

La gestione del fondo immobiliare

Rischio, diversificazione e pianificazione



prefazione di Massimo Caputi

Contributi di
Sergio Beretta
Claudio Cacciamani
Carlo Dottarelli
Claudio Giannotti
Federica Ielasi
Gianluca Mattarocci
Claudio Porzio
Gabriele Sampognaro

Indice

Prefazione

di Massimo Caputi

IX

Introduzione

di Claudio Giannotti

I

1 I fondi immobiliari: quadro normativo e profili contabili *di Carlo Dottarelli*

5

| | |
|---|-----------|
| 1.1 I fondi comuni di investimento | <i>5</i> |
| 1.1.1 La gestione collettiva del risparmio | <i>5</i> |
| 1.1.2 Definizione di «fondo comune» | <i>6</i> |
| 1.2 Il fondo immobiliare: definizione e tipologie | <i>9</i> |
| 1.2.1 Le fonti normative | <i>9</i> |
| 1.2.2 Definizione di «fondo immobiliare» | <i>10</i> |
| 1.2.3 I fondi ad apporto pubblico | <i>11</i> |
| 1.2.4 I fondi a raccolta | <i>12</i> |
| 1.2.5 I fondi ad apporto privato | <i>12</i> |
| 1.3 La disciplina generale dei fondi immobiliari | <i>13</i> |
| 1.3.1 Il conferimento di beni immobili | <i>13</i> |
| 1.3.2 Disciplina del conflitto di interessi | <i>14</i> |
| 1.3.3 Gli esperti indipendenti | <i>15</i> |
| 1.3.4 I fondi «semichiusi» | <i>16</i> |
| 1.3.5 Quotazione | <i>17</i> |
| 1.3.6 L'assunzione di prestiti | <i>17</i> |
| 1.3.7 Il regolamento di gestione | <i>18</i> |

| | |
|--|----|
| 1.3.8 Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio | 21 |
| 1.4 Profili contabili dei fondi immobiliari | 21 |
| 1.4.1 Schemi-tipo e modalità di redazione dei prospetti | 22 |
| 1.4.2 Criteri di valutazione del patrimonio del fondo | 28 |
| 1.4.3 Criteri di valutazione dei beni immobili | 28 |
| 1.5 Cenni sugli aspetti fiscali dei fondi immobiliari | 30 |
| 1.5.1 Il regime tributario ai fini delle imposte sui redditi | 30 |
| 1.5.2 Il regime tributario dei partecipanti | 30 |
| 1.5.3 Il regime tributario ai fini IVA | 31 |
| 1.5.4 Le novità introdotte dal decreto legge 4 luglio 2006, n. 223 | 32 |
| 2 Il business plan del fondo immobiliare <i>di Sergio Beretta</i> | 33 |
| 2.1 Introduzione | 33 |
| 2.2 Il business plan del fondo immobiliare: profili generali e obiettivi | 34 |
| 2.3 I soggetti coinvolti nella redazione del business plan | 36 |
| 2.4 Fasi di redazione del business plan | 37 |
| 2.5 I prospetti analitici per ogni immobile | 38 |
| 2.5.1 I canoni di locazione, gli altri proventi e le perdite su crediti | 38 |
| 2.5.2 Gli oneri di gestione immobiliare e le spese generali di diretta imputazione | 46 |
| 2.5.3 Le CAPEX, le opere di valorizzazione e il valore patrimoniale degli immobili | 47 |
| 2.6 Le linee strategiche e operative di gestione | 49 |
| 2.6.1 Le compravendite immobiliari | 49 |
| 2.6.2 I finanziamenti | 51 |
| 2.6.3 Le spese generali | 53 |
| 2.7 Il conto economico, lo stato patrimoniale e il rendiconto finanziario | 55 |
| 2.8 Conclusione | 59 |
| 3 I fondi immobiliari retail quotati: andamento e prospettive <i>di Claudio Cacciamani e Federica Ielasi</i> | 61 |
| 3.1 Premessa | 61 |

| | |
|---|------------|
| 3.2 I fondi immobiliari quotati: un confronto sulle politiche di investimento e sulle performance | 63 |
| 3.3 Le possibili cause alla base della valutazione a sconto dei fondi quotati | 80 |
| 3.4 Conclusioni | 87 |
| Bibliografia | 87 |
| 4 La misurazione del rischio negli investimenti immobiliari diretti <i>di Claudio Porzio e Gabriele Sampagnaro</i> | 91 |
| 4.1 Introduzione | 91 |
| 4.2 Il real estate come asset class: elementi di analisi | 92 |
| 4.3 La valutazione degli immobili: considerazioni preliminari | 96 |
| 4.3.1 Modello di capitalizzazione diretta vs. DCF | 98 |
| 4.4 Il rischio immobiliare: lineamenti e tendenze nella ricerca teorica | 101 |
| 4.5 La componente di prevedibilità dei rendimenti immobiliari e il fenomeno di smoothing | 105 |
| 4.6 L'incertezza della valutazione | 107 |
| 4.6.1 L'incertezza nel metodo della capitalizzazione diretta: una simulazione | 110 |
| 4.6.2 Incertezza e metodo DCF | 115 |
| 4.7 Conclusioni | 120 |
| Appendice algebrica | 122 |
| Bibliografia | 124 |
| 5 La costruzione di un portafoglio immobiliare e i criteri di diversificazione <i>di Claudio Giannotti e Gianluca Mattarocci</i> | 129 |
| 5.1 Introduzione | 129 |
| 5.2 Gli indicatori di convenienza economica degli investimenti immobiliari: caratteristiche e limiti | 130 |
| 5.3 La costruzione della frontiera efficiente negli investimenti immobiliari | 134 |
| 5.3.1 La metodologia della frontiera efficiente | 134 |

| | |
|---|-----|
| 5.3.2 Le applicazioni della frontiera efficiente alla finanza immobiliare | 137 |
| 5.3.3 I limiti per l'applicazione agli investimenti immobiliari | 140 |
| 5.4 I criteri di diversificazione | 148 |
| 5.4.1 L'efficacia della diversificazione per locatario | 150 |
| 5.4.2 L'impatto della diversificazione per rischio endogeno | 151 |
| 5.4.3 La rilevanza del rischio esogeno nel portafoglio immobiliare | 152 |
| 5.4.4 I benefici e i costi del debito nell'investimento immobiliare | 154 |
| 5.5 La valutazione di un portafoglio immobiliare | 155 |
| 5.5.1 La descrizione del campione | 155 |
| 5.5.2 Analisi dei profili rendimento-rischio di un portafoglio immobiliare | 157 |
| 5.5.3 La proposta di un modello integrato di valutazione dell'investimento immobiliare | 168 |
| 5.6 Conclusioni | 169 |
| Bibliografia | 171 |
| Conclusioni <i>di Claudio Giannotti</i> | 179 |
| Gli Autori | 187 |



2 Il business plan del fondo immobiliare

di Sergio Beretta*

2.1 Introduzione

Il presente capitolo si propone di analizzare le principali caratteristiche del *business plan* del fondo immobiliare, attraverso un modello di analisi che tenga conto delle prevalenti finalità di un prodotto immobiliare quali:

- la gestione dei singoli immobili in portafoglio;
- il mantenimento dell'adeguatezza patrimoniale e il contenimento del rischio;
- la sussistenza di una struttura finanziaria adeguata;
- la creazione di valore per gli investitori.

L'analisi fornisce delle esemplificazioni pratiche di elaborazione del *business plan* del fondo immobiliare, cercando di accompagnare il lettore nelle singole fasi di redazione del modello di pianificazione.

Il modello presentato può essere indistintamente applicato a tutte le tipologie di fondo immobiliare: ordinario, ad apporto, riservato e *retail*.

Il lavoro è strutturato nel seguente modo:

- nel par. 2.2 sono descritti i profili generali e gli obiettivi del *business plan* del fondo immobiliare;
- nel par. 2.3 vengono elencati i soggetti principali che partecipano alla redazione del *business plan*;
- nel par. 2.4 sono descritte le fasi di redazione del modello;
- nel par. 2.5 sono analizzati i prospetti analitici relativi a ogni singolo immobile;
- nel par. 2.6 sono descritte le linee strategiche e operative di gestione;
- nel par. 2.7 sono analizzati i prospetti reddituali, patrimoniali e finanziari del *business plan* e il rendimento atteso per l'investitore.

* Responsabile Pianificazione e Controllo-Risk Management, Fimit SGR SpA.



2.2 Il business plan del fondo immobiliare: profili generali e obiettivi

L'attività di pianificazione e controllo del fondo immobiliare si inserisce all'interno dei processi direzionali tipici di una qualsiasi società finanziaria e industriale.

Essa consiste principalmente nella definizione degli obiettivi di carattere strategico, nella predisposizione di piani a medio/lungo termine, nella redazione del *budget*, nell'analisi periodica degli scostamenti e nella predisposizione di *report* periodici.

In particolare, il processo di pianificazione e controllo di una società di gestione del risparmio (SGR) prevede la redazione del *business plan* e del *budget* per ogni fondo immobiliare gestito.

Tale processo richiede di relazionare, attraverso l'analisi degli scostamenti, periodicamente al vertice aziendale il raggiungimento degli obiettivi stabiliti in fase di pianificazione, e di elaborare e analizzare i *report* dei singoli fondi immobiliari.

L'obiettivo è quello di monitorare i diversi cicli operativi, fornendo ai responsabili dei centri di costo e di ricavo gli elementi necessari per valutare il rispetto degli obiettivi direzionali.

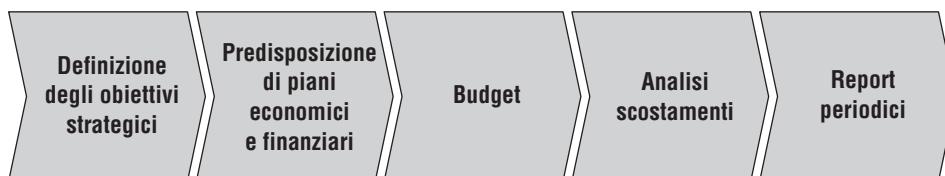
La predisposizione del *business plan* del fondo immobiliare ricopre diverse finalità, tra loro strettamente correlate:

- la gestione integrata del portafoglio immobiliare;
- la valutazione dell'opportunità di costituire un nuovo fondo immobiliare;
- la valutazione dell'attività di compravendita immobiliare, all'interno di fondi immobiliari già avviati;
- la definizione del rendimento per il titolare delle quote;
- il monitoraggio dell'intero ciclo di vita del fondo.

L'obiettivo primario del *business plan* del fondo immobiliare è quello di consentire una gestione integrata del portafoglio immobiliare, indicando anno per anno le linee strategiche e operative di gestione degli immobili già in portafoglio o che si presume di acquistare.

La gestione integrata del portafoglio immobiliare si articola nella produzione

Figura 2.1 Catena di pianificazione e controllo del fondo immobiliare



di tutti gli elementi necessari al fine sia di valutare gli investimenti e i disinvestimenti immobiliari, incluso l'eventuale utilizzo della leva finanziaria, sia di esaminare la gestione del patrimonio immobiliare in termini di canoni di locazione, di sfittanze, di oneri immobiliari, di lavori da capitalizzare e di spese generali di diretta imputazione.

Il secondo obiettivo del *business plan* consiste nel valutare l'opportunità di costituire un nuovo fondo immobiliare.

Il processo di pianificazione prevede la redazione, con il supporto delle aree strategiche e operative, di un modello che consenta di valutare gli aspetti economici, patrimoniali e finanziari della nuova iniziativa e di misurare le diverse variabili che possono impattare, positivamente o negativamente, sul progetto in esame. Tale analisi si concretizza sinteticamente nella predisposizione delle informazioni necessarie a valutare l'iniziativa in termini di rendimento per il potenziale investitore.

Il terzo obiettivo concerne la valutazione delle attività di compravendita immobiliare all'interno di fondi immobiliari già avviati.

Il *business plan* consente di analizzare il contributo, in termini economici, patrimoniali e finanziari, delle opportunità di investimento e/o disinvestimento immobiliare all'interno di un modello già predefinito nelle sue strategie; le attività di compravendita immobiliare di un fondo già avviato sono valutate essenzialmente in termini di variazione di rendimento e di fattibilità finanziaria.

Il quarto obiettivo si concretizza sinteticamente nella definizione del rendimento che si prevede di assicurare all'investitore mediante la gestione del fondo. Tale rendimento costituisce il riferimento finale di tutte le operazioni immobiliari del fondo; le singole attività sono analizzate e valutate in termini di variazione del rendimento.

Gli obiettivi di rendimento di un fondo immobiliare sono due:

1. *rendimento obiettivo*: rappresenta il rendimento comunicato al mercato con cui viene calcolata la commissione variabile finale di *overperformance* della società di gestione del fondo. In fase di liquidazione del fondo se il valore finale, maggiorato dei proventi e dei rimborsi parziali capitalizzati al rendimento obiettivo, risulta essere superiore al valore iniziale capitalizzato al rendimento obiettivo, la società di gestione percepisce una percentuale pari alla differenza tra i due importi;
2. *rendimento atteso*: rappresenta il tasso interno di rendimento (TIR) ipotizzato per il titolare delle quote, ossia rappresenta il tasso di interesse annuale che rende pari a zero i flussi di cassa attualizzati, negativi e positivi, relativi all'investitore.

Il quinto obiettivo si sviluppa, durante tutte le fasi di gestione del fondo, attraverso la verifica del raggiungimento degli obiettivi prefissati e nell'analisi degli

scostamenti; questo passaggio è particolarmente rilevante per i fondi immobiliari che hanno una durata definita.

Il modello di *business plan* del fondo immobiliare non rappresenta un documento statico ma costituisce un elaborato dinamico, che deve essere periodicamente aggiornato sia per verificare il raggiungimento degli obiettivi stabiliti sia per valutare e/o rivedere, sulla base delle informazioni disponibili, le strategie degli esercizi futuri sino alla scadenza naturale del fondo.

2.3 I soggetti coinvolti nella redazione del business plan

Per definire i flussi di cassa necessari a determinare il rendimento dell'iniziativa che si intende intraprendere e/o per valutare un progetto già intrapreso è indispensabile predisporre i prospetti di dettaglio e di sintesi relativi alle diverse aree di gestione in cui è divisa la struttura del fondo.

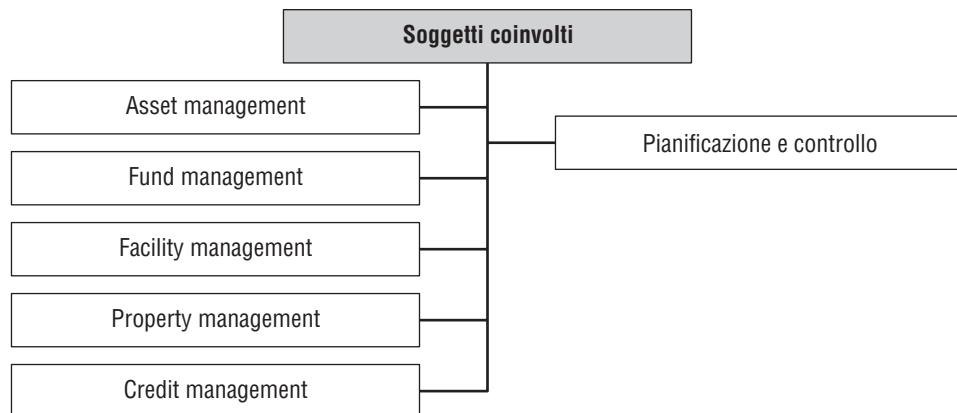
La predisposizione di tali prospetti comporta il coinvolgimento di tutte le aree aziendali che partecipano alla gestione degli immobili.

Le principali aree interessate in questo processo sono:

- *asset management*: è l'attività connessa alle decisioni di investimento e/o disinvestimento del patrimonio immobiliare. Essa è finalizzata essenzialmente alla definizione sia del portafoglio immobiliare sia dei rendimenti relativi alle acquisizioni e alle dismissioni dei singoli immobili;
- *fund management*: è l'attività di gestione del singolo fondo e dei suoi immobili. Essa è anche finalizzata alla gestione dei rapporti con i conduttori; tale attività è strettamente correlata all'attività di *asset*, di *facility*, di *property* e di *credit management*;
- *facility management*: è l'attività di gestione tecnica del patrimonio immobiliare. Essa gestisce gli interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria;
- *property management*: è l'attività collegata alla gestione amministrativa del patrimonio immobiliare. Essa comprende tutte le attività di gestione ordinaria che si possono riferire a un immobile, quali fatturazione, incassi, rapporti amministrativi con i conduttori, gestione dei contratti di locazione;
- *credit management*: è l'attività relativa alla gestione dei crediti derivanti dal fatturato. Essa valuta il portafoglio crediti esistente con riferimento al profilo legale e analizza le varie posizioni locative che compongono il credito in sofferenza.

L'attività di pianificazione e controllo si prefigura come l'attività di raccordo, elaborazione e verifica delle informazioni prodotte dalle singole aree coinvolte nel progetto di redazione del *business plan*, sia a livello di singolo immobile sia a livello di fondo nella sua interezza; all'area pianificazione e controllo è demandata

Figura 2.2 Principali soggetti coinvolti nella redazione del business plan



to il compito di gestire, elaborare e analizzare i dati di dettaglio e di sintesi del *business plan* del fondo.

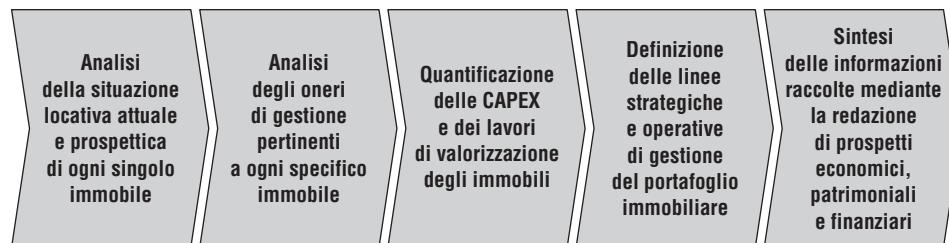
2.4 Fasi di redazione del business plan

Il processo di pianificazione si articola essenzialmente nelle seguenti fasi:

1. analisi della situazione locativa presente e prospettica di ogni specifico immobile;
2. analisi degli oneri di gestione pertinenti a ogni singolo immobile;
3. quantificazione delle *capital expenditure* (CAPEX) e dei lavori di valorizzazione degli immobili;
4. definizione delle linee strategiche e operative di gestione del portafoglio immobiliare del fondo;
5. sintesi delle informazioni raccolte mediante la redazione dei prospetti di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario del fondo; tale fase consente anche di definire il rendimento dell'investitore e la fattibilità finanziaria delle azioni che si ipotizza di intraprendere.

Le fasi precedentemente rilevate possono egualmente essere applicate sia alla fase di studio di fattibilità di un fondo sia durante la vita del fondo; la principale differenza consiste nell'utilizzo di un differente numero di *assumption*, in quanto le informazioni relative agli immobili non ancora in portafoglio risultano essere inferiori rispetto a quelle relative agli immobili che sono quotidianamente gestiti.

Le differenti fasi di redazione del *business plan* del fondo immobiliare preve-

Figura 2.3 Fasi di redazione del business plan

dono inizialmente la redazione di prospetti analitici relativi ai singoli immobili in portafoglio o che si presume di acquistare.

2.5 I prospetti analitici per ogni immobile

I prospetti analitici relativi ai singoli immobili riguardano alcuni profili gestionali, quali i canoni di locazione, gli altri proventi, le perdite su crediti, gli oneri di gestione immobiliare e le spese generali di diretta imputazione. Nei prospetti analitici sono, inoltre, evidenziate alcune poste patrimoniali tipiche di un portafoglio immobiliare quali le CAPEX e i lavori di valorizzazione, il valore storico e contabile di un immobile.

2.5.1 I canoni di locazione, gli altri proventi e le perdite su crediti

Ai fini della redazione del prospetto relativo ai canoni di locazione e agli altri proventi viene analizzata la situazione locativa vigente edificio per edificio, in termini di tipologia di locatario (ente pubblico o soggetto privato), scadenze contrattuali, ammontare dei canoni di locazione, superfici nette locate e sfitte, esistenza di eventuali *break option*, ossia della facoltà, se contrattualmente prevista, in capo al conduttore di recedere dal contratto prima della scadenza naturale.

Tale analisi è finalizzata a verificare l'andamento dei canoni di locazione e l'evoluzione delle superfici locate per l'intera durata del fondo e, quindi, a prevedere i riflessi positivi o negativi di tali avvenimenti sul rendimento dell'investitore.

L'obiettivo è quello di definire con cadenza periodica e per singolo immobile gestito:

- le superfici locate nette e il canone annuo di locazione per singolo conduttore, le singole scadenze contrattuali, il canone di mercato potenzialmente applicabili successivamente alle scadenze contrattuali;
- le superfici sfitte nette e i canoni di mercato potenzialmente percepibili in caso di locazione delle stesse.

Consolidata la situazione locativa derivante dai contratti in essere per singolo conduttore (Tab. 2.1), è necessario prevedere la probabile evoluzione dell'andamento dei canoni e delle superfici locate per tutta la durata del fondo in termini sia di locazione degli eventuali spazi sfitti sia di stipula di nuovi contratti per gli spazi che diventeranno sfitti prima della scadenza naturale del fondo (Tab. 2.2).

È, inoltre, opportuno effettuare un'analisi sull'esistenza e la probabilità di esercizio delle *break option* da parte dei locatari.

In tale situazione è opportuno effettuare un'analisi delle caratteristiche merciologiche ed economiche del singolo conduttore, al fine di stimare la probabilità di esercizio della *break option*, che costituisce una variabile significativa nella stima del rischio.

Con riferimento ai contratti la cui scadenza è antecedente la scadenza naturale del fondo può essere adottato un approccio prudenziale.

Nel caso in cui il canone di locazione, rivalutato secondo le clausole contrattuali (generalmente il canone di locazione viene rivalutato, anno per anno, con un'aliquota pari al 75 per cento della variazione dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati verificatasi rispetto all'anno precedente), risulti essere inferiore al canone di mercato, si ipotizza di conservare il canone vigente rivalutato fino alla scadenza contrattuale.

In caso contrario, ossia se il canone di mercato è inferiore all'importo del canone di locazione, si assume che alla scadenza l'unità immobiliare venga rilocata al canone di mercato.

Ovviamente se per specifiche situazioni locative sono già disponibili delle informazioni sufficientemente attendibili sui nuovi canoni di locazione è opportuno utilizzare queste ultime.

Per quanto concerne la data di locazione degli spazi sfitti ovvero della rilocazione dei contratti scaduti si possono ipotizzare periodi di *vacancy* (sfittanza) al fine di riflettere le caratteristiche locative dell'edificio e della zona di ubicazione.

Il prospetto di analisi dei canoni di locazione e degli altri proventi consente anche di determinare l'evoluzione attuale e prospettica delle superfici nette locate e sfitte (Tab. 2.3).

Le unità immobiliari non locate comportano un duplice costo per il fondo in quanto non generano canoni di locazione e non consentono di imputare alle unità non locate gli oneri immobiliari ripetibili di pertinenza quali, per esempio, le somministrazioni, i servizi e le manutenzioni ordinarie.

Negli immobili pluriconduttori e in alcuni immobili monolocatari il fondo sostiene degli oneri per la gestione ordinaria dell'edificio, che sono ribaltati ai locatari in proporzione agli spazi locati.

Se un immobile è interamente locato, gli oneri immobiliari ripetibili sostenuti dal fondo coincidono con gli altri proventi fatturati ai locatari. Il fondo fattura ai conduttori sia il canone contrattuale sia gli altri proventi in proporzione agli spazi locati.

Tabella 2.1 Scheda locazioni immobile 1

| Conduttori | Facoltà di recesso del conduttore | Pubblico/Privato | Frequenza rate | Superficie netta | Canone annuo attuale | Canone annuo attuale/ superficie | Data decorrenza | Data scadenza | Durata contratto (anni) | Percentuale ISTAT |
|--|-----------------------------------|------------------|----------------|------------------|----------------------|----------------------------------|-----------------|---------------|-------------------------|-------------------|
| 1. | No | Privato | Mensile | 602 | 90.000,00 | 150 | 01/07/1995 | 30/06/2007 | 12 | 75% |
| 2. | No | Privato | Mensile | 2.121 | 300.000,00 | 141 | 15/10/2003 | 14/10/2015 | 12 | 75% |
| 3. | No | Privato | Mensile | 3.405 | 500.000,00 | 147 | 01/01/2003 | 31/12/2014 | 12 | 75% |
| 4. | No | Privato | Mensile | 1.342 | 200.000,00 | 149 | 10/07/2003 | 09/07/2015 | 12 | 75% |
| 5. | No | Privato | Mensile | 848 | 120.000,00 | 142 | 01/07/2002 | 30/06/2014 | 12 | 75% |
| 6. | No | Privato | Mensile | 912 | 130.000,00 | 143 | 01/01/2003 | 31/12/2014 | 12 | 75% |
| 7. | No | Privato | Trimestrale | 257 | 40.000,00 | 156 | 01/12/1998 | 30/11/2010 | 12 | 75% |
| 8. | No | Privato | Mensile | 1.186 | 170.000,00 | 143 | 22/09/2003 | 21/09/2015 | 12 | 75% |
| 9. | No | Privato | Mensile | 148 | 20.000,00 | 135 | 01/03/1999 | 28/02/2011 | 12 | 75% |
| 10. | No | Privato | Mensile | 175 | 25.000,00 | 143 | 01/06/2002 | 31/05/2014 | 12 | 75% |
| 11. | No | Privato | Trimestrale | 88 | 10.000,00 | 114 | 01/08/2002 | 31/07/2014 | 12 | 75% |
| 12. | No | Privato | Mensile | 1.700 | 250.000,00 | 147 | 01/07/2004 | 30/06/2016 | 12 | 75% |
| 13. | No | Privato | Mensile | 978 | 140.000,00 | 143 | 12/10/2004 | 11/10/2016 | 12 | 75% |
| 14. | No | Privato | Mensile | 2.145 | 300.000,00 | 140 | 15/07/2003 | 14/07/2015 | 12 | 75% |
| 15. | No | Privato | Mensile | 101 | 15.000,00 | 149 | 01/06/1998 | 31/05/2010 | 12 | 75% |
| 16. | No | Privato | Trimestrale | 1.327 | 290.000,00 | 150 | 01/10/2004 | 30/09/2016 | 12 | 75% |
| Superficie sfritta che si ipotizza di locare | | | | | | | | | | |
| Superficie sfritta che non si ipotizza di locare | | | | | | | | | | |
| Totale | | | | 21.000 | 2.600.000 | | | 123,81 | | |

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione.

Tabella 2.1 (segue, affiancata)

| Conduttori | Facoltà di recesso del conduttore | Pubblico/Privato | Frequenza rate | Andamento contratti in essere | | | | | |
|--|-----------------------------------|------------------|------------------|-------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | | | | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| 1. | No | Privato | Mensile | 90.000,00 | 91.485,00 | 46.115,08 | — | — | — |
| 2. | No | Privato | Mensile | 300.000,00 | 304.950,00 | 309.981,68 | 315.096,37 | 320.295,46 | 325.580,34 |
| 3. | No | Privato | Mensile | 500.000,00 | 508.250,00 | 516.636,13 | 525.160,62 | 533.825,77 | 542.633,90 |
| 4. | No | Privato | Mensile | 200.000,00 | 203.300,00 | 206.654,45 | 210.064,25 | 213.530,31 | 217.053,56 |
| 5. | No | Privato | Mensile | 120.000,00 | 121.980,00 | 123.992,67 | 126.038,55 | 128.118,19 | 130.232,14 |
| 6. | No | Privato | Mensile | 130.000,00 | 132.145,00 | 134.325,39 | 136.541,76 | 138.794,70 | 141.084,81 |
| 7. | No | Privato | Trimestrale | 40.000,00 | 40.660,00 | 41.330,89 | 42.012,85 | 42.706,06 | 39.723,77 |
| 8. | No | Privato | Mensile | 170.000,00 | 172.805,00 | 175.656,28 | 178.554,61 | 181.500,76 | 184.495,52 |
| 9. | No | Privato | Mensile | 20.000,00 | 20.330,00 | 20.665,45 | 21.006,42 | 21.353,03 | 21.705,36 |
| 10. | No | Privato | Mensile | 25.000,00 | 25.412,50 | 25.831,81 | 26.258,03 | 26.691,29 | 27.131,69 |
| 11. | No | Privato | Trimestrale | 10.000,00 | 10.165,00 | 10.332,72 | 10.503,21 | 10.676,52 | 10.852,68 |
| 12. | No | Privato | Mensile | 250.000,00 | 254.125,00 | 258.318,06 | 262.580,31 | 266.912,89 | 271.316,95 |
| 13. | No | Privato | Mensile | 140.000,00 | 142.310,00 | 144.658,12 | 147.044,97 | 149.471,22 | 151.937,49 |
| 14. | No | Privato | Mensile | 300.000,00 | 304.950,00 | 309.981,68 | 315.096,37 | 320.295,46 | 325.580,34 |
| 15. | No | Privato | Mensile | 15.000,00 | 15.247,50 | 15.499,08 | 15.754,82 | 16.014,77 | 16.734,61 |
| 16. | No | Privato | Trimestrale | 290.000,00 | 294.785,00 | 299.648,95 | 304.593,16 | 309.618,95 | 314.727,66 |
| Superficie sfritta che si ipotizza di locare | | | — | — | — | — | — | — | — |
| Superficie sfritta che non si ipotizza di locare | | | — | — | — | — | — | — | — |
| Totale | | | 2.600.000 | 2.642.900 | 2.639.628 | 2.636.306 | 2.679.805 | 2.710.791 | 2.689.797 |
| | | | | | | | | | 2.730.553 |

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione.

Tabella 2.2 Scheda locazioni immobile 1

| Conduttori | Facoltà di recesso del conduttore | Pubblico/Privato | Frequenza rate | Superficie netta | Data di decorrenza | Canone annuo di mercato | Canone annuo di mercato/superficie | Andamento nuovi contratti ipotizzati | | | |
|--|-----------------------------------|------------------|----------------|------------------|--------------------|-------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|----------------|----------------|---------|
| | | | | | | | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 7. | No | Privato | Mensile | 602 | 01/07/2008 | 90.300 | 150,00 | 47.812 | 96.409 | 98.000 | 99.617 |
| 1. | No | Privato | Mensile | 2.1121 | | — | — | — | — | — | — |
| 2. | No | Privato | Mensile | 3.405 | | — | — | — | — | — | — |
| 3. | No | Privato | Mensile | 1.342 | | — | — | — | — | — | — |
| 4. | No | Privato | Mensile | 848 | | — | — | — | — | — | — |
| 5. | No | Privato | Mensile | 912 | | — | — | — | — | — | — |
| 6. | No | Privato | Trimestrale | 257 | 01/12/2011 | 41.120 | 160,00 | — | — | — | 3.853 |
| 7. | No | Privato | Mensile | 1.1386 | | — | — | — | — | — | 46.111 |
| 8. | No | Privato | Mensile | 148 | 01/03/2012 | 23.680 | 160,00 | — | — | — | — |
| 9. | No | Privato | Mensile | 175 | | — | — | — | — | — | 22.262 |
| 10. | No | Privato | Mensile | 88 | | — | — | — | — | — | — |
| 11. | No | Privato | Trimestrale | 1.700 | | — | — | — | — | — | — |
| 12. | No | Privato | Mensile | 978 | | — | — | — | — | — | — |
| 13. | No | Privato | Mensile | 2.145 | | — | — | — | — | — | — |
| 14. | No | Privato | Mensile | 101 | 01/06/2011 | — | — | — | — | — | — |
| 15. | No | Privato | Trimestrale | 1.927 | | — | — | — | — | — | — |
| 16. | No | Privato | | | | | | — | — | — | — |
| Superficie sfritta che si ipotizza di locare | | | | 1.592 | 01/01/2008 | 191.040 | 120,00 | 201.203 | 203.964 | 207.330 | 210.750 |
| Superficie sfritta che non si ipotizza di locare | | | | 1.473 | | — | — | — | — | — | — |
| Totale | | | | 21.000 | | 249.015 | 300.373 | 305.329 | 314.220 | 383.861 | |

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione.

Tabella 2.3 Scheda locazioni immobile 1

| Conduttori | Facoltà di recesso del conduttore | Pubblico/Privato | Frequenza rate | Superficie netta | Superficie locata | | | | | | |
|---|-----------------------------------|------------------|----------------|------------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------|
| | | | | | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 2012 | | | | | | | | | | | |
| 1. | No | Privato | Mensile | 602 | 602,0 | 298,5 | 303,5 | 602,0 | 602,0 | 602,0 | 602,0 |
| 2. | No | Privato | Mensile | 2.121 | 2.121,0 | 2.121,0 | 2.121,0 | 2.121,0 | 2.121,0 | 2.121,0 | 2.121,0 |
| 3. | No | Privato | Mensile | 3.405 | 3.405,0 | 3.405,0 | 3.405,0 | 3.405,0 | 3.405,0 | 3.405,0 | 3.405,0 |
| 4. | No | Privato | Mensile | 1.342 | 1.342,0 | 1.342,0 | 1.342,0 | 1.342,0 | 1.342,0 | 1.342,0 | 1.342,0 |
| 5. | No | Privato | Mensile | 848 | 848,0 | 848,0 | 848,0 | 848,0 | 848,0 | 848,0 | 848,0 |
| 6. | No | Privato | Mensile | 912 | 912,0 | 912,0 | 912,0 | 912,0 | 912,0 | 912,0 | 912,0 |
| 7. | No | Privato | Trimestrale | 257 | 257,0 | 257,0 | 257,0 | 257,0 | 257,0 | 257,0 | 257,0 |
| 8. | No | Privato | Mensile | 1.186 | 1.186,0 | 1.186,0 | 1.186,0 | 1.186,0 | 1.186,0 | 1.186,0 | 1.186,0 |
| 9. | No | Privato | Mensile | 148 | 148,0 | 148,0 | 148,0 | 148,0 | 148,0 | 148,0 | 148,0 |
| 10. | No | Privato | Mensile | 175 | 175,0 | 175,0 | 175,0 | 175,0 | 175,0 | 175,0 | 175,0 |
| 11. | No | Privato | Trimestrale | 88 | 88,0 | 88,0 | 88,0 | 88,0 | 88,0 | 88,0 | 88,0 |
| 12. | No | Privato | Mensile | 1.700 | 1.700,0 | 1.700,0 | 1.700,0 | 1.700,0 | 1.700,0 | 1.700,0 | 1.700,0 |
| 13. | No | Privato | Mensile | 978 | 978,0 | 978,0 | 978,0 | 978,0 | 978,0 | 978,0 | 978,0 |
| 14. | No | Privato | Mensile | 2.145 | 2.145,0 | 2.145,0 | 2.145,0 | 2.145,0 | 2.145,0 | 2.145,0 | 2.145,0 |
| 15. | No | Privato | Mensile | 101 | 101,0 | 101,0 | 101,0 | 101,0 | 101,0 | 101,0 | 101,0 |
| 16. | No | Privato | Trimestrale | 1.927 | 1.927,0 | 1.927,0 | 1.927,0 | 1.927,0 | 1.927,0 | 1.927,0 | 1.927,0 |
| Superficie sfitta che si ipotizza di locare | | | | 1.592 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1.592,0 | 1.592,0 | 1.592,0 | 1.592,0 |
| Superficie sfitta che non si ipotizza di locare | | | | 1.473 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Totali | | 21.000 | | 17.935 | 17.632 | 19.228 | 19.527 | 19.446 | 19.126 | 19.503 | |
| Percentuale locazione | | | | 85,40% | 83,96% | 91,56% | 92,99% | 92,60% | 91,08% | 92,87% | |

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione.

Tabella 2.4 Situazione economico/patrimoniale – Immobile 1

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| A Canoni di locazione | 2.600.000 | 2.642.900 | 2.639.628 | 2.885.321 | 2.980.178 | 3.016.120 | 3.004.017 | 1.557.207 |
| B Altri proventi | 230.588 | 235.205 | 235.849 | 262.355 | 271.757 | 276.042 | 276.929 | 144.019 |
| C Perdite su crediti | (42.459) | (43.172) | (43.132) | (47.215) | (48.779) | (49.382) | (49.214) | (25.518) |
| D Oneri gestione immobiliare | (486.000) | (495.720) | (505.634) | (515.747) | (526.062) | (536.583) | (547.315) | (279.131) |
| D.1 Oneri ripetibili | (270.000) | (275.400) | (280.908) | (286.526) | (292.257) | (298.102) | (304.064) | (155.073) |
| D.2 Oneri non ripetibili | (54.000) | (55.080) | (56.182) | (57.305) | (58.451) | (59.620) | (60.813) | (31.015) |
| D.3 ICI | (162.000) | (165.240) | (168.545) | (171.916) | (175.354) | (178.861) | (182.438) | (93.044) |
| E Spese generali attribuite agli immobili | (27.000) | (27.435) | (27.709) | (27.984) | (28.262) | (28.542) | (28.824) | (421.008) |
| E.1 Assicurazione | (21.600) | (21.948) | (22.167) | (22.388) | (22.610) | (22.834) | (23.059) | (11.643) |
| E.2 Oneri per Esperti Indipendenti | (5.400) | (5.487) | (5.542) | (5.597) | (5.652) | (5.708) | (5.765) | (2.911) |
| E.3 Costi di agency per vendita | — | — | — | — | — | — | — | (406.544) |
| F Risultato gestione | 2.275.134 | 2.311.778 | 2.299.003 | 2.556.730 | 2.648.832 | 2.677.654 | 2.655.593 | 975.479 |
| G Plus/minusvalenze da valutazione | 135.000 | 137.175 | 138.543 | 139.922 | 141.311 | 142.710 | 144.120 | — |
| H Utili/perdite da realizzo | — | — | — | — | — | — | — | 11.546.272 |
| I Risultato d'esercizio | 2.410.134 | 2.448.953 | 2.437.546 | 2.696.652 | 2.790.143 | 2.820.364 | 2.799.713 | 12.521.751 |
| CAPEX e opere di valorizzazione | 300.000 | 136.500 | 137.183 | 137.868 | 138.568 | 139.251 | 139.947 | — |
| Valore contabile immobile | 27.435.000 | 27.708.675 | 27.984.401 | 28.262.191 | 28.542.060 | 28.824.021 | 29.108.088 | — |
| Anno di vendita ipotizzato | 2012 | | | | | | | |
| Valore di cessione immobile | | | | | | | | 40.654.360 |
| Cap rate ipotizzato | | | | | | | | 7,50% |
| Valore storico immobile | 27.000.000 | 27.300.000 | 27.436.500 | 27.573.683 | 27.711.551 | 27.850.109 | 27.989.359 | 28.129.306 |
| Plusvalenze da valutazione cumulate | 135.000 | 272.175 | 410.718 | 550.640 | 691.951 | 834.662 | 978.782 | — |

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione.

Tabella 2.5 Previsione incasso fatturazione del fondo immobiliare

| Ipotesi incassi (percentuale) | Perdite ipotizzate | | | | | | | |
|---|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| Fatturato anno 2005 | 4.891.593 | 3.913.274 | 904.945 | | | | | 73.374 |
| Fatturato anno 2006 | 5.003.443 | 4.002.755 | 925.637 | | | | | 75.052 |
| Fatturato anno 2007 | 5.036.527 | | 4.029.222 | 931.758 | | | | 75.548 |
| Fatturato anno 2008 | 5.345.039 | | | 4.276.031 | 988.832 | | | 80.176 |
| Fatturato anno 2009 | 5.486.223 | | | | 4.388.978 | 1.014.951 | | 82.293 |
| Fatturato anno 2010 | 4.428.079 | | | | | 3.542.463 | 819.195 | 66.421 |
| Fatturato anno 2011 | 3.280.946 | | | | | | 2.624.757 | 606.975 |
| Fatturato anno 2012 | 1.701.226 | | | | | | | 49.214 |
| Incassi previsti | 3.913.274 | 4.907.699 | 4.954.859 | 5.207.788 | 5.377.810 | 4.557.414 | 3.443.951 | 2.282.682 |
| Andamento dei crediti verso conduttori | 904.945 | 925.637 | 931.758 | 988.832 | 1.014.951 | 819.195 | 606.975 | — |

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione.

L'analisi dei singoli conduttori consente di determinare l'andamento economico e temporale dei canoni di locazione, delle superfici locate e, quindi, della voce contabile «altri proventi» (Tab. 2.4, *supra*).

L'analisi della solvibilità dei locatari vigenti consente, inoltre, di determinare in maniera dinamica gli incassi delle fatture emesse e l'andamento dei crediti durante la gestione del fondo. I crediti verso i locatari sono determinati analiticamente per singolo conduttore ovvero per macro classi secondo la tipologia di locatario (ente pubblico vs soggetto privato), la destinazione d'uso dell'immobile e la tipologia di edificio (monolocatario vs plurilocatario; Tab. 2.5, *supra*). Tale analisi consente anche di ipotizzare le percentuali di perdite su crediti correlate ai fattori di classificazione evidenziati. La percentuale dei crediti stimata di difficile incasso è inserita nei costi di gestione immobiliare come perdite su crediti (Tabb. 2.4 e 2.5).

2.5.2 Gli oneri di gestione immobiliare e le spese generali di diretta imputazione

Per poter definire il risultato della gestione ordinaria dei singoli immobili presenti nel portafoglio o che si presume di acquistare occorre identificare i costi di pertinenza degli immobili anno per anno.

È, pertanto, opportuno strutturare un sistema di analisi per singolo edificio che, oltre a riepilogare le informazioni relative ai ricavi, analizzi gli oneri immobiliari e le spese generali di diretta imputazione.

Gli oneri immobiliari definiscono le voci di spesa di pertinenza di ogni singolo edificio: questi oneri possono essere ripetibili ai conduttori in proporzione alla superficie locata ovvero essere a carico della proprietà, indipendentemente dalla superficie locata.

Gli oneri ripetibili ai locatari costituiscono un costo dell'esercizio di competenza e sono ribaltati ai conduttori per i millesimi di loro pertinenza; essi sono essenzialmente costituiti dalle somministrazioni, dai servizi e dalle manutenzioni ordinarie. I costi connessi ai servizi e alle somministrazioni rappresentano le attività che vengono rese per il regolare funzionamento degli immobili e dei loro impianti. Le manutenzioni ordinarie sono quelle che servono a mantenere i fabbricati nella normale funzionalità ed efficienza. Tali costi gravano sull'inquilino in quanto sono riferibili alle unità abitative; come evidenziato nel paragrafo precedente, gli oneri immobiliari ripetibili sostenuti dal fondo rappresentano una voce di costo, mentre la parte di oneri che viene ribaltata ai conduttori costituisce per il fondo una voce di ricavo a titolo di «altri proventi».

Le spese a carico della proprietà sono essenzialmente riconducibili alle manutenzioni relative alle parti comuni che sono finalizzate a mantenere in buono stato di conservazione gli immobili e le relative strutture. Rientrano tra i costi a carico della proprietà anche gli eventuali costi per condoni edilizi.

Costituisce un onere immobiliare a carico del fondo anche l'Imposta Comunale

sugli Immobili (ICI); tale onere è calcolato sulla base delle rendite catastali relative ai singoli edifici e/o a porzioni di esso.

Definiti i ricavi e gli oneri immobiliari per ciascun edificio, è opportuno calcolare anche le spese generali di diretta imputazione, quali i premi per le assicurazioni, i costi relativi alle valutazioni dell'esperto indipendente e i costi di *agency* (Tab. 2.4).

I costi per le assicurazioni sono finalizzati a coprire i rischi relativi ai danni diretti all'immobile (per esempio, incendio, fulmine, esplosione e scoppio) e alle riparazioni consequenziali ai danni derivanti da acqua condotta e piovana, nonché, a titolo esemplificativo, quelli conseguenti a gelo, neve, inondazioni, alluvioni e terremoti.

Le spese inerenti alle valutazioni sono riconducibili alla previsione normativa di far valutare periodicamente a un soggetto indipendente ogni singolo immobile costituente il portafoglio immobiliare di un fondo.

Nel *business plan* i premi assicurativi e i costi per l'esperto indipendente possono essere determinati sulla base del valore contabile degli immobili in portafoglio; a titolo meramente esemplificativo possono essere ipotizzate delle percentuali intorno allo 0,1 per cento per le spese di assicurazione e allo 0,02 per cento per i costi di valutazione.

I costi di *agency* rappresentano un'ulteriore voce di spese generali direttamente imputabile alla gestione di un singolo immobile: tali costi sono corrisposti alle società specializzate per l'attività di locazione di spazi sfitti e per l'attività di compravendita degli immobili.

Il costo di *agency* per la locazione degli spazi sfitti è strettamente correlato al prospetto delle locazioni, dove sono previsti e gestiti gli spazi sfitti e la rinegoziazione delle posizioni contrattuali in scadenza; generalmente tale costo è proporzionale al canone annuo di locazione del nuovo contratto.

Il costo di *agency* connesso alle vendite immobiliari è strettamente correlato ai prezzi di vendita degli edifici; può essere applicata una percentuale che oscilla tra l'1 e il 2 per cento a seconda delle caratteristiche dell'immobile e del fondo.

Definiti i ricavi di natura immobiliare e i rispettivi costi di gestione, il *business plan* del fondo ha determinato, anno per anno, il risultato netto di gestione per singolo immobile.

2.5.3 Le CAPEX, le opere di valorizzazione e il valore patrimoniale degli immobili

Le CAPEX rappresentano le spese sostenute dal fondo al fine di ripristinare l'efficienza, venuta meno a seguito della vetustà dell'immobile, degli impianti e delle strutture e/o di adeguare a nuove normative di legge gli immobili e le loro parti componenti.

A titolo esemplificativo sono ricomprese nelle CAPEX i seguenti lavori:

- sostituzione di infissi esterni;

- rifacimento di scale e rampe;
- sostituzione di solai;
- sostituzione di tramezzi interni;
- realizzazione e adeguamento di opere accessorie che non comportino aumento di volumi o di superfici utili;
- realizzazione di opere interne che non modifichino lo schema distributivo delle singole unità immobiliari.

Nel modello di *business plan* le CAPEX sono stimate analiticamente, immobile per immobile, in considerazione della tipologia di edificio, delle condizioni di manutenzione dell'immobile e della situazione locativa dello stabile.

Le opere di valorizzazione sono finalizzate a modificare la situazione planimetrica e tipologica preesistente dell'immobile, trasformando la superficie, la volumetria e la destinazione d'uso degli edifici; le opere di valorizzazione sono finalizzate anche a opere di nuova edilizia.

Le opere di valorizzazione a livello di *business plan* sono determinate analiticamente, immobile per immobile, con evidenza annuale delle seguenti principali tipologie di costo:

- di progettazione e direzione lavori: spesa richiesta dai professionisti del settore per la redazione dei progetti e per la direzione lavori;
- di urbanizzazione: costi concorrenti previsti in maniera differente per ogni comune;
- di ristrutturazione: vengono stimati i costi necessari per la ristrutturazione o la riconversione dell'immobile.

Le CAPEX e le opere di valorizzazione comportano un incremento del valore storico e contabile dell'immobile. Definite le informazioni gestionali inerenti ai singoli immobili che sono in portafoglio o che si presume di acquistare, è necessario quantificare il valore storico e contabile degli immobili stessi.

Il valore storico di un immobile è rappresentato dal costo di acquisto o di apporto, incrementato delle *capital expenditure* e delle opere di valorizzazione sostenute negli anni sull'immobile stesso.

Il valore contabile di un immobile è rappresentato dal valore di mercato periodicamente calcolato dall'esperto indipendente in sede di redazione dei rendiconti semestrali. La differenza tra il valore contabile e il valore storico rappresenta una plusvalenza, se positiva, o una minusvalenza, se negativa, da valutazione iscritta nel conto economico del fondo per esercizio di maturazione. Il valore contabile degli immobili, comprensivo delle CAPEX e delle opere di valorizzazione effettuate nel corso dell'esercizio, viene annualmente incrementato o diminuito come contropartita della voce di conto economico «plusvalenze/minusvalenze da valutazione» (Tab. 2.4).

Si rileva, inoltre, che la differenza tra il prezzo di alienazione e il valore con-

tabile di inizio anno di un immobile, maggiorato delle CAPEX e delle opere di valorizzazione effettuate nell'esercizio di alienazione, rappresenta se positiva una plusvalenza da realizzo ovvero, se negativa una minusvalenza da realizzo (Tab. 2.4).

2.6 Le linee strategiche e operative di gestione

Definiti i profili economici e patrimoniali dei singoli immobili per l'intera durata del fondo è necessario analizzare il portafoglio immobiliare nella sua interezza al fine di definire le strategie di compravendita dei singoli immobili, con l'obiettivo di massimizzare il rendimento degli investitori.

Le scelte inerenti alle compravendite immobiliari, le operazioni di utilizzo della leva finanziaria, le decisioni inerenti alla distribuzione dei proventi e le strategie relative ai rimborsi parziali pro quota devono essere analizzate congiuntamente, con l'obiettivo finale della massimizzazione del rendimento degli investitori.

Si analizzano di seguito gli aspetti inerenti:

- alle compravendite immobiliari;
- ai finanziamenti;
- alle spese generali.

2.6.1 Le compravendite immobiliari

Le compravendite immobiliari rappresentano le ipotesi di rilievo su cui è costruito il modello di *business plan*: eventuali vendite e/o acquisti effettuati in difformità dal dato previsionale contenuto nel modello possono comportare una sensibile variazione del documento in termini di canoni di locazione, di oneri immobiliari, di spese generali e di plusvalenze e/o minusvalenze da realizzo.

Le compravendite immobiliari riportate nel *business plan* rappresentano una linea guida per la gestione del portafoglio immobiliare.

Nuove o diverse operazioni di compravendita possono modificare il rendimento previsto nel modello per l'investitore. Per esempio, possono prevedere un maggior ricorso all'indebitamento o una diversa tempificazione delle vendite a cui segue una diversa distribuzione dei proventi e differenti rimborsi parziali ai titolari delle quote.

L'attività di compravendita immobiliare non può essere ipotizzata singolarmente, immobile per immobile, ma deve essere pianificata nel suo complesso.

Le strategie relative ai singoli immobili sono coerenti con le linee strategiche generali del fondo, che possono riguardare a titolo esemplificativo:

- la dimensione dell'immobile;
- la tipologia di locatario;

- il numero di locatari;
- la destinazione d'uso degli immobili;
- la localizzazione degli immobili.

Per quanto concerne il valore di un immobile, si rileva che la determinazione del valore di mercato presuppone la necessità di affiancare al valore riconducibile allo stato occupazionale in essere una componente che ne riflette il prezzo di mercato; il valore di un immobile dipende essenzialmente dalla sua capacità di generare reddito e, quindi dai canoni di locazione e/o dalla potenzialità di locazione.

Un immobile con un contratto a scadenza a medio termine e un canone di locazione superiore al canone di mercato ha un prezzo di acquisto/vendita superiore rispetto a un edificio con le stesse caratteristiche, ma con un contratto di locazione inferiore al canone di mercato.

Nel modello di *business plan* il valore dell'immobile può essere ipotizzato quale rapporto tra l'ammontare dei canoni annui, che si presume di incassare nell'esercizio in cui viene previsto di stipulare il rogito notarile, e il rendimento di mercato dell'immobile al lordo degli oneri di gestione (*cap rate*); il *cap rate* rappresenta il rendimento lordo atteso da un immobile in considerazione della sua destinazione d'uso e della sua ubicazione.

Per gli immobili parzialmente sfitti occorre valorizzare a canoni di mercato la superficie sfitta, in considerazione delle potenzialità locative dell'immobile; l'eventualità che l'immobile presenti una percentuale strutturale di sfittanza dovrà essere opportunamente valutata nella determinazione del prezzo di vendita.

Per gli immobili totalmente sfitti sono praticabili due alternative per la definizione del prezzo:

- valorizzazione dei canoni di mercato sino all'esercizio di presunta vendita e successivo rapporto con il rendimento lordo dell'immobile;
- prodotto tra la superficie netta e il valore di mercato al metro quadrato.

Resta inteso che il prezzo di vendita o di acquisto così determinato deve essere adeguatamente verificato in termini di valore di mercato al metro quadrato, in considerazione della durata residua dei contratti di locazione, in riferimento all'eventuale sussistenza di opzioni di recesso a favore del locatario, in relazione alla tipologia e al numero dei conduttori, in termini di coerenza dell'ubicazione dell'immobile rispetto alla sua destinazione d'uso e in relazione alla situazione manutentiva dello stabile. Le informazioni prodotte nel *business plan*, soprattutto quelle inerenti alle compravendite immobiliari, devono essere opportunamente confrontate con le informazioni rivenienti dal mercato.

In caso di alienazione, definito il prezzo di vendita di uno specifico immobile, occorre verificare l'ammontare delle plusvalenze/minusvalenze da realizzo: tali valori sono rappresentati dalle differenze tra il prezzo di vendita e il valore conta-

bile dell’immobile rilevato nell’esercizio precedente all’alienazione, maggiorato delle CAPEX e delle opere di valorizzazione effettuate nel corso dell’esercizio.

Le plusvalenze e le minusvalenze da realizzo incidono sul risultato di esercizio del fondo e sull’ammontare complessivo dei proventi da distribuire ai titolari delle quote.

Attraverso le vendite immobiliari, il fondo può procedere anche a rimborsi parziali pro quota; il fondo può decidere di rimborsare agli investitori l’ammontare derivante dalla vendita immobiliare al netto dell’eventuale plusvalenza da realizzo.

La decisione di ricorrere a forme di rimborsi pro quota viene gestita in considerazione sia della durata residua del fondo sia dell’opportunità del fondo di effettuare ulteriori investimenti di natura immobiliare, che possano contribuire ad aumentare il rendimento per i titolari delle quote.

Nella valutazione di un investimento immobiliare è opportuno utilizzare anche l’analisi di sensitività, al fine di valutare gli scenari alternativi sulla base di ipotesi pessimistiche; in questo modo si è in grado di verificare la variazione degli indicatori attesi al variare di certe condizioni base, come, per esempio, un incremento delle sfittanze, l’esercizio della *break option* da parte del locatario, la contrazione del mercato immobiliare. È necessario verificare i rischi e le opportunità dell’iniziativa, valutando le *worst assumption* e la variazione del rendimento al loro verificarsi. In sintesi, il *business plan* fornisce le linee guida per la gestione del fondo e riepiloga le ipotesi più probabili alla data di redazione del documento, con un’evidenza dell’impatto sul rendimento ipotizzato per il titolare delle quote al verificarsi della *worst assumption*.

2.6.2 I finanziamenti

Il modello così strutturato permette di determinare il rendimento *unlevered* del fondo.

A oggi il D.M. 228/1999 consente ai fondi immobiliari di assumere prestiti sino a un importo pari al 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e sino al 20 per cento del valore degli altri beni.

Questa previsione normativa avvalora ulteriormente la necessità di identificare gli investimenti immobiliari e le relative fonti di finanziamento che possono accrescere il valore del fondo attraverso una corretta gestione della leva finanziaria (Tab. 2.6).

Ovviamente esistono diverse forme di finanziamento; la scelta, ancora una volta, non deve ricadere necessariamente sulla gestione del singolo immobile, ma può essere raccordata alle strategie complessive del fondo sempre nell’ottica di massimizzazione del rendimento dell’investitore.

In fase di acquisizione, identificato l’edificio che si intende comprare, è opportuno verificare se il rendimento dell’immobile, al netto dell’eventuale ricorso a forme

Tabella 2.6 Fattori di accrescimento del valore del fondo

| Investimento senza utilizzo di leva finanziaria | | | | | | |
|---|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | Anno 1 | Anno 2 | Anno 3 | Anno 4 | Anno 5 | Anno 6 |
| Flussi di cassa investimento | -2.000 | 600 | 600 | 600 | 600 | 600 |
| TIR unlevered | 15,24% | | | | | |
| Investimento con leverage del 50% – tasso 7,9% – ammortamento francese | | | | | | |
| | Anno 1 | Anno 2 | Anno 3 | Anno 4 | Anno 5 | Anno 6 |
| Flussi di cassa finanziamento | 1.000 | -250 | -250 | -250 | -250 | -250 |
| TIR | 7,93% | | | | | |
| Flussi di cassa operazione | -1.000 | 350 | 350 | 350 | 350 | 350 |
| TIR levered | 22,11% | | | | | |
| Investimento con leverage del 50% – tasso 22,1% – ammortamento alla francese | | | | | | |
| | Anno 1 | Anno 2 | Anno 3 | Anno 4 | Anno 5 | Anno 6 |
| Flussi di cassa finanziamento | 1.000 | -350 | -350 | -350 | -350 | -350 |
| TIR | 22,11% | | | | | |
| Flussi di cassa operazione | -1.000 | 250 | 250 | 250 | 250 | 250 |
| TIR levered | 7,93% | | | | | |
| Investimento con leverage del 50% – tasso 15,2% – ammortamento alla francese | | | | | | |
| | Anno 1 | Anno 2 | Anno 3 | Anno 4 | Anno 5 | Anno 6 |
| Flussi di cassa finanziamento | 1.000 | -300 | -300 | -300 | -300 | -300 |
| TIR | 15,24% | | | | | |
| Flussi di cassa operazione | -1.000 | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| TIR levered | 15,24% | | | | | |

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione.

di indebitamento, sia coerente con il rendimento ipotizzato; pertanto, l'operazione di acquisizione *levered* viene inserita all'interno del modello di *business plan* al fine di verificare e valutare la variazione del rendimento dell'investitore.

Nel modello di *business plan* la gestione dei singoli finanziamenti, in termini finanziari, patrimoniali ed economici, è realizzata attraverso un apposito foglio di lavoro che ha l'obiettivo sia di evidenziare l'attività di stipula, rimborso ed estinzione di un finanziamento, sia di monitorare il rispetto dei limiti normativi. Tale foglio concorre ad alimentare i prospetti di riepilogo della gestione del fondo.

2.6.3 Le spese generali

Le spese generali di un fondo, non direttamente connesse agli immobili, sono essenzialmente riconducibili al compenso, fisso e variabile, spettante alla società di gestione del risparmio, al compenso fisso spettante alla banca depositaria e ai costi connessi alle attività di *property, facility e credit management* (Tab. 2.7).

Le commissioni di gestione rappresentano il compenso spettante alla società di gestione per l'attività svolta e per i risultati conseguiti rispetto al rendimento obiettivo dichiarato nel regolamento del fondo.

L'attività della SGR, a tutela degli investitori, deve essere informata al rispetto di specifiche regole comportamentali. In particolare, nella prestazione del servizio di gestione collettiva le SGR devono, tra l'altro:

- operare con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità dei mercati;
- organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo i rischi di conflitto di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento dei fondi;
- adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti ai fondi e disporre di adeguate risorse e procedure finalizzate ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
- operare nel rispetto degli obiettivi di investimento indicati nel prospetto informativo dei fondi gestiti;
- astenersi da ogni comportamento che possa avvantaggiare un patrimonio gestito a danno di un altro;

Tabella 2.7 Spese generali di un fondo immobiliare

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Commissione società di gestione fissa | 270.000 | 303.738 | 304.496 | 304.621 | 308.812 | 310.515 | 428.445 | 300.400 |
| Commissione banca depositaria | 54.000 | 60.748 | 60.899 | 60.924 | 61.762 | 62.103 | 85.689 | 60.080 |
| Compensò esperti indipendenti | 9.000 | 9.187 | 9.260 | 9.334 | 9.408 | 7.596 | 5.765 | 2.911 |
| Property – Facility – Credit management | 90.000 | 90.898 | 91.802 | 92.714 | 93.632 | 56.364 | 56.920 | — |
| Assicurazioni | 36.000 | 36.748 | 37.041 | 37.336 | 37.633 | 30.383 | 23.059 | 11.643 |
| Spese professionali | 50.000 | 51.000 | 52.020 | 53.060 | 54.122 | 55.204 | 56.308 | 57.434 |
| Revisione e Certificazione | 30.000 | 30.600 | 31.212 | 31.836 | 32.473 | 33.122 | 33.785 | 34.461 |
| Consulenze intermediazione | — | — | — | — | — | 276.005 | — | 406.544 |
| Altre spese generali | 20.000 | 20.200 | 20.401 | 20.603 | 20.807 | 12.525 | 12.649 | — |
| Totale spese generali | 559.000 | 603.118 | 607.131 | 610.428 | 618.649 | 843.818 | 702.619 | 873.472 |

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione. Ai fini esemplificativi, nel presente prospetto non è calcolata la commissione variabile.

- operare al fine di contenere i costi a carico dei fondi gestiti e di ottenere dal servizio svolto il miglior risultato possibile, anche in relazione agli obiettivi di investimento degli stessi fondi;
- adottare e rispettare un codice interno di comportamento.

Per quanto concerne le commissioni di pertinenza di una società di gestione è possibile identificare due tipologie:

- la commissione fissa di gestione, che rappresenta il compenso annuale da erogare alla società di gestione in relazione all'attività svolta: di norma, tale importo è determinato come percentuale sul valore complessivo netto annuale del fondo (NAV); in alcuni fondi, la commissione è calcolata applicando una percentuale sul totale delle attività;
- la commissione variabile di gestione, che rappresenta l'ulteriore compenso spettante alla società di gestione nell'eventualità che il risultato complessivo finale del fondo risulti essere superiore al rendimento obiettivo definito al momento dell'istituzione del fondo; alla società di gestione spetta una percentuale, variabile da fondo a fondo e in funzione della durata del fondo stesso, commisurata all'extra rendimento complessivo realizzato.

Il compenso spettante alla banca depositaria per il controllo, a tutela dell'investitore, dell'attività svolta dalla SGR è di norma calcolato applicando una percentuale sul NAV del fondo.

Le altre voci di spese generali che possono avere un impatto sulla redditività del fondo sono i costi di *property, facility e credit management*.

I costi di *property management* possono essere calcolati secondo modalità che variano da fondo a fondo:

- in alcuni fondi, i costi di *property* sono determinati ribaltando al fondo il costo lavoro dei dipendenti della SGR dedicati esclusivamente all'attività di *property*;
- in altri fondi, l'attività di *property* è affidata in *outsourcing* a società specializzate sulla base di specifici contratti.

I costi di *facility management* possono essere ipotizzati sulla base di evidenze contrattuali; generalmente, infatti, alcune attività di *facility* sono gestite in *outsourcing* mediante un contratto di gestione dei servizi al fabbricato e attribuzione dei relativi incarichi, di controllo in loco dei fabbricati e attribuzione incarichi per pronti interventi, di monitoraggio generale sullo stato dei fabbricati e di progettazione, direzione lavori, collaudo per piccole manutenzioni di importo non significativo.

L'attività di *credit management* è generalmente affidata in *outsourcing* a società specializzate: il compenso può essere calcolato in misura percentuale dei canoni e

degli altri proventi incassati; la percentuale applicata varia da fondo a fondo in considerazione della tipologia di locatario.

Analogamente al *property management*, se l'attività di *credit management* è gestita internamente è ipotizzabile il ribaltamento del costo lavoro delle risorse esclusivamente dedicate a tale attività.

Per i fondi quotati in borsa, inoltre, è necessario quantificare inizialmente i costi inerenti al collocamento e alla prima quotazione e successivamente, anno per anno, i costi richiesti dalle autorità di controllo.

È auspicabile stimare annualmente anche le spese varie: si tratta di tutte quelle voci di spesa aggiuntive che si possono verificare nel tempo (consulenze legali, costi società di revisione, imprevisti). Generalmente queste spese sono calcolate su base storica e proiettate negli esercizi futuri del fondo in proporzione all'andamento del valore del portafoglio immobiliare ovvero inflazionando i valori storici.

2.7 Il conto economico, lo stato patrimoniale e il rendiconto finanziario

Definite le caratteristiche individuali e il risultato di gestione dei singoli immobili, determinate le linee strategiche del portafoglio immobiliare è necessario redigere, anno per anno, i seguenti prospetti di riepilogo del fondo immobiliare:

- conto economico, che riporta i ricavi e i costi della gestione per tutta la durata del fondo (Tab. 2.8);
- stato patrimoniale, che fornisce una visione sull'evoluzione prospettica del capitale investito (Tab. 2.9);
- rendiconto finanziario (Tab. 2.10), che evidenzia i flussi monetari netti generati nella gestione del fondo. In particolare, il rendiconto finanziario provvede a correlare, con cadenza annuale, le entrate e le uscite monetarie distribuite negli anni di durata del fondo per un controllo preventivo dell'equilibrio finanziario.

Il modello dovrebbe garantire, per tutta la durata del fondo, una distribuzione sistematica di proventi ai titolari delle quote e il ricorso, ove finanziariamente opportuno e possibile, a forme di rimborsi parziali pro quota.

Il rendiconto finanziario consente di calcolare il rendimento atteso per l'investitore: redatti i prospetti di riepilogo del fondo immobiliare è necessario quantificare il rendimento degli investitori in termini di tasso interno di rendimento (TIR; Fig. 2.4).

Il modello realizzato generalmente cerca di garantire un flusso di cassa per l'investitore, in termini di proventi e di rimborsi parziali, crescente con l'approssimarsi della scadenza naturale del fondo (Fig. 2.4).

Tabella 2.8 Conto economico del fondo immobiliare

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| Canoni di locazione | 4.481.000 | 4.584.639 | 4.613.406 | 4.891.666 | 5.019.628 | 4.052.670 | 3.004.017 | 1.557.207 |
| Altri proventi | 410.593 | 418.805 | 423.121 | 453.373 | 466.595 | 375.409 | 276.929 | 144.019 |
| Oneri immobiliari ripetibili | (450.000) | (459.000) | (468.180) | (477.544) | (487.094) | (397.469) | (304.064) | (155.073) |
| Oneri immobiliari non ripetibili | (90.000) | (91.800) | (93.636) | (95.509) | (97.419) | (79.494) | (60.813) | (31.015) |
| ICI | (270.000) | (275.400) | (280.908) | (286.526) | (292.257) | (238.481) | (182.438) | (93.044) |
| Gestione creditoria | (73.374) | (75.052) | (75.548) | (80.176) | (82.293) | (66.421) | (49.214) | (25.518) |
| Risultato gestione immobiliare ordinaria | 4.008.219 | 4.102.192 | 4.118.256 | 4.405.285 | 4.527.159 | 3.646.214 | 2.684.417 | 1.396.577 |
| Utili/perdite da vendite | — | — | — | — | — | 8.260.372 | — | 11.546.272 |
| Plusvalenze/minusvalenze da valut. | 225.000 | 230.125 | 232.421 | 234.733 | 237.064 | 142.710 | 144.120 | — |
| Risultato gestione immobiliare straordinaria | 225.000 | 230.125 | 232.421 | 234.733 | 237.064 | 8.403.083 | 144.120 | 11.546.272 |
| Margine lordo gestione immobiliare | 4.233.219 | 4.332.317 | 4.350.676 | 4.640.018 | 4.764.223 | 12.049.296 | 2.828.537 | 12.942.849 |
| Interessi passivi su finanziamenti | (1.215.000) | (1.215.000) | (1.215.000) | (1.215.000) | (1.215.000) | (972.000) | (729.000) | (364.500) |
| Margine netto gestione immobiliare | 3.018.219 | 3.117.317 | 3.135.676 | 3.425.018 | 3.549.223 | 11.077.296 | 2.099.537 | 12.578.349 |
| Risultato partecipazioni immobiliari | — | — | — | — | — | — | — | — |
| Risultato gestione liquidità | 15.000 | 15.643 | 11.911 | 7.633 | 7.517 | 4.816 | 306.454 | 145.670 |
| Commissioni di gestione | (270.000) | (303.738) | (304.496) | (304.621) | (308.812) | (310.515) | (428.445) | (300.400) |
| Altre spese generali | (289.000) | (299.380) | (302.635) | (305.807) | (309.837) | (533.303) | (274.174) | (573.072) |
| Risultato d'esercizio | 2.474.219 | 2.529.841 | 2.540.456 | 2.822.223 | 2.938.091 | 10.238.294 | 1.703.372 | 11.850.547 |
| Risultato d'esercizio distribuibile | 2.249.219 | 2.299.716 | 2.308.035 | 2.587.490 | 2.701.027 | 10.095.563 | 1.559.252 | 11.850.547 |

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione.

Tabella 2.9 Stato patrimoniale del fondo immobiliare

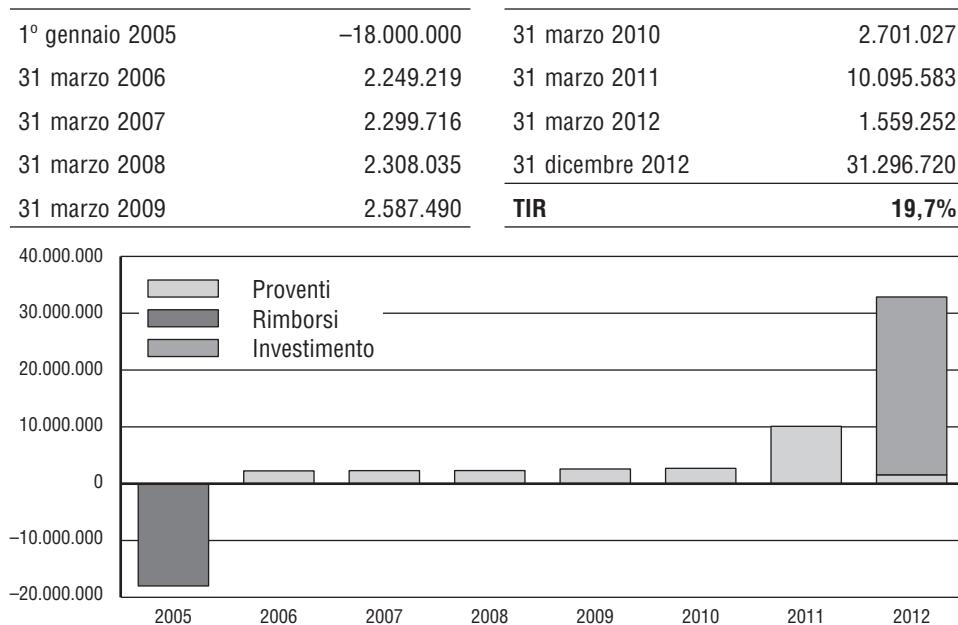
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Patrimonio immobiliare | 46.025.000 | 46.484.125 | 46.946.691 | 47.412.720 | 47.882.236 | 28.824.021 | 29.108.088 | — |
| Partecipazioni immobiliari | — | — | — | — | — | — | — | — |
| Crediti e altre attività | 1.225.920 | 1.249.814 | 1.259.160 | 1.319.485 | 1.348.878 | 1.020.211 | 809.973 | — |
| Liquidità | 823.299 | 626.888 | 401.745 | 395.655 | 253.468 | 16.129.166 | 7.666.829 | 31.296.720 |
| Totale Attività (A) | 48.074.219 | 48.360.826 | 48.607.596 | 49.127.860 | 49.444.582 | 45.973.398 | 37.594.890 | 31.296.720 |
| Finanziamenti | 27.000.000 | 27.000.000 | 27.000.000 | 27.000.000 | 27.000.000 | 16.200.000 | 16.200.000 | — |
| Debiti diversi | 600.000 | 605.985 | 612.016 | 618.091 | 624.212 | 375.761 | 379.464 | — |
| Totali Passività (B) | 27.600.000 | 27.605.985 | 27.612.016 | 27.618.091 | 27.624.212 | 16.575.761 | 16.579.464 | — |
| Valore complessivo del Fondo (A - B) | 20.474.219 | 20.754.841 | 20.995.581 | 21.509.769 | 21.860.370 | 29.397.636 | 21.005.425 | 31.296.720 |

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione.

Tabella 2.10 Rendiconto finanziario del fondo immobiliare

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| Utile di esercizio | 2.474.219 | 2.529.841 | 2.540.456 | 2.822.223 | 2.938.091 | 10.238.294 | 1.703.372 | 11.850.547 |
| Svalutazione (rivalutazione) | (225.000) | (230.125) | (232.421) | (234.733) | (237.064) | (142.710) | (144.120) | — |
| Autofinanziamento | 2.249.219 | 2.299.716 | 2.308.035 | 2.587.490 | 2.701.027 | 10.095.563 | 1.559.252 | 11.850.547 |
| Dismissioni (investimenti) immobiliari | (45.000.000) | — | — | — | — | 19.340.176 | — | 29.108.088 |
| Lavori da capitalizzare | (800.000) | (229.000) | (230.145) | (231.296) | (232.452) | (139.251) | (139.947) | — |
| Flusso monetario attività immobiliare | (45.800.000) | (229.000) | (230.145) | (231.296) | (232.452) | 19.200.925 | (139.947) | 29.108.088 |
| Dismissioni (investimenti) partecipazioni immobiliari | — | — | — | — | — | — | — | — |
| Flusso monetario partecipazioni immobiliari | — | — | — | — | — | — | — | — |
| Variazione crediti | (1.225.920) | (23.894) | (9.346) | (60.325) | (29.393) | 328.667 | 210.239 | 809.973 |
| Variazione debiti | 600.000 | 5.985 | 6.030 | 6.075 | 6.121 | (248.450) | 3.703 | (379.464) |
| Flusso monetario attività esercizio | (625.920) | (17.909) | (3.316) | (54.249) | (23.273) | 80.217 | 213.942 | 430.508 |
| Finanziamenti passivi | 27.000.000 | — | — | — | — | (10.800.000) | — | (16.200.000) |
| Distribuzione proventi | — | (2.249.219) | (2.299.716) | (2.308.035) | (2.587.490) | (2.701.027) | (10.095.583) | (1.559.252) |
| Rimborsi parziali pro quota | — | — | — | — | — | — | — | — |
| Flusso monetario periodo | (17.176.701) | (196.412) | (225.142) | (6.090) | (142.187) | 15.875.698 | (8.462.337) | 23.629.891 |

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione.

Figura 2.4 Rendimento per l'investitore

Nota: i dati contenuti nella tabella sono stati simulati unicamente per la presente pubblicazione.

2.8 Conclusione

I fondi comuni di investimento immobiliare si configurano come una comunione indivisa di beni in cui ciascun partecipante ha la possibilità di effettuare investimenti nel settore immobiliare, attraverso la partecipazione a un organismo di investimento collettivo gestito da un soggetto qualificato; tale operazione consente all'investitore di beneficiare dei risultati economici e finanziari derivanti dalla gestione di un patrimonio immobiliare, con un investimento di importo limitato.

L'obiettivo prevalente del *business plan* del fondo immobiliare è quello di prevedere e monitorare la convenienza economica e la fattibilità finanziaria della gestione del patrimonio immobiliare, con il fine ultimo di fornire delle linee guida per la massimizzazione del rendimento per l'investitore.

Il *business plan* del fondo immobiliare rappresenta uno strumento dinamico di valutazione delle singole operazioni inerenti sia alla gestione ordinaria di un portafoglio immobiliare sia all'attività di compravendita immobiliare.

La redazione del *business plan* prevede inizialmente l'elaborazione, per ogni immobile in portafoglio o che si presume di acquistare, di singoli prospetti con evidenza delle principali informazioni di natura economica e patrimoniale.

Le informazioni relative ai singoli immobili consentono, successivamente, la redazione dei prospetti di conto economico, di stato patrimoniale e di rendiconto

finanziario che sono propedeutici alla definizione del rendimento atteso per l'investitore, espresso in termini di tasso interno di rendimento (TIR).

Le principali *assumption* del *business plan* che possono avere un impatto rilevante sul calcolo del rendimento per l'investitore sono le compravendite immobiliari; eventuali acquisti o vendite effettuate in difformità con le previsioni del *business plan* comportano una rivisitazione del modello, in termini economici e finanziari, e un aggiornamento del TIR. Il *business plan* fornisce al gestore lo strumento per valutare l'impatto delle singole operazioni inerenti agli immobili in termini di variazione del rendimento atteso per l'investitore (TIR).

In sintesi, il *business plan* deve supportare il processo decisionale del fondo lungo tutta la sua vita, con l'obiettivo prevalente di prevedere e monitorare la gestione del portafoglio immobiliare e le compravendite dei beni e, quindi, di analizzare e aggiornare il rendimento atteso per l'investitore.