra le quali proprio quella dei fondi comuni di investimento mobiliare aperti. "Essi rappresentavano, ad agosto 1996, il 5,4% delle attività finanziarie di famiglie ed imprese e sono cresciuti di oltre 4 punti percentuali raggiungendo, nell'agosto del 1997, il 9,5%. In termini di redditività, nel corso del 1996 per i fondi obbligazionari italiani (caratterizzati da un

---

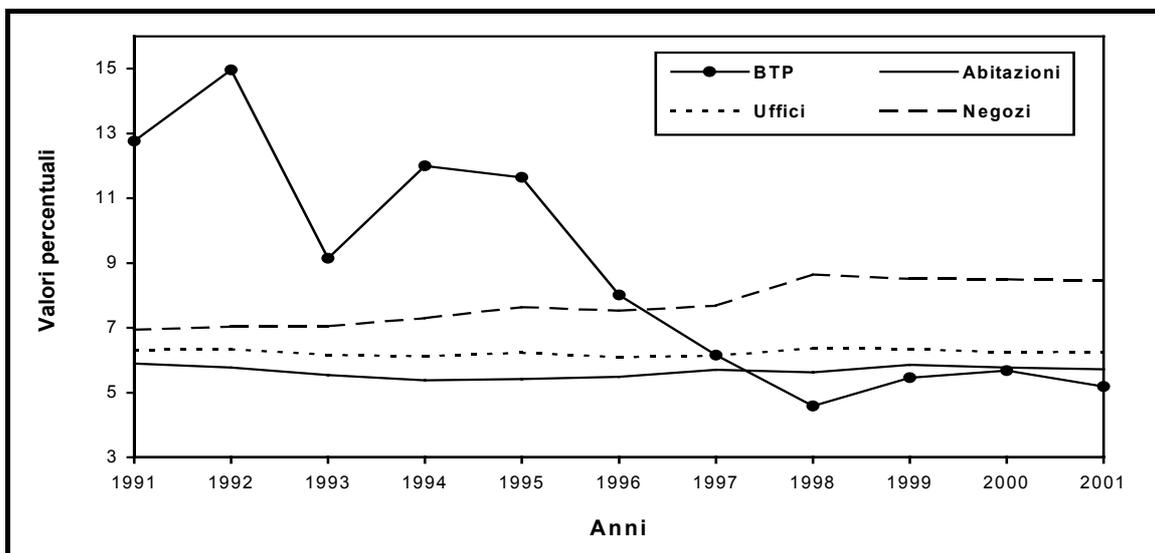
<sup>240</sup> Pivato S., op. cit.

minor grado di rischio rispetto agli azionari e, in genere, ai bilanciati) il rendimento medio si è collocato in un intorno del 11-12% mentre le tendenze per il 1997 sono ad una diminuzione, causata dal calo dei tassi che, al contrario, agevola gli investimenti azionari (e di conseguenza, i fondi azionari)<sup>241</sup>.

- *Titoli di società immobiliari quotate in borsa:* rappresentano uno strumento di investimento indiretto nel settore immobiliare, proprio come le quote dei fondi immobiliari, tuttavia, a differenza di questi ultimi, i titoli di società immobiliari non sono rappresentativi di un portafoglio immobiliare diversificato e quindi sono caratterizzati da un rischio elevato. La loro redditività è strettamente legata all'andamento delle società, del settore di riferimento e della Borsa in generale.

Concludendo, da un'analisi delle alternative competitive di investimento dei fondi immobiliari chiusi si può sottolineare che: si assiste ad una diminuzione dei rendimenti dei titoli di Stato; si assiste ad un'altrettanta diminuzione dei rendimenti medi dei fondi obbligazionari (soluzioni sostitutive del risparmio gestito); i titoli di società immobiliari quotate in Borsa sono in fase di declino; l'Italia è caratterizzata da una fase di forte crescita del settore del "risparmio gestito". Questo panorama consente ai fondi immobiliari di entrare nel mercato italiano con maggiore facilità e quindi di essere accettati dagli investitori, privati ed istituzionali, come una valida forma di investimento alternativa ai tradizionali investimenti che hanno caratterizzato il "passato" italiano.

**Grafico 38: Andamento dei tassi di interesse di BTP rispetto al rendimento degli immobili**



<sup>241</sup> Pivato S., "Il nuovo strumento finanziario nell'ottica del potenziamento del mercato – la compatibilità reddituale con gli altri investimenti cartacei", in "I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive", Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89, p. 14.

### 3.3.5.4 Gli “attori” e i “ruoli”

Le figure che ruotano intorno al prodotto finanziario “Fondo immobiliare” sono molte ciascuna occupante un proprio ruolo: Ministero del Tesoro, Banca d’Italia, Consob, Collegio dei Periti, Collegio dei Revisori o Società di Revisione, Banca Depositaria, Società di Gestione, Advisor, Property Manager, Investitori Istituzionali, Investitori Privati.

Ministero del Tesoro: rappresenta una delle autorità istituzionali preposte alla regolamentazione dei fondi. Stabilisce “modalità di presentazione delle istanze di autorizzazione delle società di gestione, criteri di individuazione dei soggetti qualificabili come investitori istituzionali, categorie dei valori mobiliari di rapida e sicura liquidità, modalità di iscrizione e tenuta dell’elenco dei periti”<sup>242</sup>. Il Ministro, sentita la Banca d’Italia, autorizza la società di gestione ad esercitare. Il Ministro è quindi “l’organo che autorizza le società per azioni aventi per oggetto esclusivo la gestione di fondi comuni di investimento collettivo in immobili o partecipazioni in società immobiliari, e verifica il possesso dei requisiti che ne garantiscono la serietà e la professionalità, ad istituire uno o più fondi di investimento immobiliare di tipo chiuso (art. 1 della Legge 86/94) e ne comunica l’avvenuta autorizzazione alla Consob”<sup>243</sup>.

Tra gli altri compiti del Ministro del Tesoro si ricorda:

- concedere, entro 60 giorni dalla richiesta, l’autorizzazione a ridimensionare il fondo di nuova emissione qualora sia stato sottoscritto solo parzialmente, purché per un ammontare non inferiore al 60% del totale e, in ogni caso, in conformità a quanto definito e stabilito dal regolamento del fondo stesso;
- pronunciare la decadenza della Società di Gestione di un fondo, su proposta della Banca d’Italia e qualora la stessa abbia accertato gravi irregolarità o perdite a livello patrimoniale;
- informare gli altri organi di controllo istituzionale, ovvero Banca d’Italia e Consob, sui provvedimenti di autorizzazione e di decadenza della Società di Gestione di un fondo.

Banca d’Italia: rappresenta una delle autorità istituzionali preposte alla regolamentazione dei fondi. Dà “indicazioni relative a capitale sociale della società di gestione, criteri di redazione del regolamento del fondo, requisiti e funzioni della banca depositaria, limiti di investimento del fondo”<sup>244</sup>. Tra i compiti della Banca d’Italia ricordiamo anche la conservazione di un apposito albo di iscrizione delle società autorizzate alla gestione di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi. “Nell’esercizio dell’attività di vigilanza la Banca d’Italia approva il regolamento del fondo predisposto dalla società di gestione nonché le sue modificazioni. La Banca d’Italia ha inoltre un ruolo fondamentale nella disciplina e regolamentazione dell’attività

---

<sup>242</sup> Catella M., “Palazzi di carta”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.3, marzo 1996

<sup>243</sup> Respigo R., “Il controllo dei fondi immobiliari”, in “I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive”, Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89

<sup>244</sup> Catella M., “Palazzi di carta”, cit.

del fondo e della società di gestione. Infatti è alla Banca d'Italia che è stato demandato il compito di determinare in via generale, con i propri regolamenti, tra l'altro:

- i limiti entro i quali i fondi possono investire le proprie attività in azioni o quote di capitali emesse da società o enti tra i quali intercorre un rapporto di controllo o di collegamento; i limiti degli investimenti in valori di pronta liquidabilità; le modalità ed i criteri in base ai quali la società di gestione può riportare l'investimento entro i predetti limiti;
- l'ammontare minimo del patrimonio di ciascun fondo purché non inferiore ai 200 miliardi di lire;
- e, sentita la Consob, lo schema-tipo del bilancio e del conto dei profitti e delle perdite delle società di gestione, lo schema-tipo del rendiconto e dei prospetti dei fondi e i criteri di valutazione delle attività che lo compongono, nonché i metodi di calcolo del valore unitario delle quote<sup>245</sup>.

Consob: rappresenta una delle autorità istituzionali preposte alla regolamentazione dei fondi. Definisce lo "schema del prospetto Informativo relativo all'offerta pubblica di quote dei fondi. "Alla Consob la legge istitutiva dei fondi immobiliari riserva il ruolo istituzionale di controllo sulla adeguatezza e trasparenza dell'informativa per valutare i rischi connessi all'investimento nel fondo immobiliare a tutela dell'investitore. La Consob inoltre determina in via generale, con i propri regolamenti, le regole di comportamento cui devono uniformarsi le società di gestione. La Consob, come visto per la Banca d'Italia, può proporre la revoca ad operare alle società di gestione di fondi comuni immobiliari che non osservino le regole di trasparenza ed informativa<sup>246</sup>.

Collegio dei Periti: si tratta di un organo di controllo esterno istituito presso il Ministero del Tesoro al fine di controllare l'esercizio dei fondi immobiliari. L'Elenco dei periti dei fondi comuni di investimento immobiliare di tipo chiuso è formato da ingegneri, architetti, dottori agronomi, geometri e periti agrari che siano iscritti da almeno cinque anni nei relativi albi professionali e in possesso di "buone" referenze professionali e di determinate regole di compatibilità con l'incarico previste dalla legge 86/94. Per ciascun fondo esiste un collegio di tre periti, designati dal consiglio di amministrazione della Società di Gestione, con il compito di dare un giudizio di congruità (da dare obbligatoriamente) per qualsiasi operazione di vendita corredato da una relazione analitica che indichi il valore stimato e i criteri utilizzati per la valutazione. A tale riguardo è utile ricordare che un nodo importante e critico caratterizzante l'intera materia dei fondi immobiliari è costituito proprio dalla valutazione degli immobili da parte dei periti. Infatti, i vari testi emanati dal Parlamento non stabiliscono delle norme precise per la valutazione degli

---

245 Respigo R., op. cit.

246 ibidem

immobili facenti parte di un fondo (si parla solo di valutazione <<in base a valori correnti>>) e quindi non sono in grado di rendere omogenei e quindi confrontabili i patrimoni di diverse società. Senza soffermarci molto sull'argomento, che tuttavia ci è parso utile ricordare, ricordiamo che "appare sicuramente indispensabile, per l'effettiva nascita ed operatività di questo mercato, un sistema valutativo basato su criteri oggettivamente accertati ed accettati da tutti. In questo modo i fondi potrebbero essere confrontabili tra loro ed il risparmiatore può verificare l'effettiva capacità di una società e del suo *management*"<sup>247</sup>. Il collegio dei periti ha il compito di stendere una relazione semestrale riguardante la stima/valutazione degli immobili e le partecipazioni del fondo in società immobiliari; tale relazione deve essere poi consegnata al Consiglio di amministrazione, alla Banca d'Italia e alla Consob. "La relazione del Collegio dei periti non è vincolante per il Consiglio di amministrazione della società di gestione che, qualora intenda discostarsi dalle stime del Collegio, deve fornirne le motivazioni al Collegio stesso e alla Banca d'Italia"<sup>248</sup>. Il collegio dei periti rimane in carica per tre anni con la possibilità di rinnovo dell'incarico per un ulteriore periodo.

- *Collegio dei Revisori o Società di Revisione*: rappresenta un organo di controllo esterno. Ha il compito di revisionare la contabilità della Società di Gestione e del fondo e di certificare il bilancio della Società e il rendiconto del fondo. "Al Collegio dei revisori o alla società di revisione la legge affida non soltanto il controllo sulla regolare tenuta della contabilità ed il giudizio sulla corretta applicazione dei principi contabili emessi dai Dottori Commercialisti e dei Ragionieri nella redazione del bilancio della società di gestione e del rendiconto del fondo, ma richiede anche una attività di controllo sull'operato del Consiglio di amministrazione e del Collegio dei periti... Nell'espletamento dell'incarico di certificazione il Collegio dei revisori o la società di revisione dovranno altresì valutare se il sistema di controllo interno adottato dalla società di gestione del fondo garantisce la salvaguardia del patrimonio aziendale, l'attendibilità e integrità dei dati utilizzati per l'operatività del fondo e per la redazione di bilanci e rendiconti, nonché il rispetto della normativa vigente con particolare attenzione al rispetto dei vincoli posti dalla legge alla gestione del fondo di investimento"<sup>249</sup>.

Banca depositaria: pur non essendo ufficialmente qualificabile come organo di controllo, la banca depositaria svolge senza dubbio una attività di controllo delle operazioni afferenti il patrimonio del fondo. In particolare, la banca depositaria si occupa, in relazione a quanto previsto dall'art. 14 della Legge 86/94, della custodia delle partecipazioni in società per azioni e

---

<sup>247</sup> Breglia M., "Il problema delle perizie", in "I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive", Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89, p. 18.

<sup>248</sup> Respigo R., op. cit.

<sup>249</sup> ibidem

in accomandita per azioni, non quotate, aventi per oggetto l'esclusivo acquisto, la vendita, la gestione e la locazione di beni immobili e dei titoli e valori mobiliari.

La banca depositaria ha inoltre i seguenti compiti:

- accertare che l'emissione e il rimborso delle quote siano conformi alla legge, al regolamento e alla prescrizioni dell'organo di vigilanza;
- eseguire le istruzioni della società di gestione, se non siano contrarie alla legge, al regolamento del fondo e alla prescrizioni dell'organo di vigilanza. La banca depositaria è responsabile nei confronti della società di gestione e dei partecipanti di quanto sopra riportato;
- nell'esercizio delle rispettive funzioni, la società di gestione e la banca depositaria devono agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti.<sup>250</sup>

Società di Gestione: è una società per azioni che ha come unico oggetto della sua attività, la gestione di fondi comuni di investimento collettivo in immobili o la partecipazione in società immobiliari. Per ottenere l'autorizzazione ad esercitare da parte del Ministro del Tesoro, la Società di Gestione deve possedere dei particolari requisiti:

- sede amministrativa e statutaria in Italia;
- requisiti di professionalità ed onorabilità;
- capitale sociale versato non inferiore a 10 miliardi, ulteriormente incrementato di un ulteriore insieme di mezzi patrimoniali equivalenti alla quota obbligatoria di partecipazione della Società di Gestione a ciascuno dei fondi gestiti.

La Società di Gestione deve rispettare, oltre a quelle previste dal Codice Civile, altre tre scritture contabili:

- libro giornale del fondo;
- rendiconto di gestione a fine anno;
- relazione semestrale contenente i prospetti della composizione del fondo e del valore unitario delle quote.

La Società di Gestione è poi soggetta a controllo da parte di:

- società di revisione che controlla la contabilità tenuta dalla Società di Gestione;
- Banca depositaria che verifica la correttezza dell'emissione di titoli, il rimborso, la valorizzazione delle quote del fondo.

---

<sup>250</sup> Respigo R., op. cit.

All'interno della Società di Gestione, il consiglio di amministrazione ha il compito di predisporre il prospetto del patrimonio che deve essere inviato alla Banca d'Italia e pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale e l'assemblea ordinaria ha il compito di approvare la deliberazione di istituzione del fondo e di approvazione del regolamento.

Il regolamento del fondo, predisposto dalla Società di gestione, deve specificare:

- criteri utilizzati per la scelta degli investimenti nel principio della ripartizione dei rischi;
- caratteristiche e destinazione dei beni immobili di investimento del patrimonio del fondo;
- ammontare del fondo;
- banca depositaria;
- certificati di partecipazione;
- criteri per la determinazione dei proventi del fondo e modalità di ripartizione;
- durata del fondo;
- qualsiasi altra informazione concernente il rapporto tra società di gestione, fondo e partecipanti.

Entro un anno dall'approvazione, da parte della Società di Gestione stessa, del regolamento del fondo, deve essere raccolto il patrimonio del fondo. Con quanto raccolto, la Società di Gestione può portare avanti attività di compravendita, locazione e gestione di immobili ma non di costruzione diretta.

La Società di Gestione "ha nei confronti dei proprietari delle quote del fondo l'obbligo del mandatario. La sottoscrizione di una quota equivale quindi a firmare un mandato per la gestione delle risorse finanziarie ed immobiliari che i proprietari formano ad un ente espressamente preposto per l'amministrazione dei propri beni"<sup>251</sup>.

Per finire, la Società di Gestione "non è assolutamente solo <<l'amministratore>> del Fondo, ma è <<l'imprenditore>> delle attività immobiliari, commerciali, finanziarie e gestionali del Fondo, individuerà il mercato dei potenziali acquirenti delle quote con le appropriate tecniche di rilevamento già in uso anche per altri prodotti finanziari, e ad esso si adeguerà componendo gli investimenti in modo coerente, con un approccio mix di attività mobiliari ed immobiliari e di investimenti in quote di società immobiliari tale da rispondere alle esigenze di quel mercato"<sup>252</sup>.

Advisor: la Società di Gestione "si può avvalere di *Advisor* nel settore immobiliare e di specialisti del settore mobiliare, i quali potranno monitorare efficacemente i mercati e le tendenze, e la

---

<sup>251</sup> D'Amato M., "Fondi chiusi immobiliari: aspetti economici ed estimativi", in "Il Nuovo Cantiere" n.11, dicembre 1996

<sup>252</sup> Viganò D., "Un approccio metodologico per la scelta degli immobili di un Istituto di previdenza da apportare ad un Fondo di investimento immobiliare chiuso", in INPDAP, n. 5, settembre/ottobre 1997

potranno assistere con le appropriate strategie di investimento e disinvestimento in relazione agli obiettivi che ciascun Fondo gestito si sarà posto con il proprio Regolamento<sup>253</sup>.

Property Manager: la Società di Gestione si può anche avvalere di *Property Managers* allo scopo di ottimizzare la gestione degli immobili facenti parte del patrimonio del fondo immobiliare. I compiti del *Property Manager* riguardano:

- *Due diligence*: identificazione degli investimenti da effettuare in fase di pre-acquisizione degli immobili da conferire nel fondo;
- gestione amministrativa del patrimonio del fondo, in fase di post-acquisizione dei beni immobili;
- gestione tecnica degli edifici.

Investitori Istituzionali: rappresentano una delle categorie di sottoscrittori individuate dal Legislatore. Il Ministro del Tesoro definisce tale categoria come “i soggetti nazionali ed esteri che per disposizioni di legge o vincoli di statuto investono professionalmente la disponibilità di raccolte in beni immobili o partecipazioni in imprese immobiliari” (decreto del Ministero del Tesoro del 30.04.94, art. 3, comma 1).

Tra gli investitori istituzionali spiccano le compagnie assicuratrici, i fondi pensione, le società di gestione dei fondi immobiliari stessi, le società di capitali che hanno con oggetto sociale l'investimento immobiliare, le banche, ecc.

“In relazione alla recente riforma del sistema pensionistico italiano saranno proprio i fondi pensione a rappresentare l'investitore in fondi immobiliari, così come avviene in tutti i mercati evoluti. Negli Stati Uniti ed in Inghilterra dove l'industria previdenziale è ormai matura si hanno percentuali di investimento immobiliare dei fondi pensione attorno al 5-10% e praticamente sempre tramite veicoli finanziari o cartolari. Inoltre in Italia i recenti provvedimenti legislativi obbligano anche gli enti previdenziali pubblici a dismettere gli attuali portafogli immobiliari di proprietà. In seguito tutti i fondi pensione, pubblici e privati, saranno costretti ad investire in immobili esclusivamente tramite quote di fondi di investimento immobiliare oppure tramite azioni di società immobiliari<sup>254</sup>.”

Investitori privati: rappresentano una delle categorie di sottoscrittori individuate dal legislatore, ovvero il pubblico risparmio. I fondi di investimento immobiliare chiusi permettono anche al piccolo investitore privato di accedere all'investimento immobiliare anche attraverso piccole quote di capitale e quindi offrono la possibilità di investire in immobili anche di pregio e a destinazione diversa (e più redditizia) rispetto al tradizionale investimento in edifici ad uso residenziale.

---

<sup>253</sup> Viganò D., “Un approccio metodologico per la scelta degli immobili di un Istituto di previdenza da apportare ad un Fondo di investimento immobiliare chiuso”, cit.

<sup>254</sup> Catella M., “Investire in fondi”, cit.

### 3.3.5.5 Asset Allocation: criteri di scelta degli immobili da conferire nei fondi immobiliari chiusi

Fra i limiti posti alle operazioni della Società di Gestione compare anche quello che impone di non investire “in un unico bene immobile avente caratteristiche urbanistiche e funzionali unitarie, più di un terzo del patrimonio netto gestito” (articolo 14 della Legge 86/94).

“Appare quindi necessario differenziare il rischio su più ambiti urbani, evitando così di coinvolgere i valori investiti nel fondo in processi di degrado che possono interessare una proprietà avente caratteristiche unitarie. Non solo, ma investendo in complessi che abbiano una caratteristica funzionale unitaria si potrebbe rischiare di avere problemi manutentivi che potrebbero intaccare in una unica soluzione la maggiore parte del patrimonio immobiliare. Si pensi ad un grande complesso che costituisce il cuore del fondo chiuso immobiliare che improvvisamente cede in seguito ad un terremoto che presenta problemi di precoce degrado delle strutture”<sup>255</sup>.

D'altra parte, pur imponendo dei limiti di investimento di valore espresso in percentuale sul patrimonio complessivo, “la legge italiana non detta alcuna limitazione in materia di destinazioni degli immobili, per cui, se non esistono divieti negli statuti o nei regolamenti della Banca d'Italia, gli investimenti potranno essere effettuati anche in settori immobiliari spesso esclusi dalle legislazioni o statuti dei fondi esteri, come le ville unifamiliari, gli hotel, gli edifici industriali. Niente vieta, quindi, la specializzazione in un solo tipo di immobili, anche se ciò contrasta con la filosofia generale dei fondi immobiliari.

Inoltre, la legislazione italiana non pone limiti di ubicazione territoriale, per cui gli investimenti possono essere effettuati non solo sul territorio nazionale, ma anche all'estero”<sup>256</sup>.

E' buona norma, comunque, che gli immobili da conferire in un fondo vengano scelti facendo riferimento a differenti localizzazioni territoriali e a diversificate destinazioni d'uso in relazione all'andamento del mercato immobiliare e soprattutto in riferimento all'andamento dello stesso nei differenti comparti che lo compongono:

- residenziale;
- uffici;
- commerciale;
- industriale;
- altri comparti minori.

---

<sup>255</sup> D'Amato M., “Fondi chiusi immobiliari: aspetti economici ed estimativi”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.11, dicembre 1996

<sup>256</sup> Tamborrino F., “Fondi comuni immobiliari italiani ed esteri”, Pirola, Milano, 1997

“Ciascuno di essi è caratterizzato infatti da peculiarità e dinamiche proprie e, di conseguenza, da rendimenti e correlati profili di rischio differenti”<sup>257</sup>.

In particolare il comparto commerciale è quello caratterizzato dal più alto rendimento, seguito poi da quello uffici e dal residenziale.

“Punto centrale della definizione delle strategie di portafoglio da parte della società di gestione sarà quindi l’individuazione dei tassi di rendimento offerti dai singoli segmenti del mercato, nonché dei rischi ad essi connessi e la conseguente combinazione degli stessi secondo modalità volte a soddisfare gli obiettivi e le attese degli investitori”<sup>258</sup>.

A tale proposito può essere interessante analizzare gli orientamenti seguiti da società di gestione operanti in Paesi più avanzati del nostro, in particolare gli investimenti effettuati da quattro fondi immobiliari inglesi (*Gulliver Development Property Unit Trust, The British Land Company Plc, Land Securities, Hammerson Plc*), da alcune *Societes Civiles de Placement Immobiliers (SCPI)* francesi e dai *REITs (Real Estate Investment Trust)* americani.

**Tabella 25: Investimenti, per comparto immobiliare, di alcuni fondi immobiliari inglesi e francesi**<sup>259</sup>

Comparti	Investimenti per comparto (in %)
Uffici	40,4%
Commerciale	36,8%
Industriale	11,2%
Residenziale	4,3%
Altro	7,3%

<sup>257</sup> Pivato S., “Il nuovo strumento finanziario nell’ottica del potenziamento del mercato – la compatibilità reddituale con gli altri investimenti cartacei”, in “I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive”, Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89

<sup>258</sup> ibidem

<sup>259</sup> ibidem

**Tabella 26: Investimenti, per comparto immobiliare, dei REITs americani<sup>260</sup>**

Comparti	Investimenti per comparto (in %)
Residenziale	25%
Uffici	24%
Commerciale	19%
Alberghiero	14%
Industriale	8%
Case di cura	5%
Altro	5%

Dalle tabelle riportate appare evidente che l'orientamento strategico prevalente dei fondi immobiliari inglesi e francesi si basa sulla concentrazione degli investimenti nei comparti commerciale ed uffici, mentre per qual che riguarda i REITs, viene evidenziato un maggior grado di diversificazione in tipologie differenti.

In particolare, analizzando le principali composizioni dei Reits americani, "si trova che il 25% viene normalmente investito nel comparto residenziale. Sembra però necessaria una spiegazione, infatti per residenziale negli USA s'intende proprietà gestite con uffici di gestione preposti all'immobile e con tecnici specializzati (*property manager*) delegati al controllo del corretto funzionamento dell'edificio. Non si tratta quindi di una realtà paragonabile al residenziale tradizionale attualmente disponibile in Italia. Semmai il confronto sarebbe maggiormente adeguato con villaggi turistici, residenze per anziani."<sup>261</sup>

Una tendenza molto significativa che caratterizza i Reits americani è poi rappresentata dal crescente grado di specializzazione. Sono infatti cresciuti gli *apartment reits*, i *regional mall reits*, ecc., mentre i fondi immobiliari diversificati rappresentano ormai una minoranza.

Certamente i dati riportati si riferiscono a contesti economici diversi da quello italiano, caratterizzati anche da un mercato immobiliare più evoluto dal nostro, ma comunque possono offrire delle indicazioni di massima da tener presenti nello studio delle strategie di investimento di una Società di Gestione di un fondo immobiliare.

Inoltre, non bisogna dimenticare che la redditività di un fondo non dipende solo dalla scelta di un determinato comparto immobiliare, ma anche dalle scelte strategiche su ogni singolo investimento. Infatti, ciascun immobile deve essere valutato singolarmente in termini di redditività che può offrire e di rischio associato.

<sup>260</sup> Pivato S., op. cit.

<sup>261</sup> Catella M., "Le esperienze straniere: quanto di più valido può essere recepito", in "I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive", Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89, p. 34-35.

Per concludere, è utile ricordare che le scelte degli immobili da apportare ad un fondo sono di fondamentale importanza per la riuscita dell'intera operazione di finanziarizzazione immobiliare.

“I beni dovranno essere attentamente valutati nella propria redditività effettiva e potenziale. In questo sarebbe opportuno distinguere, fra gli oggetti immobiliari selezionati, sottogruppi patrimoniali in grado di confluire in fondi immobiliari di natura ed obiettivi diversi”<sup>262</sup>.

Se quanto detto può risultare scontato nell'ambito degli investimenti privati, non lo è invece per il settore immobiliare pubblico. In questi anni infatti, l'Italia sarà caratterizzata da un forte processo di dismissione da parte degli Enti pubblici, con la possibilità, da parte di questi, di conferire parte del proprio patrimonio immobiliare in fondi chiusi. Solo un'accurata politica di scelte strategiche degli immobili da conferire potrà impedire di trasformare i fondi immobiliari in “contenitori di immobili scarto”<sup>263</sup> e quindi potrà impedire la morte prematura di uno strumento in grado di riaffermare il mercato immobiliare italiano anche a livello internazionale.

---

<sup>262</sup> Catella M., “*Dismissioni a rischio*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.6, giugno 1997

<sup>263</sup> Catella M., “*Investire in fondi*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.4, aprile 1996

### 3.3.5.6 I fondi immobiliari stranieri: le esperienze di Stati Uniti, Francia, Svizzera, Germania, Olanda e Gran Bretagna

Il fondo immobiliare è uno strumento finanziario conosciuto e utilizzato già da parecchi anni in mercati stranieri come gli U.S.A., la Francia, la Svizzera, la Germania, l'Olanda e la Gran Bretagna.

Si elencano qui di seguito le principali caratteristiche dei fondi immobiliari nei Paesi all'avanguardia, nei quali questi strumenti di investimento rappresentano, ormai da anni, una realtà consolidata.

#### Stati Uniti

I *Real Estate Investment Trusts (REITs)* sono nati nel 1960 allo scopo di offrire al mercato degli investitori immobiliari uno strumento finanziario caratterizzato da una certa liquidità. Esistono tre tipologie di *REITs*:

- *Equity*: comprano e gestiscono proprietà immobiliari, operano quindi nel campo degli investimenti immobiliari diretti; possono comunque investire in titoli immobiliari piuttosto che in immobili; rappresentano la categoria di fondi più numerosa, rappresentando il 73% dell'attuale mercato dei *Reits*;
- *Mortgage*: investono in finanziamenti ipotecari;
- *Hybrids*: comprano, gestiscono e finanziano proprietà immobiliari.

Tra le caratteristiche principali di un *REIT*, ricordiamo:

- organizzazione nella forma di una società per azioni;
- non paga le imposte sul reddito;
- almeno il 95% degli utili deve essere distribuito;
- possiede almeno 100 azionisti;
- non più di 5 azionisti possono controllare oltre il 50% del capitale (tale limite è stato ridotto per i fondi pensione nel 1993 dall'*Omnibus Reconciliation Act*);
- almeno il 75% del patrimonio deve essere investito in immobili, mutui ipotecari, liquidità e titoli di Stato;
- è quotato in Borsa;
- ha durata illimitata;
- non esiste un controllo, come quello previsto ad esempio dalla normativa italiana, tuttavia analisti finanziari ne seguono l'andamento e ne valutano la redditività.

In relazione al cambiamento di logica che ha investito negli ultimi anni '90 l'investimento immobiliare, ovvero il passaggio da una logica di tipo patrimoniale ad una di tipo reddituale, "sembra significativo il fatto che la maggior parte dei *Reits* americani è rappresentata da

portafogli composti da immobili a reddito, che tendono quindi a privilegiare una performance annuale basata sui canoni di affitto ed in maniera residua sui *capital gain*<sup>264</sup>.

Nella situazione attuale esistono circa 315 *Reits* (dei quali 219 quotati in Borsa) con una capitalizzazione di circa 96,42 miliardi di dollari. Generalmente i *Reits* sono in grado di garantire una redditività annua (dividendi) pari al 6-7% e un *capital gain* pari a circa il 6%. Di questi fondi, la maggior parte sono collocati presso gli investitori istituzionali.

“Nel corso degli ultimi 5 anni sono stati lanciati sul mercato americano anche fondi comuni di investimento specializzati in titoli legati al settore immobiliare ed anche in *Reits*.

Normalmente questi fondi comuni hanno un portafoglio composto da 20-30 *reits*<sup>265</sup>.

### Francia

In Francia esistono tre tipologie di società legate ai fondi immobiliari:

- le società civili di investimento immobiliare (*SCPI*);
- le società immobiliari per il commercio e per l'industria (*SICOMI*);
- le società immobiliari di investimento (*SI*).

Le prime due tipologie di società riguardano soprattutto le attività commerciali e industriali, mentre la terza, l'edilizia residenziale.

In Francia lo sviluppo dei fondi immobiliari è partito con gli anni '70.

Analizziamo più nel dettaglio le società che si occupano di fondi immobiliari:

- *Sociétés Civiles de Placement Immobilier (SCPI)*: sono nate nel 1964 ed hanno iniziato ad operare nel 1971. “Corrispondono ai fondi di investimento immobiliari italiani ed hanno l'obiettivo di raccogliere capitali presso gli investitori per acquisire portafogli di tipo immobiliare<sup>266</sup>, ma a differenza dei fondi italiani, le *SCPI* possono essere di tipo sia aperto che chiuso. In Francia, nella situazione attuale, esistono circa 300 *SCPI* comandate da circa 100 gruppi (in particolare gruppi bancari) e caratterizzate da una capitalizzazione di 90 miliardi di franchi francesi. Per la maggior parte si tratta di *SCPI* specializzate: regionali, diversificate sull'Europa, internazionali, *shopping centers*, ecc. Le *SCPI* investono quasi esclusivamente su immobili terziari e commerciali e quasi il 12% del portafoglio è investito nella città di Parigi.

Le *SCPI* possono gestire direttamente il proprio patrimonio o affidare tale attività a società specializzate ma non possono svolgere attività di costruzione diretta e non possono investire in quote di altre *SCPI*.

---

<sup>264</sup> Catella M., “Le esperienze straniere: quanto di più valido può essere recepito”, in “I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive”, Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89, p. 27.

<sup>265</sup> Catella M., “Le esperienze straniere: quanto di più valido può essere recepito”, in “I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive”, Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89, p. 32-33.

<sup>266</sup> Catella M., “Arriva lo straniero?”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.5, maggio 1996

Le quote circolano nel mercato secondario organizzato dalla società di gestione (non sono quotate in Borsa): questo provoca degli evidenti problemi in caso di richiesta da parte di più sottoscrittori di rimborso delle quote. Il riscatto è consentito nell'arco di un anno.

- *Sociétés Immobilières pour le COMmerce et l'Industrie (SICOMI)*: sono nate nel 1967. Sono anch'esse organizzate da gruppi bancari o finanziari con lo scopo di comprare immobili successivamente da locare a società del terziario. Sono quindi specializzate in immobili industriali e commerciali. Le azioni delle *SICOMI* sono quotate in Borsa. Il patrimonio gestito da queste società ammonta a circa 60 miliardi di franchi francesi.
- *Sociétés Immobilières d'Investissement (SII)*: sono nate nel 1963 con il fine di favorire l'afflusso di capitali nel mercato immobiliare a destinazione abitativa. Lo statuto di queste società è approvato dal Ministero delle Finanze e dell'Economia che ne controlla anche le attività di compravendita. Come le *SICOMI*, anche le *SII* sono quotate in Borsa.

Tabella 27: Performances fondi immobiliari dal 1982 al 1991 (Francia)<sup>267</sup>

Fondo	Valore quota 1982	Valore quota 1991	Variazione %
<i>Civile Foncière</i>	1.300	2.150	+ 65,3%
<i>Hausmann Imm.</i>	2.725	4.545	+ 66,7%
<i>Unipierre 1</i>	3.000	4.600	+ 53,3%

### Svizzera

I fondi immobiliari (di tipo aperto) in Svizzera nascono nel 1938 ma trovano la definizione di un quadro normativo solo nel 1967. Tali fondi hanno la facoltà di acquistare immobili sia direttamente che attraverso società immobiliari e possono espletare attività di promozione e costruzione diretta.

Le legislazione svizzera prevede che la proprietà del fondo sia separata da quella della società di gestione. Nella maggior parte dei casi infatti, il fondo appartiene ad una fiduciaria che delega alla società di gestione le attività operative. I fondi, che non hanno personalità giuridica, sono quindi gestiti da società specializzate con capitale che deve appartenere per almeno due terzi al fondo stesso.

Tra le principali caratteristiche di un fondo immobiliare svizzero, ricordiamo:

- il patrimonio può essere investito in un solo immobile fino al limite del 25% del suo stesso valore;

<sup>267</sup> Tamborrino F., op. cit.

- le quote di partecipazione sono rappresentate da certificati al portatore, non hanno un'indicazione del valore nominale e vengono vendute in Borsa o dalla Banca depositaria;
- il riscatto delle quote può essere richiesto in qualsiasi momento (fondo aperto), ma può essere ritardato di 12 mesi in caso di scarsa liquidità;
- il controllo del fondo avviene da parte della Commissione Federale delle Banche.

Attualmente, in Svizzera esistono circa 40 fondi immobiliari aperti con un patrimonio di circa 9 miliardi di franchi svizzeri, prevalentemente specializzati nell'investimento immobiliare abitativo.

**Tabella 28: Performances fondi immobiliari dal 1981 al 1990 (Svizzera)<sup>268</sup>**

Fondo	Valore quota 1981	Valore quota 1990	Variazione %
<i>La Foncière</i>	655	1.020	+ 55,7%
<i>Interswiss</i>	153,4	179,5	+ 17%
<i>Sima</i>	189	229	+ 21,2%

### Germania

I fondi immobiliari, di tipo aperto, nascono in Germania nel 1959, ma vengono regolamentati dalla legge solo a partire dal 1970. Quasi tutto il mercato dei fondi tedeschi è controllato dalle banche.

Nel tempo, si sono sviluppati anche i fondi chiusi e infatti, attualmente, esistono fondi immobiliari aperti dedicati agli investitori privati e fondi chiusi per gli investitori istituzionali.

“I fondi aperti hanno un patrimonio di circa 20 miliardi di DM con oltre 700.000 sottoscrittori, quelli chiusi gestiscono oltre 130 miliardi di DM”<sup>269</sup>.

- *Fondi aperti:*
  - il capitale minimo della società di gestione è di 2 milioni di DM;
  - la società di gestione è controllata dalle leggi che regolano il sistema bancario, dalla Banca depositaria e dal Collegio dei Periti;
  - gli investimenti di un fondo possono essere diretti a qualunque tipologia di immobile o diritto di superficie;
  - nessun immobile può avere un valore superiore al 15% del patrimonio del fondo;

<sup>268</sup> Tamborrino F., op. cit.

<sup>269</sup> Catella M., “Arriva lo straniero?”, “Il Nuovo Cantiere”, n.5, maggio 1996

- le quote del fondo sono rappresentate da certificati al portatore rimborsabili in qualsiasi momento (con la possibilità per la società di gestione di prorogare il rimborso dopo massimo un anno).
- **Fondi chiusi:**
  - sono generalmente di dimensioni inferiori rispetto ai fondi aperti;
  - vengono generalmente costituiti appositamente per alcune operazioni immobiliari;
  - le quote sono rimborsate a scadenza del fondo.

“Se guardiamo gli investimenti immobiliari nel mercato tedesco, la quota dei fondi immobiliari pesa notevolmente perché abbiamo 51% dei capitali che proviene da fondi immobiliari. Rappresentano quindi grandi operatori sul mercato tedesco insieme, naturalmente, ad altre istituzioni quali assicurazioni e fondi pensione”<sup>270</sup>.

**Tabella 29: Performances fondi immobiliari dal 1981 al 1990 (Germania)<sup>271</sup>**

Fondo	Valore quota 1981	Valore quota 1990	Variazione %
<i>Despa</i>	72,56	88,20	+ 21,5%
<i>Gi</i>	69,10	80,10	+ 15,9%
<i>Grundwert-Fonds</i>	125,67	145,64	+ 15,9%

### **Olanda**

La normativa olandese in materia di fondi immobiliari risale al 1977 e prevede la possibilità di creare varie e differenti forme di fondi:

- fondi a forma contrattuale;
- fondi a forma statutaria;
- fondi *open end*;
- fondi *closed end*.

I fondi aperti operanti attualmente in Olanda sono circa 20 e sono caratterizzati da:

- forma societaria di tipo S.p.a.;
- possibilità di essere quotati in Borsa;
- se quotati, devono attenersi a rigide regole di diversificazione del portafoglio.

<sup>270</sup> Catella M., “Le esperienze straniere: quanto di più valido può essere recepito”. In “ I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive”, Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89, p. 36.

<sup>271</sup> Tamborrino F., op. cit.

L'Olanda è il Paese che investe di più in immobili localizzati all'estero, in particolar modo negli Stati Uniti e nei Paesi Emergenti.

Viene richiesta una grande diversificazione degli investimenti, mentre gli azionisti stranieri non possono superare il 25% del patrimonio del fondo stesso.

### **Gran Bretagna**

Gli *Authorized Property Unit Trusts (APUT)* sono stati introdotti dal *Financial Services Act* nel 1991, tuttavia i primi fondi immobiliari in Gran Bretagna risalgono agli anni '60. Nel 1991 è stata rivista la regolamentazione dei fondi, allo scopo di risolvere il problema della "illiquidità" di questi strumenti finanziari.

Gli *APUT* sono fondi aperti, ma hanno la facoltà di ritardare i rimborsi in caso di mancanza di liquidità.

Tra le maggiori caratteristiche degli *APUT* ricordiamo:

- sono rivolti al pubblico risparmio;
- la dimensione minima del fondo è di 5 milioni di sterline;
- il capitale investito in immobili deve essere compreso tra il 20% e l'80%;
- il capitale investito in titoli di Stato deve essere compreso entro il limite massimo del 35% e fino al 5% in altri organismi di investimento;
- nessun immobile può avere un valore superiore al 25% del patrimonio del fondo;
- il controllo sulle proprietà è demandato ad esperti indipendenti scelti dalla società di gestione, una volta all'anno; a cadenza mensile viene anche effettuato un controllo sulle proprietà e sull'andamento dei titoli.

Nella situazione attuale, i fondi inglesi quotati in Borsa sono circa 50.

Per quanto riguarda i rendimenti, dopo il periodo negativo dei primi anni '90, si attestano intorno al 10% annuo.

I fondi inglesi, al contrario di quelli americani, investono soprattutto in uffici e commerciale.

### 3.3.5.7 I fondi immobiliari di vari Paesi a confronto

Qui di seguito viene riportata una tabella di confronto relativa ad alcune caratteristiche, ipotesi e possibilità strutturali ed operative, dei fondi immobiliari operanti in diversi Paesi: Francia, Germania, Olanda, Svizzera e Italia.

“La comparazione è stata effettuata in base agli statuti o regolamenti di circa 200 fondi immobiliari, statuti e regolamenti che si presumono conformi alla legislazione dei singoli Paesi”<sup>272</sup>.

**Tabella 30: Confronto tra fondi immobiliari di diversi Paesi**

Caratteristiche	Francia	Germania	Olanda	Svizzera	Italia
Controllo di Enti Statali	si	si	si	si	si
Emissione unica, entro un termine, delle quote (fondo chiuso)	si	si	si	si	si
Emissione illimitata delle quote (fondo aperto)	si	si	si	si	no
Limiti di durata del fondo	si-no	no o statuto	no o statuto	no o statuto	si
Liquidabilità delle quote da parte dei sottoscrittori:					
- diritto illimitato di riscatto (valore meno spese)	no	no	no	no	no
- diritto di riscatto limitato da moratoria o facoltà di sospensione	si-no	si	si	si	no
- diritto di riscatto solo al prezzo di emissione	si (1)	no	no	no	no
- quotazione e collocabilità in borsa o mercato ristretto o specialistico	no (2)	no	si	si	si-no
Possibilità di vendita delle quote a mezzo società intermedie	si	no	no	no	si
Quota di liquidità investibile in valori mobiliari	varie	max. 49%	varie	max. 20%	min. 10% max. 20%
Promozione e costruzione diretta di immobili	si-no	si, limitata	si-no	si, limitata	no
Obbligo investimento in una pluralità di immobili	no	si-no	no	si	si
Limiti di valore o dimensioni di un singolo immobile	no	no	no	dimensionali	1/3 patrimonio
Valore minimo obbligatorio delle quote	no	no	no	no	si
Sovrapprezzo di emissione	si	si-no	si-no	si	si
Possibilità di split (*) delle quote	no	si	si	si	no
Certificazione periodica obbligatoria del valore delle quote	si	si	si	si	si

<sup>272</sup> Tamborrino F., op. cit.

Caratteristiche	Francia	Germania	Olanda	Svizzera	Italia
Compensi per la gestione del fondo stabiliti per legge o per statuto	si	si	si	si	si
Destinazione degli immobili o specializzazione:					
- specializzazione imposta per legge	no (3)	no	no	no	no
- facoltà di specializzazione statutaria	si	si	si	si	si
- scopo speculativo risanamento	si	si	si	si	si
- scopo speculativo aree fabbricabili	si	si	si, limitato	si, limitato	?
- esclusione hotel, ab. unifamiliari	no	no	no	si	no
Realizzazione private di interesse pubblico	si	no	no	no	no
Limitazione ad immobili posti nello Stato in cui opera il fondo	no	si	no	si	no
Facoltà di compravendita degli immobili	si-no	si	si	si	si
Facoltà di accollo di mutui ipotecari	si-no	statuto	statuto	statuto	Si
Tassazione delle plusvalenze in caso di vendite parziali o liquidazione del fondo	si (4)	no	no	si (5)	si
Tassazione dei redditi:					
- gravame fiscale complessivo su reddito lordo	38% (6)	38%	27%	35% (7)	25% (8)
Tasse locali a carico del fondo	si	si	si	si	si
Nominatività delle quote	si (9)	si (10)	no	no	no (11)

**Legenda:**

“Si”: ipotesi ammessa

“No”: ipotesi non ammessa

“Si-no”: ipotesi ammessa, ma in certi casi è esclusa dallo statuto del singolo fondo

“Limitata”: entro i limiti statuari

(\*) aumento delle parti in circolazione, con distribuzione gratuita ai sottoscrittori

(1) un unico fondo per immobili abitativi agevolati

(2) salvo alcuni fondi esteri

(3) salvo taluni fondi agevolati sociali o a scopo locale e regionale

(4) depurate dal tasso ufficiale di svalutazione monetaria

(5) plusvalenze accantonate annualmente dal fondo in base ai calcoli degli uffici fiscali in base alla legge tributaria in materia di <<utili immobiliari>> ed investite in valori mobiliari

(6) salvo i fondi agevolati

(7) imposta secca alternativa per i non residenti

(8) cui va aggiunta l'ICI

(9) salvo i fondi esteri quotati in borsa

(10) per i soli residenti

(11) salvo l'appartenenza delle quote a imprese commerciali che intendono avvalersi del credito fiscale

### 3.3.5.8 I fondi immobiliari in Italia: le prime esperienze

I fondi immobiliari chiusi attualmente operanti in Italia sono dodici, hanno raccolto ad oggi oltre 4.200 milioni di euro e si prevede che investano nei prossimi sette anni circa 40 miliardi di euro.<sup>273</sup> Si tratta quindi di un comparto che, decollato in questi ultimi anni, ha avuto una crescita esponenziale rilevante. Questo forte sviluppo è dovuto proprio alle caratteristiche dei fondi immobiliari che rappresentano l'investimento tipico dei mercati diversificati, utili per dare concretezza e stabilità ai portafogli degli investitori.

Il primo fondo è stato lanciato nel 1998 da Deutsche Bank con il nome "Valore Immobiliare Globale". Altre banche e società hanno deciso di costituire fondi immobiliari, in un momento congiunturale particolarmente favorevole: Deutsche Bank (Valore Immobiliare Globale, Piramide Globale), Beni Stabili (Securfondo), Unciredito Italiano (Immobiliare Uno), BNL (BNL Portfolio Immobiliare, Portfolio Immobiliare Crescita), Banche Popolari (Polis), Banca Roma (Fondo Alpha), Intesa BCI (Comit Sviluppo Immobiliare, Ima Immobiliare Europa), Banca Popolare di Milano (Investietico), Sorgente (Michelangelo).

Quindi, se dalla legge che li istituiva (Legge n. 86 del 1994) è nato solo nel novembre del '98, il primo fondo immobiliare (Valore Immobiliare globale di Deutsche Bank), dal '99 ad oggi sono presenti sul mercato ben 12 fondi di cui 6 sono stati collocati in quest'ultimo anno.

I fondi immobiliari italiani hanno un patrimonio iniziale compreso tra i 150-400 milioni di Euro, una durata medio-lunga (7-10 anni) e sono di tipo generico, cioè dichiarano di investire in quasi tutti i settori del mercato immobiliare, in prevalenza nel settore direzionale, commerciale e depositi logistici. "Investietico" il fondo immobiliare chiuso della Banca Popolare di Milano è il primo ad avere carattere "etico" Il capitale raccolto infatti, è investito prevalentemente in immobili adibiti ad attività etiche (ospedali, case di cura, ricoveri sanitari assistiti), si prevede che se acquistassero degli immobili commerciali si eviteranno affittuari che operino in settori lesivi della dignità dell'uomo e della sua salute (armi, alcool, tabacco, ecc.).

Tutti i fondi hanno come clientela "Retail ed investitori istituzionali", solo "Michelangelo" lanciato da Sorgente è il primo fondo riservato ad investitori qualificati, anche se questa tendenza secondo gli operatori, sarà seguita da altre Banche che lanceranno fondi più aggressivi rivolti ad una clientela più specializzata.

Un'altra tendenza, seguendo l'evoluzione che ha avuto il prodotto "fondo immobiliare" all'estero, sarà quella dei "fondi specializzati" cioè fondi che investano in una tipologia immobiliare specifica: centri commerciali, alberghi, strutture industriali, ecc. Questo passaggio dal tipo "generico" al tipo "specializzato" avviene per diverse ragioni tra le quali: introduzione di norme fiscali agevolative per una specifica tipologia immobiliare, che ne ottimizza i rendimenti;

---

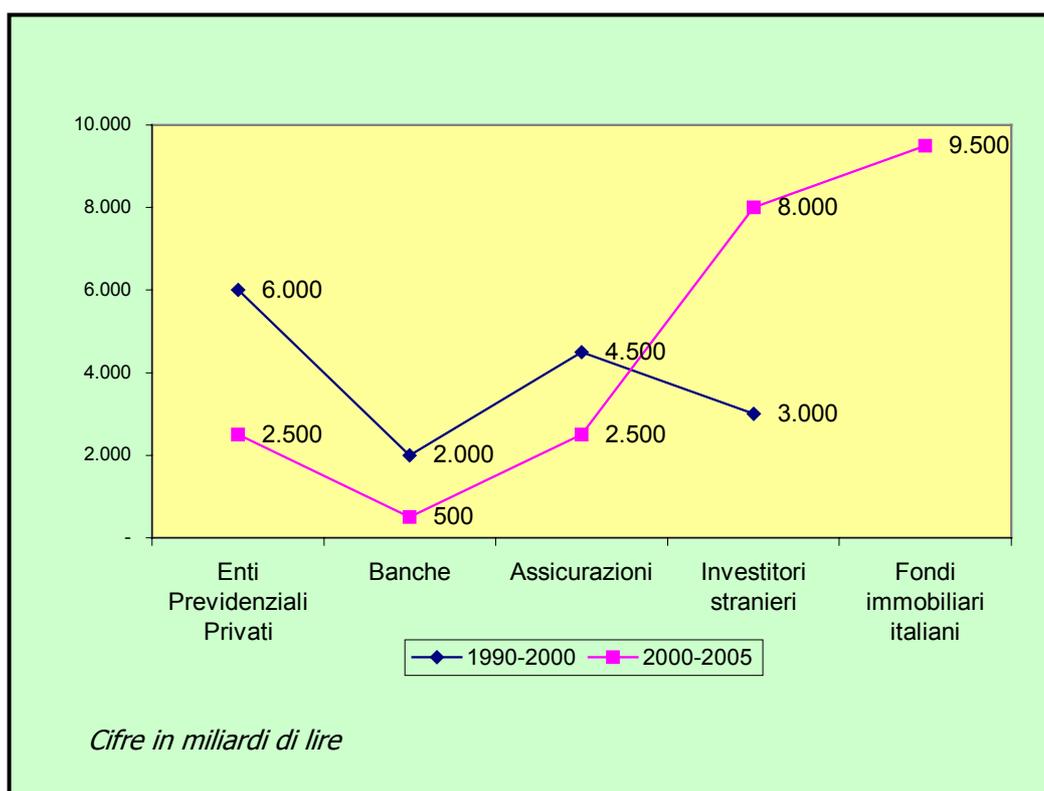
<sup>273</sup> Assogestioni "Primo rapporto sui fondi immobiliari", Ottobre 2001

individuazione di settori immobiliari in forte crescita potenziale; evoluzione della clientela (retail ed istituzionale) che richiede prodotti sempre più specializzati.

La specializzazione di solito, in altri Paesi, è avvenuta solo dopo che si è raggiunta una “massa critica” per numero di fondi, o un elevato grado di maturità del mercato per offerta e domanda. Ad esempio, nel caso degli Stati Uniti (*equity reits*), su 197 fondi esistenti al 31 luglio 2000 solo 19 (il 9,6%) era classificabile come fondi generici (*diversified reits*), per un peso sulla capitalizzazione complessiva pari allo 8,79 per cento.<sup>274</sup> Tutti gli altri fondi si qualificano come specializzati in questo o in quel settore di mercato (industriale/uffici; spazi commerciali residenziale; case di cura; case per vacanza).

Anche in Italia quindi, la domanda e l’offerta di fondi immobiliari è destinata a evolversi a breve, verso forme di specializzazione.

**Grafico 39: Investimenti immobiliari in Italia**



<sup>274</sup> Ave G., “Investire nel recupero”, in “Il Nuovo Cantiere”, n. 11, Dicembre 2000

**Tabella 31: I Fondi Immobiliari Chiusi presenti sul mercato italiano**

Società di appartenenza	Società di gestione	Denominazione del fondo	Durata	Numero delle quote	Valore iniziale delle quote	Patrimonio compl. (Milioni di Euro)
			(anni)		(Euro)	
Deutsche Bank	Deutsche Bank Fondimmobiliari SGR	Valore Immobiliare Globale	15	30.850	5.164,570	159,3
Beni Stabili	Immobiliari Italia Gestioni SGR	Securfondo	15	60.000	2.500	150
Unicredito Italiano	Gesticredit SGR	Unicredito Immobiliare Uno	15	160.000	2.500	400
Banca Nazionale del Lavoro	BNL Fondi Immobiliari SGR	BNL Portfolio Immobiliare	10	122.000	2.500	305
Banche Popolari	SGR Fondi Immobiliari chiusi di Banche Popolari SpA	Polis	12	129.000	2.000	258
Deutsche Bank	Deutsche Bank Fondimmobiliari SGR	Piramide Globale	15	125.000	2.000	250
Banca Roma	Fondi Immobiliari Italiani	Fondo Alpha*	15	103.875	2.500	259,7
Intesa BCI	Comit Asset Management	Comit Sviluppo Immobiliare	15	66.679	2.500	166,7
Intesa BCI	Intesa Asset Management SGR	Iam Immobiliare Europa	15	84.853	2.500	212,1
Banca Popolare di Milano	Bipiemme Real Estate SGR	Investietico	10	120.000	2.500	300
Sorgente	Sorgente SGR	Michelangelo	8	1.500	100.000	150
Banca Nazionale del Lavoro	BNL Fondi Immobiliari SGR	Portfolio Immobiliare Crescita	7	60.000	2.500	150

\* "La Fimit sta attualmente lavorando alla costituzione del primo fondo immobiliare italiano ad apporto pubblico ai sensi dell'art. 14 bis della Legge 25 gennaio 1994 n. 86 che prevede il conferimento iniziale di un selezionato portafoglio di immobili di proprietà dell'INPDAP, (ente conferente) ed il successivo collocamento sui mercati finanziari delle quote, configurando in questo modo un'iniziativa "pilota" per lo sviluppo di future operazioni di privatizzazione e cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico sia nell'area degli Enti previdenziali che dello Stato". On. Mauro Seppia "Una prima esperienza di fondo immobiliare con apporto", Atti del convegno: la gestione immobiliare in Italia. Le esperienze innovative ed il ruolo dei sistemi informativi, Milano 9 Maggio 2000.

**Tabella 32: I Fondi Immobiliari Chiusi presenti sul mercato italiano**

Denominazione del fondo	Clientela	Modalità di distribuzione/accumulazione dei proventi	Obiettivo di rendimento dichiarato per la ripartizione del risultato netto	Asset Allocation		
				Composizione delle attività		Asset Allocation imm. indicativa
Valore Immobiliare Globale	Retail ed investitori istituzionali	Dal 5 anno a distribuzione dei proventi (prima solo in via straordinaria)	5%	Immobili e diritti reali	75%	Uffici 59% Logistica 16%
				Partecipazioni	0%	
				Val. mobiliari e liquidità	13%	
				Altro	12%	
Securfondo	Retail ed investitori istituzionali	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	4,5% annuo	Immobili e diritti reali	73,6%	67,7% uffici e commerciale, 5,9% residenza alberghiera
				Partecipazioni	2,3%	
				Val. mobiliari e liquidità	11,3%	
				Altro	12,8%	
Unicredito Immobiliare Uno	Retail ed investitori istituzionali	A distribuzione dei proventi	5% annuo composto	Immobili e diritti reali	52,8%	Patrimonio investito ed impegnato: 44% uffici; 14% commerciale, casi di risposo; 5% industriale, logistica; 4% altro
				Partecipazioni	0%	
				Val. mobiliari e liquidità	37,5%	
				Altro	9,7%	
BNL Portfolio Immobiliare	Retail ed investitori istituzionali	A distribuzione dei proventi	Tasso inflazione+3%	Immobili e diritti reali	39%	20,68% Uffici; 9,21% Centri Commerciali; 10,05% Centri Logistici
				Partecipazioni	0%	
				Val. mobiliari e liquidità	52%	
				Altro	9%	
Polis	Retail	Ad accumulazione e con facoltà di distribuzione dei proventi	5%	Immobili e diritti reali	43%	Asset allocation obiettivo: 45% uffici, 25% commerciale, 15% logistica, 15% varie
				Partecipazioni	0%	
				Val. mobiliari e liquidità	46%	
				Altro	11%	
Piramide Globale	Retail ed investitori istituzionali al collocamento	Ad accumulazione dei proventi	5%	Immobili e diritti reali	31%	9%Uffici 19% Leisure 3% Hotels
				Partecipazioni	0%	
				Val. mobiliari e liquidità	62%	
				Altro	7%	
Fondo Alpha*	Retail ed investitori istituzionali	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	-	Immobili e diritti reali	87,7%	83,6% Uffici, 2,1% Commerciale, 1,96 % Logistica
				Partecipazioni	0%	
				Val. mobiliari e liquidità	8,7%	
				Altro	3,6%	
Comit Sviluppo Immobiliare	Retail ed investitori istituzionali	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	-	Immobili e diritti reali	0%	-
				Partecipazioni	0%	
				Val. mobiliari e liquidità	95,6%	
				Altro	4,4%	

**Tabella 33: Caratteristiche dei due Fondi immobiliari chiusi collocati da Deutsche Bank Fondimmobiliari SGR: “Valore Immobiliare globale” e “Piramide globale”**

Denominazione Fondo	Valore immobiliare globale	Piramide globale
Ammontare del fondo	308.500.000.000 Lire	250.000.000 Euro
Valore nominale della quota	10.000.000 Lire	2.000 Euro
Periodo di sottoscrizione	25/11/1998 – 18/12/1998	06/03/2000 – 06/06/2000
Durata	15 anni	15 anni
Scadenza	31 dicembre 2014	31 dicembre 2015
Cedola	Accumulazione dei proventi per i primi 4 anni e distribuzione annuale dalla fine del 5° anno	Accumulazione dei proventi con facoltà di distribuzione annuale
Obiettivo di rendimento	5% (netto annuo composto)	5% (netto annuo composto)
Commissioni di gestione	1,9% dell'ammontare complessivo del fondo	1,7% per i primi 3 anni e 1,5% per i successivi del valore complessivo netto del fondo
Commissioni di performance	20% sull'eccedenza rispetto al 5% di rendimento indicato	20% sull'eccedenza rispetto al 5% di rendimento indicato
Banca Depositaria	<i>Deutsche Bank</i>	<i>Deutsche Bank</i>
Advisor	<i>Reddy's</i>	<i>Reddy's</i>
Real Estate Consultant	<i>Healey &amp; Baker</i>	<i>Healey &amp; Baker</i>
Property Manager	I.P.I. S.p.a.	I.P.I. S.p.a.

**Tabella 34: Caratteristiche del Fondo “BNL Portfolio Immobiliare”**

Denominazione Fondo	BNL Portfolio Immobiliare
Ammontare del fondo	250 milioni di Euro
Valore nominale della quota	2.500 Euro (investimento minimo)
Periodo di sottoscrizione	24/1/2000 – 24/06/2000
Durata	10 anni
Obiettivo di rendimento	Tasso inflazione+3%
Commissioni di gestione	1,9% dell'ammontare complessivo del fondo
Commissioni di performance	20% del risultato eccedente l'obiettivo di rendimento minimo prefissato dal regolamento
banca depositaria	Banca Nazionale del Lavoro
Advisor	Aew Italia
Real Estate Consultant	Reag American Appraisal
Property Manager	I.P.I. S.p.a.

### 3.3.6. I fondi immobiliari pubblici

La Legge n. 503 del 29.11.1995 ha stabilito l'introduzione di alcune agevolazioni (art. 14 bis alla legge 86/94) al fine di rispondere alle necessità di privatizzazione e di dismissione dei patrimoni immobiliari pubblici; infatti tale legge "rappresenta un non trascurabile contributo alla gestione del patrimonio immobiliare pubblico"<sup>275</sup>.

L'articolo 14 bis della Legge istitutiva dei fondi n.86 del 1994 che introduce i fondi immobiliari di tipo pubblico, recita che: "In alternativa alle modalità operative indicate negli articoli 12, 13 e 14 (riguardanti: istituzione del fondo, partecipazione al fondo, gestione del fondo), le quote del fondo possono essere sottoscritte, entro un anno dalla sua costituzione, con apporto di beni immobili o di diritti reali su immobili, qualora l'apporto sia costituito per oltre il 51 per cento da beni o diritti apportati esclusivamente dallo Stato, da enti previdenziali pubblici, da regioni, da enti locali o loro consorzi, nonché da società interamente possedute, anche indirettamente, dagli stessi soggetti".

"Il fondo immobiliare rientra quindi nella prima modalità di dismissione, che prevede innanzitutto la creazione di un elenco dell'intero patrimonio pubblico"<sup>276</sup>.

Alcune particolari disposizioni in materia di fondi di proprietà dello Stato introducono delle deroghe rispetto ai fondi immobiliari chiusi di tipo ordinario:

- possibilità di investire in immobili della controllante o dello Stato;
- possibilità, che a copertura delle riserve tecniche delle compagnie vita, siano ammesse quote di fondi immobiliari chiusi se costituiti almeno per il 90% da immobili alienati dallo Stato o da enti previdenziali pubblici, da regioni, da enti locali o loro consorzi (art. 26 decreto legislativo marzo 1995, n. 174);
- possibilità di istituire fondi immobiliari tramite il diretto conferimento di immobili, a condizioni che questi siano classificabili come pubblici per almeno il 90%;
- possibilità, da parte del Ministro del Tesoro e degli enti locali territoriali, di emettere titoli convertibili in quote di fondi costituiti almeno per il 90% in immobili pubblici (ad esempio, i Buoni Obbligazionari Comunali o Provinciali);
- riduzione del tempo minimo del fondo da dieci a cinque anni e riduzione del termine minimo per il rimborso delle quote da cinque a due anni;
- possibilità di impiegare più di un terzo del patrimonio immobiliare gestito in un unico complesso con caratteristiche urbanistiche unitarie;

---

<sup>275</sup> D'Amato M., "Fondi chiusi immobiliari: aspetti economici ed estimativi", in "Il Nuovo Cantiere", n. 11, dicembre 1996

<sup>276</sup> Catella M., "Incertezze di fondo", "Il Nuovo Cantiere", n.7, agosto 1997

- facoltà, da parte del Ministro del Tesoro, di partecipare al capitale della/e società di gestione di fondi immobiliari pubblici;
- collocazione delle quote dei fondi immobiliari pubblici attraverso quattro modalità principali:
  - il collocamento presso il pubblico risparmio (con la relativa richiesta di ammissione dei relativi certificati in un mercato regolamentato);
  - il collocamento presso investitori istituzionali;
  - il collocamento indiretto tramite l'emissione da parte degli enti territoriali di prestiti obbligazionari convertibili in quote di fondi immobiliari pubblici;
  - il collocamento indiretto tramite l'assegnazione da parte del Ministero delle Finanze alle imprese che vantino crediti risultanti dalla liquidazione delle dichiarazioni dei redditi e delle dichiarazioni annuali dell'Iva, di titoli speciali convertibili in quote di fondi immobiliari.

Gli immobili pubblici conferiti in un fondo immobiliare rimangono di proprietà pubblica e quindi rimangono soggetti ai soliti iter burocratici che ne ritardano e impediscono un'efficiente gestione. A tale scopo, per rimediare a questa situazione, la legge 503/95 ha introdotto la procedura della conferenza dei servizi: "qualora sia opportuno effettuare un esame contestuale di vari interessi pubblici coinvolti in un procedimento amministrativo, l'amministrazione indice di regola una conferenza di servizi. La conferenza stessa può essere indetta anche quando l'amministrazione procedente debba acquisire intese, concerti, nulla osta o assensi comunque denominati di altre amministrazioni pubbliche". Tutto ciò "semplifica notevolmente le procedure, consente un rapido esame delle possibilità concrete di gestione, di fitto, di alienazione di immobili di proprietà dello Stato"<sup>277</sup>.

Si possono muovere alcune critiche alle disposizioni previste in materia di fondi immobiliari chiusi pubblici, tra le quali, innanzitutto, "come sarà possibile riuscire a costituire un portafoglio esclusivamente composto da investimenti in immobili pubblici con un'elevata redditività (8-9%)"<sup>278</sup>.

"Inoltre il Ministro del Tesoro, che rientra fra i possibili soggetti conferitori, può assumere il doppio ruolo di soggetto conferitore e socio nella società di gestione. Questo aspetto è stato attentamente evitato nel caso di fondo di diritto privato, al fine di evitare possibili conflitti di interesse. Ad esempio, un costruttore che crea una società di gestione che istituisce un fondo che acquisterà direttamente i beni immobili del costruttore non collocati sul mercato, per poi essere collocato presso il pubblico risparmio. Questo possibile grave conflitto di interesse è

---

<sup>277</sup> D'Amato M., "Fondi chiusi immobiliari: aspetti economici ed estimativi", in "Il Nuovo Cantiere", n. 11, dicembre 1996

<sup>278</sup> Catella M., "Enti previdenziali senza casa", in "Il Nuovo Cantiere", n.6, giugno 1996

stato dunque evitato prontamente per il privato, ma stranamente ammesso per il soggetto pubblico<sup>279</sup>.

Assume poi un'importanza fondamentale il processo di scelta degli immobili di proprietà pubblica da conferire nei fondi.

“Risulta quindi naturale chiedersi quale sarà il rendimento atteso dei fondi immobiliari pubblici sul quale costruire una corretta strategia di diversificazione tipologica ed economica per minimizzare il rischio di portafoglio. Nella legge non viene approfondita nessuna indicazione di principio, a parte un timido riferimento ad una <<iniziale>> selezione di beni immobili suscettibili di valorizzazione e gestione economica. Nel definire un processo così complesso ed articolato sembra al contrario fondamentale fornire i necessari requisiti di chiarezza e trasparenza in grado di assicurare un risultato ottimale non solamente per il soggetto pubblico, ma anche per il mercato e soprattutto per gli eventuali sottoscrittori”<sup>280</sup>.

“In un quadro generale caratterizzato da una serie di rischi, certamente elevati, solamente un'attenta selezione degli immobili, un'adeguata gestione del processo di dismissione secondo criteri di trasparenza e redditività e un po' di buon senso potranno comunque garantire la creazione di nuovi strumenti adeguati. Un ulteriore fallimento genererebbe questa volta una serie di difficoltà anche per i due nuovi soggetti fondamentali per i mercati finanziari ed immobiliari: i fondi pensione ed i fondi immobiliari”<sup>281</sup>.

---

<sup>279</sup> Catella M., “*Dismissioni a rischio*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.6, giugno 1997

<sup>280</sup> Catella M., “*Incertezze di fondo*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.7, agosto 1997

<sup>281</sup> Catella M., “*Enti previdenziali senza casa*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.6, giugno 1996

### 3.4 Gli effetti della Finanziarizzazione Immobiliare

Ciascuna delle modalità di finanziarizzazione immobiliare, dalla securitization alle operazioni di spin off, di sale & lease back e soprattutto i nuovi strumenti di investimento, quali i fondi immobiliari chiusi, ricoprono un importante ruolo di rivitalizzazione e rinnovo del mercato immobiliare e più in generale del settore delle costruzioni.

Questi nuovi strumenti anche se hanno una valenza finanziaria molto elevata hanno infatti, anche un non trascurabile elemento tecnico importante.

L'accento va posto sulla gestione professionale e strategica dei portafogli immobiliari che sono stati scorporati, se parliamo di una operazione di spin off, che sono stati conferiti in un fondo immobiliare, nel caso dei fondi immobiliari chiusi o che sono stati trasformati in un *abs* (*asset bucket securities*), nel caso delle securitization.

Questo nuovo mercato richiede necessariamente operatori con competenze multidisciplinari e con professionalità tali da poter raggiungere lo standard dei gestori europei ed americani.

Si delinea quindi, anche in Italia un nuovo mercato, quello dei servizi, il cui termine comprende la gestione di tutti i servizi a supporto dell'edificio (manutenzioni edili ed impiantistiche, pulizia, utenze ecc.), le valutazioni, la consulenze strategica, le dismissioni, ecc.

Infatti, affinché il mercato si rivitalizzi è anche importante che si sviluppi con un elevato livello di efficienza operativa e di *know how*, con notevoli investimenti da parte delle future società dei servizi sia in personale che in tecnologie.

Questo è solo uno degli effetti che i processi di finanziarizzazione portano al settore immobiliare e delle costruzioni.

Più in generale, è possibile individuare all'interno di macroaree gli effetti che, un accento così forte sulla Finanza, comporta sui mercati, in termini di:

- ricadute sui mercati finanziari, sui mercati dei capitali;
- ricadute sull'economia del settore delle costruzioni;
- ricadute nelle politiche di gestione del territorio;
- ricadute di carattere sociale.

### 3.4.1 La ricaduta finanziaria sul mercato dei capitali

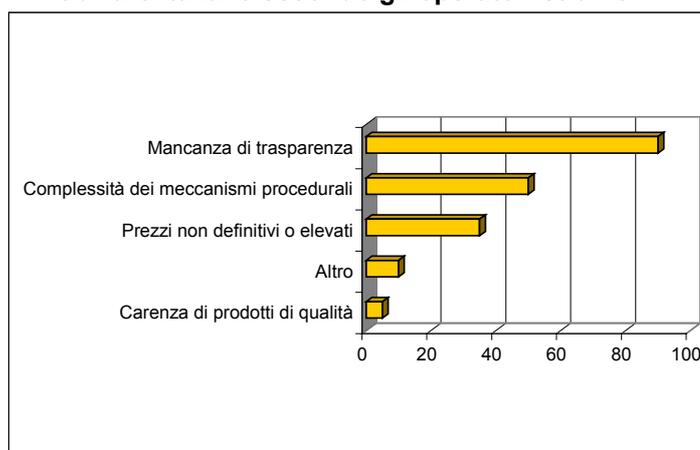
Gli effetti della finanziarizzazione sui mercati finanziari cioè sui mercati dei capitali, sono prima di tutto misurabili nell'apporto di maggiore liquidità nei mercati, nella maggior informazione e quindi incentivo alla trasparenza del mercato nonché in vantaggi per il piccolo risparmiatore.

**Maggior Liquidità.** Questo viene determinato dall'entrata a regime dei fondi di investimento immobiliare, grazie alla possibilità offerta ai risparmiatori di acquisire titoli rappresentanti frazioni di beni immobili che per loro natura sono considerati indivisibili. Infatti i fondi immobiliari rappresentano uno strumento di risparmio alternativo che nel piccolo risparmiatore andrà a sostituire nel tempo i titoli di stato. Il minor valore di una quota rispetto all'acquisto diretto di un immobile permette l'accesso al mercato finanziario di un maggior numero di investitori privati. La presenza invece, di investitori istituzionali aumenta la frequenza e la diminuzione delle contrattazioni a beneficio di valutazioni più sicure. Grazie anche all'introduzione del concetto di "divisibilità" degli immobili nei fondi di investimento immobiliare.

**Maggior informazione.** Come prima conseguenza appare la necessità di una corretta informazione e di una trasparenza dei dati relativi al mercato immobiliare, andando a colmare una lacuna tuttora esistente in Italia. Per ottenere ciò è necessaria una raccolta di dati più numerosi e confrontabili, lo sviluppo di tecniche di analisi, valutazione e gestione sofisticate, la nascita di associazioni, banche dati e pubblicazioni in grado di sopperire a tali esigenze come avvenuto negli Stati Uniti alla fine degli anni settanta.<sup>282</sup>

La diffusione per esempio, della tecnica finanziaria della Securitization nel settore immobiliare

**Grafico 40: Le principali problematiche del mercato immobiliare italiano secondo gli operatori stranieri**



Fonte: *Scenari Immobiliari*

– ovvero l'applicazione anche ai cespiti immobiliari di metodi di valutazione finanziaria tipici dei valori mobiliari e basata sulla determinazione dei flussi di cassa prospettici e sulla loro attualizzazione ad un opportuno tasso di sconto – potrebbe dare un contributo ad eliminare la mancanza di trasparenza del mercato immobiliare che è spesso lamentata dai diversi operatori del settore.

<sup>282</sup> Catella M., "Effetti della finanziarizzazione sul mercato immobiliare italiano", "Il Nuovo Cantiere", n.11, dicembre 1995

Infatti, la presenza di investitori istituzionali e di strumenti di investimento finanziari-immobiliari definiscono la richiesta per criteri di investimento formalizzati che necessariamente richiedono la raccolta di dati più numerosi e confrontabili, oltreché di tecniche di analisi, valutazione e gestione sofisticate. In questo senso un effetto della finanziarizzazione è anche la nascita di associazioni, banche dati e pubblicazioni in grado di allargare l'informazione su questi temi.

Vantaggi e svantaggi per il pubblico risparmiatore. I fondi immobiliari chiusi sono uno strumento ideale ed innovativo, rivolto in particolar modo agli investitori professionali, istituzionali.

E' anche vero che l'introduzione dei fondi immobiliari chiusi nel mercato finanziario italiano può comportare molteplici vantaggi anche al piccolo risparmiatore, tra i quali:

- Possibilità di investire in un comparto, come quello immobiliare, fino ad oggi "chiuso" al piccolo risparmiatore, perché richiedente investimenti troppo onerosi, soprattutto per quel che riguarda gli investimenti più redditizi, legati a destinazioni d'uso commerciali, ad uffici, alberghi, ecc. Con i fondi diventa possibile investire in immobili con somme di denaro che sicuramente sarebbero insufficienti per l'acquisto diretto di un bene immobile.
- Sostenere minori costi di transazione in caso di vendita di un immobile.
- Maggiore liquidità rispetto ad un tradizionale investimento immobiliare.
- Diversificazione del proprio portafoglio oltreché in azioni, titoli di Stato e obbligazioni.
- Diversificazione del rischio, "che va considerato sotto un triplice angolo visuale:
  - quello di minimizzazione del rischio di sfitto cioè di mancato reddito: le perdite per sfitto di un fondo comune non superano normalmente l'1,5%; mentre il rischio di sfitto di chi ha investito in un'unica unità immobiliare può anche essere del 100%;
  - la distribuzione degli investimenti su una pluralità di immobili ubicati in posizioni diverse (talvolta anche in nazioni diverse) e di qualità diversa;
  - la diversificazione degli investimenti quanto a destinazioni degli immobili (abitazioni, uffici, negozi, centri commerciali, destinazioni specializzate come case per anziani o per studenti o per uomini d'affari, ecc.)."<sup>283</sup>
- "Amministrazione delegata ai gestori del fondo: il risparmiatore non svolge alcuna delle attività necessarie per mettere e mantenere a reddito immobili di proprietà diretta, mentre il costo di gestione di un fondo comune immobiliare (serio) è quasi sempre inferiore all'onorario dovuto a professionisti per l'amministrazione di beni di proprietà diretta"<sup>284</sup>.
- "Alternativa di minor impegno gestionale e finanziario rispetto all'investimento immobiliare diretto, utilizzando le migliori professionalità.
- Possibilità di limitare l'investimento alle proprie disponibilità e di graduarlo nel tempo"<sup>285</sup>.

---

<sup>283</sup> Tamborrino F., op. cit.

<sup>284</sup> ibidem

<sup>285</sup> Viganò D., "Un approccio metodologico per la scelta degli immobili di un Istituto di previdenza da apportare ad un Fondo di investimento immobiliare chiuso", in "INPDAP", n. 5, settembre/ottobre 1997

D'altra parte gli svantaggi legati ad investimenti in fondi immobiliari chiusi da parte del pubblico risparmio comprendono:

- Presenza di strumenti di investimento finanziario più redditizi, direttamente competitivi con i fondi immobiliari chiusi.
- Riduzione della redditività del fondo stesso, a causa della rete di distribuzione e delle conseguenti commissioni elevate necessarie al fine della vendita del fondo presso il pubblico risparmio.
- Disinvestimento richiedente periodi lunghi, perché l'investimento in fondi comuni immobiliari si identifica come investimento a lungo termine.
- Rischio ciclico di perdita di valore: "gli immobili presentano, insieme alla prospettiva di un aumento di valore reale (al netto dell'inflazione monetaria) nel lungo termine, anche un rischio ciclico di perdita di valore: la storia del dopoguerra ci insegna che a periodi di sensibile incremento dei valori immobiliari sono succeduti periodi di stagnazione o addirittura di ribasso, e questi cicli si riflettono, anche sensibilmente, sul valore delle quote, a seconda della diversificazione degli investimenti del fondo. Il ciclo di crisi del valore può anche accompagnarsi con crisi di redditività qualora esistano interventi legislativi pubblici per bloccare o diminuire i redditi (specie nel settore delle locazioni abitative) o per aumentare la pressione fiscale ordinaria o speciale (tasse sul patrimonio)"<sup>286</sup>.
- Mancanza di esperienza nella gestione professionale di grandi patrimoni immobiliari e nell'utilizzo di strumenti finanziari legati al mercato immobiliare.

---

<sup>286</sup> Tamborrino F., op. cit.

### 3.4.2 Gli effetti economici sul settore delle costruzioni

Maggior afflusso di capitali. I fondi pensioni e i fondi di investimento immobiliare, come avvenuto per gli Stati Uniti e per le altre esperienze europee, possono rappresentare per il settore delle costruzioni un'importante canalizzazione di capitali che unitamente a forme finanziarie quali il *project financing* – ovvero lo strumento che permette la copertura finanziaria di grandi opere ed infrastrutture utilizzando il capitale privato e trasferendo così parte del rischio finanziario dallo Stato al mercato – possono rappresentare uno strumento indispensabile per la realizzazione di operazioni immobiliari complesse. Ciò comporta maggiore afflusso di capitali nel processo edilizio.

Processo progettuale. La finanziarizzazione comporta un cambiamento anche del processo progettuale, perché gli investitori istituzionali, i gestori e i nuovi operatori immobiliari richiedono la realizzazione di edifici più flessibili e in grado di assicurare un reddito ottimale anche in caso di cambiamento di destinazione d'uso, di inquilino, di nuovi cicli di mercato, ecc. Gli immobili dovranno essere flessibili, avere anche una rilevante dotazione tecnologica, essere "attuali" e di qualità. Ciò comporta un controllo del processo edilizio attento alla variabile "tempo", controllo che può avvenire dopo una programmazione, pianificazione dei lavori anche in termini economici.

Il mondo delle costruzioni deve orientarsi verso questa concezione di gestione in tutte le fasi del ciclo edilizio. Ciò comporta la nascita di nuove figure professionali.

Nascita di nuove figure professionali: in un mercato più istituzionale la diffusione di strumenti di investimento misti fra mobiliare ed immobiliare determina la domanda di tecnici specializzati in mercati immobiliari e finanziari che offrono un servizio di consulenza agli investitori (*Advisor*); di operatori che assicurino una corretta gestione dell'immobile in tutti i suoi aspetti, amministrativi, fiscali, legali e di manutenzione (*Property e Facility Management*). Tutte queste nuove figure devono garantire elevati standard professionali. Più specificatamente i nuovi protagonisti dedicati a queste nuove aree di intervento sono: *advisory*, *asset e property manager*, *facility e building manager*.

Maggiore regolamentazione del mercato da parte di organismi preposti al controllo e introdotti grazie ai fondi immobiliari: Consob, Ministero del Tesoro, Banca d'Italia, Commissioni di vigilanza, ecc. Questo maggiore controllo comporta anche la nascita di nuove figure professionali più qualificate (certificate) e istituzionalizzate già presenti in altri Paesi, come gli Stati Uniti d'America: *property manager*, *facility manager*, ecc.

Promozione immobiliare: la finanziarizzazione comporta una selezione attenta degli immobili da inserire in un portafoglio di investimenti. In questo senso la figura del promotore immobiliare, in grado di valorizzare le complesse operazioni immobiliari, diviene una figura strategica.

Innovazione e adeguamento maggiore ai cambiamenti del mercato, grazie proprio alla maggiore disponibilità di informazioni.

Maggiore concorrenza. L'allargamento del settore della gestione immobiliare comporta la possibilità per gli operatori di avere un confronto più immediato e più competitivo.

### **3.4.3 L'influenza sugli strumenti urbanistici per la gestione del territorio**

Gli effetti della finanziarizzazione in termini urbanistici possono essere misurati sia in termini di riqualificazione del territorio che in termini di rinnovo e di riqualificazione dello stock abitativo esistente.

I fondi immobiliari nascono come un nuovo veicolo di investimento finanziario, alternativo ad altri prodotti sul mercato, con lo scopo di canalizzare il risparmio verso il mercato immobiliare. Il fondo rappresenta il punto di unione tra due mercati, quello dei capitali e quello immobiliare e proprio questo legame con gli immobili e quindi con il tessuto urbano in genere lo rende capace di ricoprire un ruolo innovativo in grado di apportare risorse al mercato immobiliare per la trasformazione delle infrastrutture e del territorio che va al di là dell'essere un semplice strumento finanziario così come è nato e stato concepito.

“E' necessario quindi, promuovere una visione del mercato immobiliare non solo di sviluppo di questi prodotti finanziari, relativamente nuovi, ma come scenario all'interno del quale questi nuovi strumenti hanno un importante ruolo per lo sviluppo delle città”.<sup>287</sup>

Lo strumento “Fondi immobiliari” ha tutte le potenzialità per avere un peso rilevante nelle trasformazioni urbane in uno scenario italiano in cui questo veicolo finanziario è di recente istituzione e dove il mercato immobiliare ha dimensioni ragguardevoli e su cui si stanno concentrando i maggiori interessi mondiali nel settore immobiliare. Oggi, il mercato immobiliare italiano infatti, è considerato il più interessante per una serie di congiunture che lo rendono particolarmente appetibile per gli investitori stranieri “Molte operazioni che hanno coinvolto istituzioni finanziarie straniere sono state fatte ma hanno avuto un impatto inferiore rispetto a quello scenario che anche i mass media sono riusciti a dipingere in questi ultimi anni: l'Italia come un territorio di scorriere per capitali stranieri particolarmente aggressivi”<sup>288</sup>.

La realtà più importante è invece proprio la nascita dei fondi immobiliari che stanno offrendo una nuova possibilità alle amministrazioni pubbliche così come ai grandi proprietari immobiliari privati di avere dei nuovi partner nella trasformazione del territorio.

La missione che oggi hanno i fondi immobiliari assume una valenza nuova rispetto a pochi anni fa dove gli investitori, coloro che apportavano liquidità nel mercato immobiliare o delle

---

<sup>287</sup> Ciccarello F. “Le nuove risorse per cambiare la città: il caso dei fondi immobiliari” in “La finanza immobiliare per lo sviluppo delle città” Atti del convegno, Città Impresa, Milano, 10 Ottobre 2001

<sup>288</sup> ibidem

costruzioni, erano investitori di tipo tradizionale (per esempio le Assicurazioni che sono oggi scoparsi dal mercato almeno nella veste di acquirenti).

I fondi infatti, sono uno strumento capace di apportare risorse al mercato immobiliare per la trasformazione del territorio, oltre che essere uno strumento finanziario, alternativo nel mercato del risparmio, nato dal modo bancario.

Quindi, non solo Finanza, Economia ma anche e soprattutto Territorio elemento quest'ultimo che nel nostro Paese necessita di interventi di valorizzazione. Infatti, la storia dell'urbanistica dal secondo dopoguerra in avanti, ha trascurato questo aspetto anche per un retaggio ideologico che associava l'economia alla speculazione e che ha prodotto nel nostro territorio i danni che sono sotto gli occhi di tutti.

Oggi "nonostante abbiamo una delle normative urbanistiche più complicate abbiamo costruito le peggiori periferie tanto da rendere difficoltosa la distinzione tra il tessuto abusivo e quello no, alla fine il risultato urbanistico e non urbanistico è stato lo stesso"<sup>289</sup>.

E' necessario quindi, ritrovare, ricostruire, il dialogo tra mondo finanziario ed economico e mondo della produzione immobiliare, che investe tante figure, tante professionalità, tante responsabilità che si devono occupare di trasformare, regolare il territorio.

Gli amministratori pubblici, a vari livelli, Stato, Regioni, Province, Comuni, devono scoprire che oggi sul mercato immobiliare c'è un nuovo soggetto o ci sono una serie di nuovi soggetti che possono apportare nuove risorse sul territorio, investire nelle infrastrutture, per far crescere le città e dotarle di tutti quei servizi per i quali è difficile reperire i finanziamenti necessari.

Il fondo in questo modo riesce a portare sul mercato, nuove forme di finanziamento, come il *project financing*. Quindi, ci sono i nuovi ruoli che vanno capiti nel processo immobiliare imparando a leggere gli errori che il mercato immobiliare ha subito in questi ultimi cinquanta anni, producendo i guasti urbani che affliggono il Paese perché l'industria immobiliare risente di un gap culturale, imprenditoriale, che non ha prodotto tutta una serie di specializzazioni di figure professionali che sono necessarie a gestire tutta la filiera immobiliare.

Ieri, le due figure principali del mercato immobiliare erano il proprietario costruttore, dove queste figure non erano esattamente distinguibili, e un acquirente conduttore che poteva essere l'utente finale che comprava i beni strumentali o il classico investitore a lungo termine come poteva essere il Fondo Pensione. In mezzo c'era tutta la fase del finanziamento che veniva direttamente gestita dal proprietario costruttore attraverso rapporti di tipo fiduciari/personali con il mondo bancario. Questo processo, è cambiato, si è complicato e si sta evolvendo.

Oggi è più facilmente distinguibile la figura del promotore distinta da quella del proprietario, anche se il promotore ha ancora una certa dose di ambiguità in quanto viene percepito come un investitore di breve termine.

---

<sup>289</sup> Fuksas "Caos Sublime", in "Forum di previsioni e strategie" IX edizione, Scenari Immobiliari, Santa Margherita Ligure (Ge), 14 e 15 settembre 2001.

Infatti, il promotore compra per trasformare e poi rivende tutto nell'arco di 3 e 5 anni massimo. Ma questo tipo di promotore, spesso di provenienza dal mondo delle costruzioni, gestisce in proprio tutta la fase del finanziamento, della ideazione dell'operazione, gestisce la fase della costruzione e si occupa di trovare, secondo il proprio disegno strategico, anche il conduttore, così come l'investitore "passivo" che deve limitarsi ad analizzare quanto è stato costruito. Molto spesso però i presupposti su cui si è basata la costruzione non sono condivisibili con l'investitore perché il prodotto non incontra le esigenze di un soggetto come un fondo di investimento immobiliare. L'evoluzione auspicabile di questo modello, abbastanza diffuso e consolidato ormai nel mondo anglosassone (Inghilterra, America) ma anche in Germania è che l'investitore non ricopra solo un ruolo finale ma diventa un ruolo centripeto che promuove e genera le trasformazioni immobiliari e quindi diventa l'interlocutore diretto dei diversi soggetti che devono naturalmente dialogare in prima battuta con colui il quale assicurerà il successo di questa operazione.

"I finanziatori stessi, i fondi, potranno avere la possibilità di usare meno *equity* e più leva di debito per ottimizzare la redditività, i finanziatori potranno essere esterni ed entrare in modo marginale nell'operazione, i conduttori dovranno essere condivisi e scelti insieme all'investitore che poi dovrà essere loro partner per 10 anni<sup>290</sup>."

Il promotore si occuperà professionalmente del montaggio dell'intera operazione dovrà dialogare, da subito, con l'investitore, il costruttore naturalmente non dovrà avere necessariamente un rapporto diretto ma dovrà entrare nel corso del controllo dell'attività anch'esso in rapporto immediato con lo stesso soggetto. Le amministrazioni pubbliche possono essere quei soggetti motivati a coinvolgere istituzioni finanziarie di questo tipo per promuovere trasformazioni della città. Il fondo diventa un investitore a medio termine perché anche lui avrà la necessità di ricollocare ad un investitore diverso l'investimento finale ma, dal punto di vista della trasformazione del territorio, dovrà dotarsi di strumenti di previsione a lungo termine, perché il successo di una operazione immobiliare non può prescindere da una previsione attendibile dell'evoluzione sia del mercato che del territorio sociale ed economico nel quale è inserito il flusso di investimento. Tutta questa serie di considerazioni deve spingere anche il fondo immobiliare ad un approccio al concetto di "valore" che non è esclusivamente finanziario quindi non si tratterà di fare esclusivamente una cernita di indicatori finanziari ma dovrà calarsi sul territorio, avere capacità predittive sulle trasformazioni del territorio. E' necessario che il fondo condivida con le pubbliche amministrazioni, con i grandi soggetti della città, questo tipo di visione. Un altro tema che sta emergendo con grande forza è il concetto di "qualità" non però qualità estetica ma qualità a 360° come presupposto.

---

<sup>290</sup> Ciccarello F. op.cit.

Infatti, finito ormai il tempo delle acquisizioni a tutti i costi giustificati dal fatto che bisognava risolvere problemi di uscita da certe operazioni dove interessava solo la redditività, oggi l'investitore ricerca la qualità edilizia, la qualità dell'intorno urbano. Molti hanno ancora la percezione del mondo immobiliare come quello in cui l'investitore del passato era poco attento a questi aspetti e interessato all'equilibrio finanziario dell'operazione.

In questo nuovo scenario il soggetto "bancario" è interessato a partecipare direttamente come soggetto attivo in questo tipo di operazione, non solamente quindi come interesse finanziario ma anche come forte soggetto con una forza sociale politica rilevante con la trasformazione del territorio. Tutto questo può avvenire solo se c'è la capacità e la competenza di capire quali sono tutti gli altri aspetti qualitativi oltre alla finanza. E quindi bisognerà ragionare e capire cosa sia il "marketing urbano" argomento quest'ultimo molto dibattuto ma non sempre tenuto in debita considerazione quando si approccia il mercato immobiliare.<sup>291</sup>

E' necessario esplorare anche le risorse che non siano solo focalizzate nelle città di Roma e Milano: esiste tutto un territorio molto articolato che può essere capito meglio quando si sa leggere il grado di competizione territoriale e quali sono i valori aggiunti delle diverse aree.

La qualità ambientale è un altro elemento importante se rapportata al costruito odierno. Milano per esempio possiede uno stock non occupato di uffici che sorgono in posizione sottoinfrastrutturate con scarsissima qualità ambientale che comportano grosse difficoltà quando è necessario trasferire risorse umane in localizzazioni terziarie che mancano di veri servizi. Oggi si parla di "business park" e non si capisce bene che cosa sia un business park che nasce da questa esigenza di qualità ambientale. Gli stranieri parlano di "visual pollution" (inquinamento visuale) proprio perché le città italiane sono caratterizzate da questo intorno urbano che non necessariamente segue un progetto lineare anche perché il tessuto storico di molte città italiane non lo permette.

Quindi, anche consenso sociale e politico che nasce da queste interazioni con le pubbliche amministrazioni nell'investire in progetti di riqualificazione urbana, di grande scala. L'investitore finanziario, quale il fondo, ha un grande interesse ad avere edifici di grande "attualità" quindi ha tutto l'interesse di promuovere anche una qualità architettonica che possa durare nel tempo e che possa far mantenere anche nel tempo l'appetibilità commerciale che quell'immobile può avere. Le prestazioni di tipo distributivo, impiantistico, funzionale degli edifici è un'altra chiave di lettura sulla qualità dell'investimento su cui anche qui spesso si fa fatica a trovare un interlocutore competente. La nascita di nuove professionalità è un elemento irrinunciabile se il mercato vuole maturare. "Gli investitori sono i primi ad averne grande bisogno".<sup>292</sup>

---

<sup>291</sup> Rolando P. "Progetti di trasformazione urbana: analisi della sostenibilità tecnico territoriale, economico finanziaria ed amministrativa" in "Valorizzare la città: le nuove strategie urbane" Atti del convegno, Città Impresa, Milano, 9 Ottobre 2001

<sup>292</sup> Ciccarello F., op. cit.

I fondi italiani diventeranno quindi, rapidamente uno tra i soggetti più attivi del mercato immobiliare, con evidenti ripercussioni su tutti quei programmi e piani urbanistici il cui successo dipende dal coinvolgimento degli investitori privati.

L'interesse per i progetti situati all'interno di aree di riqualificazione diventa un tratto costante se non prevalente del mondo di operare dei fondi. Infatti, il mercato immobiliare è caratterizzato da un'offerta superiore alla domanda e da prodotti di non sempre adeguata qualità. In questa situazione, le aree di riqualificazione possono presentare un vantaggio competitivo dato dai seguenti tre elementi:

1. in primo luogo, la presenza di un piano urbanistico e di una regia pubblica di intervento che lasciano spazio ai soggetti privati;
2. in secondo luogo, l'avvio della riqualificazione con finanziamenti pubblici;
3. in terzo luogo, infine, la qualità urbana, e non solo edilizia, degli interventi di riqualificazione può essere ben superiore a quella media del mercato, grazie ai due elementi precedenti perché, in generale, la localizzazione delle aree oggetto di riqualificazione è ottima e la rendita potenzialmente ottenibile dai terreni dovrebbe portare una selezione di qualità di progetti.<sup>293</sup>

---

<sup>293</sup> Ave G. op. cit.

### 3.4.4 Riflessi sulle dinamiche sociali

Gli effetti della finanziarizzazione immobiliare non sono solo misurabili in termini di Finanza, Economia ed Urbanistica ma anche gli aspetti sociali sono altrettanto importanti.

Il processo di dismissione del patrimonio immobiliare pubblico, per esempio degli Enti Previdenziali Pubblici<sup>294</sup> così come la dismissione del patrimonio immobiliare di Assicurazioni e Banche, ha avuto e sta avendo grossi riflessi non solo in termini economici e finanziari ma soprattutto sociali.

Non dimentichiamo che la maggior parte di questo patrimonio è di natura residenziale, e anche se nel concetto stesso di patrimonio è insita la valenza economica quando si parla di pubblico il riferimento al sociale è d'obbligo.

In passato politiche territoriali errate in termini di governo del territorio avevano spinto, a fronte di una grossa richiesta di edilizia popolare agevolata, gli Enti Previdenziali Pubblici ad acquistare immobili anche con una redditività bassa o quasi nulla per sopperire ad una carenza di edilizia sociale. Negli anni '60 e '70 gli Enti al pari di Istituti di Case Popolari hanno fatto investimenti errati perché in quel momento erano altre le esigenze del Paese.

Il fatto poi che l'immobile si rivalutasse nel tempo senza politiche di gestione "attiva" rendeva possibile questo tipo di politica d'investimento. Gli Enti quindi erano incentivati a fare "cattivi" investimenti per la necessità di dare una casa a quelle categorie sociali che ne avevano bisogno. Compito degli Enti Previdenziali è invece quello di dare le Pensioni e non certo di investire in immobili; nel tempo questa discrepanza tra attività "core e non core" ha messo in luce grossi problemi dovuti ad una situazione patrimoniale disastrosa: affitti bloccati, morosità, difficoltà nella sostituzione dei locatari, ecc. Un istituto previdenziale divenuto un investitore per scelte politiche ha portato nel tempo a dover intervenire con una Legge per poter sanare questa situazione. Fatto quest'ultimo reso ancor più critico dopo la grande crisi del settore immobiliare degli anni '90 che ha mostrato come gli immobili non si rivalutassero più nel tempo rifocalizzando l'attenzione sui flussi di casa che l'immobile può fornire grazie ad una gestione attiva dell'immobile.

---

<sup>294</sup> I riferimenti normativi nella gestione del patrimonio immobiliare degli Enti Previdenziali Pubblici sono:  
- *Legge 8 agosto 1995, n. 335*: stabilisce che Inps, Inail, Inpdap, Ipsema, Inpdai ed altri Istituti previdenziali non privatistici devono provvedere alla cessione dell'intero patrimonio immobiliare di proprietà, escludendo gli immobili strumentali e quelli destinati a copertura delle riserve tecniche, entro cinque anni dall'approvazione del decreto legge di attuazione.  
- *Decreto Legislativo 16 febbraio 1996, n. 104*: "Attuazione della delega conferita dall'art. 3, comma 27, della legge 8 agosto 1995, n. 335, in materia di dismissioni del patrimonio immobiliare degli enti previdenziali pubblici e di investimenti degli stessi in campo immobiliare".  
- *Legge 140 del 1997*: riguarda la vendita degli immobili per un valore di 3.000 miliardi (Programma Straordinario di vendita degli immobili degli Enti Previdenziali Pubblici).

A metà degli anni '90, in relazione al difficile – per il nostro Paese – processo di effettiva adesione al trattato di Maastricht, è emerso a livello di opinione pubblica il problema di come viene gestito il patrimonio immobiliare dello Stato e degli Enti locali. In particolare, nel 1995 si sviluppa una campagna di stampa che, bollandolo con il termine <<Affittopoli>>, mette a nudo il metodo e i risultati con cui viene gestito il consistente patrimonio immobiliare degli Enti Previdenziali Pubblici (INPDAP, INPDAL, INAIL, INPS, ENPALS, ENPAF, F.S.D., IPSEMA, IPOST).

Il dato che emerge dalla campagna giornalistica è che la gestione del patrimonio immobiliare da parte degli Enti è manchevole e deficitaria, che i criteri di assegnazione degli immobili sono poco trasparenti, e soprattutto che il compito istituzionale di questi Enti è di valorizzare al massimo il proprio capitale per pagare le pensioni, non di investire in immobili che moltiplicandosi di numero nel tempo presentano oggettive difficoltà di gestione, a fronte di una legislazione ipergarantista degli affittuari degli immobili residenziali.<sup>295</sup>

A partire da queste premesse il Governo vara nel 1996 una riforma complessiva, che ha come obiettivo la radicale innovazione, secondo criteri di razionalità ed efficienza, della gestione del patrimonio immobiliare degli Enti Previdenziali Pubblici: il Decreto Legislativo n. 104 del 16.02.1996.<sup>296</sup>

Questo ha provocato e sta avendo ripercussioni a livello sociale perché l'inquinato molto spesso è composto da classi sociali "deboli", che per una serie di congiunture economiche si sono viste espropriate di tutta una serie di diritti che li tutelava a livello di politiche della casa. Le politiche di dismissioni hanno quindi evidenziato le problematiche abitative di residenze sociali, in maniera ancora molto evidente.

---

<sup>295</sup> Tronconi O., *"Cultura e esperienze di gestione immobiliare in Italia"*, in *"Il Nuovo Cantiere"*, n.11, novembre 1997

<sup>296</sup> Il decreto 104/96 prevede la cessione totale del patrimonio immobiliare degli Enti escludendo quello ad uso strumentale e quello utilizzato a copertura delle riserve tecniche (quest'ultimo, in particolare, è escluso dalla vendita ma non dalla gestione esterna) ed un nuovo modello gestionale. Esso prevede in particolare: a) Vendita diretta degli immobili ai conduttori; b) Affidamento in gestione a società specializzate; c) Conferimento ai fondi comuni di investimento; d) Conferimento a società immobiliari specializzate partecipate dai Fondi Pensione.



## **CAPITOLO. 4. IL CICLO DELL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE: ACQUISIZIONE, GESTIONE E DISMISSIONE DI ASSETS**

Le operazioni di spin off e di securitization, le dismissioni pubbliche, sono alcuni esempi di un processo di trasformazione che sta dirigendo il mercato immobiliare italiano verso le logiche e le pratiche del mercato finanziario.

Gli attori di questo processo di trasformazione sono: i fondi di investimento immobiliare, gli investitori istituzionali, le società immobiliari quotate in borsa, i grandi investitori stranieri che hanno mostrato un grosso interesse verso il mercato immobiliare italiano.

L'accento quindi, è sull'investimento immobiliare dove, in questi ultimi anni, è in corso un processo di continua evoluzione che segue l'andamento del mercato.

Il nuovo scenario di inflazione ridotta, la crisi degli anni novanta, l'ingresso dell'Italia nell'Unione Europea e tutta una serie di altre congiunture economiche, hanno rifocalizzando l'attenzione sui flussi di cassa periodici che il bene immobile può effettivamente offrire piuttosto che sulla plusvalenza legata alla rivalutazione nel tempo del cespite<sup>297</sup>.

Il passaggio da una logica patrimoniale di investimento ad una logica di tipo reddituale ha avuto conseguenze qualitative e quantitative fondamentali sul mercato immobiliare: si è passati da una gestione "passiva" del patrimonio immobiliare ad una gestione "attiva" volta ad incrementare la redditività.

A seguito di questo processo è nata l'esigenza di utilizzare le tecniche di analisi degli investimenti mobiliari anche nel campo immobiliare, non senza incontrare delle difficoltà. Il bene immobile presenta infatti, delle caratteristiche peculiari che lo differenziano notevolmente dal bene mobile: è innanzitutto un bene fisico, non si può considerare avulso dal suo contesto fisico, ed è unico, difficilmente confrontabile con altri immobili senza l'utilizzo di parametri di omologazione.

La sua valutazione è problematica, in quanto sono da considerare variabili numerose e complesse. Questa operazione è poi ostacolata dalla inefficienza informativa del mercato immobiliare, che in Italia risulta poco trasparente e risente inoltre della notevole lunghezza dei tempi delle transazioni, caratteristica che spesso rende inattuali gli stessi dati e le valutazioni alla base di queste operazioni.<sup>298</sup>

Uno degli elementi che differenzia l'investimento immobiliare da quello mobiliare è la natura stessa del bene oggetto d'investimento.

---

<sup>297</sup> Catella M., "La finanziarizzazione del settore immobiliare" Dispensa del Master "Facilities Management: la gestione di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1999-2000

<sup>298</sup> Breglia M., "Investire in Italia: aspettative e realtà dei grandi investitori italiani ed esteri 1990-2005" Ricerca di Scenari Immobiliari, Milano, 14 febbraio 2000

Si è ribadito più volte che l'unicità, la fisicità ed immobilità sono le caratteristiche principali di un bene immobile. A queste però, si deve aggiungere la caratteristica tipica di un mercato finanziario: la redditività. L'immobile deve rendere, deve essere in grado di trasformarsi in un flusso di cassa. L'investitore puro ragiona infatti, in termini di redditività.

A secondo del profilo dell'investitore questa redditività può essere ricercata all'interno di un arco temporale ben preciso, con una durata medio-lunga (fondi immobiliari chiusi italiani), oppure più breve, (fondi opportunistici), può essere ricercata per una particolare tipologia di immobili (fondi specialistici) o per un mix di destinazioni ottimali (fondi generici), per una precisa localizzazione geografica (Milano, Roma, ecc.) o per una diversificazione territoriale (Nord, Sud, ecc.).

Come si può vedere le variabili sono molte, dipende dal profilo dell'investitore e soprattutto dalle sue strategie di investimento.

I vantaggi di un investimento immobiliare si possono misurare o nel *capital gain* che si ottiene dalla vendita del cespite o dalla redditività corrente predefinita, cioè dai canoni di locazione.

Nel primo caso l'investimento immobiliare assume caratteristiche tipiche di un investimento azionario, nel secondo caso di un investimento obbligazionario.<sup>299</sup>

L'immobiliare si pone quindi, tra un investimento azionario e un investimento obbligazionario; è nella definizione delle strategie che si enfatizza più l'uno o l'altro aspetto.

L'importanza che sta assumendo il settore degli investimenti pone la necessità di una sistematizzazione del processo che governa il ciclo di un investimento immobiliare.

Infatti, se fino a pochi anni fa l'investimento immobiliare veniva visto soprattutto come una diversificazione del portafoglio di un investitore, in modo da ridurre il rischio dell'investimento, oggi l'enfasi è invece sul rendimento.

L'investimento immobiliare deve produrre rendimenti comparabili con le opportunità alternative presenti nel mercato finanziario.

Elemento quest'ultimo di grande importanza che ha comportato un cambiamento radicale: l'immobile non ha più un ruolo "passivo" di diversificazione, ma un ruolo "attivo", alla ricerca dell'equilibrio migliore fra diversificazione e rendimento, in competizione continua con altri prodotti locali o internazionali che hanno lo stesso profilo di rischio.

Nel panorama attuale del mercato immobiliare italiano nasce quindi, l'esigenza di analizzare e pianificare più dettagliatamente l'investimento immobiliare, utilizzando anche i metodi di analisi finanziaria ed economica, soprattutto nella fase di definizione delle strategie di investimento e nella fase di acquisizione degli *assets* immobiliari accompagnata da una altrettanto rigorosa gestione professionale dell'immobile volta a farne crescere il valore e la redditività.

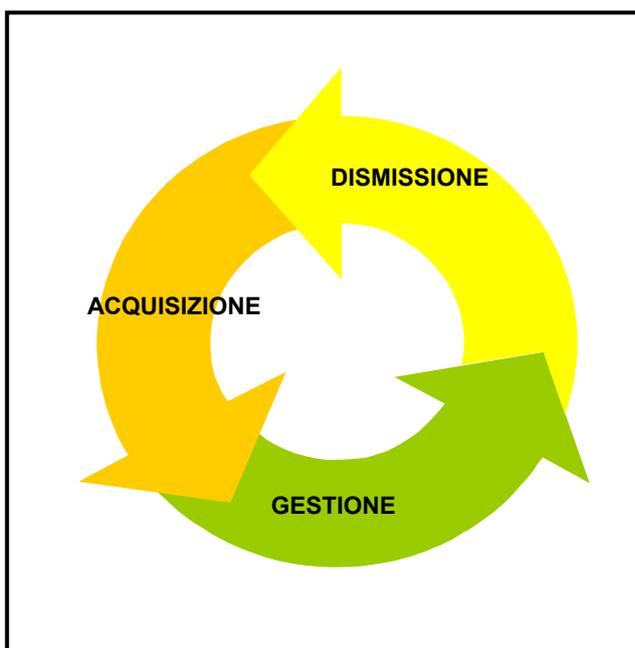
---

<sup>299</sup> Bruna E. "Le caratteristiche di un investimento immobiliare" Dispensa del Master "Innovazione manageriale e nuove tecnologie per la gestione di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1999-2000

Il modello di riferimento è quello anglosassone che necessita però di essere adattato alla realtà italiana ancora poco strutturata in termini di processi e di relazioni con gli operatori e caratterizzata anche da poca professionalità.

E' necessario quindi, la corretta pianificazione e gestione delle variabili economico- finanziarie e tecniche nei processi di acquisizione, gestione e dismissione di assets immobiliari. Fasi che articolano il ciclo dell'investimento immobiliare.

**Grafico 41: Il ciclo dell'investimento immobiliare**



## 4.1 La strategia di un investimento immobiliare

“Strategia è una parola che deriva dal mondo militare un generale prussiano la definisce “applicazione del buon senso” quindi non si può insegnare, ciò però che si può far emergere è la logica che guida una strategia che è sempre in linea con il profilo dell’investitore”<sup>300</sup>.

Si determinano per primi quindi, i profili di investimento e da questi si determinano le opzioni strategiche.

Solitamente per l’analisi di una proposta di investimento immobiliare l’investitore incarica una unità di Asset Management, con la quale l’investitore stabilisce:

- gli obiettivi di redditività;
- la durata del portafoglio immobiliare;
- la tipologia e collocazione geografica degli immobili da acquisire (*asset allocation*);
- la struttura del veicolo di investimento (ad es. fondo immobiliare regolato da normative nazionali oppure struttura “atipica” costituita ad hoc) con relative fiscalità e leva finanziaria.

Tali gestori si interfacciano con specialisti sugli aspetti legali, fiscali, amministrativi e, non ultimi, tecnici, in termini di analisi della situazione dell’immobile prima dell’acquisizione e progettazione e controllo dell’esecuzione di opere edili e impiantistiche nella fase di gestione. In particolare, proprio la gestione tecnico-amministrativa dell’immobile viene, salvo eccezioni, affidata ad una unità di Property Management che in modo complementare all’Asset Management ne segue le indicazioni nella conduzione. Quindi si viene a delineare una rete di rapporti tra professionisti molto fitta.

Nel caso invece dei Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano la figura dell’Asset Management è all’interno della stessa Società di Gestione del Risparmio che ha istituito il fondo. In questo caso ci si avvale di advisor esterni per la consulenza strategica. Il Management infatti può essere interno o esterno (*Management in – out*), la gestione interna permette di avere maggior controllo, flessibilità ma ha costi elevati, la gestione esterna (*external Management*) riduce i costi ma si ha minor controllo<sup>301</sup>.

E’ importante quindi in una gestione esterna individuare i fattori critici su cui basare la scelta per l’advisor, Questi fattori possono essere: la struttura organizzativa, la filosofia di investimento, le performance, il tipo di reporting, le referenze che possiede una società.

---

<sup>300</sup> Bruna E., “*Il Portfolio Management*” Dispensa Corso Master “Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari”, Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000-2001

<sup>301</sup> Bruna E., “*Aspetti gestionali del fondo*”, Cefor, Milano 1992

#### 4.1.1 Definizione delle Linee Guida strategiche di un investimento

Nel ciclo di un investimento immobiliare il primo passo è la definizione delle linee guida strategiche dell'investimento. Queste ultime presuppongono la conoscenza degli obiettivi e dei vincoli dell'investitore. La giusta comprensione degli obiettivi dell'investitore e dei vincoli di cui risente la sua attività è il miglior punto di partenza per il processo di gestione di un portafoglio.

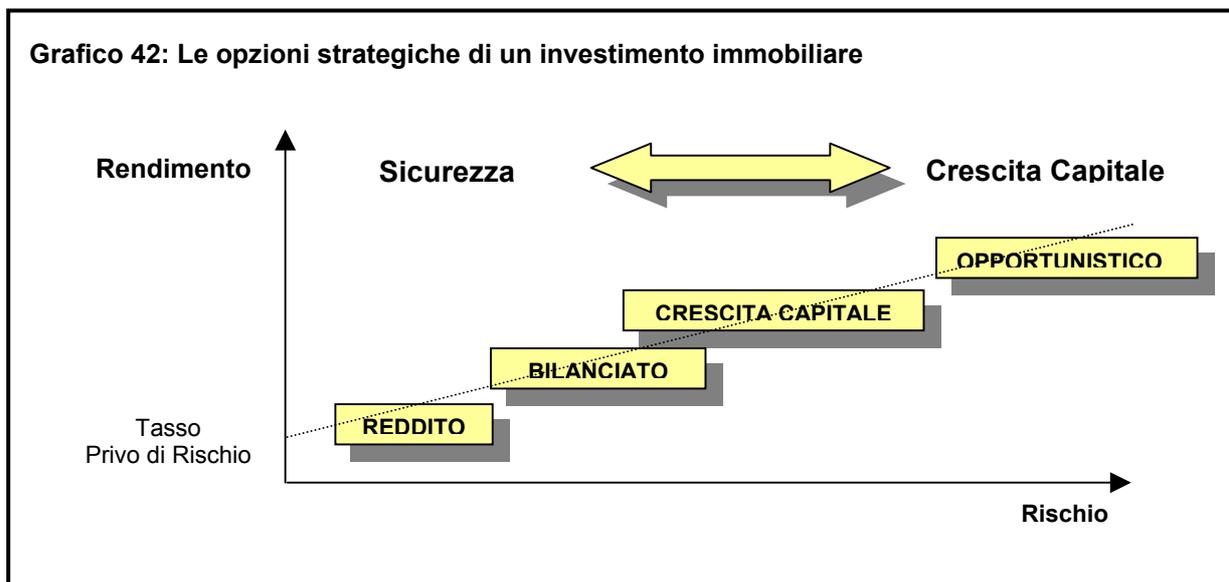
Il Portfolio Management, è un processo di gestione dinamica di beni immobili volti all'ottimizzazione del rapporto rischio rendimento. Si può perseguire questo obiettivo percorrendo diverse strade, ma per prima cosa è necessario formulare una politica d'investimento che trae le sue origini dal proprietario-cliente.

Gli obiettivi e i vincoli che determinano la costruzione stessa del portafoglio e la sua strategia di investimento, sia all'inizio del processo che nel suo evolversi sono:

- a) capitali disponibili e dimensione del portafoglio;
- b) propensione al rischio e rendimento atteso;
- c) esigenze di liquidità e orizzonti temporali;
- d) considerazioni fiscali e legali.

##### a) Capitali disponibili e dimensione del portafoglio

Gli investitori indicano tra le principali categorie di beni di investimento (titoli a reddito fisso, titoli azionari, immobili) la frazione di fondi da investire nel settore immobiliare, ovvero l'entità monetaria destinata al portafoglio immobiliare, entro cui limiti il gestore di portafoglio può muoversi.



#### **b) Propensione al rischio e rendimento atteso**

L'investitore è chiamato ad indicare il grado di accettazione del rischio che è disposto a correre, in rapporto al rendimento che desidera ottenere. Infatti, ai diversi tipi di investimento corrispondono diversi rapporti rischio/rendimento e spesso ad investimenti ad alto rischio corrispondono alti rendimenti mentre ad investimenti a basso rischio corrispondono rendimenti minori.

#### **c) Esigenze di liquidità e orizzonti temporali**

Il gestore deve concordare con l'investitore le esigenze di liquidità del portafoglio, in quanto gli investimenti immobiliari non sono facilmente smobilizzabili e richiedono orizzonti temporali relativamente lunghi. Per questo motivo, oggi, gli investitori scelgono di inserire nel proprio portafoglio non solo immobili, ma anche quote e titoli immobiliari che presentano il vantaggio di maggiori liquidità.

#### **d) Considerazioni fiscali e legali**

Alla scelta del tipo di immobile e di investimenti immobiliari in genere, sono legati oneri e regimi fiscali differenti come pure aspetti legali diversi, l'obiettivo del gestore è massimizzare l'utile al netto degli oneri fiscali, di cui deve quindi tener conto e concordare con l'investitore.

### **4.1.2 Definizione macro-strategie del portafoglio**

Una volta individuati gli obiettivi e le strategie dell'investitore, è necessario definire delle macro strategie del portafoglio immobiliare in linea con gli obiettivi dell'investitore. Gli obiettivi di massima della strategia sono:

- rendimento;
- profilo di rischio;
- durata del portafoglio;
- diversificazione, tipologia e collocazione geografica degli immobili da acquisire (*asset allocation*);
- Liquidità.

Tutti questi elementi dipendono dalla strategia dell'investitore e sono strettamente correlati tra di loro. Nel caso dei Fondi immobiliari chiusi di diritto italiano, l'investimento tipico è quello che copre un arco temporale medio-lungo (dieci anni), ha un rischio basso e una redditività che si aggira intorno al 5% oltre l'inflazione, è diversificato in immobili commerciali, direzionali e piattaforme logistiche. I Fondi opportunistici invece, perseguono una redditività più alta, investono in settori più a rischio, hanno una durata più breve e il loro scopo è ricavare il massimo rendimento in un arco temporale ridotto.

Ad ogni profilo di investitore corrispondono scelte strategiche differenti di rendimento, rischio, durata dell'investimento, diventa quindi importante una analisi puntuale del mercato immobiliare e del suo monitoraggio per determinare una corretta politica di investimento.

#### 4.1.2.1 Studio e monitoraggio del mercato

Un attenta analisi di mercato e il suo costante monitoraggio sono lo strumento indispensabile per determinare una corretta politica di investimento. Le condizioni in atto nel mercato immobiliare sono in costante evoluzione e trasformazione, i tassi di sconto e di capitalizzazione mostrano un andamento ciclico, che dipende dal variare delle preferenze degli investitori per particolari mercati e per determinate categorie di immobili.<sup>302</sup>

Il gestore del portafoglio dovrà individuare e analizzare i mercati che ricadono nell'ambito dell'insieme delle opportunità di investimento su cui ha deciso di puntare. Per costruire un portafoglio è necessario operare sulla base di stime dei possibili rapporti rischio/rendimento futuri, per cui il gestore di portafoglio dovrà stimare questi parametri individualmente, pur con l'ausilio di analisi quantitative.

Nel mercato immobiliare è molto difficile reperire dati di alta qualità ed affidabilità, il mercato infatti, è poco trasparente e molto diverso per esempio dal mercato dei titoli a reddito fisso ed azionario. Il tipo di approccio nella gestione di un portafoglio, dipende quindi dal mercato in cui si deve operare. Essenzialmente si può parlare di efficienza e non efficienza del mercato.<sup>303</sup>

Un mercato efficiente è un mercato in cui operano molti soggetti, in cui le informazioni si diffondono con rapidità ed efficienza e in cui i prezzi dei beni sono molto sensibili agli ultimi dati sul mercato stesso. In questa situazione conviene quindi, adottare un approccio di "gestione passiva" in modo da strutturare il portafoglio in linea con gli indici prevalenti di mercato.

Per mercato "*poco efficiente*" si intende un mercato dove i dati e il flusso delle informazioni sono scarse. In questo caso quindi, risulta conveniente adottare un approccio di "gestione attiva" con conseguente concentrazione sull'obiettivo di individuare segmenti di mercato in cui i beni vengono offerti a prezzi inferiori a quelli di mercato per conseguire risultati al di là degli indici generali di mercato. Data la scarsità di dati qualitativi sul mercato immobiliare, sono pochi coloro che lo reputano efficiente. Per questo motivo può apparire conveniente adottare un approccio attivo alla gestione del portafoglio.

Il mercato immobiliare è meno efficiente del mercato azionario e obbligazionario per diversi motivi tra i quali: elevati costi di transizione; mancanza di informazioni pubbliche; elevate dimensioni delle transazioni; unicità di ogni investimento immobiliare; complessità delle possibili

---

<sup>302</sup> Nomisma, Osservatorio sul Mercato Immobiliare, "*I Rapporto sul mercato immobiliare*", Bologna, Marzo 2001

<sup>303</sup> Breglia M., Catella M., op. cit.

strutture di transizione; numerosa legislazione circa l'acquisto, il finanziamento e la gestione; complessità delle disposizioni fiscali.

E' quindi importante un corretto studio di mercato così come il suo monitoraggio. Ma, se in Italia si va diffondendo l'utilizzo di valutazioni economiche preventive per la realizzazione di un investimento immobiliare, è ancora invece scarso il ricorso a specifici studi di mercato che vengono normalmente effettuati in altri Paesi soprattutto nel mondo anglosassone.

Nei casi in cui si procede ad una analisi di mercato, questa spesso appare incompleta e scarsamente finalizzata alla valutazione preventiva dell'investimento.

Eppure date le caratteristiche dei mercati immobiliari e la loro elevata variabilità rispetto ai modelli economici utilizzati nell'economia industriale, l'analisi di mercato dovrebbe costituire una parte essenziale nel processo di valutazione degli investimenti.

Per la predisposizione di interventi di sviluppo immobiliare, gli studi di mercato sono infatti tra i primi passi che devono essere compiuti: essi hanno l'obiettivo di analizzare e prevedere la domanda potenziale per le varie destinazioni previste dal progetto, collegandosi alle condizioni esistenti di offerta. I risultati dello studio di mercato da un lato formano la base, i dati di input della verifica economica, dall'altro forniscono indicazioni alla progettazione.

Gli studi di mercato, tipicamente richiesti o sviluppati dai promotori, possono in realtà interessare anche altri operatori o enti: negli Stati Uniti, ad esempio, gli studi di mercato vengono normalmente utilizzati sia dalle amministrazioni pubbliche per prevedere le direttrici di sviluppo delle città e le quantità di servizi necessarie, sia dalle banche che finanziano operazioni immobiliari per determinare il livello del rischio.

Secondo l'obiettivo per cui sono stati richiesti esistono diversi tipi di studi di mercato: una distinzione è quella tra studi relativi ad un intervento per il quale è già definita una localizzazione specifica e studi senza una localizzazione specifica.

Uno studio di mercato comunque considera tre aree di problemi <sup>304</sup>:

1. fattori economici indiretti e cioè le influenze macroeconomiche;
2. fattori economici diretti e cioè la domanda e l'offerta nel mercato locale;
3. il quadro di sintesi e le indicazioni operative.

### **1. Fattori economici indiretti: le influenze macroeconomiche**

Tracciare uno scenario macroeconomico è importante al fine di definire l'ambito/area del proprio investimento. Significa quindi, tracciare non confini fisici ma economici, andare ad analizzare quali sono le aree, le attività, i settori economici principali, il tasso di occupazione e disoccupazione, il livello attuale e il trend di sviluppo, di una specifica area. E' necessario capire i dati reali dell'ambito in cui si intende operare. E' possibile anche decidere di investire in una zona dove non esiste mercato, sono strategie diverse rispetto a chi preferisce invece investire in mercati come Roma e Milano. "Per esempio Jeremy Luiss del fondo Schoders ha preferito investire in centri commerciali nelle zone di Brescia , Roma e Puglia dove non esisteva ancora mercato proprio perché ha preferito creare nuovi mercati piuttosto che operare in un mercato già consolidato<sup>305</sup>".

La variabile che viene considerata di principale importanza in questo tipo di analisi è l'economia in quanto il trend economico nazionale influenza l'andamento del mercato immobiliare, sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta. Purtroppo, spesso i promotori sono portati a sottostimare queste relazioni, sia perché i cambiamenti nell'economia nazionale possono riflettersi con un certo ritardo sui mercati immobiliari locali, sia per la complessità delle relazioni tra i due livelli e quindi la difficoltà di prevedere l'impatto dei mutamenti.

La domanda di abitazioni in proprietà dipende in primo luogo dalle variazioni del numero dei nuclei famigliari, dal reddito disponibile e dal costo del denaro.

La domanda di abitazioni in affitto è anch'essa legata all'andamento demografico e al reddito, ma anche alla qualità ed al livello di prezzo dell'offerta disponibile: se l'esplorazione sul mercato dell'affitto non porta a risultati soddisfacenti, le famiglie a medio-alto reddito si rivolgono al mercato della compravendita.

La domanda dei beni e dei servizi immobiliari proveniente dalle imprese è connessa sostanzialmente alle attese di maggior redditi e quindi alla crescita delle attività o ad una organizzazione di questa. E' evidente la correlazione tra il livello della domanda e l'andamento del ciclo economico: la domanda cresce nelle fasi espansive. Il segmento principale di questa domanda riguarda gli spazi industriali o per uffici in cui svolgere questa attività.

---

<sup>304</sup> Breglia M., Catella M., op. cit.

<sup>305</sup> Bruna E., "*Il Portfolio Management*" Dispensa del Master "Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000-2001

La quantità di spazi ad uffici è in funzione del numero degli impiegati attuali previsti nel breve periodo, del tipo di attività svolta, dell'immagine che l'azienda desidera creare. La domanda di spazi produttivi è funzione del numero di occupanti, del ciclo produttivo, degli spazi a magazzino, in genere ingenti, per lo stoccaggio delle materie prime e dei prodotti finiti. Ovviamente la quantità di spazio è anche correlata, se pure non linearmente, alla innovazione tecnologica.

Dalle aziende inoltre proviene una domanda di edilizia turistico-ricettiva, sia di turismo d'affari, sia per conferenze e congressi.

### **Fattori economici diretti: il peso del mercato locale**

Data la natura del mercato immobiliare, estremamente frammentario e segmentato, e spesso poco trasparente, che riguarda i beni specificatamente localizzati e poco fungibili da un sottomercato ad un altro, le influenze del mercato locale risultano spesso determinanti, tali da poter contrastare, almeno parzialmente, il trend medio nazionale. L'esame dei fattori locali di domanda ed offerta è perciò una componente di cruciale importanza nell'analisi del potenziale di mercato di un determinato investimento immobiliare.

Per mercato locale si intende il luogo (città area metropolitana, area sub-regionale, ecc.) dove l'area o il fabbricato oggetto di interesse è collocato. Gli elementi da considerare per analizzare le prospettive del mercato locale riguardano sia la domanda che l'offerta. Tra i fattori di domanda si possono considerare:

- le caratteristiche storiche, culturali ed ambientali;
- la situazione socioeconomica e le prospettive di sviluppo;
- i fattori demografici ed in particolare le migrazioni regionali e quelle dall'urbano al suburbano, dal centro alla periferia e viceversa.

Per quanto riguarda il primo punto, lo studio di mercato deve indicare in quale contesto si inserisce l'intervento, sintetizzando la vocazione tradizionalmente consolidata di una città, vocazione che deriva dalle caratteristiche storiche, culturali ed ambientali, dagli usi e dai comportamenti che si sono stratificati nel corso del tempo.

L'analisi della crescita economica della città e le sue prospettive di sviluppo sono un elemento importante tra i fattori determinanti la domanda nel mercato locale, dato che non è affatto garantito che una fase positiva di sviluppo a livello nazionale si rispecchi uniformemente sulle economie locali.

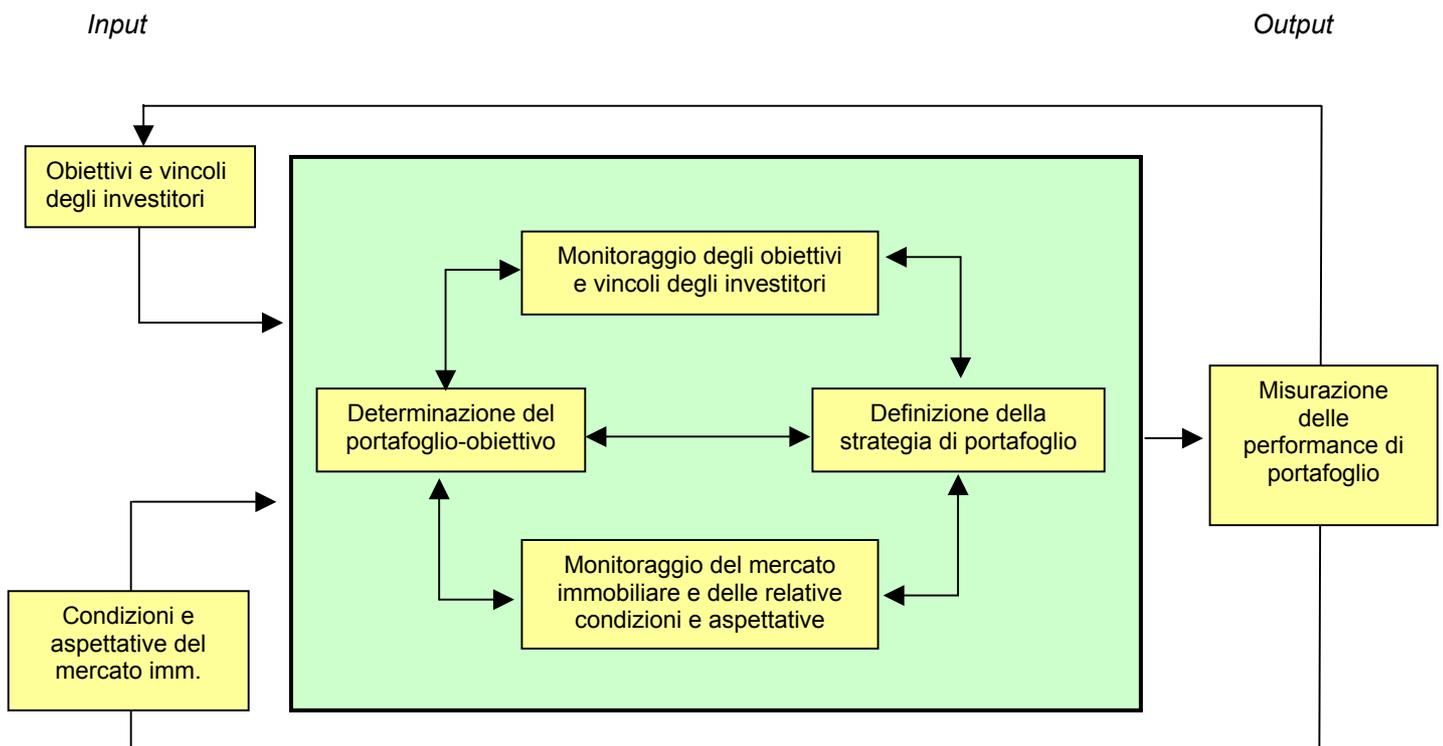
Le tecniche di analisi della crescita economica sviluppate dagli economisti urbani sono numerose; una tecnica sviluppata maggiormente in Italia, è quella che considera come elemento determinante della crescita urbana il differenziale tra l'export e l'import della base industriale della città: le attività di servizio (pubbliche e private) sarebbero da ricondurre a tale base.

Un ulteriore elemento da prendere in esame è l'evoluzione demografica del mercato locale, con particolare riferimento agli spostamento della popolazione, sia verso l'esterno dell'area, sia verso l'interno. Se durante gli anni sessanta e l'inizio degli anni settanta le città del centro-nord sono state investite da imponenti flussi migratori provenienti dal sud, mentre le città del sud crescevano per un fenomeno di inurbamento della popolazione, oggi assistiamo ad un fenomeno opposto.

Le aree metropolitane in generale perdono popolazione, e si verifica uno spostamento dal centro alla periferia delle città, alla ricerca di una qualità ambientale più elevata.

L'esame dei fattori macro-economici e dei fattori locali di domanda ed offerta offrono un quadro di sintesi in cui operare; infatti la maggior rischiosità dell'investimento immobiliare ha generato una maggiore esigenza di valutazione preventiva degli interventi.

**Grafico 43: Schema del processo di gestione del portafoglio immobiliare**



#### 4.1.2.2 Approcci strategici nella definizione del portafoglio

Nelle pratiche di gestione applicate ai mercati azionari e obbligazionari è possibile individuare una molteplicità di processi di gestione ritenuti, per ragioni differenti, ideali. Esistono forme di gestione "attiva" fortemente orientate alla selezione dei singoli titoli, "passiva" rivolte a replicare indici di riferimento; "quantitativa" tipicamente fondate su modelli matematici di ottimizzazione e molte altre alternative di stile e metodi gestionali. Quindi risulta difficile individuare teoricamente la forma di gestione ideale.<sup>306</sup>

Attualmente gli investitori e i gestori che si trovano ad operare in un mercato immobiliare inefficiente adottano un approccio di tipo attivo. Vi sono alcune modalità di gestione del portafoglio immobiliare adatte ad un approccio attivo che sono in uso nel mercato dei titoli a reddito fisso e azionario:

- approccio "*top-down*" consiste nell'esplorare in primo luogo le opportunità di investimento che si profilano nel mercato nazionale, e spostarsi successivamente sui mercati regionali e locali in cui le previsioni riguardo il ciclo economico, fattori particolarmente favorevoli, livelli dei prezzi ed altri fattori, fanno apparire probabile un andamento più favorevole di quello anticipato per il mercato nazionale. Con questo tipo di approccio il portafoglio viene costruito investimento dopo investimento (*asset by asset*). Si preferisce selezionare i singoli immobili secondo parametri ritenuti ottimali (localizzazione, tipologia degli immobili, qualità dell'inquilino, durata del contratto di affitto ecc.). Adottando questo tipo di metodologia si prescinde però completamente dall'analisi delle interrelazioni che vi possono essere fra i diversi beni in portafoglio;<sup>307</sup>
- approccio "*bottom-up*" significa concentrarsi sul rapporto rendimento/rischio di un singolo immobile per stabilire se il suo prezzo sia da ritenersi conveniente. L'obiettivo, in questo caso, è di acquisire immobili offerti ad un prezzo inferiore al loro valore intrinseco stimato e vendere gli immobili che possano spuntare un prezzo superiore al valore stimato. Spinto all'estremo, l'approccio bottom-up coincide con l'ottica orientata sul singolo cespite. Il gestore di portafoglio prescinde dagli eventi in atto nelle economie nazionali e regionali e, senza chiedersi se un immobile si inserisce coerentemente nell'ambito di un portafoglio, decide di incamerare le plusvalenze conseguite dalla collocazione di un immobile sul mercato ad un prezzo conveniente.

Più che nel mercato dei titoli a reddito fisso e azionari, nella gestione di portafogli immobiliari una parte delle responsabilità è direttamente attribuibile al gestore di portafoglio, per cui è necessario che si procuri dati aggiornati e precisi dagli amministratori dei relativi immobili.

---

<sup>306</sup> Breglia M., Catella M., op. cit.

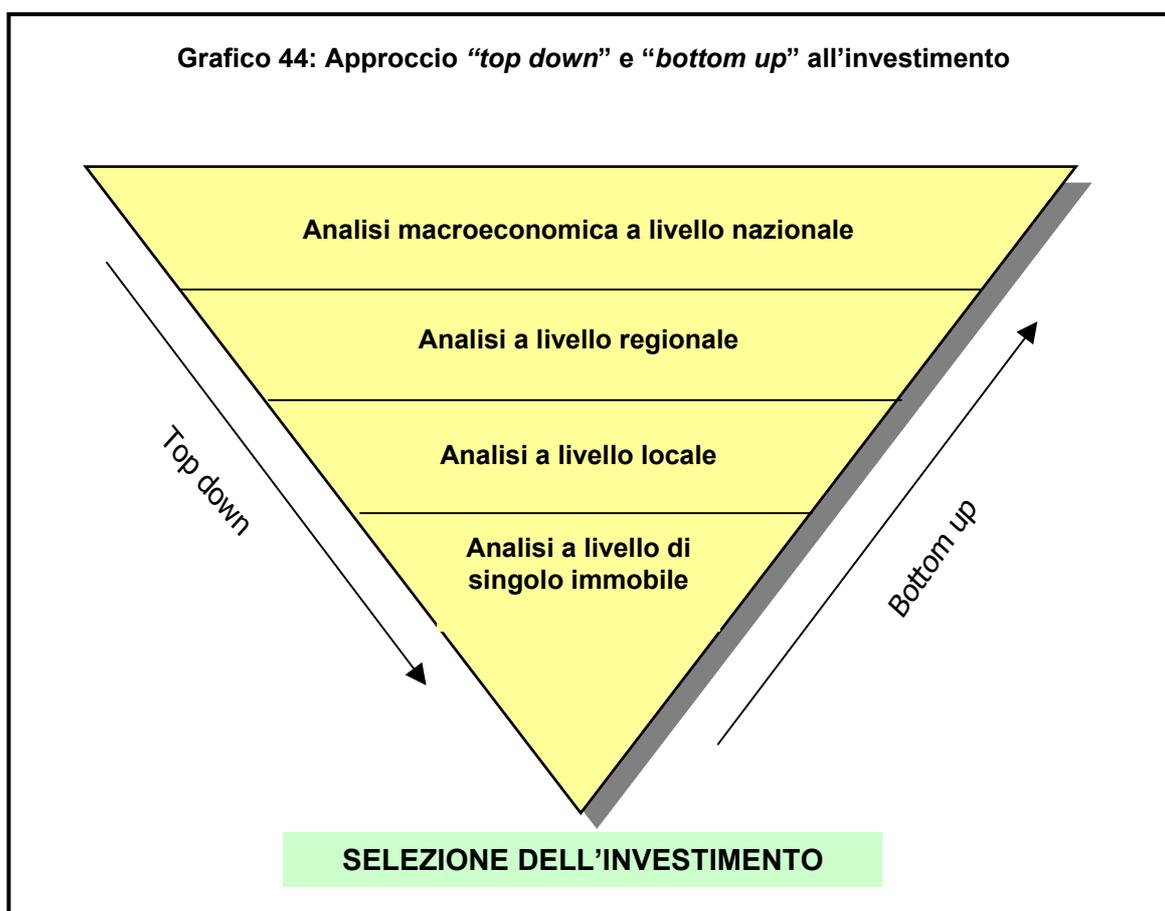
<sup>307</sup> ibidem

Nel settore immobiliare gli approcci *top-down* e *bottom-up* si integrano, invece di escludersi reciprocamente. Il luogo in cui queste due metodologie interagiscono è il mercato locale, in quanto questo è il mercato su cui il gestore di portafoglio immobiliare dispone di minori informazioni; dovrà quindi affidarsi alle conoscenze e alle esperienze dell'organizzazione aziendale per farsi un'idea della dinamica dei mercati locali dei beni immobili.

L'organizzazione locale a sua volta verrà informata sui precisi vincoli e obiettivi degli investimenti e sull'andamento del portafoglio complessivo. L'approccio "*bottom-up*", che parte dal singolo immobile andando ad analizzare l'opportunità che nasce *asset by asset*, è stato un approccio utilizzato negli anni sessanta negli Stati Uniti e negli anni sessanta in Europa.

L'approccio "*top down*" (approccio di portafoglio) che è più scientifico perché parte dal mercato internazionale si passa al mercato nazionale ed al mercato locale per giungere infine, al singolo immobile, è stato utilizzato negli anni novanta negli Stati Uniti e oggi viene utilizzato in Europa soprattutto nei mercati più avanzati come l'Olanda, l'Inghilterra.

L'Europa in questo senso ha fatto passi da gigante guardando la precedente esperienza statunitense<sup>308</sup>.



<sup>308</sup> Bruna E., "Real Estate Investment Trusts", Diritto ed Economia, Maggioli, 1995

Quindi se si paragonano i due approcci si può vedere che l'approccio "asset by asset" è limitato nel tempo, ed è stato penalizzato mentre il "portfolio approach" ha portato ha maggior risultati anche se effettivamente risulta essere molto faticoso in quanto è difficile effettuare ricerche di mercato. Quindi, da ciò si deduce che un approccio strategico interattivo nasce dalle sinergie che possono scaturire dall'applicazione di entrambi gli approcci, "top down" e "bottom up".

#### 4.1.2.3 Metodi di selezione degli immobili

Nell'analisi del singolo investimento in termini di mantenimento del bene nel portafoglio o di dismissioni oppure di nuove acquisizioni, vengono normalmente utilizzate due principali tecniche prestate dalla pratica di analisi tipica dei mercati azionari: l'analisi fondamentale e l'analisi tecnica.

a) L'analisi fondamentale si basa sul presupposto che i mercati non siano efficienti e che vi siano in particolare delle inefficienze di prezzo. Questo approccio assume in particolare che il valore di un bene risulti pari al valore attuale dei flussi di cassa e un tasso di sconto adeguato per poter procedere all'attualizzazione di tali flussi. Il valore ottenuto attraverso questo procedimento viene quindi paragonato al valore corrente di mercato per valutare la convenienza dell'investimento. Nel caso di un immobile il valore di mercato non esiste dal punto di vista ufficiale. Si deve pertanto ricorrere a medie di mercato, eventuali indici, transazioni già avvenute per immobili simili e così via. Compito dell'analista è valutare le caratteristiche di base dell'immobile per stimare sia l'entità e i ritmi dei futuri flussi di cassa, sia il giusto tasso di sconto da applicare per stimare correttamente il reale valore del bene. Questa stima dovrà poi essere messa a confronto col prezzo di mercato.

b) L'analisi tecnica si basa sulle medesime assunzioni dell'analisi fondamentale, ma ricava la stima del bene secondo un procedimento alternativo. In particolare l'approccio si basa principalmente sui valori passati e sul volume delle transizioni per stimare l'andamento futuro del valore del bene. L'analisi tecnica, nel contesto di un mercato poco efficiente, in cui esistono beni offerti ad un prezzo inferiore al loro valore effettivo di mercato, utilizza l'osservazione dei dati storici sui prezzi e sui volumi delle operazioni, per predire il futuro andamento di prezzo di un bene. Questo metodo analitico si poggia sull'assunto di base che il mercato si caratterizzi per cicli, e questi ripetendosi nel tempo, offrano all'analista degli investimenti la possibilità di individuare beni offerti a prezzi inferiori o superiori al loro valore effettivo.

Nell'analisi immobiliare il metodo fondamentale risulta essere quello maggiormente praticato.<sup>309</sup>

Queste tecniche quindi, che nascono dal mercato mobiliare ben si applicano al mercato immobiliare. Visto che i rendimenti sia dei titoli che degli immobili risentono dei cambiamenti in atto nei mercati dei capitali e delle caratteristiche intrinseche dei beni in essi negoziati, la

principale differenza è data dalla fissità dei contratti di locazione degli immobili. In sostanza, un immobile è equiparabile ad un'impresa che collochi sul mercato locale "spazio" da locare o acquistare. Pertanto, l'andamento reddituale di un immobile nel tempo è determinato da una componente assimilabile ad un titolo a reddito fisso (contratti di locazione) e da un valore di reversione (valore del bene alla scadenza del contratto) direttamente dipendente dalla dinamica domanda/offerta del mercato locale. Tuttavia, mentre il rendimento di un immobile è direttamente determinato dal mercato in cui compete, l'impresa ha la libertà di poter intervenire sui propri fattori di produzione e di decidere di competere su più mercati.<sup>310</sup>

---

<sup>309</sup> Breglia M., Catella M., op. cit.

<sup>310</sup> Bruschi I., *"Il mercato: dalla crescita alla maturità"* in "Qual è il vero 'deal' nel mercato immobiliare italiano ed europeo?" Atti del Convegno EPIC 2001 (European Property Italian Conference), Roma 4-5 Ottobre 2001

#### 4.1.2.4 Fattori di rischio del mercato immobiliare

Il gestore di portafoglio dovrà farsi un quadro preciso dei rischi insiti nel mercato immobiliare e individuare le possibilità per mitigarli o annullarli. Nella definizione dei fattori di rischio che condizionano i mercati immobiliari sembra opportuno individuare le componenti del rischio sistematico e del rischio non sistematico.

- a) Il rischio sistematico rappresenta quella parte del rischio che non è possibile ridurre attraverso il processo di diversificazione.
- b) Il rischio non sistematico rappresenta quella parte di rischio che può essere contenuta attraverso un'adeguata diversificazione degli investimenti. Il criterio della diversificazione, uno dei principali principi-guida per la composizione di un portafoglio immobiliare, impone di selezionare immobili di vario tipo dislocati in più aree geografiche. Questo è il modo migliore per ridurre il rischio complessivo di portafoglio senza decurtarne il rendimento.

Le politiche monetarie e fiscali, ad esempio, operano direttamente a livello di economia nazionale e sono in grado di condizionare sensibilmente anche i mercati immobiliari nel loro complesso a prescindere dalla localizzazione o dalla tipologia di immobile. Il rischio non sistematico non si riferisce indistintamente a tutti gli immobili presenti sul mercato, ma alle singole tipologie di immobile o alla singola area geografica.

Di conseguenza risulta possibile per un gestore ridurre il rischio non sistematico combinando diversi investimenti immobiliari. Molto spesso l'aggiunta di un immobile nel portafoglio può contribuire alla riduzione del livello di rischio del portafoglio.

Normalmente nell'analisi del mercato immobiliare si tende a identificare aree di riferimento regionali o locali al fine di individuare diversità sociali ed economiche in grado di consentire un processo di diversificazione di portafoglio che consenta la riduzione del rischio non sistematico. Nell'identificazione dei mercati locali la distinzione secondo un criterio meramente geografico non sembra essere di particolare rilievo ai fini di un'analisi accurata. Infatti l'eventuale distanza geografica fra due mercati locali non significa necessariamente che le dinamiche dei due mercati risultino effettivamente differenti<sup>311</sup>.

---

<sup>311</sup> Breglia M., Catella M., op. cit.

**Tabella 35: I fattori di rischio sistematico e non sistematico che influenzano il mercato immobiliare**

Analisi del mercato immobiliare	Fattori di rischio
Mercato nazionale	<b>Rischi sistematici (non diversificabili)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Inflazione</li> <li>▪ Produzione industriale</li> <li>▪ Struttura dei tassi di interesse a termine, tassi di sconto</li> <li>▪ Cicli economici</li> <li>▪ Legislazione tributaria federale</li> </ul>
Mercato regionale	<b>Rischi non sistematici (diversificabili)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Base occupazionale e sua crescita</li> <li>▪ Andamento demografico</li> <li>▪ Dinamica salariale</li> <li>▪ Indice delle disponibilità abitative</li> </ul>
Mercato locale	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Andamento della base occupazionale</li> <li>▪ Andamento demografico</li> <li>▪ Dinamica salariale</li> <li>▪ Indice delle disponibilità abitative</li> <li>▪ Costi di costruzione</li> </ul>
Immobile	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Indice di utilizzazione degli spazi</li> <li>▪ Legislazione tributaria degli stati e locale</li> <li>▪ Caratteristiche fisiche (qualità, dimensioni, età)</li> <li>▪ Dati locativi (status sociale dei conduttori, tasso di rinnovo delle locazioni)</li> <li>▪ Qualità della gestione di portafoglio</li> <li>▪ Credito (tassi d'interesse praticati)</li> </ul>

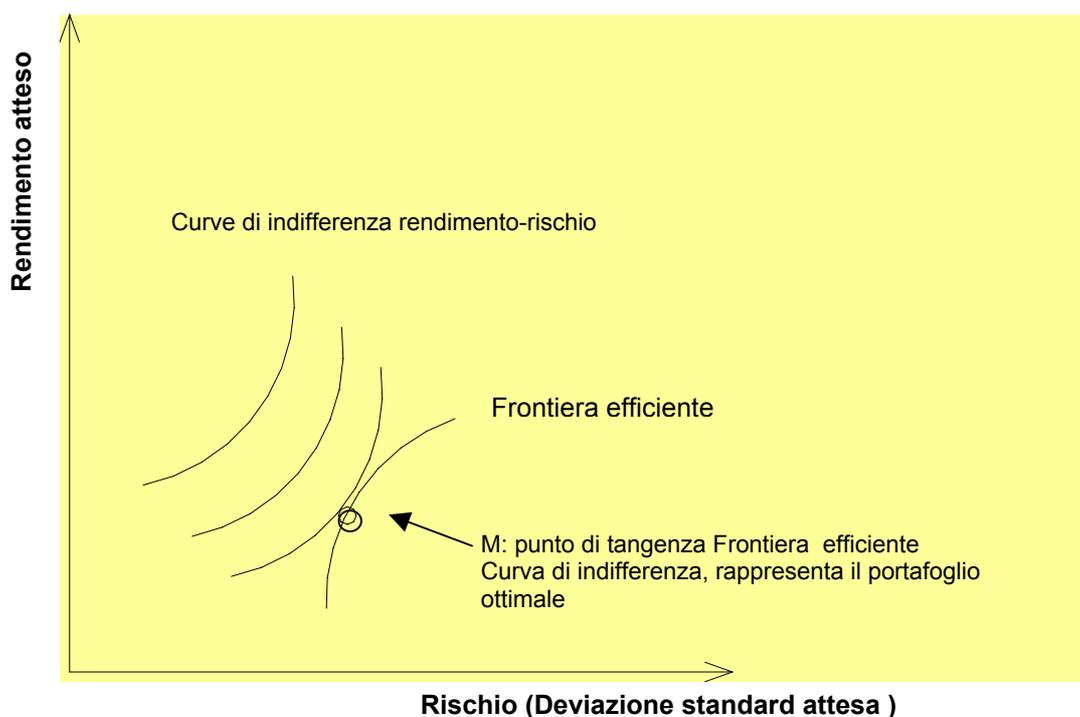
### 4.1.3 Determinazione del portafoglio-obiettivo

Analizzati gli obiettivi ed i vincoli dell'investitore e la situazione e le aspettative nel mercato, si è in grado di costruire il portafoglio-obiettivo, ovvero raccordare le esigenze dell'investitore e la tendenza del mercato. Questa operazione può essere rappresentata nel grafico che segue, in cui le curve di indifferenza rendimento-rischio dell'investitore rispecchiano i rendimenti richiesti e le deviazioni standard (rischi) che l'investitore è disposto ad accettare mentre la frontiera efficiente rappresenta la situazione e le aspettative in essere sul mercato.

Il punto d'incontro tra i due tipi di curve rappresenta il mix di investimento che assicura all'investitore il rendimento massimo del portafoglio, ovvero l'esatta allocazione da effettuare nel segmento del mercato: il portafoglio obiettivo.

I margini di incertezza insiti in questa operazione rendono l'incontro delle curve più simile a dei ranges di allocazione che ad un punto, e ciò conferisce la flessibilità necessaria alle decisioni di investimento, che, a questo punto si muoveranno nelle singole categorie immobiliari all'interno dei campi di variazione individuati.

Grafico 45: Ottimizzazione di portafoglio



#### 4.1.4 Pianificazione delle strategie di investimento: acquisizione, gestione, dismissione

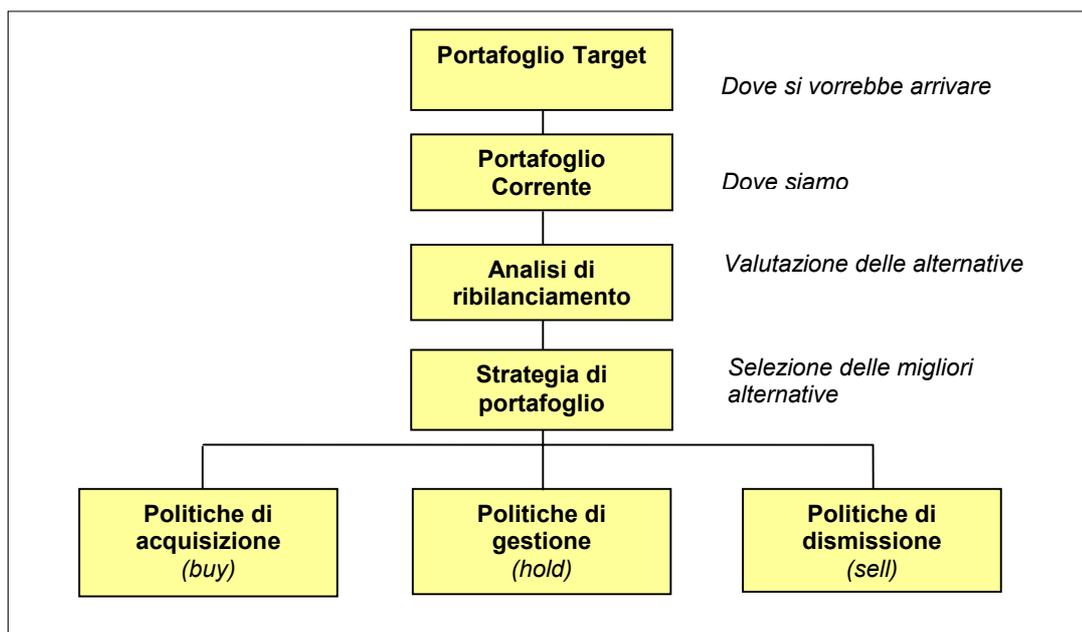
Determinato il portafoglio-obiettivo, il gestore del portafoglio è in grado di disegnare una strategia compatibile con i ranges di allocazione precedentemente individuati e con la situazione attuale dei singoli immobili costituenti il portafoglio.

Noti infatti gli obiettivi di massima della strategia (rendimento, profilo di rischio, diversificazione, liquidità ecc.), occorre renderli definibili e misurabili attraverso strategie parziali che dovranno essere elaborate in collaborazione con i settori chiamati ad attuarle, utilizzando un approccio interattivo di gruppo, in modo da verificare continuamente i dati sui singoli immobili e sulla situazione di mercato. Formulare un'adeguata strategia di portafoglio implica la chiara definizione delle azioni necessarie in termini di acquisizioni, di dismissioni e di gestione operativa.

Queste strategie parziali saranno fissate in documenti:

1. nella strategia di acquisizione (acquisti) si indicheranno le categorie immobiliari, l'ubicazione, le dimensioni, l'età, la struttura locativa e i mezzi di finanziamento, ovvero tutte le caratteristiche degli immobili da reperire, capaci di generare i rendimenti previsti;
2. nella gestione patrimoniale/immobiliare (mantenimento del portafoglio) si indicheranno gli obiettivi individuati per i singoli cespiti (obiettivi locativi, rischio previsto ed accettato, previsioni finanziarie, ecc.);
3. nella strategia di dismissione (vendite) saranno indicati gli obiettivi da conseguire all'atto della vendita dei singoli cespiti interessati.

**Grafico 46: Processo di pianificazione delle strategie di investimento**



## 4.2 Il ciclo dell'investimento immobiliare: la fase di "Acquisizione"

Una volta definite le strategie di investimento si procede all'individuazione degli immobili da acquisire. Si dà quindi il via al ciclo dell'investimento immobiliare caratterizzato dalle fasi: acquisizione, gestione e dismissione.

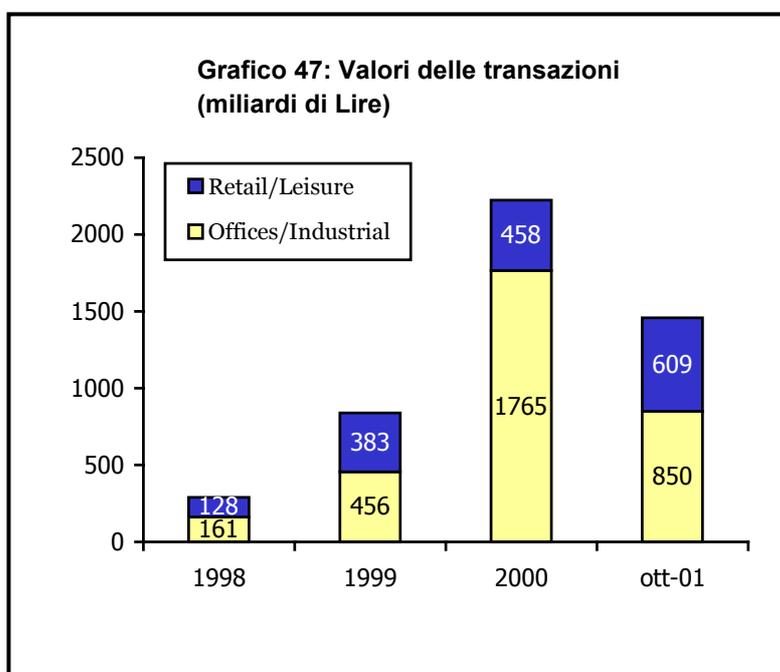
Nell'acquisizione di un immobile si può procedere attraverso un approccio "attivo" o "passivo", andando direttamente a cercare sul mercato gli immobili o analizzando tra le diverse proposte pervenute quella che più è in linea con le strategie dell'investitore.

Questa seconda tendenza è quella in maggior uso oggi sul mercato immobiliare, proprio per le caratteristiche insite del mercato stesso.

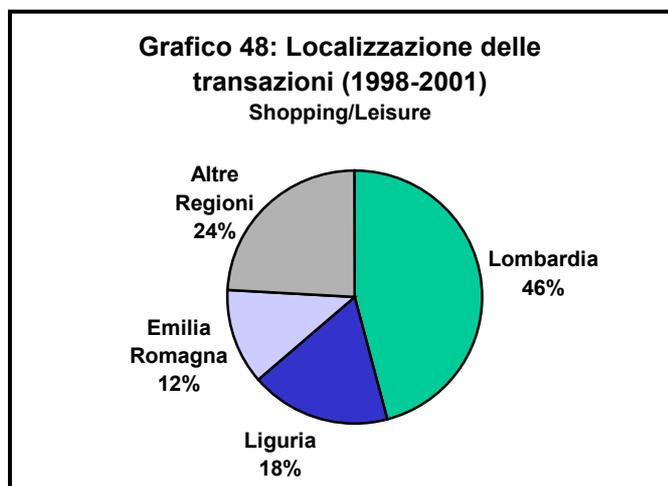
La poca trasparenza, le difficoltà nel reperire informazioni rende più semplice analizzare proposte piuttosto che reperirle direttamente sul mercato. Ciò non toglie che l'analisi del mercato e il suo monitoraggio siano importanti e rientrano comunque nella fase di acquisizione.

"In questi ultimi tre anni l'Italia è stato lo scenario di 77 transazioni immobiliari per un valore in Lire di circa 4.600 miliardi (2,4 miliardi di euro) di cui 3.100 miliardi di lire nel settore "uffici ed industriale" (58 transazioni) e 1,6 miliardi di lire nel settore "shopping/leisure" (19 transazioni). Gli investitori sono stati principalmente i fondi immobiliari chiusi italiani (36%) seguiti dai "special found" tedeschi (28%). Nel settore "shopping/leisure" i protagonisti sono stati invece i fondi specializzati nel "retail" seguiti dai fondi aperti tedeschi(23%) e dai "spezial found" tedeschi

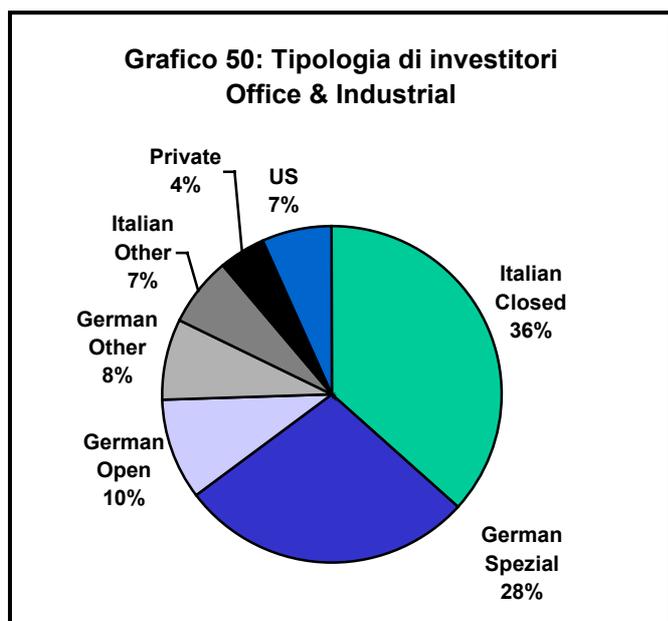
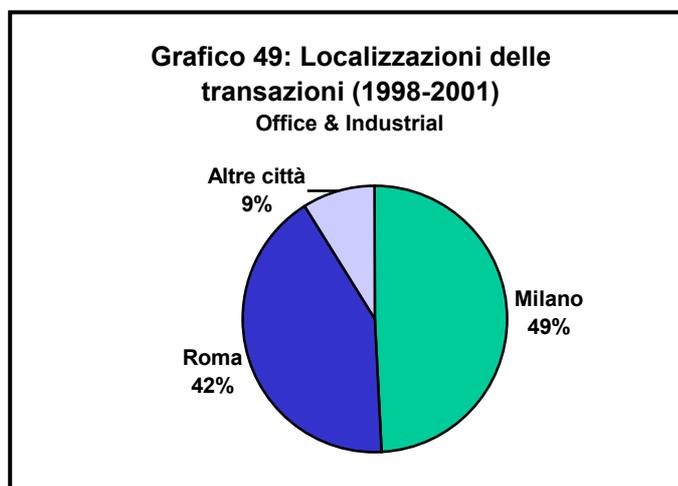
(21%). Per il comparto ad uffici le città che attirano di più gli investitori sono ancora Milano (49 per cento) e Roma (42 per cento) mentre nel settore commerciale si ha una maggiore diversificazione territoriale con prevalenza nel nord Italia nelle regioni di Lombardia (46 per cento), Liguria (18 per cento) ed Emilia Romagna (12 per cento). In un solo anno (dal 1999 al 2000) gli investimenti nel settore



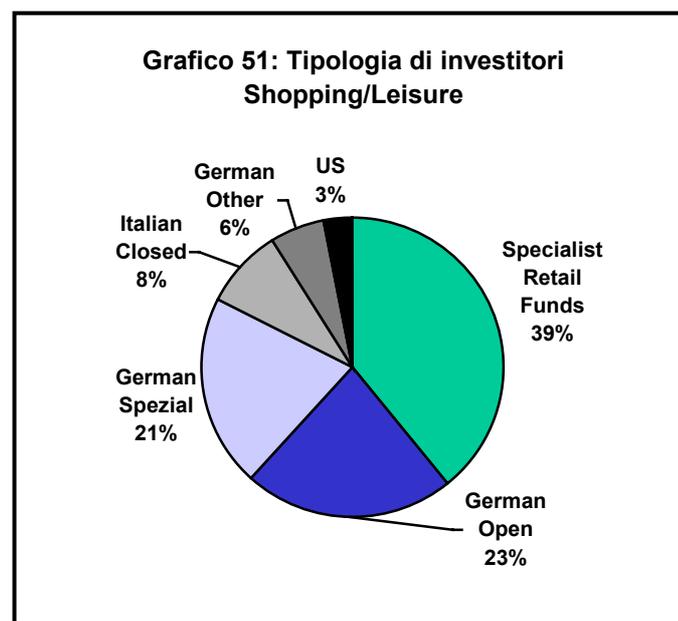
“uffici/industriale” sono passati da 456 a 1.765 miliardi di lire mentre nel “retail/leisure” da 383 a 458 miliardi di lire”.<sup>312</sup>



Fonte: Healey & Baker



Fonte: Healey & Baker



<sup>312</sup> Rydderch M., “Who is Buying What, Where & How Much?” in “Qual è il vero ‘deal’ nel mercato immobiliare italiano ed europeo?”, Atti del Convegno EPIC 2001 (European Property Italian Conference), Roma 4-5 Ottobre 2001

#### 4.2.1 Analisi delle proposte di investimento immobiliare

Il processo di acquisizione parte dalla presentazione dell'immobile a cura della parte venditrice oppure di un terzo in qualità di mediatore.

Tale presentazione fornisce i primi dati sommari di localizzazione, consistenza, occupazione e caratteristiche tecniche, integrati da un primo sopralluogo del sito e da eventuali informazioni aggiuntive. In questa fase, si procede ad una serie di verifiche iniziali tecnico-amministrative, volte a verificare la rispondenza della documentazione ricevuta.

Vengono redatte dei rapporti riassuntivi (*Investment Proposal*) contenenti i dati principali dell'immobile.

##### **Tabella 36: Indice di un *Investment Proposal***

###### **Table of Contents:**

1. Location
2. Description
3. Floor Areas
4. Investment Summary

Nell'analisi delle proposte gli elementi discriminanti sulla quale operare una prima scelta sono:

- la localizzazione. Gli investitori stranieri prediligono per quanto riguarda gli investimenti in uffici le città come Milano e Roma. Una maggiore articolazione territoriale si ha invece per gli investimenti nel retail. Investitori quali i fondi immobiliari chiusi invece hanno mostrato interesse anche per città come Torino, Venezia, Bologna;

- il contesto urbano su cui insiste l'immobile. Importante è il tessuto urbano circostante, la presenza di mezzi di trasporto urbani, extraurbani, la presenza di stazioni, metropolitane di collegamenti agli aeroporti ecc. così come la vicinanza a università, policlinici, tribunali, questure, regioni, ecc. sono elementi che possono accrescere l'appetibilità dell'immobile;

- lo stato manutentivo dell'immobile;

- il profilo del conduttore e il tipo di contratto.

##### **Tabella 37: Indice di un *Investment Summary***

###### **Table of Contents:**

1. Location
2. Description and construction details
3. Floor Areas
4. Planning
5. Tenure
6. Tenancies and tenant information
7. Investment Summary
8. Area & Market Overview

Appendix I – Location and Site Plans

Appendix II – Floor Plans

Appendix III - Photographs

Ad una prima analisi a cui segue un sopralluogo si procede, se l'investimento è in linea con le strategie dell'investitore, alla redazione di una relazione (*executive summary*) molto più dettagliata in cui vengono analizzati e arricchiti ciascuno dei punti elencati in precedenza.

Contemporaneamente a questa fase è necessario predisporre un'analisi finanziaria che consenta la previsione di redditività dell'investimento immobiliare da confrontare con gli obiettivi dati dall'investitore, in modo da determinare il prezzo da includere nell'offerta di acquisto che sarà effettuata alla parte venditrice, oltre all'eventuale dilazionamento dei pagamenti e all'eventuale suddivisione del rischio locativo.

#### 4.2.2 Analisi finanziaria dell'investimento

Nel processo di acquisizione di un immobile una grossa importanza viene data alla valutazione economica finanziaria dell'investimento. L'immobile che dovrà essere acquisito dovrà infatti avere un rendimento in linea con le strategie di portafoglio precedentemente definite. Con il diffondersi dei computers e di conseguenza con l'enorme aumento delle possibilità di calcolo e di predisposizione di scenari alternativi, si sono preferite tecniche in cui si considera l'evoluzione nel tempo dei costi e dei ricavi come avviene nell'analisi dei flussi di cassa (*Discounted Cash Flow*).<sup>313</sup>

Alcuni modelli del fattore "rendimento" possono costituire un valido strumento analitico per l'identificazione del processo di generazione di rendimento dei beni o di un portafoglio e permettono anche di individuare i rischi potenziali connessi, definiti in base alla deviazione standard dai rendimenti previsti.

1. Uno di questi è il Tasso di rendimento richiesto che è quel tasso che l'investitore richiede per ritenersi adeguatamente ricompensato del rischio che si è assunto acquistando l'immobile o il portafoglio. Per determinare il tasso di rendimento richiesto in un segmento del mercato immobiliare si deve far riferimento alle tre componenti di un tasso di rendimento nominale:

##### Formula 1: Il Tasso di rendimento richiesto

$$K = (1+p) (1+r'+r'')-1$$

K= tasso di rendimento nominale richiesto

p= tasso di inflazione

r'= tasso di rendimento reale degli investimenti privi di rischio

r''= premio di rischio

- a) Il tasso di inflazione;
- b) Il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;
- c) Il premio rischio.<sup>314</sup>

Il relativo rendimento può essere inquadrato in

un'ottica a posteriori o a priori.

In un'ottica a priori, l'input in questione riflette le aspettative dell'investitore; in un'ottica a posteriori, il tasso di inflazione e il tasso di rendimento nominale acquisito dal bene in questione sono entrambi noti, per cui è possibile calcolare sia il tasso di rendimento reale degli investimenti privi di rischio, sia i premi di rischio.

Il tasso di investimento reale degli investimenti privi di rischio e il tasso di inflazione influiscono su tutti i beni, mentre per ciascun bene variano il grado di incertezza riguardo all'entità e l'andamento nel tempo previsto dei flussi di cassa. Questa incertezza è ciò che occorre quantificare in un modello dei fattori di rischio del mercato per determinare il premio di rischio di un segmento di mercato e, dunque, il tasso di rendimento richiesto che l'investitore deve

<sup>313</sup> Prizzon F., "Gli investimenti immobiliari" Celid, Torino 1995

<sup>314</sup> Ferrero C., "La valutazione immobiliare", Egea-Aspesi, Milano 1996

incamerare per sentirsi ricompensato del rischio insito nell'investimento. I due tipi di modelli di fattori utilizzati per determinare il rendimento previsto di un bene sono:

a) Il modello a fattore singolo, comunemente denominato "*Capital Asset Pricing Model*" (CAPM) è un modello di determinazione del prezzo di un bene, e poggia sull'assunto che il tasso di rendimento richiesto da un immobile o portafoglio sia determinato dal tasso di rendimento del mercato e della sensibilità dell'immobile alle fluttuazioni di tali tassi di rendimento. Il *Capital Asset Pricing Model* sancisce anche che il rendimento di un bene è determinato esclusivamente dal rischio sistematico, visto che il rischio non sistematico può essere eluso mediante la diversificazione.<sup>315</sup>

b) Il modello a fattori multipli o "*arbitrage pricing theory*" (APT), costituisce un ampliamento del modello a fattore singolo. Sostanzialmente esso comprende ulteriori fattori che servono a misurare il profilo di rischio di un bene o portafoglio e il rendimento da prevedere di conseguenza. Mentre il CAPM si affida ad un solo fattore, l'*Arbitrage Pricing Theory* sostiene che il rendimento di un bene e dunque il suo profilo di rischio, sono una funzione dei suoi "gradi di sensibilità" a imprevisti e cambiamenti a carico di una molteplicità di fattori.<sup>316</sup>

Se il gestore del portafoglio ha costruito un modello a fattori multipli con le necessarie caratteristiche positive, tenendo conto delle difficoltà pratiche insite in tutti i modelli di fattore (mancanza di una o più fattori, uso dei dati storici per predire l'andamento dei fattori nel tempo, l'assunzione che la sensibilità di questi fattori resterà costante anche in futuro), il modello gli

**Formula 2: Il Valore intrinseco corrente**

$$V_0 = (N/n-1) (CF_n / (1+k)^n)$$

$V_0$  = Valore intrinseco corrente  
 $CF_n$  = Flusso di cassa (compreso prezzo di vendita) nel periodo n  
 n = periodi di tempo uguali e discreti  
 K = Tasso di sconto

servirà per un duplice scopo. In primo luogo lo aiuterà ad elaborare una strategia diversificata che tenga conto degli attuali fattori di sensibilità del portafoglio stesso e delle aspettative di ordine ai fattori di mercato. In

secondo luogo il modello potrà fornirgli gli input (rendimento previsto, deviazione standard) che gli serviranno ad ottimizzare il portafoglio in tutti i segmenti di mercato.

2. L'Analisi fondamentale è un modello per l'analisi di mercato. Per valore intrinseco, si intende il valore che il singolo investitore attribuisce ad un bene, mentre il valore di mercato è quello che il mercato attribuisce a quello stesso bene. L'equazione che rappresenta un modello di base per la valutazione di un bene, esprime l'assunto che il valore intrinseco di un bene è pari al valore attualizzato dei suoi previsti flussi di cassa futuri in un dato periodo.

<sup>315</sup> Breglia M., Catella M., op. cit.

<sup>316</sup> ibidem

Il tasso di sconto può essere determinato col metodo moltiplicativo e/o con i modelli del fattore rendimento illustrati precedentemente.

Per stimare il futuro rendimento di un segmento del mercato immobiliare si costruisce un prospetto proforma del reddito e delle spese del segmento del mercato interessato e si inseriscono le relative equazioni. Questa operazione è divenuta possibile grazie ai processi nella rilevazione dei dati sul mercato immobiliare. Le aziende di investimento potranno procurarsi i dati sul mercato immobiliare da una serie di venditori, dall'organizzazione stessa dell'investitore oppure da entrambe queste fonti.

A questo punto si costruisce un segmento proforma del mercato utilizzando le misurazioni unitarie medie ottenute per il segmento stesso. Per questo segmento proforma del mercato si avranno stime dei tassi locativi, del rapporto tra le unità sfitte e quelle locate, delle spese di amministrazione e delle spese di capitali (commissioni di leasing, miglorie finanziate dai conduttori, ecc.), oltre che dei tassi di incremento delle spese e dei redditi, dei tassi di capitalizzazione di ingresso e di uscita e del tasso di rendimento previsto.<sup>317</sup>

Nell'analisi di scenario – probabilistica si utilizzano previsioni sulle future tendenze del segmento del mercato invece che l'approccio basato su un singolo elemento di stima. Nell'analisi di scenario vengono stimati i potenziali andamenti di una serie di beni (o di un intero portafoglio) per determinare successivamente i previsti rendimenti, le deviazioni standard, le correzioni. Questo tipo di approccio concede maggiori attenzioni ai fattori di incertezza che condizionano il rendimento futuro dei beni e fornisce tutti e tre gli input per l'ottimizzazione del portafoglio. Oggi le analisi di scenario possono essere eseguite a basso costo ed invece di utilizzare il metodo ad un solo fattore, conviene optare per l'analisi di scenario che offre un quadro più completo della situazione da studiare e consente di cogliere tutte le opportunità che si presentano sul mercato, restringendo al massimo il profilo del rischio. Tuttavia, l'affidabilità della procedura è determinata dalla capacità dell'utente, cui è attribuito un ampio margine di discrezionalità sia nella scelta degli scenari sia nei pesi da attribuire ad essa. Infatti, una errata individuazione degli scenari renderà più difficile prevedere le correzioni tra i singoli beni. Anche la simulazione "Monte Carlo", che consente di prevedere il rendimento conseguibile in presenza di fattori di incertezza di cui sia possibile stimare rendimento medio, deviazione standard e parametri di correlazione, offre vantaggi analoghi. La difficoltà è data dai fattori di incertezza; per individuare i margini di incertezza insiti sia negli input che nell'aleatorietà delle stesse operazioni sul mercato immobiliare privato sono stati ipotizzati campi di variazione entro cui le decisioni di investimento possono essere assunte con una certa flessibilità.<sup>318</sup>

**3.** Le tecniche di stima dei tre input (rendimento previsto, deviazione standard e correlazioni) sono necessarie per tracciare la frontiera efficiente. La prima tecnica utilizza principalmente

---

<sup>317</sup> Ferrero C., "La valutazione immobiliare", Egea-Aspesi, Milano 1996

<sup>318</sup> Lunghini A., op. cit.

serie storiche, mentre le altre tre si fondano su stime soggettive riguardo ad andamenti futuri, che potrebbero risentire a loro volta di tendenze rilevate in passato.

Mentre i modelli di fattore poggiano in gran parte sui dati storici, tecniche quali l'analisi fondamentale, l'analisi di scenario e la simulazione "Monte Carlo" si fondano su previsioni in ordine ad eventi che possono condizionare il futuro andamento reddituale dei beni. A questo punto il buon senso orienterà il gestore nella scelta degli input, singoli o molteplici, per disegnare la frontiera efficiente.<sup>319</sup>

In breve, gli approcci multipli e la riconciliazione dei loro risultati dovrebbero presiedere alla scelta degli input per l'ottimizzazione del portafoglio.

---

<sup>319</sup> Romano M., "Evoluzione dei modelli di gestione immobiliare" in "Qual è il vero 'deal' nel mercato immobiliare italiano ed europeo?", Atti del Convegno EPIC 2001 (European Property Italian Conference), Roma 4-5 Ottobre 2001

#### 4.2.2.1 Analisi dei flussi di cassa attualizzati: Discounted Cash Flow Analysis

Uno dei metodi più completi per effettuare l'analisi finanziaria dell'investimento, è quella dell'attualizzazione dei flussi di cassa, meglio conosciuta come Discounted Cash Flow Analysis o Analisi Costi-Ricavi (ACR). Questa tecnica utilizza come indicatori di redditività il VAN (Valore Attuale Netto), che rappresenta la sommatoria attualizzata dei flussi di cassa, e il TIR (Tasso Interno di Rendimento), che rappresenta il tasso di interesse (o di sconto) determinato dal rendimento del capitale investito.

Oltre al Discounted Cash Flow Analysis esistono altri criteri/metodi di verifica economica di un investimento per esempio:

- *Return On Investment* (ROI), cioè l'indice di redditività del capitale investito, che è il rapporto tra il reddito operativo ed il capitale investito.
- *Return On Equity* (ROE), ovvero l'indice che misura la redditività del capitale proprio, individuato dal rapporto tra reddito netto e mezzi propri.

La scelta di utilizzare il *Discounted Cash Flow Analysis* ed i relativi indicatori di redditività (valore attuale netto – VAN – e tasso di rendimento – TIR-) nella valutazione economica e finanziaria è basata sulla convinzione che, in caso di investimenti immobiliari, tali indicatori sono più efficaci nel supportare le decisioni relative alla bontà dell'investimento rispetto ad altri che possono risultare più utili nelle analisi della gestione industriale corrente e di bilancio.<sup>320</sup>

Nell'analisi dei flussi di cassa si considera l'evoluzione nel tempo dei costi e dei ricavi. Infatti, il criterio su cui si basa la stima della redditività nell'analisi dei flussi di cassa è basata sull'attualizzazione, cioè sulla determinazione di un valore attuale dato dalla sommatoria dei flussi (ricavi meno costi) generati dall'investimento scontati al tempo 0 iniziale. Nell'analisi dei flussi di cassa o analisi costi-ricavi (ACR) i flussi monetari sono rappresentati dalla differenza in ogni periodo temporale tra i ricavi (affitti o vendite) ed i costi di realizzazione e di gestione (nel

caso dell'affitto). I flussi possono essere considerati al netto e/o al lordo sia degli oneri finanziari sia dalle tasse.

Questo incremento di ricchezza, valutato al momento iniziale, che l'operatore realizza grazie all'investimento si definisce valore attuale netto (VAN), dall'inglese *net present value* ed

**Formula 3: Valore attuale di un Capitale disponibile tra n anni**

$$C_0 = C_n \frac{1}{(1 + i)^n}$$

(teoria dell'interesse)

$C_0$  = capitale iniziale (capitale al tempo 0)

$C_n$  = capitale al tempo n

I = saggio di interesse

<sup>320</sup> Prizzon F., op. cit.

è il primo indicatore di redditività dell'operazione e rappresenta la sommatoria attualizzata dei flussi di cassa. Ovviamente la redditività di un intervento è da ritenersi accettabile quando il VAN è positivo cioè quando i ricavi attualizzati sono superiori ai costi. In realtà, il risultato positivo del VAN, nel caso di investimenti privati, non è sufficiente nel determinare la soglia di accettabilità di un intervento. Occorre infatti ricorrere ad un indicatore che tenga conto del livello di capitale investito, e cioè il TIR, tasso interno di rendimento (IRR – *Internal Rate of Return*). Il TIR non è altro che quel tasso di interesse (o di sconto) determinato dal rendimento del capitale investito: in altri termini, il TIR è quel tasso che annulla il VAN, cioè quel tasso che rende equivalenti i flussi positivi e negativi di un intervento. Da un punto di vista pratico, il TIR si ottiene per tentativi procedendo al ricalcolo del VAN con valori via via crescenti (o decrescenti), fino ad ottenere un valore del VAN prossimo allo zero.<sup>321</sup>

Nella valutazione economica finanziaria di un investimento attraverso l'utilizzo della tecnica del Discounted Cash Flow, la fase più delicata è la determinazione del tasso di sconto o tasso barriera da utilizzare per l'attualizzazione dei flussi di cassa. Se il criterio di selezione degli investimenti è il tasso interno di ritorno (*internal rate of return, IRR*) e non il valore attualizzato netto (*net present value, NPV*), tale tasso coincide come è noto con lo stesso IRR, avendo annullato il NPV.

L'uso dell'IRR come misuratore della redditività sottintende di reinvestire i guadagni allo stesso tasso di sconto, quindi allo stesso rischio.

L'IRR dato dagli investitori come obiettivo deve tenere conto della situazione del Paese dove si trova l'investimento in termini macroeconomici (tasso di inflazione) e di mercato immobiliare (rendimenti lordi da locazione di immobili), oltre che del mercato finanziario dal quale si attingono i capitali di debito (tassi di interesse dei finanziamenti bancari).

Un secondo aspetto da definire è la durata dell'investimento: essa dipende dalle strategie degli investitori, ad esempio la durata del fondo immobiliare al quale è destinato l'investimento. In particolare, la normativa italiana delle locazioni porta a stipulare contratti di locazione per usi

non residenziali con durate normalmente di sei anni più altri sei; per questa ragione, un orizzonte di analisi di dodici anni consente spesso di includere tutti gli eventi di rilocalizzazione e rinnovo del canone alla situazione di mercato. Si procede quindi, alla lettura

**Formula 4: Calcolo del TIR (tasso interno di rendimento)**

$$TIR = i \text{ quando } \sum_{t=1}^n F_t (1+i)^{-t} = 0$$

Vo = valore iniziale  
 i = saggio di interesse  
 Ft = flussi di capitale al tempo t (con t variabile da 1 a n)

<sup>321</sup> Prizzon F., op. cit.

dei contratti di locazione relativi all'immobile desumendone prima di tutto i canoni di locazione

**Formola 5: Valore iniziale nel caso di più flussi di capitale**

$$V_0 = \frac{F_1}{(1+i)^1} + \frac{F_2}{(1+i)^2} + \frac{F_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t}$$

$V_0$  = valore iniziale

$i$  = saggio di interesse

$F_t$  = flussi di capitale al tempo  $t$  (con  $t$  variabile da 1 a  $n$ )

annui e le scadenze contrattuali.

Questo permette di definire i flussi di ricavi da inserire nel Cash Flow.

#### 4.2.2.2 Le voci che rientrano in un Discounted Cash Flow Analysis

Se ci si riferisce alla normativa italiana sulle locazioni, alla scadenza del primo periodo di locazione, si ipotizza l'uscita del conduttore dall'immobile (*renewal to market*) se il canone corrisposto è superiore al canone di mercato stimato per quel sito (*estimated rental value, ERV*). Per avere tale stima del mercato delle locazioni anno per anno, l'analisi dovrà ipotizzare anche il tasso annuo reale di aumento o diminuzione del canone di mercato, oltre all'inflazione. Alla scadenza del secondo periodo di locazione, salvo diverse pattuizioni, il locatore può decidere di non rinnovare la locazione: l'ipotesi è dunque di rinnovo al mercato.<sup>322</sup>

Il canone annuo per essere paragonato al canone di mercato deve essere calcolato per metro quadrato, una volta sottratto il canone corrisposto per i posti auto, che è opportuno calcolare a corpo e non al metro quadrato; di norma il canone si riferisce all'uso ufficio, mentre gli altri usi (eccetto i parcheggi) sono ad esso parametrati pesando le superfici (ad es. archivi 30-50%, commerciale 100-400%, ecc.). Una volta definito il flusso dei ricavi è necessario definire quello relativo ai costi. Nello specifico si dovranno splittare tutti i costi a carico della proprietà. I costi quindi, delle utenze (energia elettrica, acqua, combustibili), le manutenzioni ordinarie, i servizi di vigilanza, pulizia, ecc. che rappresentano costi che normalmente la proprietà recupera dal conduttore vengono trascurati dall'analisi o in alternativa, per maggior completezza, è possibile considerare tali spese, inserendo nei ricavi il loro recupero dai conduttori in forma di anticipi trimestrali (in Italia).<sup>323</sup>

<sup>322</sup> Figini M., "Il regime delle locazioni in Italia", Dispensa Master "Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000-2001

<sup>323</sup> Rugarli N., "Cenni di Asset Management immobiliare: l'acquisizione", Dispensa Master "Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000-2001

Diversamente, le manutenzioni straordinarie, la tassa di possesso dell'immobile (ICI), il premio dell'assicurazione dell'immobile, l'eventuale servizio di Property Management, il servizio di Asset Management, le provvigioni di agenzia per le rilocalizzazioni, i mancati canoni di locazione a causa di sfittanze o di periodi iniziali di locazione gratuita e gli eventuali lavori edili e impiantistici per rilocalizzare gli spazi non sono recuperabili, quindi sono da dedurre dai ricavi.

Talvolta, si pattuisce a livello di contratto di locazione che il conduttore sostenga anche i costi del servizio di Property Management e delle manutenzioni straordinarie; talvolta, la proprietà conviene di recuperare anche la metà del premio assicurativo a fronte della sua rinuncia al diritto di rivalsa sul conduttore in caso di danni all'immobile.

Inoltre, per effettuare l'operazione di acquisizione, la proprietà sostiene nel primo anno i costi dei consulenti legali, fiscali e tecnici, del notaio, il compenso di acquisizione per la struttura di Asset Management e l'eventuale provvigione di mediazione, la quale è prudente prevedere anche all'atto della dismissione. La differenza tra ricavi e costi porta alla definizione del margine operativo (*net operating income, NOI*).<sup>324</sup>

Proseguendo nell'analisi delle voci che devono essere considerate nel Cash Flow andranno riportati anche gli oneri finanziari generati dal capitale di debito a finanziamento dell'operazione e il costo rappresentato dal prelievo fiscale (in Italia, IRAP e IRPEG oppure tassazioni sostitutive in caso di strutture particolari, quali i fondi immobiliari di diritto nazionale). Secondo la normativa fiscale italiana, le percentuali del prelievo fiscale si applicano per la IRAP sulla base imponibile rappresentata dal margine operativo meno l'ammortamento e meno la ICI, mentre per la IRPEG non si può sottrarre la ICI ma si sottraggono, oltre all'ammortamento, gli oneri finanziari.

Si ottiene così anno per anno il flusso di cassa netto (*net cash flow*) che paragonato al capitale di rischio (*equity*) fornisce il rendimento annuo sul capitale di rischio (*return on equity, ROE*) ovvero il rendimento per l'investitore.

Nel flusso di cassa dell'ultimo anno entrano il prezzo di vendita dell'investimento e, con segno negativo, il capitale di debito che viene restituito agli istituti di credito.

Il prezzo di vendita viene ipotizzato capitalizzando il canone di locazione finale ad un tasso di uscita caratteristico del mercato in quel sito e per quell'immobile specifico (*exit gross yield o exit cap rate*),

Il prezzo di vendita così calcolato ipotizza a quanto si dovrebbe offrire l'immobile sul mercato, cioè il punto di vista del venditore. L'acquirente invece farà la sua offerta realizzando a sua volta un'analisi di flussi di cassa con le sue ipotesi derivanti dalle aspettative, applicate al suo orizzonte temporale, successivo a quello del venditore, che includerà uno scenario di ricavi (canoni di locazione e scadenze contrattuali) diverso dallo scenario precedente modellizzato dal venditore.

---

<sup>324</sup> Prizzon F., op. cit.

Questo significa che in generale esiste una differenza tra exit yield del venditore e entry yield dell'acquirente: la trattativa economica tra i due soggetti porterà a cercare un prezzo finale intermedio che verrà trovato solo se riuscirà a rientrare nei limiti di oscillazione delle due rispettive redditività obiettivo.

Tornando ai flussi prima calcolati, essi vengono attualizzati per il calcolo del NPV (*Net Present Value*) o IRR (*Internal Rate of Return*) dell'investimento.

L'uso del criterio dell'IRR consente di individuare il prezzo di acquisto da includere nel cash flow all'istante zero e nell'offerta da formulare alla parte venditrice. Questo è proprio il valore tale per cui il NPV è nullo; chiaramente, l'investimento a quel prezzo sarà interessante se il relativo IRR è in linea o supera l'obiettivo dell'investitore.

Al variare di alcune delle variabili introdotte, il modello descrive un investimento con profili diversi (sensitivity). Prima di tutto, evidentemente all'aumentare del prezzo di acquisto, diminuisce l'IRR, ovvero diminuisce la redditività e aumenta il rischio dell'investimento. Infatti per annullare il NPV è sufficiente un tasso barriera più basso, quindi già con un profilo di rischio più contenuto l'investimento mostra un valore attualizzato netto nullo.<sup>325</sup>

Analogha considerazione è da farsi nel caso che si ipotizzi un *exit yield* più alto, ovvero diminuisca il prezzo di vendita.

Sul lato dei ricavi invece, se variamo lo scenario dell'andamento del mercato delle locazioni, ipotizzando per esempio una maggiore crescita del mercato (aumentando l'inflazione o la crescita reale dei canoni). Oltre una certa soglia, i conduttori che alla prima scadenza prevista dal contratto di locazione avrebbero deciso di lasciare gli spazi (in quanto avrebbero teoricamente potuto trovare canoni minori nella stessa zona rispetto a quelli sostenuti nei contratti in essere), decideranno invece di rimanere. Questo significa che da un lato l'investimento renderà meno (il prolungarsi di contratti con canoni aggiornati tipicamente al 75% dell'indice ISTAT dell'inflazione produce negli anni una differenza sempre maggiore rispetto ad un mercato delle locazioni in fase di crescita reale), ma allo stesso tempo avrà una situazione locativa più stabile, quindi più sicura: minor rischio, minor rendimento. Nel caso opposto, una minor crescita (o addirittura diminuzione) di mercato favorisce l'uscita dei conduttori.

Una situazione di canoni di locazione in corso maggiori del mercato di quel momento (*over-renting*) consente nell'immediato un maggior reddito, che tuttavia avrà più probabilità di un ridimensionamento alla prima scadenza, specie se questa è vicina. In tal caso, si delinea un investimento più rischioso, che richiede, per un approccio valutativo corretto, un maggior *entry yield* al fine di non sopravvalutare l'immobile praticando un'offerta di acquisto troppo alta.

Considerazioni opposte valgono in caso di canoni correnti minori del mercato (*under-renting*).

Dal lato dei costi, è importante una corretta stima dei mancati canoni di locazione a causa di sfittanze (*rental void*), degli eventuali lavori edili e impiantistici per rilocare gli spazi (*tenant*

---

<sup>325</sup> Ferrero C., "La valutazione immobiliare", Egea-Aspesi, Milano 1996

*improvements*) e delle spese manutentive conservative o incrementali non recuperabili dai conduttori.<sup>326</sup>

Per i primi, è essenziale la conoscenza della situazione di mercato della zona in questione.

Per i secondi, è utile sia valutare il mercato (ad es. un mercato in crescita deriva da una minore offerta di spazi rispetto alla domanda, dunque maggior potere contrattuale del locatore che potrà tendere a evitare tali costi), che il lato tecnico edile e impiantistico.

Per le manutenzioni, è importante una attenta analisi tecnica insieme ad una focalizzazione sugli interventi che valorizzano l'immobile, ovvero lo rendano più richiesto dai potenziali conduttori, consentendo a fronte di tali spese la locazione ai massimi dello specifico mercato. La simulazione di tali spese a fronte di una previsione di incremento dei canoni può indicare fino a quanto conviene spendere/investire.

Un ultimo cenno riguarda il costo rappresentato dagli interessi bancari, derivante dai tassi applicati e dal livello di indebitamento (*leverage*), rapporto tra capitale di debito e capitale investito. Se il tasso di interesse praticato sul capitale di debito è inferiore al rendimento netto dell'investimento, si ha leva finanziaria positiva: all'aumentare del rapporto di indebitamento, aumentano la redditività e il rischio per gli investitori.

Il limite al tasso di indebitamento deriva dalla scelta di rischiosità dell'investimento operata dagli investitori e dal limite alla disponibilità degli istituti di credito a finanziarlo a fronte delle garanzie prestate dagli investitori stessi.

---

<sup>326</sup> Lunghini A., op. cit.

**Tabella 38: Discounted Cash Flow**

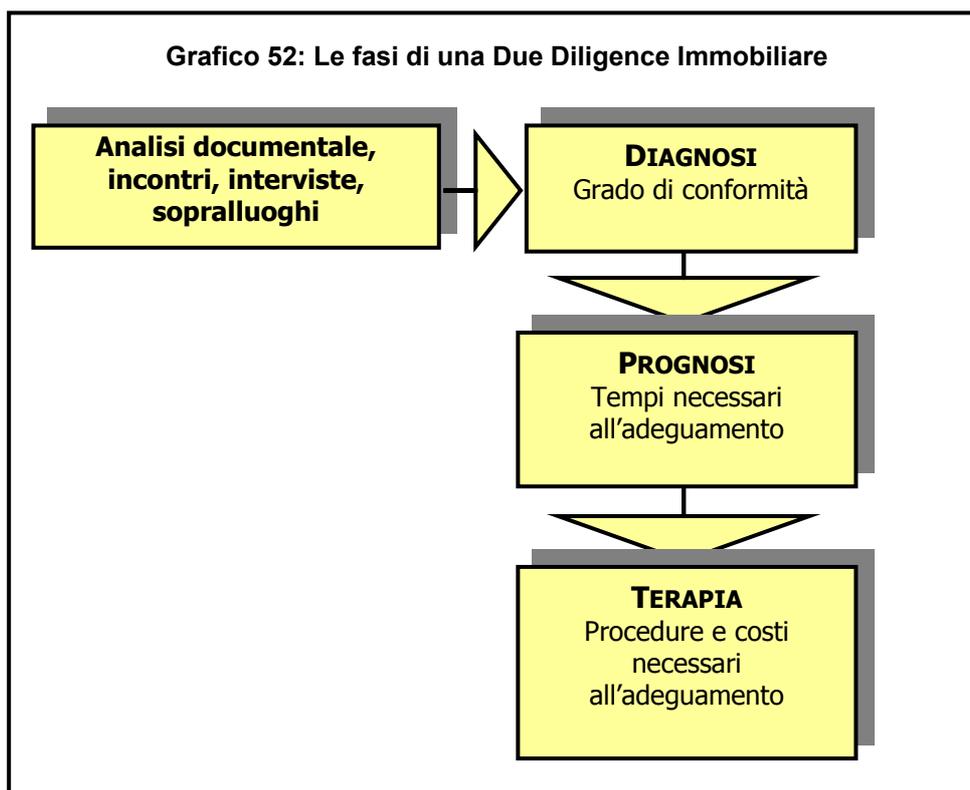
Period beginning ...	1 gennaio, 2001	1 gennaio, 2002	1 gennaio, 2003	1 gennaio, 2004	1 gennaio, 2005	1 gennaio, 2006	1 gennaio, 2008	1 gennaio, 2009	1 gennaio, 2010	
Period ending ...	31 dicembre, 2001	31 dicembre, 2002	31 dicembre, 2003	31 dicembre, 2004	31 dicembre, 2005	31 dicembre, 2006	31 dicembre, 2008	31 dicembre, 2009	31 dicembre, 2010	
Acquisition										
REVENUE										
Tenant 1	3.500.000.000	3.565.625.000	3.632.480.469	3.700.589.478	3.769.975.530	3.840.662.571	3.986.037.651	4.060.775.857	4.136.915.404	
Total Revenue (net of re-letting void)	3.500.000.000	3.565.625.000	3.632.480.469	3.700.589.478	3.769.975.530	3.840.662.571	3.986.037.651	4.060.775.857	4.136.915.404	
Percentage variation YOY		1,88%	1,88%	1,88%	1,88%	1,88%	1,88%	1,88%		
<b>Effective Revenue</b>	<b>3.500.000.000</b>	<b>3.565.625.000</b>	<b>3.632.480.469</b>	<b>3.700.589.478</b>	<b>3.769.975.530</b>	<b>3.840.662.571</b>	3.986.037.651	4.060.775.857	4.136.915.404	
NON-RECOVERABLE EXPENSES										
Management Fee @ 2%	(70.000.000)	(71.312.500)	(72.649.609)	(74.011.790)	(75.399.511)	(76.813.251)	(79.720.753)	(81.215.517)	(82.738.308)	
Asset Management Fee @ 0,25%	(125.000.000)	(128.125.000)	(131.328.125)	(134.611.328)	(137.985.946)	(141.435.595)	(148.595.772)	(152.320.970)	(156.128.994)	
Capital reserves @ 2%	(70.000.000)	(71.312.500)	(72.649.609)	(74.011.790)	(75.399.511)	(76.813.251)	(79.720.753)	(81.215.517)	(82.738.308)	
ICI @ 0,35%	(175.000.000)	(179.375.000)	(183.859.375)	(188.455.859)	(193.180.324)	(198.009.832)	(208.034.080)	(213.249.358)	(218.580.592)	
Insurance @ 0,03%	(15.000.000)	(15.375.000)	(15.759.375)	(16.153.359)	(16.558.314)	(16.972.271)	(17.831.493)	(18.278.516)	(18.735.479)	
<b>Total Expenses</b>	<b>(455.000.000)</b>	<b>(465.500.000)</b>	<b>(476.246.094)</b>	<b>(487.244.126)</b>	<b>(498.523.605)</b>	<b>(510.044.201)</b>	(533.902.850)	(546.279.879)	(558.921.682)	
CASH FLOW										
NOI/Cash flow	3.045.000.000	3.100.125.000	3.156.234.375	3.213.345.352	3.271.451.925	3.330.618.370	3.452.134.801	3.514.495.978	3.577.993.722	
Purchase price	(50.000.000.000)									
Exit value									68.948.590.068	
Cost of Purchase / Sale	(1.505.000.000)								(1.551.343.277)	
<b>NOI yield (on gross price excluding capex)</b>	<b>5,91%</b>	<b>6,02%</b>	<b>6,13%</b>	<b>6,24%</b>	<b>6,35%</b>	<b>6,47%</b>	6,70%	6,82%	6,95%	
Interest cover (Incl. Investor / Shareholder loans)	1,54	1,56	1,59	1,62	1,65	1,68	1,74	1,77	1,80	
CAPITAL EXPENDITURE										
Capital Expenditure										
Total Capital Expenditure (Not financed)										
Total Cashflow (incl. Capital Expenditure)	(51.505.000.000)	3.045.000.000	3.100.125.000	3.156.234.375	3.213.345.352	3.271.451.925	3.330.618.370	3.452.134.801	3.514.495.978	70.975.240.513

Period beginning ...	1 gennaio, 2001	1 gennaio, 2002	1 gennaio, 2003	1 gennaio, 2004	1 gennaio, 2005	1 gennaio, 2006	1 gennaio, 2008	1 gennaio, 2009	1 gennaio, 2010	
Period ending ...	31 dicembre, 2001	31 dicembre, 2002	31 dicembre, 2003	31 dicembre, 2004	31 dicembre, 2005	31 dicembre, 2006	31 dicembre, 2008	31 dicembre, 2009	31 dicembre, 2010	
<b>Acquisition</b>										
<b>EQUITY &amp; DEBT</b>										
Equity / Debt Profile:										
Equity (Straight Equity) @	15.451.500.000	15.451.500.000	15.451.500.000	15.451.500.000	15.451.500.000	15.451.500.000	15.451.500.000	15.451.500.000	15.451.500.000	
Debt Finance @	36.053.500.000	36.053.500.000	36.053.500.000	36.053.500.000	36.053.500.000	36.053.500.000	36.053.500.000	36.053.500.000	36.053.500.000	
Finance costs:										
Debt Finance @	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	
Total Finance Costs	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	(1.982.942.500)	
Equity (Straight Equity) repayment									(15.451.500.000)	
Debt Repayment @									(36.053.500.000)	
Total Debt & Equity repayment									(51.505.000.000)	
Finance : Capital Value Ratio <sup>1</sup>	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	
Equity Cash Flow	(15.451.500.000)	1.062.057.500	1.117.182.500	1.173.291.875	1.230.402.852	1.288.509.425	1.347.675.870	1.469.192.301	1.531.553.478	32.938.798.013
Annual Net Yield (on Gross price incl. Capital gain / loss.)		5,91%	6,02%	6,13%	6,24%	6,35%	6,47%	6,70%	6,82%	37,80%
Annual Net Equity Yield		6,87%	7,23%	7,59%	7,96%	8,34%	8,72%	9,51%	9,91%	113,18%

### 4.2.3 La Due Diligence immobiliare

Una volta definito il prezzo da includere nell'offerta di acquisto, previa analisi finanziaria e primi sopralluoghi per verificare la rispondenza dell'immobile agli obiettivi dell'investitore, viene proposta al venditore l'offerta che se accettata è impegnativa per l'acquirente, che usualmente la condiziona all'esito positivo di un processo di verifica tecnico-amministrativa (due diligence) curato dall'acquirente stesso e riguardante l'immobile e la società che lo possiede.<sup>327</sup>

La Due Diligence è un momento importante nel processo di acquisizione di un immobile. La parola, il cui termine è di origine anglosassone, è l'abbreviazione del termine "*due diligence review*" e potrebbe essere tradotta come "diligenza dovuta" da un professionista che svolge un incarico professionale affidatogli dal cliente. Il termine "*due diligence*" viene utilizzato, perdendo il suo significato letterale, ogni qualvolta si renda necessario un intervento da parte di un team di consulenti, per effettuare le procedure atte ad analizzare lo stato generale di un immobile, ma anche di un'attività o di una azienda.<sup>328</sup>



<sup>327</sup> Busso R., "*La Due Diligence Immobiliare*", Dispensa Master: "Real Estate Management, la gestione di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000-2001

<sup>328</sup> La medesima terminologia viene utilizzata per definire un processo d'investigazione approfondita di una società industriale, commerciale o di servizi, al fine di determinare la convenienza a procedere verso una determinata transazione; questa può essere sia l'acquisizione sia la vendita dell'attività. I concetti base della Due Diligence rimangono quindi gli stessi anche in ambito immobiliare con le opportune variazioni, legate alla specificità del bene.

La "due diligence immobiliare" è quindi quel processo d'indagine che unisce la verifica dello stato di fatto con quella documentale e normativa. La Due Diligence, detta anche "site assessment", si sviluppa attraverso un riscontro tra lo stato documentale, le prescrizioni normative e lo stato di fatto, valutando i possibili scostamenti presenti. La due diligence, così definita e sviluppata, è mirata generalmente a definire i potenziali oneri economici dovuti a non conformità, e quindi i necessari costi di adeguamento, o le passività vere e proprie.

In un mercato immobiliare in piena fase di sviluppo, caratterizzato dalla presenza di nuovi investitori, dalla crescente richiesta di trasferibilità del "bene immobile", dalla forte domanda di qualità del bene acquistato, dalle notevoli dismissioni di patrimonio pubblico, dalla nascita e dallo sviluppo dinamico dei "Fondi Immobiliari", la Due Diligence diventa uno strumento non solo utile ma fondamentale a garantire la trasparenza delle operazioni immobiliari effettuate. La Due Diligence, vista la multidisciplinarietà degli ambiti che raccoglie, deve essere garantita da elevati standard di professionalità e da una capacità organizzativa che permetta uno sviluppo rapido e preciso del progetto.

“Per meglio spiegare il processo di Due Diligence e il suo significato, potremmo fare una analogia con il mondo della medicina moderna: dopo una prima fase (analisi documentale, interviste ed incontri con il personale competente, sopralluogo all'immobile), assimilabile a visite ed esami medici, viene emessa una diagnosi puntuale e motivata (in grado di definire un grado di conformità); passo successivo è l'individuazione di una prognosi ed una terapia finalizzate al recupero totale del paziente (tramite la determinazione delle procedure per l'ottenimento dell'adeguamento e la quantificazione dei costi necessari).”<sup>329</sup>

Data la complessità e l'onerosità di un'indagine di questo tipo è, normalmente, richiesta e sviluppata quando esiste un chiaro interesse, della proprietà o del possibile acquirente, a conoscere l'effettivo stato di fatto dell'immobile, per esempio nel caso di una acquisizione.

Quando si è in sede di trasferimento del titolo di proprietà infatti, la due diligence acquisisce ingente rilievo, sia perché facilita lo svolgersi della negoziazione apportando degli elementi utili sullo stato dell'immobile, sia all'interno del processo di definizione del valore dell'immobile. Infatti, al termine della Due Diligence è possibile avere indicazioni sui costi futuri da sostenere per manutenzione, adeguamenti, ecc. e valutarne l'influenza sull'operazione di trasferimento.

La Due Diligence acquisisce una rilevante importanza non solo in sede di trasferimento del titolo di proprietà ma anche per garantire una buona gestione del patrimonio immobiliare.

---

<sup>329</sup> Busso R. "Il processo di Due Diligence" in "La finanza immobiliare per lo sviluppo delle città" Atti del convegno, Città Impresa, Milano, 10 Ottobre 2001

La Due Diligence permette infatti, di individuare in modo preciso gli accantonamenti necessari per eseguire i lavori derivanti dagli adeguamenti legislativi (la mancata conformità degli impianti o l'assenza di un certificato di prevenzione incendi può interdire il risarcimento di danni), ma anche di focalizzare procedure ed azioni necessarie a riportare e mantenere in condizioni ordinarie gli immobili, oppure di determinare possibili risparmi fiscali (molti immobili hanno un'I.C.I - Imposta Comunale sugli Immobili- calcolata su un valore catastale derivante da una categoria e classe superiore o diversa rispetto allo stato di fatto e di utilizzo).

Scopo dell'indagine è di stabilire, attraverso l'analisi amministrativa, catastale, urbanistica ed edilizia, strutturale, tecnico - impiantistica, ambientale, di sicurezza e igiene lavoro, la conformità degli immobili, degli impianti fissi e delle attività svolte, ai requisiti normativi della legge italiana, statale e regionale, attualmente in vigore e alle variazioni normative previste in un ragionevole futuro. Risulta altresì importante verificare la presenza di passività ambientali legate all'utilizzo attuale o passato di materiali pericolosi per l'ambiente e per la salute pubblica.<sup>330</sup>

Nel caso in cui, si riscontrino situazioni di immobili non conformi alla normativa, vengono determinati il costo del ripristino alla situazione originaria o quello dell'adeguamento al rispetto della normativa.

Nel caso in cui, la situazione non sia definibile, per la mancanza di documentazione o per l'insufficienza dell'esame a vista, è necessario effettuare approfondimenti d'indagine presso gli uffici preposti (Ufficio del Registro, Conservatoria dei Registri Immobiliari, Catasto, Ufficio Tecnico e Urbanistica del Comune, Società installatrici e/o manutentive degli impianti, Comando Provinciale dei Vigili del Fuoco) o con l'utilizzo di analisi di laboratorio.

---

<sup>330</sup> Vigano D. "Importanza dello strumento di Due Diligence Immobiliare" Dispensa Master: "Innovazione Manageriale e nuove tecnologie per la gestione di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, edizione 1999-2000

#### **4.2.3.1 Prima fase: due diligence preliminare o audit documentale**

In fase iniziale, quando è emerso un certo interesse per lo stabile, viene solitamente utilizzata una metodologia di indagine semplificata, definita audit documentale o due diligence preliminare. E' così possibile, attraverso la sola analisi della documentazione a corredo dell'immobile, definire in tempi contenuti lo stato generale, esplicitando il grado di conformità alla normativa tecnica, senza esprimere una quantificazione di costi eventualmente necessari all'adeguamento. Si tratta, quindi, di uno studio preliminare, comunque indispensabile al processo completo di Due Diligence. Quest'ultimo viene infatti sviluppato solo quando l'elevato interesse per l'immobile può giustificare l'impiego delle rilevanti risorse necessarie.

Nella Due Diligence completa l'analisi documentale è il punto di partenza, perché permette di analizzare l'immobile sotto ogni prospettiva: con l'analisi della documentazione è possibile avere una prima "fotografia" della realtà che si incontrerà durante la seconda fase di sopralluogo.

L'audit documentale o Pre-Due Diligence è divenuto uno strumento d'indagine preferenziale: è infatti utilizzato non solo dagli acquirenti ma anche dai venditori, per selezionare quegli immobili che possono essere messi sul mercato e ceduti con successo, nel più breve tempo possibile.

#### **4.2.3.2 Seconda Fase: sopralluogo**

Nella Due Diligence il sopralluogo è il secondo momento fondamentale per il processo di analisi dell'immobile. Con l'esame visivo è infatti possibile esprimere un giudizio sulla consistenza dello stato di fatto, verificare quanto analizzato nella documentazione e riscontrare il rispetto delle normative, la realizzazione di nuovi interventi edilizi, la regolare installazione degli impianti e di tutti i sistemi di sicurezza, lo stato di conservazione e di manutenzione, la necessità di approfondimenti di analisi, ecc.

Il risultato finale della Due Diligence può, così, essere espresso in maniera oggettiva e completa.

Nella Due Diligence la parola "Conforme" riveste un ruolo fondamentale: con questo termine si chiude tutta l'analisi effettuata sull'immobile.

In una situazione conforme l'aspetto considerato risponde ai requisiti dettati dalla normativa:

- dal punto di vista documentale;
- dall'esito del sopralluogo;
- dal confronto documentale – sopralluogo.

In una situazione non conforme l'aspetto considerato non risponde ai requisiti dettati dalla normativa:

- dal punto di vista documentale

- dall'esito del sopralluogo
- da entrambi.

In una situazione non definibile l'aspetto considerato non risulta pienamente analizzabile a causa di:

- incompletezza/mancaza di documentazione
- impossibilità di effettuare il sopralluogo
- entrambi i casi.

Il giudizio sul grado di conformità verrà inoltre rimandato qualora risultasse necessario effettuare indagini integrative.

#### 4.2.3.3 Terza fase: verifica del grado di conformità dell'immobile

Oggetto della Due Diligence è l'indagine del grado di conformità dell'immobile rispetto alla normativa, e più in generale delle condizioni della proprietà dai seguenti punti di vista:



- amministrativo
- catastale
- concessorio (urbanistico ed edilizio)
- strutturale
- tecnico degli impianti fissi
- sicurezza ed igiene del lavoro
- ambientale
- manutentivo.

##### Aspetti amministrativi

Il godimento del diritto di proprietà è il punto di partenza dell'analisi: esso viene verificato attraverso l'atto di acquisizione o il titolo di provenienza e relativa pubblicazione alla Conservatoria dei Registri Immobiliari. Il regolare censimento al Catasto terreni e fabbricati, l'eventuale iscrizione di ipoteche, la presenza di vincoli e servitù, di contratti di

locazione regolarmente riportati all'Ufficio del Registro, rappresentano il passo successivo che completa la verifica.

L'eventuale non conformità negli atti amministrativi del passaggio di proprietà può bloccare il trasferimento del bene: infatti l'atto è lo strumento che definisce la proprietà oggetto di compravendita attraverso la provenienza, quindi, la non conoscenza o la carenza di alcune

parti, relative ai soggetti a favore e contro o all'identificazione del bene in oggetto, potrebbero non consentirne la transazione.

Il problema viene risolto con una ricerca presso la Conservatoria dei Registri Immobiliari e/o l'Ufficio del Registro e con la stesura, previo eventuali rettifiche, e la relativa ufficializzazione, dell'atto di trasferimento per le parti di interesse.

Le altre irregolarità amministrative (contratto di locazione), invece, non sono vincolanti al passaggio di proprietà ma ne condizionano le clausole contrattuali; infatti un contratto di locazione in essere è oggetto di discussione in trattativa, in quanto l'eventuale nuovo proprietario sarà costretto a rispettarlo in ogni sua parte.

L'eventuale irreperibilità di tali documenti rende "non definibile" il risultato della Due Diligence: sarà quindi necessaria una ricerca presso gli uffici competenti e/o interessati.

### **Aspetto catastale**

Il Catasto è l'ufficio provinciale del Ministero delle Finanze ed è preposto all'inventariazione di tutti i beni immobili presenti sul territorio dello stato attraverso l'individuazione di proprietà, ubicazione, consistenza, qualità e rendita (catastale) di ogni bene, sia esso censito nella sezione terreni o in quella fabbricati.

L'irregolarità tra lo stato di fatto e i documenti registrati negli uffici erariali può bloccare il trasferimento dell'immobile; è da rilevare comunque, che nella maggior parte dei casi, il problema è riconducibile ad inadempienze da parte del proprietario o da parte del catasto per i tempi necessari al caricamento degli atti e delle pratiche depositate.<sup>331</sup>

Le anomalie maggiori che si possono riscontrare sono:

- documentazione dell'archivio catastale non aggiornata (mancato aggiornamento degli atti di trasferimento, di successione, delle domande di voltura);
- schede catastali e mappe non corrispondenti allo stato attuale, ma ancora da aggiornare;
- errori di registrazione;
- errori di assegnazione della categoria, della qualità, della rendita.

Le eventuali difformità esigono un'indagine integrativa presso gli uffici erariali. Richiedendo la visura del bene immobile, paragonabile alla carta d'identità, e, quando necessario, approfondendo l'analisi con la visione delle schede catastali agli uffici del catasto fabbricati e delle mappe a quelli del catasto terreni. L'allineamento tra visure, mappe, schede, tipi mappali, frazionamenti, volture, ecc. permette, infine, di evidenziare possibili errori o carenze.

L'eventuale regolarizzazione avviene con l'inoltro delle pratiche necessarie (DO.C.FA., Tipo Mappale, Tipo Frazionamento, Istanza di Voltura) conformi allo stato di fatto.

---

<sup>331</sup> Busso R., "La Due Diligence Immobiliare", Dispensa Master: "Real Estate Management, la gestione di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, edizione 2000-2001

### **Aspetti concessori (urbanistico ed edilizio)**

Una volta analizzato il titolo di proprietà dell'immobile, l'indagine continua attraverso l'acquisizione di atti pubblici come il certificato di destinazione urbanistica ed il Piano Regolatore Generale; questo permette anche la verifica dell'esistenza di possibili vincoli, monumentali, paesistici od ambientali, che possano gravare sull'immobile.

Conclusa l'analisi relativa all'uso dell'immobile, attuale o potenziale, basata sugli strumenti urbanistici, la verifica continua con il controllo della regolarità degli interventi di costruzione o ristrutturazione eseguiti, attraverso l'acquisizione, e la loro verifica rispetto allo stato di fatto, dei seguenti documenti:

- convenzioni;
- concessioni, DIA, autorizzazioni edilizie ed ex art. 26 L.47/85;
- condoni e sanatorie edilizie;
- certificato di Agibilità/Abitabilità.

L'allineamento della documentazione conduce alla ricostruzione storica dell'evolversi dell'immobile, attraverso i vari interventi edilizi che nel corso degli anni hanno modificato l'aspetto interno e/o esterno.

Il certificato di abitabilità o di agibilità, rilasciato dal Comune, è l'ultimo passo da effettuare da parte del proprietario al termine dei lavori sull'immobile, la sua presenza tra la documentazione è sinonimo di presunta regolarità sia dal punto di vista concessorio sia dal punto di vista della salubrità.

L'introduzione della possibilità di richiesta del Certificato di agibilità attraverso l'autocertificazione del professionista abilitato (D.M. 425/94) limita la certezza di conformità edilizia/concessoria che lo stesso certificato aveva in precedenza.

Le irregolarità edilizie possono condizionare l'atto di trasferimento, ovvero, quando l'immobile nello stato di fatto rilevato nel corso del sopralluogo non è conforme rispetto a quanto concesso non può essere trasferito.

Il problema si risolve con l'inoltro della richiesta di concessione di Sanatoria o con la presentazione di relazione asseverata ex art. 26 L.47/85.

### **Aspetti strutturali**

L'aspetto strutturale e il monitoraggio relativo rivestono un ruolo essenziale per l'immobile: una eventuale lesione trascurata o non considerata per la sua natura può compromettere la statica e la sicurezza dell'immobile.

L'analisi strutturale è condotta integrando la verifica dei documenti obbligatori e necessari, con un'accurata indagine "sul campo", individuando le eventuali lesioni, carenze costruttive, punti critici notevolmente sollecitati con particolare riferimento ai nodi strutturali nevralgici dell'immobile.

Vengono quindi evidenziate, qualora presenti, situazioni che necessitano di ulteriori e più approfondite indagini.

Particolarmente delicata è l'analisi strutturale su edifici che non presentano documentazione o certificazioni specifiche, come quelli storici, quelli edificati in zone sismiche antecedenti al 1974, quelli ubicati in prossimità di nuove importanti costruzioni come parcheggi interrati, linee di metropolitana, ecc.

L'irregolarità burocratica si risolve con il recupero o l'inoltro, agli uffici competenti, della documentazione necessaria.

L'irregolarità fisica sarà oggetto di segnalazione e di eventuale intervento se può ciò comportasse problemi di sicurezza sull'edificio.

### **Impianti tecnici**

Gli impianti fissi sono parte integrante e necessaria di ciascun immobile, le soluzioni installate sono dettate dalle esigenze, dall'uso degli edifici, dalla qualità tecnica che si è voluta ottenere nella costruzione.

Un impianto di ottimo livello tecnico e funzionale può incrementare il valore di mercato dell'immobile.

Per impianti fissi si intende: impianto elettrico, impianto di condizionamento, impianti meccanici.

Più in dettaglio per l'impianto elettrico si considera: dal punto di consegna al punto di utilizzo passando dalla cabina elettrica, dai quadri, dai punti luce, dai punti F.M. (forza motrice), dall'illuminazione di sicurezza, dagli impianti di protezione (messa a terra e protezioni contro le scariche atmosferiche), gli impianti di servizi: TV, citofonico, videocitofonico, telefonico, allarme, sicurezza, cablaggio, ecc.

Nell'impianto di condizionamento la suddivisione è più semplice, si considera infatti: impianto termico e impianto di raffrescamento, dalla caldaia e dalla macchina di condizionamento ai corpi radianti.

Negli impianti meccanici si include tutto ciò che è installato per il sollevamento (ascensori, montacarichi, servoscala per disabili, ecc.).

Gli impianti fissi rappresentano, in modo particolare negli immobili ad uso ufficio o ad utilizzo commerciale, una voce rilevante sia del costo di costruzione dell'immobile sia, nel caso di una loro sostituzione, della manutenzione o adeguamento.

Il consistente onere degli interventi manutentivo è dovuto sia all'elevato numero degli impianti fissi presenti sia al loro posizionamento e alla difficoltà di accesso agli apparati, spesso contenuti in locali tecnologici interrati o in cavedi e controsoffittature.

In altri immobili, ad uso abitativo o industriale, la minore complessità o la facilità di accesso agli impianti fissi, abbassa il costo di un potenziale intervento.

La verifica degli impianti fissi, in sede di due diligence viene svolta attraverso l'analisi documentale di progetti e certificazioni, seguito da un approfondito esame dello stato di fatto, con i seguenti obiettivi:

- rispetto della normativa;
- corretto dimensionamento degli impianti rispetto all'utilizzo;
- stato manutentivo generale.

La presenza di documenti di certificazione regolari e validi è condizione fondamentale per certificare la sicurezza dell'edificio, in quanto unici strumenti che attestino la conformità, la rispondenza alla normativa e individuino i soggetti responsabili.

In assenza o in carenza di documentazione il problema si risolve o con il recupero delle certificazioni presso la ditta installatrice o con la verifica di collaudo da parte di un tecnico abilitato.

L'individuazione dell'irregolarità fisica è importante oltre che per il rispetto della normativa anche per il rendimento dell'impianto stesso e per la sicurezza delle persone che lo utilizzano.

Il problema si risolve con un intervento di adeguamento.

### **Sicurezza e igiene sul lavoro**

Obiettivo di questa fase è la verifica della corretta attuazione delle misure inerenti la sicurezza e l'igiene del lavoro sull'immobile in generale, per le parti comuni, e per le attività collegate all'utilizzo dello stabile. La verifica viene svolta principalmente attraverso:

- il certificato di prevenzione incendi per le attività presenti nello stabile secondo il D.M. 16/02/82;
- l'analisi del piano di emergenza e il corretto dimensionamento delle vie di fuga;
- l'analisi della valutazione del rischio per le attività presenti;
- il rilievo della messa a terra dell'immobile e della protezione dalle scariche atmosferiche.

Si pensi a quali gravi conseguenze può causare l'irregolarità documentale in caso di incendio: in primo luogo i Vigili del Fuoco si trovano a dover affrontare nell'emergenza una realtà non corrispondente a quella approvata, in secondo luogo l'irregolarità si ripercuoterà di sicuro a svantaggio in caso di contenzioso con le compagnie di assicurazione nel caso di risarcimento dei danni.

Il problema della inesistenza o della carenza documentale si risolve con l'inoltro di una nuova denuncia o di una comunicazione al Comando Provinciale dei Vigili del Fuoco competente e nel caso di attività con lavoratori dipendenti della stesura della Valutazione del Rischio d'Incendio secondo il D.M. 10/03/98 e una successiva richiesta di C.P.I., mentre per le irregolarità che potrebbero evidenziarsi durante il sopralluogo che solitamente sono il non rispetto della normativa e delle misure di sicurezza, il problema si risolve sostituendo o integrando i vari dispositivi.

### **Aspetti ambientali**

L'indagine ambientale degli immobili viene eseguita secondo la tipologia d'uso dell'immobile: industriale, commerciale, civile ecc. ed è composta da due fasi indipendenti (I e II), come indicato dagli standard internazionalmente riconosciuti.

Oggetto dell'indagine è la verifica delle attuali o potenziali fonti di inquinamento o della presenza di materiali pericolosi nella struttura edilizia, come trasformatori, serbatoi sotterranei o altre attività che vadano ad impattare sulle acque o in atmosfera.

Nella fase "I" si procede alla raccolta dei documenti inerenti ed alla verifica delle condizioni dell'immobile attraverso un'ispezione visiva, mentre nella fase "II" si procede a campionamenti fisici di opere di isolamento o murarie, sottosuolo ecc. e alle opportune analisi di laboratorio.

La fase "II" viene svolta, a seguito della fase "I", solo quando da questa siano emerse situazioni tali da consigliare l'approfondimento delle indagini.

L'irregolarità documentale è la mancanza delle autorizzazioni necessarie come lo scarico in fognatura delle acque reflue, per l'emissione dei gas di combustione della centrale termica e per lo stoccaggio di materiale pericoloso e/o inquinante.

Il problema si risolve con l'inoltro delle richieste di autorizzazione agli uffici preposti.

L'irregolarità del sopralluogo è risolta o con indagini più approfondite per la sicura determinazione dell'elemento nocivo o quando si è certi con un intervento di bonifica.

### **Stato manutentivo**

Questo aspetto tratta lo stato di conservazione fisica dell'immobile individuando i problemi che condizionano lo stato di uso, di conservazione e di salubrità dell'immobile come:

- infiltrazioni di umidità nelle fondamenta, nei muri;
- infiltrazioni di acqua in copertura;
- di percolazione di acqua in facciata;
- di carbonatazione;
- di distacco di intonaco di copriferro nelle travi e nei pilastri;
- di fessurazione per assestamento;
- della presenza di barriere architettoniche;
- ...

La quantificazione dei costi collegata, è costituita da computi metrici estimativi specifici, divisi per categorie di opere, e basati su prezziari e listini di comune utilizzo.

#### **4.2.4 Acquisizione di un immobile**

Se la Due Diligence sull'immobile ha dato un esito positivo è possibile procedere all'acquisizione dell'immobile. L'acquisizione può essere diretta, cioè si procede ad acquistare l'immobile direttamente oppure indiretta cioè si procede ad acquistare la società che lo possiede (acquisizione di quote sociali).

La scelta se operare una acquisizione diretta o no , dipende da ragioni puramente fiscali, non dimentichiamo che acquistare direttamente l'immobile significa dover pagare l'Iva (Importa sul valore aggiunto) che per immobili che hanno un certo valore raggiunge cifre rilevanti e che questo esborso non è possibile detrarre ma rimane a carico di chi compra.<sup>332</sup>

Quindi, attraverso un corretta analisi fiscale si procederà ad individuare la modalità più opportuna per acquistare il bene immobile.

Si procede alla stipula del contratto preliminare di compravendita (di norma prevede il pagamento di una o più rate e del saldo, all'interno di una tempistica ben definita e corredata da opportune condizioni risolutive riguardanti ad esempio la messa a reddito dell'immobile, la sua ultimazione nel rispetto di un capitolato allegato, ecc.), seguito dal contratto di compravendita. Se non vi è ragione di attendere determinati accadimenti, si può evitare la stipula del contratto preliminare e procedere al contratto definitivo e al successivo rogito.

---

<sup>332</sup> Sirtoli M., "Le società immobiliari", Il Sole 24 Ore, Milano 2001

### **4.3 Il ciclo dell'investimento immobiliare: la fase di "Gestione"**

Una volta acquisito l'immobile esso dovrà essere gestito, in linea con le strategie di portafoglio. Possiamo distinguere due livelli di gestione: una gestione relativa all'intero portafoglio immobiliare e una gestione ordinaria relativa agli immobili che fanno parte del portafoglio. Le figure professionali preposte alla gestione sono quindi, diverse: il Portfolio Manager è colui che nella gestione del portafoglio si occupa del suo monitoraggio e riposizionamento nonché della misurazione delle performances del portafoglio stesso, l'Asset Manager si occupa invece della gestione ordinaria dei singoli immobili cioè della supervisione e direzione delle attività di Property Management, della gestione strategica delle locazioni, della gestione del finanziamento dell'investimento e di tutta una serie di attività volte a migliorare le performance del singolo immobile.

Entrambi le figure giocano un ruolo molto importante nella gestione del portafoglio immobiliare, l'unica differenza è che nella gestione di portafoglio il Portfolio Manager assume il ruolo di intermediario tra l'Asset Manager e la Proprietà.

Tutte le informazioni inerenti le performance di portafoglio infatti, sono vagliate dal Portfolio Manager prima di essere comunicati alla proprietà. In Italia, nel caso dei fondi immobiliari chiusi che ad oggi gestiscono ciascuno dai quattro ai sei immobili si è venuta a definire invece una struttura organizzativa definita da un Asset Manager che gestisce l'immobile in termini di strategie di portafoglio e un Property Manager a cui è preposta tutta l'attività di gestione ordinaria degli immobili, di supervisione della attività di Property e Facility Management che vengono eseguite da società esterne. L'Asset Manager ha quindi il ruolo anche di Portfolio Manager.

Da ciò si deduce che soprattutto in Italia dove i veicoli di investimento quali i Fondi immobiliari chiusi sono strumenti di investimenti relativamente recenti si vengono a costituire realtà organizzative specifiche rispetto ai paesi anglosassoni dove effettivamente esiste una procedura ormai consolidata a cui corrispondono figure professionali altrettanto definite.

### 4.3.1 La gestione del portafoglio immobiliare

Il ruolo che ricopre il Portfolio Manager nella gestione di un portafoglio immobiliare può variare perché dipende dalla definizione delle strategie della proprietà e dal portafoglio tipo. In ogni caso ci sono alcune componenti della gestione che sono universalmente validi e che definiscono specifici obblighi del Portfolio Manager tra cui:

- supervisione dell'attività dell'Asset Management;
- gestione dei cash flow di portafoglio;
- definizione della reportistica e della tempistica;
- gestione delle risorse professionali che ruotano intorno alla gestione di portafoglio;
- gestione delle attività di acquisizione, vendita, rifinanziamento delle attività;
- definisce il piano strategico valutando i vari tipi di rischi associati al portafoglio durante tutto il periodo di gestione del portafoglio.<sup>333</sup>

**Tabella 38: Comparazione tra i ruoli del Portfolio Manager e dell'Asset Manager**

Responsabilità	Portfolio Manager	Asset Manager
▪ Supervisione dell'Asset Manager	<i>Si</i>	<i>No</i>
▪ Supervisione del Property Manager	<i>Indirettamente</i>	<i>Direttamente</i>
▪ Supervisione del Leasing	<i>Indirettamente</i>	<i>Direttamente</i>
▪ Cash Flow Management	<i>A livello di portafoglio</i>	<i>A livello di immobile</i>
▪ Condizioni fisiche dell'immobile	<i>Indirettamente</i>	<i>Direttamente</i>
▪ Vendita/acquisto/rifinanziamenti	<i>Si</i>	<i>No (di solito)</i>
▪ Assumere figure professionali	<i>Si</i>	<i>Si</i>
▪ Reporting	<i>Si</i>	<i>Si</i>
▪ Tasse	<i>Si</i>	<i>Si</i>

<sup>333</sup> Margaret A. Soens, Robert Kevin Brown, "Real Estate Asset Management", John Wiley & Sons Inc, New York 1997

#### 4.3.1.1 Monitoraggio e riposizionamento del portafoglio

Il processo di gestione del portafoglio non è un processo statico bensì dinamico e basato su dati mutevoli nel tempo, è quindi necessario un monitoraggio e riposizionamento del portafoglio immobiliare durante tutto l'arco di gestione del portafoglio immobiliare.

Il monitoraggio infatti, è quel processo di analisi ed interpretazione dei cambiamenti ed il suo potenziale impatto sulla performance del portafoglio. Con esso si è in grado di comprendere la dinamica di tali cambiamenti e di rilevare le modifiche negli obiettivi e vincoli dell'investitore e nella situazione del mercato e nelle aspettative al suo interno. Se questi due fattori subiscono cambiamenti significativi, il gestore del portafoglio dovrà procedere al riposizionamento di esso. Modificherà infatti la composizione del portafoglio e lo renderà più aderente alle esigenze dell'investitore in vista del mutare della situazione e delle aspettative del mercato. Può attuare ciò attraverso tre operazioni:

- smobilizzo di un investimento in essere e investimento in un diverso segmento di mercato;
- redistribuzione degli investimenti nelle varie categorie di cespiti nell'ambito di uno stesso segmento di mercato;
- vendita di un immobile e sostituzione con un altro della medesima categoria.

Il riposizionamento di un portafoglio comporta dei costi: ad esempio, se si sceglie di vendere, bisogna considerare i costi delle commissioni, degli oneri da pagare e dell'impatto sul mercato, se si decide di non vendere, bisogna considerare invece quello di mantenere nel portafoglio un cespite il cui prezzo di mercato è superiore al suo valore intrinseco, o che non risponde più alle esigenze dell'investitore.

“ Le operazioni di monitoraggio e riposizionamento di un portafoglio sono attività lunghe e costose, che richiedono l'impegno di una organizzazione. Occorre infatti, implementare un processo gestionale sistematico e ben meditato, che lasci meno spazio possibile ai fattori psicologici e soggettivi dei vari individui impegnati nelle decisioni.”<sup>334</sup>

---

<sup>334</sup> Schmitz A., Brett D.L. “*Real Estate market Analysis*” Urban Land Institute, 2001

### 4.3.1.2 Misurazione della performance del portafoglio

Per accertarsi del fatto che le varie operazioni implementate abbiano portato realmente ai risultati prefissati, occorre disporre di strumenti per valutare la reale performance di un portafoglio.

Il gestore di portafoglio crea valore essenzialmente attraverso tre modalità:

- studiando la giusta allocazione del mercato (*market timing*) ovvero la giusta quota percentuale del portafoglio investita in un segmento di mercato (individuato con riferimento alla categoria immobiliare, alla regione economica, ecc.). Per migliorare il rendimento di un portafoglio può quindi ricorrere al timing, ovvero individuare ed acquistare (o vendere) una quota percentuale in segmenti di mercato immobiliare che ritiene possano produrre, compatibilmente con i rischi da correre, andamenti migliori (o peggiori) di quelli del mercato nel suo insieme;
- selezionando i cespiti, acquistando (o vendendo) cespiti che si ritiene possano produrre un rendimento più alto (o minore) di quello che emerge dai dati di riferimento generale sul segmento di mercato interessato;
- diversificando il portafoglio rispetto al portafoglio di mercato in modo da eliminare i rischi non sistematici.

Per valutare se le operazioni di marketing timing hanno avuto successo, si confronta il rendimento del proprio portafoglio attivo con quello di un portafoglio di riferimento (*benchmark portfolio*), ovvero un portafoglio passivo (non gestito) con un profilo di rischio analogo a quello del portafoglio gestito attivamente. Il grado di diversificazione del portafoglio si misura confrontando il rendimento del portafoglio gestito con i rendimenti assicurati dal portafoglio di mercato.<sup>335</sup>

Una correlazione perfetta significa che il portafoglio è totalmente diversificato, non sono così presenti rischi non sistematici.

Il rendimento si misura riferendosi ad un andamento storico, ossia a dati storici (*performance returns*) o rispetto a determinate previsioni (*expected returns*). La performance di un portafoglio viene valutata rispetto ai dati storici rilevati sia per i singoli periodi che per una serie di periodi.

Esistono diverse metodologie:

- gli *unleveraged returns*, ossia il rendimento assoluto, svincolato dal rapporto reddito-prezzo-reddito;
- il rendimento *cash on cash* rapportato al valore di mercato e ai tassi di capitalizzazione.

I performances returns possono essere ponderati in rapporto al tempo o in rapporto al valore della divisa. I rendimenti ponderati in rapporto al tempo vengono calcolati per i singoli periodi,

---

<sup>335</sup> Lieblich F. "The real estate portfolio management process" in Pagliari J. "The handbook of real estate investment portfolio management" Irwin-Mc Graw-Hill, New York 1995

moltiplicati tra loro in un arco e poi attualizzati per determinare la performance di portafoglio. Il rendimento ponderato in rapporto al valore della divisa si calcola mediante una formula di calcolo interna, ovvero determinando il valore attualizzato dei flussi di cassa in rapporto all'investimento iniziale. E' conveniente svolgere studi sulla redistribuzione del reddito generato, ovvero capire quali decisioni hanno generato più o meno reddito e in quale misura rispetto al reddito complessivo. In questo modo è possibile imputare i rendimenti a precise cause e comprendere quali strategie ed operazioni specifiche hanno portato vantaggi al portafoglio e quali ne hanno decurtato il valore.<sup>336</sup>

---

<sup>336</sup> Pagliari J. *"The handbook of real estate investment portfolio management"* Irwin-Mc Graw-Hill, New York 1995

### **4.3.2 La gestione ordinaria degli immobili**

Dalla gestione di portafoglio, quindi dal suo monitoraggio e ribilanciamento, si passa alla gestione ordinaria dei singoli asset che compongono il portafoglio. Il fine ultimo del processo di gestione dell'asset (Asset Management) è quello di ottimizzare la redditività dell'asset e ridurre le risorse impegnate, compatibilmente con le esigenze e le aspettative del proprietario dell'immobile. Tutto questo è possibile solo attraverso un sistema organizzato di operazioni e di compiti. Con un sistema di Asset Management si è in grado di utilizzare le informazioni come base per mettere in atto le azioni e decisioni volta al raggiungimento di precisi obiettivi.

Le attività principali di Asset Management nella gestione ordinaria di un bene immobiliare sono:

- supervisione e direzione delle attività di Property Management, ovvero delle operazioni quotidiane di gestione;
- gestione strategica delle locazioni;
- gestione del finanziamento dell'investimento e supervisione degli aspetti fiscali legati ad esso;
- definizione e controllo dei contratti e coordinamento delle diverse professionalità impiegate nell'organizzazione di gestione

#### **4.3.2.1 Supervisione e direzione delle attività di Property Management**

Una delle attività del gestore dell'immobile è la supervisione dell'attività del Property Management che di solito è una attività svolta da una società esterna. La società di Property Management deve svolgere tutte quelle operazioni quotidiane di gestione del singolo immobile quindi:

- far eseguire tutte le riparazioni e ristrutturazioni per mantenere la proprietà in buono stato, rimanendo all'interno dei limiti fissati dalla volontà dei proprietari;
- riscuotere tutti gli affitti dovuti in base ai contratti di locazione e altri proventi derivanti dall'investimento;
- disporre la liquidità generata dall'investimento su un conto bancario;
- far osservare i termini dei contratti d'affitto;
- adempiere alle richieste degli inquilini e raccogliere le lamentele di questi ultimi;
- assumere, dirigere, congedare le imprese coinvolte nella manutenzione dell'immobile;
- procurare le forniture, le attrezzature e i materiali necessari;
- pagare i salari e tutte le spese quali i contributi, le assicurazioni personali, ecc;
- occuparsi delle pratiche che riguardano la determinazione dei diritti e le rivendicazioni in caso di danno di una parte o dell'intera proprietà immobiliare;
- prendere tutti i provvedimenti occorrenti per una corretta e favorevole commercializzazione dell'immobile;

- rinnovare espandere e ridurre i contratti d'affitto in base ai vincoli imposti dal proprietario;
- ottenere tutti i permessi per conformarsi alle leggi, ordinanze e statuti applicabili agli immobili;
- negoziare per la vendita e il rifinanziamento della proprietà con il consenso dell'Asset Manager e del proprietario;
- effettuare l'assicurazione contro il danno e l'incendio per quanto riguarda l'immobile;
- redigere e mantenere aggiornati tutti i libri, i documenti, e resoconti delle ricevute e delle spese;
- redarre reports scritti per il proprietario in base alle sue indicazioni;
- preparare ed ordinare tutti i dati necessari per la redazione della dichiarazione annuale dei redditi.

L'Asset Manager sovrintende alle attività del Property Manager grazie a reports da questi forniti con frequenza settimanale, quadrimestrale, semestrale , a seconda della complessità della gestione e riguarda:

- la situazione dei risultati operativi;
- la situazione dei flussi di cassa;
- la situazione dell'inquilinato (morosità, inadempienze, reclami);
- *major capital repairs* (riparazione del capitale principale);
- la situazioni di contenzioso;
- le riparazioni straordinarie, manutenzioni ordinarie, voci d'affitto;
- l'accertamento delle tasse immobiliari;
- la situazione assicurativa.

L'organizzazione del sistema di Asset Management si basa soprattutto su un efficiente flusso di informazioni che permette di utilizzare le informazioni come base per mettere in atto le azioni e decisioni volta al raggiungimento di precisi obiettivi.

#### 4.3.2.2 Attività di reporting

L'attività di reporting è varia e soddisfa molte funzioni associate al processo di gestione:

- il processo di reporting fornisce un mezzo tangibile con cui l'Asset Manager riesamina un'informazione specifica. Questa informazione riguarda un periodo specifico e può essere utilizzata per azioni future e nuovi indirizzi;
- i reports servono per archiviare importanti informazioni;
- facilitano i processi decisionali;
- servono come importante mezzo di comunicazione.

I tipi di report usati nella gestione dell'asset sono numerosi e diverse come molte sono le informazioni necessarie per sconoscere un immobile. Le ore lavorative a disposizione di un Asset Manager, devono prioritariamente bilanciarsi tra l'attività amministrative e gestionale. Per strutturare un report bisogna considerare lo scopo, i contenuti e la tempistica in cui i report devono essere preparati.

Ci sono due tipi di report necessari ad adempiere i compiti dell'Asset Manager:

- report al proprietario;
- report con il personale interno.

Questi tipi di report sono ugualmente importanti, i report alla proprietà riguardano:

- report di gestione dell'asset;
- reports sugli affitti;
- reports sul cash flow e sulla misurazione della performance;
- budget;
- reports sui redditi e sulle tasse.

Un esempio tipico di argomenti dei reports associati all'Asset Management sono:

a) reports sulla gestione:

- indice dei contenuti;
- programma dello stato manutentivo;
- programma della situazione finanziaria;
- stato dell'edificio (conformità alle norme);
- tasse;
- assicurazione;
- affitti;
- stato del mutuo;
- calcolo dell'onorario sulla gestione;

b) reports sugli affitti:

- attività di leasing (rinnovo e sfritto) ;
- aumento dei contratti d'affitto (rinnovai) ;

- futuri inquilini;
  - ricerche di mercato;
  - piano strategico;
  - calcolo dei canoni di affitto;
- c) reports sul cash flow e sulla misurazione della performance:
- flussi di cassa per periodo;
  - rendiconto finanziario;
  - confronto con i budget di riferimento;
  - risorse e usi dei soldi;
  - rendiconto bancario;
  - confronto tra i dati storici e l'Asset Management
- d) reports sui budget:
- indice dei contenuti;
  - assunzione del budget
  - programma sulle entrate degli affitti;
  - programma degli affitti;
  - confronto tra il budget e l'asset plan;
  - calcolo dell'onorario;
- e) reports sulle tasse:
- rendiconto finanziario;
  - elenco delle spese;
  - elenco dei contributi e delle ripartizioni del proprietario.

Una volta definito lo scopo dei reports e i suoi specifici contenuti, il passo successivo è la determinazione della tempistica. La circoscrizione temporale è una componente fondamentale per la credibilità del report. Se si effettua un reports con informazioni poco recenti, l'informazione risulta poco veritiera; è quindi necessario effettuare un calendario di reporting, che sarà maggiormente utile se l'Asset Manager deve gestire numerosi proprietari con diverse esigenze.

#### 4.4 Il ciclo dell'investimento immobiliare: la fase di "Dismissione"

Le strategie di dismissione del portafoglio immobiliare sono state definite fin dalla fase di acquisizione di ogni singolo immobile. Quindi, terminata la durata dell'investimento si procederà alla dismissione degli asset seguendo le linee strategiche definite a monte del processo.

La scelta tipologica e localizzativa di un particolare immobile è stata individuata anche alla luce di una sua possibile dismissione e in un arco temporale definito.

Per esempio i Fondi Immobiliari chiusi definiscono l'arco temporale di medio-lungo periodo in dieci anni. Terminato questo periodo gli immobili dovranno essere venduti: è con questa fase che il ciclo dell'investimento immobiliare si chiude e si apre per un altro investitore che acquista l'immobile e procede alla sua gestione.

E' necessario quindi, che l'immobile o il portafoglio di immobili posti in vendita siano appetibile al mercato. Questa condizione è ottenibile solo grazie ad una gestione attiva volta all'ottimizzazione della redditività e a corretti parametri di acquisizione che hanno influenzato l'acquisto di quel particolare immobile.

Nel mercato italiano non si sono ancora avuti esempi rilevanti di chiusura del ciclo di un investimento immobiliare attraverso un piano di dismissione.

Infatti, quello degli investimenti immobiliari è ancora un mercato "giovane" che si sta delineando in questi ultimi anni. I dodici fondi chiusi oggi presenti sul mercato sono relativamente recenti e sono ancora nella fase di acquisizione. Per la chiusura del fondo si deve aspettare tra circa otto anni quando il primo fondo "Piramide Globale" lanciato da Deutsche Bank Fondi immobiliari dismetterà il proprio patrimonio.

Per quanto attiene la procedura di dismissione questa viene definita nel prospetto informativo di ciascun fondo e prevede la possibilità di liquidazione del Fondo alla scadenza del periodo di durata del Fondo, momento in cui cessa ogni ulteriore attività di investimento ed ha luogo la ripartizione tra i partecipanti e la Sgr dei proventi e del risultato netto della gestione.<sup>337</sup>

Ciò a cui invece si assiste, per quanto attiene ai processi di alienazioni è la dismissione da parte del settore pubblico<sup>338</sup> e privato degli immobili; dismissione che può avvenire attraverso diverse metodologie:

- vendita in blocco dell'intero portafoglio o di pacchetti di immobili;
- vendita frazionata dei singoli immobili;
- apporto a Fondi Immobiliari o a Società immobiliari;
- Securitization o vendita a riscatto/contratto di leasing con riscatto dell'immobile.

Le diverse modalità dipendono dalle caratteristiche dell'investitore.

---

<sup>337</sup> art. 14 Liquidazione del Fondo in "Regolamento del Fondo" BNL Fondi Immobiliari

<sup>338</sup> Decreto Legge 104/96

“A titolo esemplificativo in una dismissione privata il processo strutturato alla base può essere esemplificato come segue:

- a) manifestazione di interesse da parte degli investitori;
- b) diffusione dell'Offering memorandum;<sup>339</sup>
- c) offerta non binding condizionata a due diligence;
- d) selezione delle offerte da parte della società venditrice;
- e) notificazione agli investitori selezionati per ciascun insieme di immobili in vendita;
- f) due diligence e deposito cauzionale;
- g) offerta binding;
- h) closing con acquirente selezionato.”<sup>340</sup>

---

<sup>339</sup> L'Offering Memorandum è un documento a supporto della vendita in cui viene riportato: Disclaimer, Sommario, Foto immobili, Planimetrie, Piani Tipo, Procedura di vendita, Sintesi flussi (canoni, investimenti per valorizzazione, costi operativi), overview sul mercato immobiliare italiano, descrizione mercato immobiliare locale di riferimento.

<sup>340</sup> Viganò E., Leone M., “Presentazione di Telemaco Immobiliare S.p.A” in “Qual è il vero 'deal' nel mercato immobiliare italiano ed europeo?”, Atti del Convegno EPIC 2001 (European Property Italian Conference), Roma 4-5 Ottobre 2001



**BIBLIOGRAFIA****Libri**

- AA.VV., "The handbook of real estate portfolio management", U.S.A., Joseph L., Pagliari, Jr., CFA, 1995
- ANIMP (a cura di) "Lezioni di Project Management", Etas Libri, Milano 1992
- ARBIZZANI E., "Manutenzione e gestione degli edifici complessi", Hoepli, Milano 1991
- ARBIZZANI E., "Manutenzione e gestione di edifici complessi", Hoepli, Milano, 1995
- ARCHIBALD RUSSELL D., "Project Management", Franco Angeli, Milano, V Ed., 1998
- BAMBAGINI G., "Codice delle valutazioni immobiliari", Tecnoborsa, Roma 2000
- CAMP R., "Benchmarking The Search for Industry Best Practices that Lead to Superior Performance", ASQC Quality Press, Milwaukee, 1989
- BREGLIA M., CATELLA M., "I Fondi di investimento immobiliari", Il Sole 24 Ore, Milano, Maggio 2000
- BOTTIGLIA R. (a cura di), "Gestione e valorizzazione del patrimonio immobiliare" Bancaria Editrice, Roma 1998
- BRUNA E., "Aspetti gestionali del fondo", Cefor, Milano 1992
- BRUNA E., "Real Estate Investment Trusts", Diritto ed Economia, Maggioli, 1995
- BRUNO A., Pavoni G. (a cura di), "Progetto qualità manutenzione", Scriptorium, Torino, 1993
- CAPPELLINI, LUGANO, ONETO, RIZZARDI (a cura di) *Dizionario di Fisco Contabilità e Bilancio*, Il Sole 24 Ore, Milano 1999
- CHARTER B., SWALLOW P., "Building Maintenance Management", Osney Mead, Oxford 1996
- CODINI E., FOSSATI A., "Il mutamento di destinazione d'uso degli immobili", Il Sole 24 Ore, Milano 1998
- D'ALESSANDRO M., "Dalla manutenzione alla manutenibilità", Franco Angeli, Milano, 1994
- Calagnade F., Fiore L., Grimaldi M., Prandina, D. "Le operazioni di securitisation", Il Sole 24 Ore, Milano 1999
- FERRERO C., "La valutazione immobiliare", Egea-Aspesi, Milano 1996
- GERVASONI A. (a cura di), "Finanziare L'Impresa", Il Sole 24 Ore Libri, 1999
- GIOBERTI L., GIUNTA G., LIPARI G., "Immobili e fisco", Pirola, Milano, 1996
- GUIDORENI F., MARSOCCI L. "Global Service: Manutenzione e Facility Management", Dei, Roma 2000
- KYLE ROBERT C., "Property Management", Real Estate education Company, Chicago, VI Ed., 1979
- LEE R., "Manutenzione edilizia programmata", Hoepli, Milano, 1993
- LESTER C. THUROW, "La costruzione della ricchezza. Le nuove regole per gli individui, le società e le nazioni nell'economia della conoscenza", Il Sole 24 Ore, Milano, 2000

- LIEBLICH F., *"The real estate portfolio management process"* in Pagliari J. *"The handbook of real estate investment portfolio management"*, Irwin-Mc Graw-Hill, New York 1995
- LUNGHINI A., *"La valutazione immobiliare"*, Etas, Milano, 1993
- MARGARET A. SOENS, ROBERT KEVIN BROWN, *"Real Estate Asset Management"*, John Wiley & Sons Inc, New York, 1997
- MELE G., *"Il Finanziamento dei progetti"*, Franco Angeli, Milano, 1994
- MOLINARI C., *"Manutenzione programmata"*, in *"Manuale di progettazione edilizia"*, III, Hoepli, Milano, 1994
- NARDI G., *"Le nuove radici antiche"*, F. Angeli, Milano, 1998
- Pagliari J., *"The handbook of real estate investment portfolio management"* Irwin-Mc Graw-Hill, New York, 1995
- PRIZZON F., *"Gli investimenti immobiliari"*, Celid, Torino, 1995
- SCHIAFFONATI F., *"Architettura e nuove tecnologie"* in *"L'edificio intelligente"*, a cura di Tronconi O., Etaslibri, Milano, 1990
- SIRTOLI M., *"Le società immobiliari"*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001
- SOENS M.A., BROWN R.K., *"Real Estate Asset Management"*, U.S.A., John Wiley & Sons Inc., 1994
- SCHMITZ A., BRETT D.L. *"Real Estate market Analysis"*, Urban Land Institute, 2001
- SOLUSTRI C., *"Gestione e manutenzione dei patrimoni immobiliari"*, NIS, Roma, 1997
- ROSCCELLI R., Prefazione del libro di Prizzon F., *"Gli investimenti immobiliari"*, Celid, Torino, 1998
- TAMBORRINO F., *"Fondi comuni immobiliari italiani ed esteri"*, Pirola, Milano, 1997
- TAMBORRINO F., *"Gli affari immobiliari"*, Pirola, Milano, 1996
- TRONCONI O., CIARAMELLA A., POLITO B. *"I Sistemi Informativi nel settore della gestione immobiliare"*, Il Rostro, Milano, 1998

### **Riviste**

- AVE G. *"Investire nel recupero"* in *"Il Nuovo Cantiere"*, n. 11, Dicembre 2000
- BANCA COMMERCIALE ITALIANA *"La Cartolarizzazione dei Crediti: le potenzialità per il sistema finanziario italiano"*, Tendenze Monetarie n° 77 Giugno 1999
- BORLENGHI R., *"La nuova dimensione del project management"* in *"Il Nuovo Cantiere"*, Tecniche Nuove, n.3 marzo 2001
- CATELLA M., *"Arriva lo straniero?"*, in *"Il Nuovo Cantiere"*, n.5, maggio 1996
- CATELLA M., *"Buoni Obbligazionari Comunali e Amministrazione Pubblica"*, in *"Il Nuovo Cantiere"*, n.5, maggio 1997
- CATELLA M., *"Dismissioni a rischio"*, in *"Il Nuovo Cantiere"*, n.6, giugno 1997

- CATELLA M., *"Effetti della finanziarizzazione sul mercato immobiliare italiano"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.11, dicembre 1995
- CATELLA M., *"Enti previdenziali senza casa"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.6, giugno 1996,
- CATELLA M., *"Evoluzione del risparmio gestito in Italia"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.11, dicembre 1997
- CATELLA M., *"Il valore del mattone"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.1, gennaio 1999
- CATELLA M., *"Immobili in pensione"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.7, agosto 1996
- CATELLA M., *"Incertezze di fondo"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.7, agosto 1997
- CATELLA M., *"Investire in fondi"*, in "Il Nuovo Cantiere", n. 4, aprile 1996
- CATELLA M., *"La diversificazione di un portafoglio immobiliare"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.2, febbraio 1998
- CATELLA M., *"Le nuove regole per l'investimento immobiliare"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.3, marzo 1999
- CATELLA M., *"London Fox"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.2, febbraio 1997
- CATELLA M., *"Palazzi di carta"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.3, marzo 1996
- CATELLA M., *"Securitization"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.10, novembre 1996,
- CIARAMELLA A., *"Patrimoni immobiliari: tecnologia e management"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.9, ottobre 1997
- D'AMATO M., *"Fondi chiusi immobiliari: aspetti economici ed estimativi"*, in "Il Nuovo Cantiere", n.11, dicembre 1996
- DI GIULIO R., *"Obsolescenza degli edifici e affidabilità dei sistemi"*, in "Modulo", n.141, maggio 1988
- GAROFALO L., *"Sacro mattone"*, in "Il Nuovo Cantiere", n. 8, settembre 1997
- GASTONE AVE *"Investire nel recupero"* in "Il Nuovo Cantiere", n. 11, Dicembre 2000
- GOTI M., *"Il gestore professionale: redditività della gestione immobiliare con le moderne tecniche di <<Property Management>>"*, in "INPDAP", n.5, settembre/ottobre, 1997
- GIULIANI T., *"Il construction manager"* in "Il Nuovo Cantiere", n. 3, marzo 2001
- Haworth Inc. *"Facility planning and management"*, Haworth Office Journal, New York, 1997
- "La gestione del valore"*, Notiziario Gemini Europa, Gennaio 2001
- "Italy may securities social security arrears"* in "Financial Times", 22 aprile 1999
- LUNGHINI P., *"Valutare per securitizzare"*, in "Consulente Immobiliare", n. 567, 31 agosto 1997
- MARCHESINI E., *"Il mattone si colora d'oro"*, in "Il Sole 24 Ore", n° 264, 30 settembre 2000
- MARCHESINI E. *"Una crescita da 500 miliardi al mese"* in "Il Sole 24 Ore", 23 Luglio 2001
- MOLINARI I. *"I vantaggi del sale and lease back"* in "Milano Finanza " 27 Luglio 2001
- PETROSINO R., *"L'esperienza di un fondo immobiliare internazionale (Morgan Stanley Dean Witter Real Estate Fund) sul mercato italiano"* in "La valorizzazione dei beni immobili di

- proprietà pubblica” convegno realizzato all’interno della Fiera Progetto Città, Milano, 21 Febbraio 2001
- PEVERARO S., “*Sale and lease back coppia vincente*” in “Milano Finanza”, 27 luglio 2001
- RITUCCI G., “*Un caso di outsourcing globale di Facility Management*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.4, aprile 1998
- TAMBURINI G., CAMERANI G., “*Problematiche e prospettive per la gestione integrata del patrimonio immobiliare*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.9 ottobre 1997
- TRONCONI O., “*Cultura e esperienze di gestione immobiliare in Italia*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.11, novembre 1997
- TRONCONI O., “*Dalla manutenzione alla gestione degli edifici*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.10, novembre 1996
- TRONCONI O., “*Facilities Management e ciclo di vita dei costi di un edificio*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.8, settembre 1998
- TRONCONI O., “*Fondi Immobiliare e patrimoni pubblici*” in “Il Nuovo Cantiere” n. 5, maggio 2001
- TRONCONI O., “*Facilities Management: la necessità di una corretta impostazione strategica*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.8, settembre 1997
- TRONCONI O., “*Gli sviluppi innovativi nel campo della gestione immobiliare*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.3, marzo 1998
- TRONCONI O., “*Il benchmarking in Italia*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.10, novembre 1996
- TRONCONI O., “*Il benchmarking: come applicarlo al settore immobiliare*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.2, febbraio 1998
- TRONCONI O., “*Il Capital Asset Management (CAM)*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.7, agosto 1997
- TRONCONI O., “*La manutenzione degli impianti-sistemi in un edificio intelligente*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.8, settembre 1995
- TRONCONI O., “*L’edificio intelligente: nuove concezioni, metodologie, attività*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.9, ottobre 1997
- TRONCONI O., “*Nuovi obiettivi nella progettazione di edifici terziari*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.10, novembre 1997
- TRONCONI O., “*Una nuova opportunità per le imprese*” in “Il Nuovo Cantiere”, n°10, novembre 1998
- T. STEWART, “*Intellectual Capital*”, Nicholas Brealey Publishing Ltd, London, 1997
- Torri F., “*Come ridurre i costi di gestione degli immobili attraverso l’adozione del modello <<Global Service>>*”, in “Il Nuovo Cantiere”, n.8, settembre 1995
- VIGANÒ D., “*Un approccio metodologico per la scelta degli immobili di un Istituto di previdenza da apportare ad un Fondo di investimento immobiliare chiuso*”, in “INPDAP”, n.5, settembre/ottobre 1997

### Dispense e Ricerche

ASSOGESTIONI "*Primo rapporto sui fondi immobiliari*", ottobre 2001

Banca Commerciale Italiana, "*Tendenze Immobiliari*", Servizio Studi, aprile 2001

BREGLIA M., "*Investire in Italia: aspettative e realtà dei grandi investitori italiani ed esteri 1990-2005*", Ricerca di Scenari Immobiliari, Milano, 14 febbraio 2000

BRUNA E., "*Il Portfolio Management*" dispensa Master "Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed. 2000-2001

BRUNA E. "*Le caratteristiche di un investimento immobiliare*" dispensa del Master "Innovazione manageriale e nuove tecnologie per la gestione di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed. 1999-2000

BUSSO R., "*La Due Diligence Immobiliare*" dispensa Master "Real Estate Management, la gestione di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.2000-2001

CATELLA M., "*La finanziarizzazione del settore immobiliare*", dispensa Master "Facilities Management: la gestione di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1999-2000

CESARANO D., "*Facilities Management Services*" , dispensa Master "Facility Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1998-1999

CURCIO C., "*Il Project Management*", dispensa Master "Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed. 2000-2001

FALCONE V., MARANGONI F., "*Un unico interlocutore per soluzioni globali*", dispensa Master "Facility Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1998-1999

FERRERO C., "*Innovazione Finanziaria e Operazioni Immobiliari*", Ricerca dall'Area Finanza Aziendale e Immobiliare della SDA Bocconi, Milano, 1999

FIGINI M., "*Il regime delle locazioni in Italia*", dispensa Master "Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed. 2000-2001

IVE A., "*Integrated Facility Management*", dispensa Master "Facility Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari", Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1998-1999

LUCINI G., "*Auditing di edificio*", dispensa Master "Building Manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari", Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1997-1998

- Magno, *“La consulenza nel Facilities Management”*, dispensa Master “Building Manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari”, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1997-1998
- NOMISMA, Osservatorio sul mercato immobiliare, *“Il Rapporto sul mercato immobiliare”*, Bologna, Luglio 2000
- NOMISMA, Osservatorio sul mercato immobiliare, *“Il Rapporto sul mercato immobiliare”*, Bologna, Marzo 2001
- NOMISMA, Osservatorio sul Mercato Immobiliare *“Il Rapporto sul mercato immobiliare”*, Bologna, Luglio 2001
- PISANI D., *“Aspetti fiscali nel Real Estate”*, dispensa Master “Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari”, Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.2000-2001
- POLITO B., *“Gestione strategica ed operativa”* Dispensa Master “Facility Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari”, Laboratorio Quali.tec, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1998-1999
- PIVATO S., *“Il nuovo strumento finanziario nell’ottica del potenziamento del mercato – la compatibilità reddituale con gli altri investimenti cartacei”*, in *“I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive”*, Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89
- RIGAMONTI R., MUSSO R. *“La valorizzazione di un patrimonio immobiliare”* dispensa Master “Innovazione manageriale e nuove tecnologie per la gestione di edifici/patrimoni immobiliari” Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1999-2000
- RUGARLI N., *“Cenni di Asset Management immobiliare: l’acquisizione”* dispensa Master “Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari”, Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.2000-2001
- SOLARO G., *“Progetto Fondi Immobiliari Chiusi”*, dispensa Master: “Building manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari”, Dipartimento DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1997-1998
- SOMASCA T., *“Il mercato e lo sviluppo immobiliare”*, dispensa Corso di formazione: “Building Manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari”, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed. 1997-1998
- SCENARI IMMOBILIARI, CENTREDIL-ANCE LOMBARDIA, *“Secondo Rapporto sul Mercato immobiliare Lombardo”*, Milano, Maggio 1999
- SCENARI IMMOBILIARI, n. 49, Febbraio 2001 in “Forum di previsioni e strategie” IX edizione, Scenari Immobiliari, Santa Margherita Ligure (Ge), 14 e 15 settembre 2001
- SOMASCA T., *“Il mercato immobiliare italiano dal dopoguerra ai nostri giorni”*, dispensa Master “Real Estate Management La gestione di edifici-patrimoni immobiliari “, Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed. 2000 – 2001

TORRI F., *“Pianificazione e controllo dei servizi. Building Management: evoluzione organizzativa”*, dispensa Master “Building Manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari”, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1997-1998

VIGANÒ D., *“Finanziarizzazione immobiliare: case history”*, dispensa Master: “Building manager, il gestore di edifici/patrimoni immobiliari”, Dipartimento DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1997-1998

VIGANÒ D. *“Importanza dello strumento di Due Diligence Immobiliare”* dispensa Master: “Innovazione Manageriale e nuove tecnologie per la gestione di edifici/patrimoni immobiliari”, Laboratorio Quali.tec, Dip. Di.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1999-2000

VIGANÒ, E., *“La gestione strategica dei grandi patrimoni immobiliari”*, dispensa Master: “Building Manager la gestione di edifici/patrimoni immobiliari”, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.1997-1998

VIGANÒ E., *“La gestione strategici di edifici/patrimoni immobiliari”*, dispensa Master “Real Estate Management: la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari”, Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed.2000-2001

VIGANÒ E., *“Quadro sinottico delle problematiche di dismissione di grandi patrimoni immobiliari”* dispensa Master “Facility Management : la gestione strategica di edifici/patrimoni immobiliari” Laboratorio Quali.tec, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, Ed. 1998-1999

Schmitz A., Brett D.L. *“Real Estate market Analysis”*, Urban Land Institute, 2001

### **Atti Convegni**

AMADESI A., *“La gestione del patrimonio immobiliare: le strategie e le esperienze realizzate negli U.S.A. Le possibili applicazioni in atto in Italia”*, in “La gestione integrata di edifici-patrimoni immobiliari. Lo stato dell’arte in Italia e le esperienze innovative”, Atti del Convegno Smaucadd, Milano, 26 febbraio 1998.

AA.VV. Atti del convegno, *“Immobili e Finanza. Dalla gestione dei costi alle opportunità offerte dai mercati finanziari”*, Firenze, giugno 1999

BARRINGER H., *“Life Cycle Cost and Good Practices”* in NPRA Maintenance Conference, San Antonio, Texas, May 19-22 1998

BORJA HILDAGO MOZOS FRANCISCO, *“Explicative Study and Analysis of the Spanish Benchmarking”* in “IFMA World Workplace Europe 2001”, Conference Proceedings, Innsbruck, 17-19 June, Breglia M., *“Il problema delle perizie”*, in “I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive”, AA.VV., Atti del Convegno AIAF, 7 novembre 1997, quaderno n. 89

BRUSCHI I., *“Il mercato: dalla crescita alla maturità”* in “Qual è il vero ‘deal’ nel mercato immobiliare italiano ed europeo?”, Atti del Convegno EPIC 2001 (European Property Italian Conference), Roma 4-5 Ottobre 2001

- BUSSO R., “*Il processo di Due Diligence*” in “La finanza immobiliare per lo sviluppo delle città” Atti del convegno, Città Impresa, Milano, 10 Ottobre 2001
- CALCATERRA M. “*La Finanza e il Real estate: il quadro attuale e le prospettive di sviluppo*” in “Nuovi modelli di gestione finanziaria per le pubbliche amministrazioni: la cartolarizzazione dei crediti e la Securitisation in campo immobiliare”, Atti del Convegno, SDA Bocconi, 29 Novembre 2000
- CATELLA M., “*Le esperienze straniere: quanto di più valido può essere recepito*”, in “I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive”, Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89
- CIARAMELLA A., “*I criteri per la valorizzazione e la gestione dei patrimoni immobiliari: il ruolo della manutenzione*” in Atti del Convegno “Le attività di manutenzione: opportunità e strategie in un mercato che cambia”, Dipartimento DI.Tec, Politecnico di Milano, 27 settembre 2001
- CICCARELLO F., “*Le nuove risorse per cambiare la città: il caso dei fondi immobiliari*” in “La finanza immobiliare per lo sviluppo delle città” Atti del convegno, Città Impresa, Milano, 10 Ottobre 2001
- Confindustria Centro Studi “*Previsioni e Politiche economiche*” in “Forum di previsioni e strategie” IX edizione, Scenari Immobiliari, Santa Margherita Ligure (Ge), 14 e 15 settembre 2001
- Ed Lyons, “*Global Outsourcing or Integrated Solutions: Multinationals Need Global Solutions*” in IFMA World Workplace Europe 2001, Conference Proceedings, Innsbruck 17-19 June
- FERRARI G. F., “*Il quadro normativo di riferimento delle operazioni di Securitization*” in “Nuovi modelli di gestione finanziaria per le pubbliche amministrazioni: la cartolarizzazione dei crediti e la Securitisation in campo immobiliare”, Atti del convegno, SDA Bocconi, 29 Novembre 2000
- FERRETTI C., “*La valutazione economica del progetto. Strumenti e tecniche di supporto alla decisione*” in “Attori e strategie nella riqualificazione delle periferie urbane” Atti del Convegno, Dip. DI.Tec, Politecnico di Milano, 30 giugno 1999
- IACOVONE D., “*Project Financing e valorizzazione del patrimonio immobiliare*” in “Project Financing: dal finanziamento di impresa al finanziamento di progetto” Atti del Convegno, Il Sole 24Ore, Milano 18 Febbraio 1999
- FUKSAS M., “*Caos Sublime*”, in “Forum di previsioni e strategie” IX edizione, Scenari Immobiliari, Santa Margherita Ligure (Ge), 14 e 15 settembre 2001
- PRISCHI P. “*Real Estate Portfolio Management – A practical Approach*” in IFMA World Workplace Europe 2001, Conference Proceedings, Innsbruck 17-19 June
- ROTTICI C., “*La valutazione economico-finanziaria del progetto*” in “Project Financing: dal finanziamento di impresa al finanziamento di progetto” Atti del Convegno, Il Sole 24Ore, Milano 18 Febbraio 1999

- PIVATO S., *“Il nuovo strumento finanziario nell’ottica del potenziamento del mercato – la compatibilità reddituale con gli altri investimenti cartacei”*, in *“I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive”*, Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89
- Respigo R., *“Il controllo dei fondi immobiliari”*, in *“I Fondi immobiliari: ruoli e prospettive”*, Atti del Convegno AIAF del 7 novembre 1997, quaderno n. 89
- Robba G., *“Le operazioni di Securitisation in campo immobiliare”* in *“Nuovi modelli di gestione finanziaria per le pubbliche amministrazioni: la cartolarizzazione dei crediti e la Securitisation in campo immobiliare”*, Atti del Convegno: SDA Bocconi, 29 Novembre 2000
- ROLANDO P., *“Progetti di trasformazione urbana: analisi della sostenibilità tecnico territoriale, economico finanziaria ed amministrativa”* in *“Valorizzare la città: le nuove strategie urbane”* Atti del convegno, Città Impresa, Milano, 9 Ottobre 2001
- ROMANO M., *“Evoluzione dei modelli di gestione immobiliare”* in *“Qual è il vero ‘deal’ nel mercato immobiliare italiano ed europeo?”* Atti del Convegno EPIC 2001 (European Property Italian Conference), Roma 4-5 Ottobre 2001
- RYDDERCH M., *“Who is Buying What, Where & How Much?”* in *“Qual è il vero ‘deal’ nel mercato immobiliare italiano ed europeo?”* Atti del Convegno EPIC 2001 (European Property Italian Conference), Roma 4-5 Ottobre 2001
- VIGANÒ E., *“Le operazioni di spin-off immobiliare in Italia: importazione metodologica ed analisi del processo di raccolta ed elaborazione dei dati”*, in *“La gestione integrata di edifici-patrimoni immobiliari. Le esperienze innovative in atto in Italia”*, Atti del Convegno Smaucadd '99., 25 marzo 1999
- VIGANÒ E., LEONE M., *“Presentazione di Telemaco Immobiliare S.p.A”* in *“Qual è il vero ‘deal’ nel mercato immobiliare italiano ed europeo?”* Atti del Convegno EPIC 2001 (European Property Italian Conference), Roma 4-5 Ottobre 2001
- ZAPPATINI N., *“Le principali fasi di un’operazione di Project Financing”* in *“Project Financing: dal finanziamento di impresa al finanziamento di progetto”* Atti del Convegno, Il Sole 24Ore, Milano 18 Febbraio 1999