

TU | Mondo Immobiliare - Il Sole-24 Ore

Fondi immobiliari / 1

Valutazione del patrimonio. Dal Collegio degli architetti e ingegneri le indicazioni per una maggiore trasparenza

In vetrina la strategia del gestore

■ SISTEMI DI VALUTAZIONE

- **Open market value:** comparazione diretta dei prezzi e delle qualità immobiliare
- **Open market rental value:** scema dei redditi prodotti dall'investimento nel tempo
- **Discount cash flow:** scema dei redditi da locazione e del reddito da vendita dell'edificio



Nel portafoglio dei fondi il 50% degli immobili è destinato al terziario

«**U**na corretta valutazione dell'immobile può diminuire il gap esistente tra il Nav (net asset value) e il valore che il fondo immobiliare avrà in Borsa». Parola di Lorenzo Greppi, membro del **Collegio degli architetti e ingegneri**. Spesso accade che il fondo, una volta messo sul mercato ufficiale, subisca un'ingente perdita. «Per questa ragione il valutatore non deve essere solo un certificatore, un applicatore delle norme — ha spiegato Greppi — ma anche un analista in grado di fornire alla Sgr tutte quelle informazioni che saranno sottoposte al giudizio della corporate governance della società e quindi potenzialmente modificabili e/o oggetto di rielaborazioni». Questa è una delle tante indicazioni emerse nel recente convegno sulla valutazione del patrimonio dei fondi immobiliari, organizzato a Milano dal Collegio degli ingegneri e degli architetti e da **Polis Fondi**.

La valutazione quando è indipendente viene considerata qualità essenziale per le analisi presentate dall'esperto incaricato dalla Sgr, oltre che garanzia di trasparenza. Elemento, quest'ultimo, che deve essere comunque assicurato da Consob e da Borsa italiana. L'indipendenza del valutatore può essere garantita, secondo le proposte emerse, se quest'ultimo viene scelto da tre esperti nominati dal Tribunale. Altro fattore importante è la qualità e la completezza

delle indagini svolte per la conoscenza del mercato in cui si possiede l'immobile, per la trasparenza nell'elaborazione dei dati e il metodo che si utilizza, non ultimo l'equilibrio dei giudizi espressi dal valutatore. Tra gli *skill* richiesti al valutatore ci sono anche conoscenze tecniche e urbanistiche, ritenute indispensabili per giudicare il materiale utilizzato per la costruzione e il contesto in cui si trova l'edificio. Vale a dire per esempio i

mezzi di trasporto, la qualità dei servizi per il mercato terziario, delle infrastrutture circostanti.

Passando ai principali sistemi di valutazione, gli esperti ne hanno individuati tre. Il primo è dato dalla comparazione diretta dei prezzi e della qualità immobiliare (*Open market value*). Con il secondo metodo (*Open market rental value*) il valore dell'immobile è stabilito in base alla somma dei redditi prodotti

dall'investimento in un tempo indeterminato. Il terzo procedimento (*Discount cash flow*) si ottiene dalla somma tra redditi da locazione e quello da vendita dell'immobile e si differenzia dal secondo metodo in quanto la durata dell'investimento è predeterminata.

Insomma, obiettivo della valutazione, un complesso di competenze economiche, legali, tecniche e di mercato, non è solo quello di attribuire ai beni il loro prezzo più corretto, ma soprattutto fornire alla proprietà, ai gestori e ai sottoscrittori dei fondi gli elementi per giudicare la validità della strategia d'investimento di un fondo.

Non va, poi, trascurato il regolamento di quotazione dei fondi immobiliari chiusi. Nel mercato si sta facen-

do strada una nuova forma di comunicazione detta di *internal dealing* in base alla quale chi, in virtù della sua posizione, ha potere decisionale o è a conoscenza della strategia dell'azienda, può operare sugli strumenti finanziari. Un comportamento, questo, che si differenzia dall'*insider trading* per la sua trasparenza e per il fatto che chi lo adotta non è in possesso di informazioni privilegiate. «Per metterlo in atto — spiega Fabrizio Platrotti di **Borsa Italiana** —, le Sgr si dovranno dotare di un loro codice di comportamento in base al quale dovranno comunicare alla Borsa le transazioni fatte dalle persone rilevanti al di sopra dei 50mila euro ogni tre mesi e dei 250mila euro immediatamente». Nonostante la crisi dei mercati finanziari, nel triennio 2000-2002 l'anda-

mento dei fondi immobiliari chiusi è stata abbastanza buona. Per le quote di fondi acquistate sul mercato e vendute al Nav al 31 dicembre 2002 il rendimento annuo (alla fine del 2002) è stato del 17,9 per cento. Analizzando invece le performance alla luce delle strutture di costo, il rendimento medio annuo di un investimento a durata decennale è stato dell'8,2 per cento.

Secondo una ricerca dell'**Osservatorio immobiliare permanente**, alla fine dello scorso anno il portafoglio italiano dei fondi era così distribuito per destinazione d'uso degli immobili: il 58% nel settore terziario, il 5% nel turismo, il 6% nella logistica, l'11% nel residenziale, il 12% nel commerciale e l'8% in altri segmenti.

Irene Consigliere

I PRODOTTI E GLI INVESTIMENTI

Principali caratteristiche e asset allocation dei fondi immobiliari chiusi di diritto italiano (dati al 31 ottobre 2003)

Denominazione fondo	Società di gestione	Durata (in anni)	Patrimonio iniziale (mil. €)	Patrimonio netto al 30/6/03 (mil. €)	Dismissioni Acquisizioni (mil. €)	Investimento in Immobili (mil. €)	Partecipazioni in società immobiliari (mil. €)	Indebitamento (mil. €)	Rendimento target
Fondo Alpha*	Fondi immobiliari italiani	15	259,7	368,3	—	426,3	—	75,2	0,70% oltre l'indice cap.fondo btp mts
Michelangelo	Sorgente sgr	8	105,0	128,4	—	31,6	—	—	6,5% annuo composto
Valore immobiliare globale	Deutsche bank fondiimmobiliari sgr	15	159,3	177,2	—	166,9	—	20,5	5% annuo composto
Securifondo	Beni stabili gestioni sgr	15	150,0	173,1	—	153,1	4,4	10,7	4,5% annuo semplice
Portafoglio immobiliare crescita	Bnl fondi immobiliari sgr p.a.	7	173,0	190,5	4,5 ▲	115,5	—	—	7,5% annuo composto
Nextra sviluppo immobiliare	Nextra investment management sgr	15	166,7	199,2	—	201,4	—	51,1	—
Nextra immobiliare europa	Nextra investment management sgr	15	212,1	223,3	—	63,8	90,2	—	3 punti oltre inflazione
Investietico	Sipiemme real estate sgr	10	153,8	156,7	—	64,8	—	—	5% annuo composto
Bnl portafoglio immobiliare	Bnl fondi immobiliari sgr p.a.	10	305,0	352,3	—	454,6	9,4	147,0	3 punti oltre inflazione
Piramide globale	Deutsche bank fondiimmobiliari sgr	15	250,0	286,4	—	268,9	—	17,3	5% annuo composto
Pols	Pols fondi sgr pa	12	258,0	293,1	—	268,0	—	—	5% annuo composto
Unicredit immobiliare uno	Unicredit fondi sgrpa	15	400,0	432,3	—	287,4	21,4	2,8	5% annuo composto
Immobiliarium 2001	Beni stabili gestioni sgr	15	130,0	135,2	—	72,9	—	—	5% annuo semplice
Invest real security**	Beni stabili gestioni sgr	10	141,0	—	—	—	—	—	5% annuo semplice
Mediolanum property***	Mediolanum gestione fondi	15	150,0	—	—	—	—	—	5% annuo composto
Investire residenziale 1	Investire immobiliare sgr spa	5	210,0	302,9	59 ▼	410,6	—	122,8	8% annuo semplice
Estense - grande distribuzione	Bnl fondi immobiliari sgr p.a.	10	207,0	213,3	—	152,9	—	—	5,5% annuo composto
Investire residenziale 2	Investire immobiliare sgr spa	5	165,0	267,5	—	439,1	—	195,0	8% annuo semplice
Caravaggio****	Sorgente sgr spa	8	200,0	—	—	—	—	—	7% annuo composto

Note: tutti i dati al 31 ottobre 2003 sono stimati e devono essere ritenuti puramente indicativi - n.d. non disponibile - ▲ Acquisizioni - ▼ Dismissioni - * Fondo ad apporto (si veda l'articolo 14-bis legge 96/94) - ** il fondo ha chiuso in anticipo le sottoscrizioni il 10 gennaio 2003, ma a oggi non ha realizzato nessun investimento - **** il fondo è in collocamento dal 4-5-2003 al 30-11-2003

** il fondo ha chiuso il collocamento, ma a oggi non ha realizzato nessun investimento

Fonte: Assocofon

Denominazione fondo	Asset Allocation Target	Asset allocation immobiliare reale al 31 agosto 2003	
		Destinazione d'uso	Area geografica
Fondo Alpha*	Immobili e in diritti reali immobiliari prevalentemente di utilizzo terziario	Uffici 89,5% - commerciale 8,4% - logistico 2% - residenziale 0,1%	Nord ovest 20% - nord est 6% - centro 74%
Michelangelo	Terziario a reddito 50-70% - terziario da restaurare e locare 15-30% - ufficio e/o abitazione da restaurare e vendere max5%	Dirizionale 100%	Nord ovest 7% - centro 93%
Valore immobiliare globale	Uffici 50% - retail 25% - logistica 25%	Uffici 64% - logistica 17% - retail 19%	Nord ovest 85% - centro 15%
Securifondo	Immobili e in diritti reali immobiliari prevalentemente di utilizzo terziario	Uffici e commerciale 92% - residenza alberghiera 8%	Nord ovest 44% - nord est 19% - centro 31% - sud e isole 6%
Portfollo immobiliare crescita	Immobili ad uso uffici, commerciale, logistica	Uffici 100%	Centro 63% - nord ovest 37%
Nextra sviluppo immobiliare	Commerciale 20-25% - uffici centrali 15-20% - uffici non centrali 30-35% - industriale/logistico 20-25% - altro 10-15%	Uffici centrali 14% - uffici non centrali 49% - sup. commerciali 16% - logistica 8% - turistico/creativi 13%	Nord ovest 62% - nord est 14% - centro 11% - sud e isole 13%
Nextra immobiliare europa	Comme.le 15-20% - uffici centrali 30-35% - uffici non centrali 20-25% - industr./logistico 13-20% - altro 10-15%	Uffici centrali 76% - logistica 11% - superfici commerciali 13%	Nord ovest 30% - nord est 13% - estero 57%
Investitico	Imm. destinati preferibilmente ad attività ad alto contenuto sociale nonché ad uso terziario dirizionale-comm.le	Risa 82% uffici 18%	Nord ovest 82% - centro 18%
Bni portfollo immobiliare	Immobili ad uso uffici, commerciale, logistica	Uffici 61%, logistica 12%, commerciale 27%	Nord ovest 43% - nord est 27% - centro 20% - estero 10%
Finaxide globale	Uffici 45% - retail 25% - logistica 10% - hotel 10% - altro 10%	Uffici 49% - hotel 24% - retail 10% - leisure 17%	Nord ovest 66% - centro 34%
Polis	Terziario 40-60% - comm.le 10-25% - logistica max20% - alberghiero max15%	Uffici/dirizionali 61% - commerciale 13% - alberghiero 7% - logistica 19%	Nord ovest 73% - centro 27%
Unicredit immobiliare uno	Industr./logistico 10-20% - comm.le 35-45% - terziario 25-35%	Uffici 55% - commerciale, case di riposo 30% - industriale, logistica 10% - residenze primarie 5%	Nord ovest 25% - nord est 17% - centro 37% - sud e isole 21%
Immobiliun 2001	Imm. e diritti reali imm. prevalentemente di utilizzo terziario, dirizionale e comm.le, alberghiero, universitario, museale e di ricerca	Uffici 100%	Nord ovest 40% - nord est 9% - centro 51%
Invest real security**	Imm. e diritti reali immobiliari nel settore terziario, centri commerciali e logistici, alberghi	---	---
Mediolanum property***	Immobili non residenziali	---	---
Investire residenziale 1	Imm. e diritti reali immobiliari nel settore residenziale, comm.le e terziario	Residenziale 84% - terziario 9% - comm.le/magazzini 7%	Nord ovest 55% - centro 45%
Estense - grande distribuzione	Il fondo investe principalmente in beni immobili commerciale	Commerciale 100%	Nord est 100%
Investire residenziale 2	Imm. e diritti reali immobiliari nel settore residenziale, comm.le e terziario	Residenziale 71% - non residenziale 29%	Nord ovest 55% - centro 45%
Caravaggio****	Terziario 60-80%; terziario da restaurare e locare 0-20%; imm. da restaurare e vendere 0-15%	---	---