

**Dall'Evento**

**Patrimonio, mercato  
e finanza immobiliare**

Dott. Gianni Guerrieri

**Gli attori della Finanza Immobiliare**

20 settembre 2017



**Dall'Evento**

**Patrimonio, mercato  
e finanza immobiliare**

Dott. Gianni Guerrieri

**Gli attori della Finanza Immobiliare**

20 settembre 2017





## Contenuti e finalità<sup>1</sup>

Questo articolo si compone di tre parti. La prima è dedicata alla dimensione quantitativa dell'universo in cui operano gli attori della filiera immobiliare. Si esaminano perciò i dati relativi al patrimonio immobiliare italiano e al relativo mercato delle proprietà (par. 2). Una seconda parte è dedicata specificamente ad un breve *focus* su un segmento di detta filiera costituito dalla finanza immobiliare (par. 3). La terza parte, infine, concerne il ruolo della valutazione immobiliare nell'ambito della finanza immobiliare (par. 4) e il correlato tema dell'informazione economica necessaria per svolgere i processi valutativi. In questa parte si descrive anche il ruolo dell'Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle entrate (par.5). Lo scopo dell'articolo è sostanzialmente descrittivo e teso a valutare complessivamente il ruolo della finanza immobiliare, circoscritta ai fondi immobiliari, in relazione al mercato e al ruolo che in essa ha la funzione del valutatore.

## Patrimonio e mercato immobiliare in Italia

Per collocare nella giusta prospettiva il segmento della finanza immobiliare, in particolare dei fondi immobiliari, è opportuno offrire una serie di dati che consentono di dare una dimensione quantitativa anzitutto al patrimonio immobiliare italiano e poi al relativo mercato dei diritti di proprietà.

Un primo elemento è il dato relativo allo *stock* fisico del patrimonio immobiliare esistente, in termini di unità immobiliari censite al catasto. L'ultimo riferimento disponibile è al 31 dicembre 2016<sup>2</sup>.

Il patrimonio immobiliare censito nei diversi gruppi<sup>3</sup> (vedi Tabella 1) è pari a circa 64,5 milioni di unità immobiliari (oltre ad altre 9,8 milioni costituite da unità che non producono reddito – per esempio immobili in corso di costruzione –, dai beni comuni non censibili – per esempio parti condominiali – e da un residuo di unità in lavorazione). Oltre la metà riguarda sostanzialmente abitazioni.

Di particolare interesse è che tale patrimonio (vedi Figura 1), anche in virtù dell'ampia quota di abitazioni di proprietà delle famiglie, per l'88% appartiene a persone fisiche (PF); l'11,8% soltanto, sempre in termini di unità fisiche, è di proprietà di persone diverse da quelle fisiche (società, enti, fondazioni, ecc.), ovvero a persone non fisiche (PNF).

Se si analizza il dettaglio delle proprietà delle PNF, si verifica che la quota è al di sotto della media per le residenze (8,4% nel gruppo A), pari alla media per il gruppo C (11,8%) e superiore alla media negli altri gruppi connessi a destinazioni industriali, terziarie, commerciali, infrastrutturali (stazioni, porti, aeroporti), ecc. (vedi Tabella 2).

Tabella 1: N. unità immobiliari censite al catasto per gruppo di categorie<sup>4</sup>

Gruppo	Totale	Totale*
	Stock catastale al 31.12.2016	Rendita catastale (€) al 31.12.2016
A	35.546.541	18.439.328.837
B	202.032	1.366.717.432
C	27.006.027	6.078.027.673
D	1.576.446	10.479.436.243
E	172.451	784.030.273
<b>Totale</b>	<b>64.503.497</b>	<b>37.147.540.457</b>
F	3.314.285	
Beni comuni non censibili	6.418.434	
Altro (in lavorazione)	102.587	
<b>TOTALE STOCK 2016</b>	<b>74.338.803</b>	<b>37.147.540.457</b>

Fonte: OMI Agenzia entrate

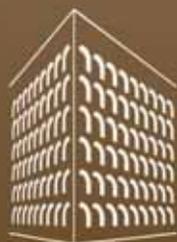
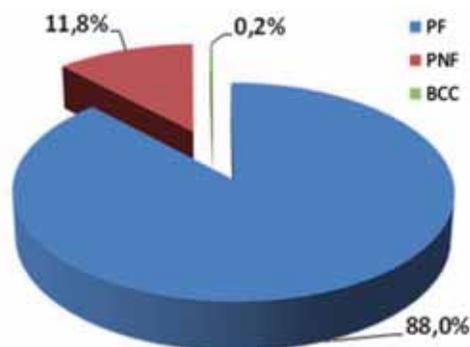


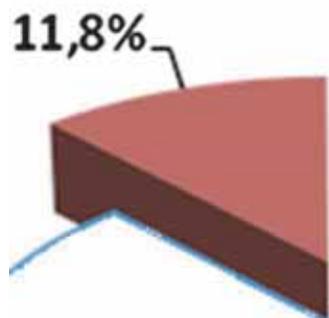
Figura 1: Categorie di proprietari del patrimonio immobiliare



Fonte: OMI Agenzia entrate;

Nota: BCC = beni comuni censibili a proprietà indivisa dei condomini (tipicamente, locali tecnici e/o appartamento del portiere)

Tabella 2: Composizione per destinazione della proprietà di PNF



Gruppo	% PNF
A	8,4
B	82,3
C	11,8
D	54,6
E	87,6
F	20,5
<b>TOTALE</b>	<b>11,8</b>

Fonte: OMI Agenzia entrate

Se si vuole passare dalla dimensione *fisica* dello *stock* a quello del valore monetario, la questione è assai più complessa e, in qualche misura, opinabile, trattandosi inevitabilmente di stime di larga massima. Sulle difficoltà di tale misurazione non è il caso di soffermarsi<sup>5</sup>.

In ogni caso, una storica e autorevole stima per una parte del patrimonio immobiliare italiano è quella fornita dalla Banca d'Italia nei volumi «*La ricchezza delle famiglie italiane*»<sup>6</sup>, pubblicati tra il 2007 ed il 2015 che concentrava la misurazione del patrimonio immobiliare di proprietà delle famiglie su abitazioni, fabbricati non residenziali e terreni. Una diversa stima, solo con riferimento alle abitazioni ma inclusiva anche delle proprietà delle PNF (quindi non solo famiglie), è proposta nei volumi «*Gli immobili in Italia*» pubblicati da Agenzia delle entrate e Dipartimento delle finanze del Ministero dell'economia e delle finanze<sup>7</sup>.

Nel 2015 l'ISTAT ha pubblicato le statistiche su «*Le attività non finanziarie settori istituzionali*» relativamente all'anno 2013, a cui, tra l'altro, ha collaborato l'OMI, con una ricostruzione della serie storica dal 2001 al 2013 per le abitazioni e dal 2005 al 2013 per il settore non residenziale<sup>8</sup>.

Dalla Tabella 3 emerge che il valore complessivo dello *stock* immobiliare in Italia, in base alla stima dell'ISTAT per il 2013, è pari a circa 8.500 miliardi di euro di cui oltre i 2/3 è imputabile alle abitazioni.

Tabella 3: Valore patrimonio immobiliare

Anno 2013	Totale (miliardi di euro)
<b>TOTALE</b>	8.501
<b>Abitazioni</b>	6.028
<b>Immobili non RES</b>	2.473

Fonte: ISTAT

All'anno di riferimento (2013) ciò significa un valore del patrimonio pari 5,5 volte il PIL e 4,1 volte lo *stock* del debito pubblico. Ciò dà una dimensione significativa alla ricchezza reale detenuta dai proprietari di immobili in Italia.

La composizione per tipologia dei proprietari, in base ai settori istituzionali con cui l'ISTAT articola i soggetti economici, è riportata nella successiva Tabella 4.

Tabella 4: Composizione per settore istituzionale del valore del patrimonio immobiliare

2013 mld euro	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Famiglie e ISP	Totale
<b>TOTALE</b>	<b>1.779</b>	<b>100</b>	<b>362</b>	<b>6.250</b>	<b>8.501</b>
<b>Abitazioni</b>	414	9	95	5.510	6.028
<b>Immobili non RES</b>	1.365	91	267	750	2.473
<b>Composizione %</b>	21%	1%	4%	74%	100%

Fonte: ISTAT

Il 74% del valore è imputabile alle famiglie e alle Istituzioni sociali private senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (ISP), il 21% a società non finanziarie e solo l'1% a società finanziarie (ove sono collocati gli immobili detenuti dai Fondi immobiliari). Il residuo 4% è detenuto dalle amministrazioni pubbliche.

Tra il 2001 ed il 2013 la crescita del valore delle abitazioni si è distribuita come mostrato nella successiva Tabella 5 tra i diversi settori istituzionali.

Tabella 5: Variazione ricchezza abitazioni - Anni 2001-2013

ABITAZIONI	Δ valore in miliardi di €	Δ% totale
<b>Società non finanziarie</b>	178,0	75,4%
<b>Società finanziarie</b>	5,6	145,2%
<b>Amm. Pubbliche</b>	6,8	7,8%
<b>Famiglie e ISP</b>	2.569,8	87,4%
<b>TOTALE</b>	<b>2.760,2</b>	<b>84,5%</b>

Fonte: ns elaborazioni su dati ISTAT



Tabella 6: Variazione ricchezza immobiliari non residenziali - Anni 2005-2013

IMMOBILI NON RES	Δ valore in miliardi di €	Δ% totale
<b>Società non finanziarie</b>	338,9	33,00%
<b>Società finanziarie</b>	39,7	77,40%
<b>Amm. Pubbliche</b>	33,9	14,60%
<b>Famiglie e ISP</b>	141,9	23,30%
<b>TOTALE</b>	<b>554,4</b>	<b>28,90%</b>

Fonte: ns elaborazioni su dati ISTAT

La forte crescita del valore delle società finanziarie è dovuta proprio alla costituzione dei Fondi immobiliari.

Per quanto riguarda la variazione della ricchezza degli immobili non residenziali per il periodo 2005-2013, le informazioni sono riportate nella Tabella 6.

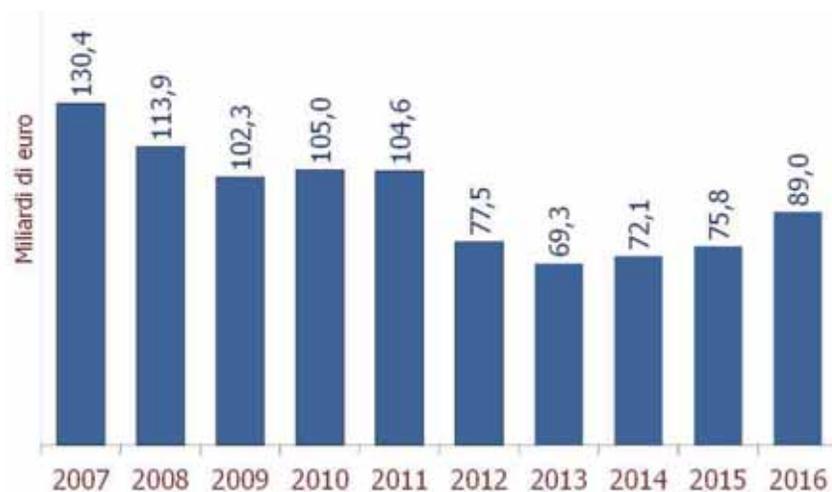
La variazione percentuale anche in questo caso vede la componente delle Società finanziarie registrare l'incremento più consistente.

In generale, negli anni 2000 i valori immobiliari sperimentano una crescita davvero elevata, soprattutto nel comparto residenziale e, seppure la quota detenuta dalle società finanziarie in assoluto non è rilevante rispetto ad altri soggetti istituzionali, in quel periodo la crescita percentuale è la più alta ed è strettamente correlata ai nuovi soggetti di finanza immobiliare, ovvero al costituirsi e consolidarsi dei fondi immobiliari.

Passando ora ad esaminare il mercato immobiliare (dei diritti di proprietà) in termini di ammontare dei valori di scambio, il riferimento è ai dati di "fatturato" elaborati e stimati nelle statistiche dell'OMI dell'Agenzia delle entrate<sup>9</sup>. Tali dati, oltre ad essere stima di larga massima, non si riferiscono all'universo delle compravendite ma solo a quattro segmenti: abitazioni, negozi, uffici (studi professionali) e capannoni.

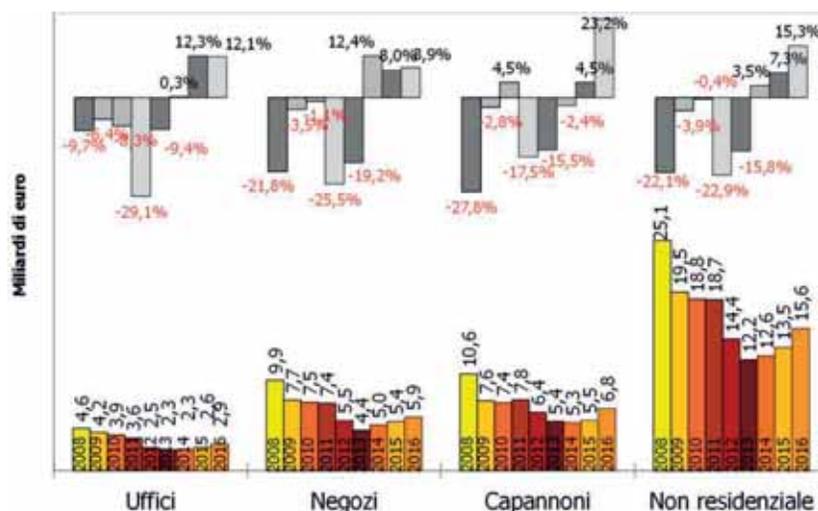
La serie storica va dal 2007 (2008 per il non residenziale) al 2016 ed è riportata nelle successive Figura 2 e Figura 3. Per il residenziale si passa dai circa 130 miliardi di euro del 2007 agli 89 miliardi del 2016. Si rammenta che il 2006 è l'apice del numero di unità abitative compravendute. Successivamente vi è il crollo delle unità compravendute e dal 2012 inizia la

Figura 2: Abitazioni - "fatturato" (valore degli scambi)



Fonte: OMI Agenzia entrate.

Figura 3: Non residenziale - "fatturato" (valore degli scambi)



Fonte: OMI Agenzia entrate.

scesa significativa anche dei prezzi. Dal punto di picco della crescita a quello della crisi (2013) la differenza di fatturato è pari a quasi -47%, dovuto essenzialmente al crollo delle compravendite e non dei prezzi di scambio unitari (per unità di superficie). In quegli anni l'investimento immobiliare è divenuto fortemente illiquido. Chi riusciva a vendere poteva spuntare prezzi ancora in linea con il passato (comunque in una situazione di estrema variabilità territoriale e tipologica, che il dato medio non rende bene), ma il problema era trovare chi comprava.

Dal 2013 in poi il fatturato residenziale registra una relativa ripresa crescendo tra il 2013 ed il 2016 in misura pari a + 28%. In questo caso ciò avviene in virtù di una ripresa della compravendita a fronte di una sensibile discesa dei prezzi.

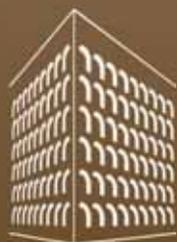
La Figura 3 è dedicata a tre comparti del non residenziale. Nel complesso i tre comparti passano da circa 25 miliardi di euro di fatturato nel 2008, ai 12,2 miliardi del 2013 e risalgono a 15,6 miliardi di euro nel 2016. Tra il 2008 ed il 2013 il crollo è di oltre il 50%. Nel 2016 il recupero rispetto a tre anni prima è di circa il 28%. Per l'intero periodo il livello del "fatturato" è sceso del 38%. In termini percentuali, il comparto che ha subito complessivamente la maggiore contrazione è quello dei negozi (-40%), seguito da quello degli uffici (-37%) e dai capannoni (-36%).

Ponendo a confronto il valore del "fatturato" così stimato con il "valore del patrimonio" stimato dall'ISTAT con riferimento al 2013 (ultimo dato su cui si hanno entrambe le informazioni) e nella consapevolezza che i due aggregati non sono pienamente omogenei<sup>10</sup>, si ottiene la quota in valore del patrimonio immobiliare che è movimentato sul mercato, un indice di intensità del mercato immobiliare espresso in valore.

Tabella 7: Intensità del mercato immobiliare espresso in valore (mld di euro)

Destinazioni d'uso	Valore «Fatturato» 2013 [A]	Valore Patrimonio 2013 [B]	Rapporto [C]=[A]/[B]
Abitazioni	69,3	6.028,6	1,15%
Non RES	12,2	2.472,7	0,49%
<b>TOTALE</b>	<b>81,5</b>	<b>8.501,3</b>	<b>0,96</b>

Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate e ISTAT



Dalla Tabella 7 emerge che nell'anno di più acuta crisi del mercato (2013), l'intensità del mercato immobiliare non raggiungeva l'1%, segno di un mercato, relativamente allo *stock* esistente, sicuramente asfittico. In secondo luogo emerge che le abitazioni rappresentano il segmento di mercato più importante (rappresentando una quota dell'85% del fatturato rispetto al 70% come quota di valore)<sup>11</sup>. Sicché l'intensità del mercato residenziale è doppia rispetto a quella del non residenziale.

### I Fondi immobiliari

Negli anni 2000 la finanza è entrata nel mattone. Ovviamente componenti finanziarie sono sempre esistite nell'ambito immobiliare. Fino alla fine degli anni '90, tuttavia, la relazione tra i due mondi avveniva attraverso il canale classico dell'indebitamento: le banche prestavano fondi a famiglie ed imprese per acquistare o costruire immobili o semplicemente per finanziare investimenti, ponendo a garanzia immobili di proprietà (all'atto dell'acquisto o già posseduti).

Alla fine degli anni '90 sono intervenuti nuovi strumenti: le cartolarizzazioni e i Fondi immobiliari. La cartolarizzazione, in generale, si sostanzia nella cessione di attività e/o passività, beni e/o debiti di privati o di crediti di una società (solitamente una banca) ad un soggetto denominato "società-veicolo", attraverso cui si costruiscono emissioni con la trasformazione del bene o del debito/credito (*securitization*) in titoli obbligazionari, che sono poi collocati presso il pubblico. Queste operazioni riguardano prevalentemente i mutui (ossia la cessione del credito da parte della banca e la sua *securitization* mediante la società veicolo), ma possono riguardare immobili. In Italia le operazioni di cartolarizzazione immobiliare più ampie sono state effettuate dalle amministrazioni pubbliche (per esempio con il patrimonio immobiliare degli enti previdenziali).

L'altro nuovo strumento sviluppatosi pienamente negli anni 2000 sono stati i Fondi immobiliari, gestiti da SGR (società di gestione del risparmio).

La legislazione italiana prevede solo Fondi chiusi (nel 2015 è subentrata una nuova regolamentazione) a durata predeterminata (la durata minima prevista è di 10 anni). Tale tipologia di Fondi possiede la seguente caratteristica: il diritto di rimborso della quota sottoscritta matura solo alla scadenza del Fondo. In altri termini, e diversamente dalla forma dei Fondi aperti – pure esistenti in alcuni Paesi – non sono ammesse emissioni di nuove quote, né sono ammessi rimborsi anticipati delle quote ai sottoscrittori durante la vita del Fondo. Recentemente è stata introdotta comunque la possibilità, in determinati casi o con certi vincoli, di emissioni successive di quote e di rimborsi anticipati per aumentare la liquidabilità dei fondi. Il patrimonio dei Fondi, inoltre, per 2/3 deve essere costituito da immobili (e tale quota va conseguita entro i 24 mesi dall'operatività del Fondo).

I Fondi immobiliari possono essere ad apporto o ordinari. Ad apporto significa che la sottoscrizione delle quote avviene in natura (apportando beni immobili valutati da esperto indipendente). Sono ordinari quando si versano capitali monetari con i quali la SGR acquista immobili (almeno fino al limite dei 2/3 sopra accennato).

I Fondi infine possono essere *retail* (ovvero chiunque può sottoscrivere le quote) o riservati (ossia a investitori qualificati).

Quest'ultima distinzione è relativamente importante, in quanto determina il ruolo dei Fondi immobiliari nell'ambito dell'impiego del risparmio da parte di famiglie e imprese. Infatti, i Fondi *retail* consentono di investire negli immobili in via indiretta, senza quindi l'impegno monetario che richiede la piena proprietà e, soprattutto, senza la gestione dell'immobile stesso, sia dal punto di vista fisico che amministrativo. Ciò amplia la possibilità per tutti i risparmiatori di costruire un *mix* di impieghi del risparmio più equilibrato, e secondo la teoria economica, anche più efficiente. I Fondi riservati, al contrario, sono soprattutto mezzi, in particolare se ad apporto, per ottimizzare la gestione (e il rendimento) del portafoglio immobiliare di proprietà di soggetti istituzionali e di società di una certa dimensione. In ogni caso non sono accessibili alle famiglie.

Non a caso all'avvio dei Fondi immobiliari la stessa tassazione era assai conveniente essendo pari a quella dei titoli di Stato (12,5%), ciò per incentivare non tanto la nascita dei Fondi *sic et simpliciter*, ma per innescare lo sviluppo dei Fondi *retail*.

In effetti, in termini più generali, la estrema parcellizzazione della proprietà immobiliare sta

Tabella 8: N. fondi esistenti (anni 1999-2016)

Anni	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16
<b>N. Fondi</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>31</b>	<b>61</b>	<b>119</b>	<b>174</b>	<b>229</b>	<b>267</b>	<b>296</b>	<b>329</b>	<b>351</b>	<b>364</b>	<b>392</b>	<b>417</b>	<b>439</b>
retail	3	6	10	12	17	19	23	29	30	29	27	27	28	27	26	27	26	26
riservati	0	0	1	2	5	12	38	90	144	200	240	269	301	324	338	365	391	413
SGR	3	5	9	10	10	14	26	33	48	51	55	56	54	49	46	44	37	37

Fonte: Nomisma

costituendo una delle più formidabili barriere ai processi di cosiddetta rigenerazione urbana, che richiedono, per essere tali, una ristrutturazione e riqualificazione completa di ambiti territoriali di una certa proporzione. Operazione particolarmente difficile se si tratta di raccordare a tali processi una proprietà frammentata. I Fondi *retail* avrebbero potuto consentire cumulativamente nel tempo, ancorché inizialmente al margine, processi significativi di accentrato gestionale, pur mantenendo una proprietà indiretta diffusa. Insomma, la famiglia anziché investire nel mattone per acquisire canoni di affitto, avrebbe avuto l'opzione di investire in quote di proprietà ricavandone il relativo rendimento. Si tratta comunque di uno strumento per un impiego del risparmio a medio a lungo termine (il periodo di durata del Fondo).

Un processo del genere avrebbe richiesto, tuttavia, due correlati pilastri: un mercato secondario delle quote efficiente (non essendoci rimborsi anticipati, se si aveva necessità di disinvestire il risparmiatore doveva poter vendere le quote) e rendimenti sufficientemente accettabili a parità di rischio con altre forme di investimento (compreso quello diretto sugli immobili).

Le quote, in effetti, sono negoziabili nel mercato secondario regolamentato (molti fondi sono quotati anche in Borsa), ma questo mercato secondario, in particolare in Italia, è estremamente contenuto (pochi scambi) e soffre storicamente di uno sconto sul NAV (*Net Asset Value*) elevato pari al 44,5% a maggio 2017 (*Fonte Nomisma*). Ovvero rispetto alla quota nominale il mercato offre molto di meno.

Nella Tabella 8 e nella Figura 4 è riportata l'evoluzione del numero dei Fondi esistenti in ciascun anno (periodo 1999-2016) distinti in *retail* e riservati.

I primi a partire, in qualche modo a conferma del ragionamento svolto circa il ruolo che avrebbero dovuto avere i Fondi, furono proprio quelli *retail* e fino al 2004 rappresentavano il numero maggiore. Dal 2005 in poi, e si vede bene anche dal grafico, il numero dei Fondi *retail* è rimasto pressoché costante, aumentando altresì notevolmente il numero dei Fondi riservati. Nel 2016 su 439 Fondi ben 413 sono riservati e solo 26 sono quelli *retail*.

In questa dinamica, oltre agli aspetti connessi al funzionamento del mercato secondario, hanno sicuramente influito la crisi intervenuta a partire dal 2008, che inevitabilmente ha inciso negativamente sulla redditività dei Fondi stessi, l'incremento della tassazione, che ha limato anch'essa i rendimenti netti, e infine il perdurare di uno sconto sul NAV di una certa rilevanza.

Figura 4: N. fondi esistenti (anni 1999-2016)

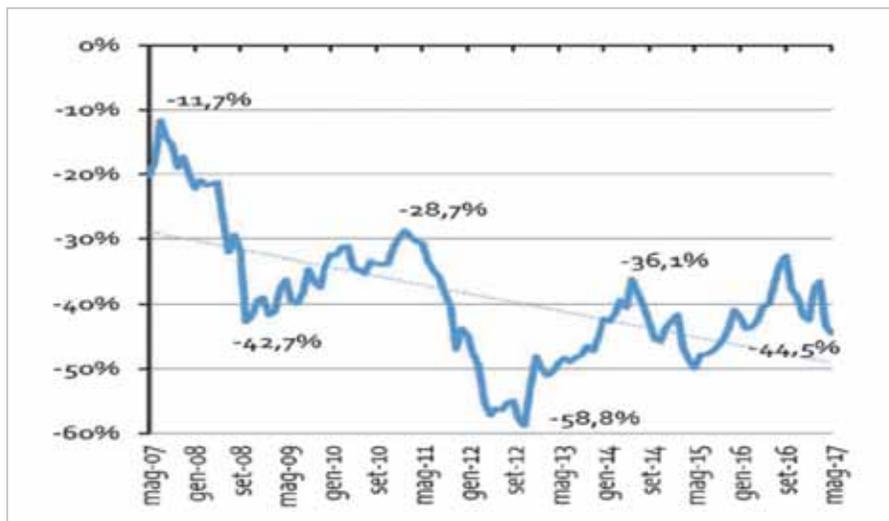


Fonte: Nomisma



A quest'ultimo riguardo si può osservare dalla Figura 5 come lo sconto se nel 2007 era pari a circa l'11,7% (relativamente normale), è passato, come si è accennato, al 44,5% nel maggio 2017.

Figura 5: N. Evoluzione sconto NAV



Fonte: Nomisma

In base agli ultimi dati di Banca d'Italia nel 2016 i 439 Fondi esistenti contavano su un attivo di 64,5 miliardi di euro di cui 54,9 miliardi costituito da immobili, con un indebitamento di circa 18,2 miliardi e un patrimonio netto (NAV, al netto cioè di tutte le passività) di 43,8 miliardi. In questo quadro la quota di patrimonio immobiliare detenuto dai Fondi *retail* sul totale dei Fondi esistenti è del solo 6%.

Complessivamente, il valore degli immobili detenuto dai Fondi immobiliari è pari a circa lo 0,6% del valore del patrimonio immobiliare italiano stimato dall'ISTAT. Poiché i Fondi investono una quota residuale nel comparto residenziale, è opportuno effettuare questo rapporto sul valore del patrimonio italiano, sempre stimato dall'ISTAT, dei soli immobili non residenziali e tale rapporto sale così ad un più significativo 1,7%. Una dimensione comunque ancora insufficiente per incidere sugli assetti della parcellizzazione della proprietà, tenendo anche conto che i Fondi investono poco nelle abitazioni che rappresentano altresì il cuore degli assetti urbanistici delle città.

La potenzialità offerta da questi strumenti si è dunque limitata essenzialmente alla funzione di ottimizzazione della gestione (e del rendimento) del portafoglio immobiliare di proprietà di soggetti istituzionali e di società di una certa dimensione, mediante i Fondi riservati. Il *flop* dei Fondi *retail* lo testimonia. Le ragioni e le cause sono molteplici e probabilmente ancora da mettere a fuoco.

Nel 2007 il legislatore è intervenuto introducendo un nuovo strumento (in qualche misura destinato a svolgere la stessa funzione dei Fondi *retail*) denominato SIIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotate). Esse sono aziende quotate in Borsa che investono in immobili destinati esclusivamente alla locazione. Debbono sottostare ad alcuni vincoli: gli azionisti di controllo non possono detenere una quota superiore al 51%; il 35% delle quote deve essere in mano a singoli azionisti che non detengano più dell'1% ciascuno; l'80% dell'attivo deve essere investito in immobili da locazione; l'80% dei proventi deve derivare dalla locazione; e infine la società deve distribuire ogni anno almeno l'85% degli utili ottenuti dalla gestione. Anche in questo caso il risparmiatore può acquistare le azioni della SIIQ sul mercato operando in questo modo un investimento indiretto in immobili (teoricamente anche per cifre modeste). Lo

sviluppo delle SIQ in Italia, rispetto agli analoghi REIT esistenti in altri paesi europei, è però ancora piuttosto modesto per non dire asfittico, registrando nel 2016 l'esistenza di sole 10 società, con due di esse che da sole fanno oltre il 70% del mercato.

In definitiva, l'investimento immobiliare prevalente, a parte l'acquisto dell'abitazione principale, rimane in Italia ancora potentemente ancorato all'investimento diretto.

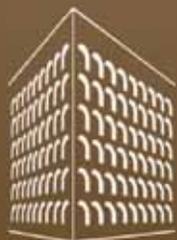
### Valutazione immobiliare e Fondi immobiliari

La valutazione immobiliare in Italia è stata senz'altro in un certo modo influenzata, almeno nella prassi, dallo sviluppo della Finanza immobiliare. Per esempio certamente alcuni metodi di stima sono stati "importati" e utilizzati in modo pieno mutuandoli dall'ambito aziendale dell'analisi di convenienza degli investimenti (*Discounted Cash Flow Analysis*). Ciò ha sicuramente arricchito la prassi estimativa, ma non sempre si è tenuta in adeguata considerazione la peculiarità dell'investimento immobiliare. Non si vuole in questo articolo entrare nel merito degli aspetti tecnici. È importante però sottolineare come l'entrata in scena di questi nuovi soggetti finanziari ha richiesto alla valutazione immobiliare italiana di misurarsi e confrontarsi con quanto si era andato producendo a livello internazionale, proprio perché con i Fondi immobiliari, l'investimento nel "mattoncino" entrava in un circuito aperto al confronto internazionale.

In questo quadro il riferimento agli IVS (*International Valuation Standard*) e agli altri standard europei via via sviluppati è divenuto un fatto obbligato. Così negli anni 2000, anche in Italia, si sono prodotti una serie di codici e manuali<sup>12</sup> che, a livello diverso di operatività, fissavano, per così dire, regole di comportamento e un quadro definitorio anche concettuale, teso a rendere, da un lato, conformi agli standard internazionali le prassi estimative vigenti in Italia, dall'altro confrontabili e logicamente ripercorribili gli elaborati estimativi.

In ogni caso, proprio nell'ambito del funzionamento dei Fondi immobiliari, il ruolo della valutazione era ed è cruciale, per la determinazione del valore degli apporti (in caso appunto di Fondi ad apporto), per la scelta degli investimenti, per il monitoraggio periodico del valore del patrimonio del Fondo.

Data l'importanza di questo ruolo, anche al fine della tutela dei risparmiatori, sia la Banca d'Italia che la Consob sono intervenute sia con regolamentazioni, sia anche con indagini conoscitive. A quest'ultimo riguardo proprio la Consob nel 2009 ha pubblicato gli esiti di un'indagine condotta presso le SGR e intitolata "*Il rapporto tra le SGR e gli "esperti indipendenti" nella fase di valutazione degli asset dei fondi immo-*





*biliari*<sup>13</sup>. Tra i diversi aspetti esaminati nelle conclusioni del rapporto sembra utile riportare due concetti che la Consob sottolinea:

- “sulla scorta dell’evoluzione della disciplina delle società di revisione e delle agenzie di rating, sembra opportuna una riflessione in merito all’introduzione di criteri e regole idonee a potenziare l’indipendenza degli esperti”;
- “è opportuno, inoltre, che venga migliorata la struttura e la qualità informativa delle relazioni degli esperti. A tal fine, va valutata l’ipotesi della doverosa descrizione nelle relazioni almeno dei seguenti elementi: 1) la documentazione analizzata; 2) i sopralluoghi e ogni altra attività di verifica effettuata; 3) i criteri e il modello di valutazione prescelto, le motivazioni sottostanti alla scelta e i parametri utilizzati, specificando le ipotesi, i rischi e le assunzioni formulate; 4) le eventuali osservazioni e avvertenze che il valutatore sottopone all’attenzione della SGR”.

Dall’analisi della Consob, si rileva che il procedimento finanziario prevalentemente seguito è quello del DCF. Rimane, tuttavia, in ombra un elemento oggettivo che rappresenta un elemento di criticità per poter esercitare al meglio la valutazione immobiliare. Si è già visto come in Italia il livello complessivo del valore delle transazioni immobiliari sia relativamente contenuto e ciò produce inevitabilmente una base informativa dei dati di mercato piuttosto ristretta. Oltre a ciò, l’informazione economica esistente su questo mercato è anch’essa particolarmente contenuta.

È ancora necessario in Italia l’ulteriore sviluppo di una base di informazione economica sul mercato immobiliare che consenta a tutti i valutatori la disponibilità di “fatti” su cui poter basare i processi di stima.

In questo quadro l’Osservatorio del mercato immobiliare dell’Agenzia delle entrate ha cercato di colmare, nei limiti delle risorse e delle possibilità date, questa lacuna.

### **Il ruolo dell’Osservatorio del mercato immobiliare**

Prima di specificare il ruolo dell’OMI, si ritiene opportuno descrivere brevemente un quadro di riferimento entro cui collocare l’informazione economica che l’OMI fornisce.

Dal punto di vista teorico è utile richiamare alcune asserzioni desunte dall’economia dell’informazione di cui il premio Nobel J. Stiglitz è senza dubbio il teorico più rappresentativo. Tra queste, in particolare per i nostri fini, è rilevante che, secondo Stiglitz:

- il sistema dei prezzi non racchiude tutte le informazioni necessarie che insorgono nelle scelte economiche;



- la carenza o l'incompleta informazione è alla base dei fallimenti del mercato in numerose situazioni e comunque rappresenta una causa di inefficienza dei mercati;
- l'informazione è un bene fondamentalmente differente da altre merci che non riesce ad essere prodotta in modo efficiente da meccanismi di mercato.

In secondo luogo, è rilevante anche distinguere l'informazione su due piani:

- informazioni per analisi macroeconomiche: necessarie alle pubbliche autorità, all'analisi della correlazione tra fenomeni economici e indirettamente anche al funzionamento corrente del mercato;
- informazioni per analisi microeconomiche: necessarie alle decisioni degli operatori e direttamente al funzionamento corrente del mercato.

La differenza principale tra i due piani risiede nel livello di aggregazione utilizzato nell'elaborazione dell'informazione e quindi nel grado di dettaglio dell'informazione stessa.

Sul piano delle informazioni macroeconomiche occorrerebbe un *set* informativo indispensabile per controllare gli andamenti macroeconomici generali. Conseguentemente non sono sufficienti solo gli indici dei prezzi (per di più solo delle abitazioni), ma sarebbero necessarie anche altre statistiche ed indicatori quali, a titolo di esempio:

- il numero di beni e superficie compravendute (nuove ed esistenti);
- lo stock esistente;
- incidenza del numero di beni (superficie) compravenduto su totale stock esistente;
- numero degli acquirenti e principali caratteristiche (età, sesso, reddito e patrimonio immobiliare disponibile);
- modalità e ammontare di finanziamento, loan to value, debt-service-to income, ecc.

Sul piano delle informazioni microeconomiche, prioritariamente utilizzabili nel campo della valutazione immobiliare, si dovrebbe tendenzialmente poter disporre di un *set* informativo su ogni singolo bene immobile. A mero titolo di esempio:

- disponibilità dati sulle compravendite nel territorio dove è ubicato l'immobile oggetto di interesse;
- disponibilità dei prezzi delle compravendite;
- disponibilità dei canoni di locazione;
- disponibilità delle caratteristiche tecniche del bene (superfici, tipologia edilizia, stato di manutenzione, ecc.) da stimare e dei beni comparabili;
- disponibilità dei saggi di rendimento degli investimenti immobiliari.

Entro questo contesto di riferimento l'OMI ha cercato di fornire, con le risorse disponibili, informazioni di carattere generale e territoriale operando la valorizzazione statistica degli archivi amministrativi gestiti dall'Agenzia del territorio e ora dall'Agenzia delle entrate, con particolare riferimento agli archivi del Catasto fabbricati (compreso quello cartografico), a quelli della Pubblicità immobiliare e, più recentemente, a quelli del Registro.

Fin dall'inizio si è impostato il lavoro lungo due filiere: da un lato, quello di definire le quotazioni di mercato (valore di mercato per unità di superficie) per ciascuna sub zona comunale (zone OMI) dei beni immobili più frequentemente oggetto di compravendita (abitazioni, negozi, uf-



fici, capannoni industriali); dall'altro quello di sviluppare *report* statistici periodici sulle quantità compravendute, sui mutui, sulle locazioni, sul valore del patrimonio abitativo.

Al riguardo, rammento che la prima statistica, realizzata nel 2001, fu quella sul numero di immobili compravenduti, che va sotto l'acronimo NTN che vuol dire numero di transazioni normalizzate, in quanto si contano le quote di proprietà compravendute di ogni immobile. In effetti, fino al 2001, l'informazione economica disponibile e proveniente soprattutto da istituti di studi e ricerca (Consulente immobiliare, Scenari immobiliari, Nomisma, Cresme) era centrata pressoché esclusivamente su livelli e andamenti dei prezzi degli immobili. Esisteva soltanto una meritoria pubblicazione del Ministero dell'Interno (tratta dalle comunicazioni che il compratore doveva fare presso gli uffici della questura sull'acquisto dell'immobile) sul numero di abitazioni acquistate. La fonte anche se affetta da elementi di incertezza, soprattutto sul piano dei singoli territori, consentiva comunque di avere, sul piano aggregato nazionale, un indice significativo dell'andamento delle quantità fisiche movimentate sul mercato.

Solo successivamente alla crisi del 2008-2009, statistiche per informazioni macroeconomiche sul mercato immobiliare hanno iniziato ad essere sviluppate anche dalle autorità statistiche ufficiali. L'Eurostat ha infatti richiesto agli istituti di statistica nazionali di predisporre l'indice dei prezzi delle abitazioni, cosicché l'ISTAT a partire dal 2010 ha avviato la serie delle statistiche trimestrali di tale indice (IPAB), avvalendosi della piena collaborazione dell'OMI.

Attualmente i riferimenti normativi, di cui uno assai recente, in base ai quali l'OMI è competente a produrre e fornire informazioni sul mercato immobiliare, sono i seguenti:

- art. 64, comma 3, d.lgs 300/99 con il quale è stabilito che l'agenzia gestisce l'osservatorio del mercato immobiliare;
- d.lgs 72/2016 che introduce nel testo unico bancario il capo I bis e in questo l'articolo 120-sexiesdecies: «*l'osservatorio del mercato immobiliare istituito presso l'agenzia delle entrate assicura il controllo statistico sul mercato immobiliare residenziale ed effettua le opportune comunicazioni ai fini dei controlli di vigilanza macro prudenziale*».

È importante quest'ultimo riferimento normativo, in connessione a quanto già in precedenza richiamato sull'economia dell'informazione, circa il fatto, cioè, che "l'informazione è un bene fondamentalmente differente da altre merci che non riesce ad essere prodotta in modo efficiente da meccanismi di mercato". Da qui l'utilità che si affidi ad un organismo pubblico, indipendente per natura dal mercato, i compiti suddetti.

Attualmente le informazioni pubblicate dall'OMI, sul sito dell'Agenzia, sono le seguenti:

- Rapporto immobiliare residenziale (dal 2002; dal 2015 comprensiva delle locazioni)
- Note territoriali (dal 2005 al 2017)
- Statistiche catastali (dal 2006)
- Note trimestrali (dal 2008)
- Rapporto immobiliare non residenziale (dal 2009)
- Quaderni dell'osservatorio (dal 2012)
- Statistiche regionali (dal 2017).

Inoltre, dal 2004 (anno di avvio ufficiale del cosiddetto Nuovo Osservatorio che ha sostituito le pubblicazioni precedenti) viene pubblicata semestralmente la Banca dati delle quotazioni immobiliari.

A queste si devono aggiungere il "Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia" presso un campione di agenti immobiliari realizzato da Banca d'Italia assieme ad OMI e Tecnoborsa e il rapporto, ora biennale, de "Gli immobili in Italia" realizzato congiuntamente dall'OMI e dal Dipartimento Finanze del Ministero dell'economia e finanze, in cui i dati sono analizzati anche con l'integrazione delle informazioni presenti nelle dichiarazioni dei redditi (per esempio sull'utilizzo degli immobili dichiarato dalle persone fisiche).

L'insieme di queste pubblicazioni ha fornito ampio materiale per analisi macroeconomiche e territoriali, ma solo in parte sul piano microeconomico. A quest'ultimo riguardo un limite è costituito dalla necessaria tutela della *privacy* che non consente di divulgare dati "molecolari" da cui si può risalire indirettamente a dati personali.

Lo sviluppo prossimo dell'OMI sarà da un lato quello di ampliare le statistiche su altri fenomeni (*in primis* il mercato dei terreni e il "mondo" dei mutui) e dall'altro quello di puntare a rendere disponibili i dati grezzi riferiti ai prezzi di compravendita così come sono dichiarati ai fini dell'imposta di registro, ovvero prezzi, in caso di soggetti che si avvalgono del cosiddetto regime

del “prezzo-valore”, o, negli altri casi, imponibile assoggettato all'imposta di registro o all'IVA (che deve essere pari al corrispettivo dichiarato nell'atto di compravendita o al valore venale in comune commercio se più elevato).

Quest'ultimo progetto è quello che più si avvicina ai contenuti di una informazione microeconomica sul mercato immobiliare utile ai processi estimativi. In effetti, sul lato dei valori economici, le quotazioni possono essere di ausilio alla valutazione immobiliare, per esempio come *benchmark* di controllo, ma, come è scritto a chiare lettere sul sito internet dell'Agenzia delle entrate, “*le quotazioni OMI non possono intendersi sostitutive della stima puntuale, in quanto forniscono indicazioni di valore di larga massima. Solo la stima effettuata da un tecnico professionista può rappresentare e descrivere in maniera esaustiva e con piena efficacia l'immobile e motivare il valore da attribuirgli*”.

Peraltro la costruzione del data-base dei prezzi immobiliari comporterà necessariamente un ripensamento dei criteri di costruzione e, probabilmente, di definizione concettuale delle quotazioni, che ora sono basate su un sistema di rilevazione di natura campionaria. Avendo a disposizione un data-base tendenzialmente di tutte le compravendite, è evidente che sarà indispensabile saper utilizzare l'intera mole di informazioni anche per la determinazione delle quotazioni.

Quest'ultima è la sfida del prossimo futuro.

#### Note

<sup>1</sup> Il presente articolo è una rielaborazione dell'intervento da me svolto al seminario dell'Ordine degli ingegneri di Roma tenutosi il 20 settembre 2017.

<sup>2</sup> Cfr. Osservatorio mercato immobiliare dell'Agenzia delle entrate Statistiche catastali 2016 in <https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/Nsilib/Nsi/Schede/FabbricatiTerreni/omi/Pubblicazioni/Statistiche+catastali/>.

<sup>3</sup> GRUPPO A sono unità abitative e nella categoria A/10 uffici e studi privati; GRUPPO B sono unità destinate ad uso collettivo; GRUPPO C sono unità a destinazione ordinaria commerciale e varia; GRUPPO D sono immobili a destinazione speciale; GRUPPO E sono immobili a destinazione particolare; GRUPPO F si tratta di immobili che, al momento, non producono reddito. Per un dettaglio delle categorie che compongono ciascun Gruppo si rinvia alle Statistiche catastali 2016, op.cit.

<sup>4</sup> Vedi precedente nota 3

<sup>5</sup> Limitatamente ad alcune problematiche di misurazione della stima del valore dello stock del segmento residenziale, si rinvia a Agenzia del territorio - Dipartimento finanze del MEF Gli immobili in Italia 2011, 2011, paragrafo 2.2.3, in <http://www.agenziaentrate.gov.it/mt/comunicazione/Gli%20immobili%20in%20Italia%202011/Gli%20immobili%20in%20Italia%202011%20-%20capitolo%202.pdf>.

<sup>6</sup> Cfr. Banca d'Italia, La ricchezza delle famiglie italiane, varie edizioni in <http://www.bancaditalia.it/publicazioni/ricchezza-famiglie-italiane/>.

<sup>7</sup> Cfr. Agenzia delle entrate - Dipartimento finanze del MEF, Gli immobili in Italia, varie edizioni, in [http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/Nsilib/Nsi/Agenzia/Agenzia+comunica/Prodotti+editoriali/Pubblicazioni+cartografia\\_catasto\\_mercato\\_immobiliare/Immobili+in+Italia/](http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/Nsilib/Nsi/Agenzia/Agenzia+comunica/Prodotti+editoriali/Pubblicazioni+cartografia_catasto_mercato_immobiliare/Immobili+in+Italia/).

<sup>8</sup> Cfr. ISTAT, Le attività non finanziarie settori istituzionali, 2015 in <https://www.istat.it/it/archivio/160822>.

<sup>9</sup> Il “fatturato” è stimato moltiplicando le superfici in m<sup>2</sup> per una stima del prezzo medio in €/ m<sup>2</sup> basato sulle quotazioni dell'OMI. Per un approfondimento si veda OMI-Agenzia entrate Rapporto immobiliare residenziale 2017, pag. 18; in

[https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Schede/FabbricatiTerreni/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+residenziali/Archivio+rapporti+immobiliari+residenziali/Rapporti+immobiliari+residenziali+2017/rapporto+immobiliare2017/RI\\_2017\\_QuadroGenerale\\_15052017.pdf](https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Schede/FabbricatiTerreni/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+residenziali/Archivio+rapporti+immobiliari+residenziali/Rapporti+immobiliari+residenziali+2017/rapporto+immobiliare2017/RI_2017_QuadroGenerale_15052017.pdf) e Rapporto Immobiliare 2017 Immobili a destinazione terziaria, commerciale e produttiva, pag. 62; in [https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Schede/FabbricatiTerreni/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+non+residenziali/Archivio+rapporti+immobiliari+non+residenziali/2017+non+residenziale/RI\\_2017\\_NonRes\\_25052017.pdf](https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Schede/FabbricatiTerreni/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+non+residenziali/Archivio+rapporti+immobiliari+non+residenziali/2017+non+residenziale/RI_2017_NonRes_25052017.pdf)

<sup>10</sup> Anzitutto per i diversi criteri di stima e in secondo luogo, perché per il comparto non residenziale il “fatturato” considera solo tre tipologie/destinazioni d'uso.

<sup>11</sup> Va precisato che la quota di fatturato delle abitazioni è senz'altro sovradimensionata a causa della disomogeneità dei due aggregati indicata nella nota precedente.

<sup>12</sup> Si citano il Codice delle valutazioni immobiliari di Tecnobora (la prima edizione è del 2000), il Codice per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie dell'ABI (del 2009), Il Manuale operativo delle stime immobiliari dell'Agenzia del Territorio, oggi Agenzia delle entrate (del 2010).

<sup>13</sup> CONSOB, Il rapporto tra le SGR e gli “esperti indipendenti” nella fase di valutazione degli asset dei fondi immobiliari in Quaderni di finanza, n. 65 dicembre 2009.

