

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 Sampagnaro

Indice

Prefazione <i>di Massimo Caputi</i>	<i>IX</i>
Introduzione <i>di Claudio Giannotti</i>	<i>1</i>
1 I fondi immobiliari: quadro normativo e profili contabili <i>di Carlo Dottarelli</i>	<i>5</i>
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	Incetezza 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

VIII

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.

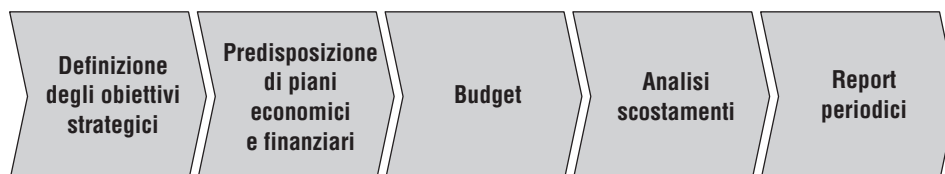
La predisposizione del *business plan* del fondo immobiliare ricopre diverse finalità, tra loro strettamente correlate:

- 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

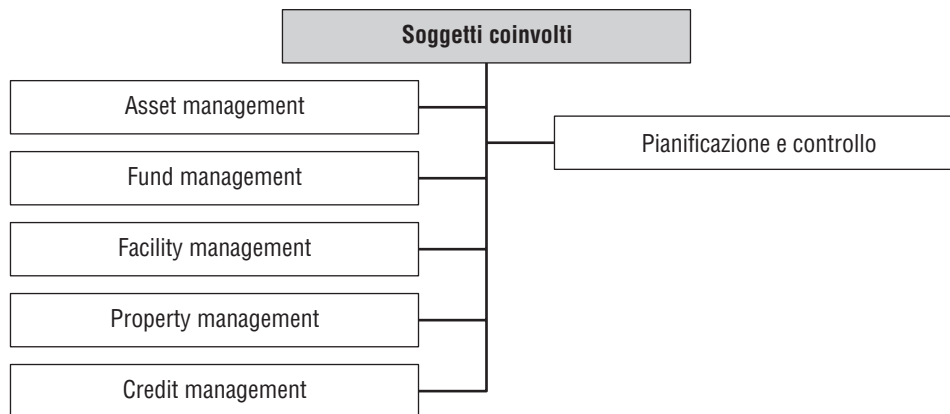
Per definire i flussi di cassa necessari a determinare il rendimento dell'iniziativa che si intende intraprendere e/o per valutare un progetto già intrapreso è indispensabile predisporre i prospetti di dettaglio e di sintesi relativi alle diverse aree di gestione in cui è divisa la struttura del fondo.

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 demanda-

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 expenditures* (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 applicabile 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 merceologiche 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	1.927	290.000,00	150	01/10/2004	30/09/2016	12	75%
Superficie sfitta che si ipotizza di locare										
				1.592						
Superficie sfitta che non si ipotizza di locare				1.473						
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	2011	2012
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	330.952,41	336.413,13
3.	No	Privato	Mensile	500.000,00	508.250,00	516.636,13	525.160,62	533.825,77	542.633,90	551.587,36	560.688,55
4.	No	Privato	Mensile	200.000,00	203.300,00	206.654,45	210.064,25	213.530,31	217.053,56	220.634,94	224.275,42
5.	No	Privato	Mensile	120.000,00	121.980,00	123.992,67	126.038,55	128.118,19	130.232,14	132.380,97	134.565,25
6.	No	Privato	Mensile	130.000,00	132.145,00	134.325,39	136.541,76	138.794,70	141.084,81	143.412,71	145.779,02
7.	No	Privato	Trimestrale	40.000,00	40.660,00	41.330,89	42.012,85	42.706,06	43.400,00	—	—
8.	No	Privato	Mensile	170.000,00	172.805,00	175.656,28	178.554,61	181.500,76	184.495,52	187.539,70	190.634,11
9.	No	Privato	Mensile	20.000,00	20.330,00	20.665,45	21.006,42	21.353,03	21.705,36	22.056,43	—
10.	No	Privato	Mensile	25.000,00	25.412,50	25.831,81	26.258,03	26.691,29	27.131,69	27.579,37	28.034,43
11.	No	Privato	Trimestrale	10.000,00	10.165,00	10.332,72	10.503,21	10.676,52	10.852,68	11.031,75	11.213,77
12.	No	Privato	Mensile	250.000,00	254.125,00	258.318,06	262.580,31	266.912,89	271.316,95	275.793,68	280.344,27
13.	No	Privato	Mensile	140.000,00	142.310,00	144.658,12	147.044,97	149.471,22	151.937,49	154.444,46	156.992,79
14.	No	Privato	Mensile	300.000,00	304.950,00	309.981,68	315.096,37	320.295,46	325.580,34	330.952,41	336.413,13
15.	No	Privato	Mensile	15.000,00	15.247,50	15.499,08	15.754,82	16.014,77	16.270,61	—	—
16.	No	Privato	Trimestrale	290.000,00	294.785,00	299.648,95	304.593,16	309.618,95	314.727,66	319.920,67	325.199,36
Superficie sfitta che si ipotizza di locare				—	—	—	—	—	—	—	—
Superficie sfitta 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	2012	
1.	No	Privato	Mensile	602	01/07/2008	90.300	150,00	47.812	96.409	98.000	99.617	101.260	
2.	No	Privato	Mensile	2.121			—	—	—	—	—	—	
3.	No	Privato	Mensile	3.405			—	—	—	—	—	—	
4.	No	Privato	Mensile	1.342			—	—	—	—	—	—	
5.	No	Privato	Mensile	848			—	—	—	—	—	—	
6.	No	Privato	Mensile	912			—	—	—	—	—	—	
7.	No	Privato	Trimestrale	257	01/12/2011	41.120	160,00	—	—	—	3.853	46.111	
8.	No	Privato	Mensile	1.186			—	—	—	—	—	—	
9.	No	Privato	Mensile	148	01/03/2012	23.680	160,00	—	—	—	—	22.262	
10.	No	Privato	Mensile	175			—	—	—	—	—	—	
11.	No	Privato	Trimestrale	88			—	—	—	—	—	—	
12.	No	Privato	Mensile	1.700			—	—	—	—	—	—	
13.	No	Privato	Mensile	978			—	—	—	—	—	—	
14.	No	Privato	Mensile	2.145			—	—	—	—	—	—	
15.	No	Privato	Mensile	101	01/06/2011	—	—	—	—	—	—	—	
16.	No	Privato	Trimestrale	1.927			—	—	—	—	—	—	
Superficie sfitta che si ipotizza di locare								1.592	201.203	203.964	207.330	210.750	214.228
Superficie sfitta 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	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	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	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	1.342,0
5.	No	Privato	Mensile	848	848,0	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	912,0
7.	No	Privato	Trimestrale	257	257,0	257,0	257,0	257,0	257,0	235,2	21,8	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	1.186,0
9.	No	Privato	Mensile	148	148,0	148,0	148,0	148,0	148,0	148,0	23,9	124,1
10.	No	Privato	Mensile	175	175,0	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	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	1.700,0
13.	No	Privato	Mensile	978	978,0	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	2.145,0
15.	No	Privato	Mensile	101	101,0	101,0	101,0	101,0	101,0	41,8	59,2	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	1.927,0
Superficie sfritta 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	1.592,0
Superficie sfritta che non si ipotizza di locare				1.473	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale				21.000	17.935	17.935	17.632	19.228	19.527	19.446	19.126	19.503
Percentuale locazione					85,40%	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
<i>A Canoni di locazione</i>	2.600.000	2.642.900	2.639.628	2.885.321	2.980.178	3.016.120	3.004.017	1.557.207
<i>B Altri proventi</i>	230.593	235.205	235.849	262.355	271.757	276.042	276.929	144.019
<i>C Perdite su crediti</i>	(42.459)	(43.172)	(43.132)	(47.215)	(48.779)	(49.382)	(49.214)	(25.518)
<i>D Oneri gestione immobiliare</i>	(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)
<i>E Spese generali attribuite agli immobili</i>	(27.000)	(27.435)	(27.709)	(27.984)	(28.262)	(28.542)	(28.824)	(421.098)
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
<i>G Plus/minusvalenze da valutazione</i>	135.000	137.175	138.543	139.922	141.311	142.710	144.120	—
<i>H Utili/perdite da realizzo</i>	—	—	—	—	—	—	—	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	138.558	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							40.654.360
Valore di cessione immobile								
Cap rate ipotizzato	7,50%							
Valore storico immobile	27.000.000	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)												
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Perdite ipotizzate		
• Anno di fatturazione	80,0%											
• Anno successivo a quello di fatturazione	18,5%											
• Fatture portate a perdita	1,5%											
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			49.214
Fatturato anno 2012	1.701.226								1.675.707	25.518		
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	527.596		
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 concessori 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 rifletta 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 sfitanze, 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 avvalorava 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
Compenso 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	4.118.255	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 distribuito	2.249.219	2.299.716	2.308.035	2.587.490	2.701.027	10.095.583	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	49.484.582	45.973.398	37.584.890	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	—
Totale 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.

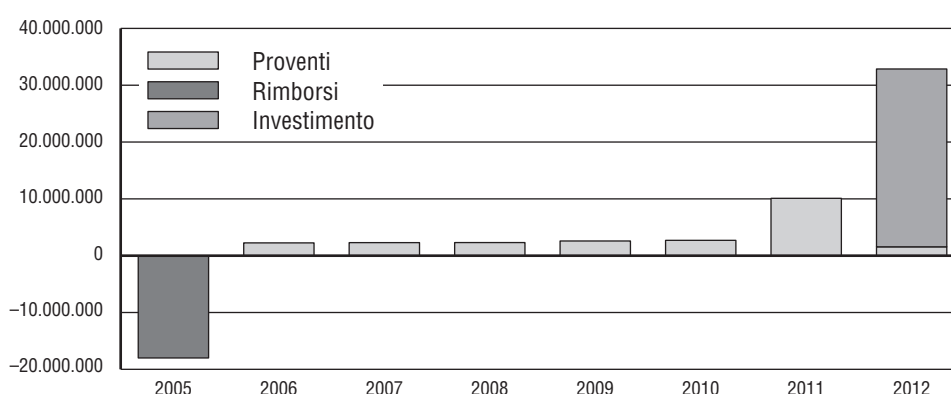
Tabella 2.10 Rendiconto finanziario del fondo immobiliare

	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	10.095.583	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**

1° gennaio 2005	-18.000.000	31 marzo 2010	2.701.027
31 marzo 2006	2.249.219	31 marzo 2011	10.095.583
31 marzo 2007	2.299.716	31 marzo 2012	1.559.252
31 marzo 2008	2.308.035	31 dicembre 2012	31.296.720
31 marzo 2009	2.587.490	TIR	19,7%



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.