

# QEI

## Quaderni

di ECONOMIA IMMOBILIARE

2015

PERIODICO  
SEMESTRALE DI  
TECNOBORSA

**Nuove Linee Guida**  
**Abi**

**Innovazione e meccanismi psicologici**  
**Nuove metodologie Valutazione Immobiliare**

**40 anni di abitazioni**  
**Censimenti Istat**

**Indagine Tecnoborsa 2015**  
**Intermediazione e valutazione**

**Finanza immobiliare**  
**Siiq**

23

# QEI

**Tutto quello che siamo  
lo portiamo con noi nel viaggio.  
Portiamo con noi  
la casa della nostra anima,  
come fa una tartaruga  
con la sua corazza**

*Andrei Tarkovsky*





Luglio/Dicembre 2015  
n. 23 - Anno XII

## QEI - Quaderni di Economia Immobiliare Periodico semestrale di Tecnoborsa

DIRETTORE RESPONSABILE

Maria Annunziata Scelba

DIRETTORE EDITORIALE

Ettore Troiani

REFEREEES SCIENTIFICI

Giampiero Bambagioni

Maurizio d'Amato

Elena Fregonara

Direzione, redazione e amministrazione Tecnoborsa S.C.p.A.

Sede legale: Via de' Burrò 147 - 00186 Roma

Sede operativa: Viale delle Terme di Caracalla, 69/71 - 00153 Roma

Telefono (+39) 0657300710

Fax (+39) 0657301832

info@tecnoborsa.com

www.tecnoborsa.it

*Pubblicazione depositata per la protezione  
della proprietà scientifica e letteraria.*

*Ogni diritto è riservato. La riproduzione degli articoli,  
anche parziale, è permessa solamente citando la fonte.*

*L'Editore e gli autori della presente pubblicazione  
non possono assumere alcuna responsabilità  
conseguente a perdite subite da terzi in quanto  
derivate dall'uso o dal mancato uso dei testi  
o del materiale ivi contenuto.*

*L'Editore è a disposizione per eventuali diritti di terzi.*

Registrazione

Registrazione Tribunale di Roma  
del 29 maggio 2003 n° 254/2003

IMPAGINAZIONE

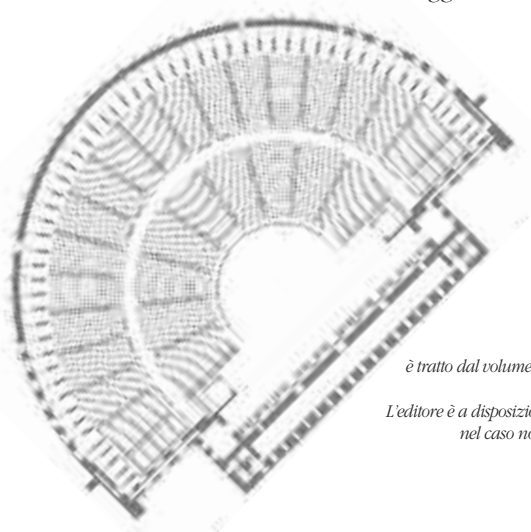
Digitalia lab - Roma

STAMPA

Digitalia lab - Roma

*L'intero corredo illustrativo del presente numero  
è tratto dal volume "Roma di Alessandro VII - 1655-1667", di Richard Krautheimer,  
pubblicato nel 1987 da Edizioni dell'Elefante, Roma.*

*L'editore è a disposizione degli eventuali proprietari dei diritti sulle immagini riprodotte  
nel caso non si fosse riusciti a reperirli per chiedere la debita autorizzazione*



**Tecnoborsa** è una società consortile per azioni istituita dal sistema delle Camere di Commercio per contribuire allo sviluppo, alla regolazione, alla trasparenza e alla ricerca nel campo dell'economia immobiliare italiana e internazionale.

Pertanto, **Tecnoborsa** è un ente istituzionale senza fini di lucro e vuole essere un mezzo per regolare il mercato immobiliare nazionale attraverso lo sviluppo di sistemi, strumenti e linee guida atti a favorire l'interazione di tutti i soggetti che raffigurano l'intero panorama della domanda e dell'offerta in Italia.

La stessa compagine societaria di **Tecnoborsa** dimostra la sua forte vocazione di rappresentanza e, ad oggi, annovera 23 soci, di cui 18 espressione del sistema delle Camere di Commercio, unitamente ad altri organismi:

- Borsa Immobiliare di Napoli S.r.l.
- Camere di Commercio di:  
Ascoli Piceno, Bari, Brescia, Brindisi,  
Cosenza, Matera, Novara, Parma,  
Perugia, Ravenna, Rieti, Rimini,  
Roma, Taranto, Torino
- Confedilizia
- European Real Estate Institute - EREI
- FIAIP - Federazione Italiana Agenti Immobiliari Professionali
- Geo.Val. - Geometri Valutatori Esperti
- Regione Lazio
- Unioncamere Regionale Lazio
- Unioncamere Molise

In linea con la propria *mission* e per consolidare le funzioni di analisi e approfondimento, **Tecnoborsa** ha istituito il proprio Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI, un nucleo di studio che cura la rilevazione, l'elaborazione e la diffusione di dati di importanza strategica per la pianificazione e l'attuazione di scelte nella sfera della politica economica, urbanistico-edilizia, creditizia e fiscale. Annualmente viene realizzata l'Indagine sul mercato immobiliare e le famiglie italiane.

L'attività di **Tecnoborsa** è supportata da un Comitato Tecnico-Scientifico rappresentativo di tutti i maggiori soggetti esperti in materia che, in particolare, contribuisce alla realizzazione del “Codice delle Valutazioni Immobiliari - *Italian Property Valuation Standard*”, un vero e proprio strumento di lavoro per gli operatori del settore. Attraverso i QEI - Quaderni di Economia Immobiliare, **Tecnoborsa** si propone, dunque, di affrontare da vicino temi, indagini, normative e processi, per ampliarne la circolazione e la conoscenza ma sempre in chiave di trasparenza e regolazione, per creare e accrescere una nuova cultura in ambito immobiliare, anche a livello internazionale.

## **COMITATO TECNICO-SCIENTIFICO TECNOBORSA**

- ▶ ABI - Associazione Bancaria Italiana
- ▶ Agenzia del Territorio
- ▶ AIAV - Associazione Italiana per la Gestione e l'analisi del valore
- ▶ ANAMA - Associazione Nazionale Agenti e Mediatori d'affari
- ▶ ANIA - Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici
- ▶ ASPESI - Associazione Nazionale Società Promozione e Sviluppo Immobiliare
- ▶ ASSOVIAB - Associazione Società di Valutazioni Immobiliari Banche
- ▶ CENSIS - Centro Studi Investimenti Sociali
- ▶ Collegio Nazionale Agrotecnici e Agrotecnici Laureati
- ▶ Collegio Nazionale Periti Agrari e Periti Agrari Laureati
- ▶ Confedilizia - Confederazione Italiana Proprietà Edilizia
- ▶ Consiglio dell'Ordine Nazionale Dottori Agronomi e Dottori Forestali
- ▶ Consiglio Nazionale Architetti, Pianificatori, Paesaggisti e Conservatori
- ▶ Consiglio Nazionale Geometri e Geometri Laureati
- ▶ Consiglio Nazionale Ingegneri
- ▶ Consiglio Nazionale Periti Industriali e Periti Industriali Laureati
- ▶ Consiglio Nazionale delle Borse Immobiliari Italiane
- ▶ Consiglio Superiore dei Lavori Pubblici - Ministero delle Infrastrutture
- ▶ E-Valuations-Istituto di Estimo e Valutazioni
- ▶ FIAIP - Federazione Italiana Agenti Immobiliari Professionali
- ▶ FIMAA - Federazione Italiana Mediatori Agenti d'Affari
- ▶ GEO.VAL - Associazione Geometri Valutatori Esperti
- ▶ INU - Istituto Nazionale di Urbanistica
- ▶ ISMEA - Istituto di Servizi per il Mercato Agricolo Alimentare
- ▶ Ministero dello Sviluppo Economico
- ▶ Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro
- ▶ Terotec - Laboratorio Innovazione Manutenzione e Gestione Patrimoni Urbani e Immobiliari
- ▶ UNI - Ente Nazionale Italiano di Unificazione
- ▶ Unioncamere - Unione Italiana delle Camere di Commercio
- ▶ Università Bocconi - Newfin
- ▶ Università Luiss Guido Carli

## SOMMARIO

PRESENTAZIONE .....	8
I - LE NUOVE <i>LINEE GUIDA PER LA VALUTAZIONE</i> <i>DEGLI IMMOBILI IN GARANZIA DELLE ESPOSIZIONI CREDITIZIE</i> .....	10
1. <i>Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie:</i> iniziativa di sistema per l'industria bancaria e la competitività del Sistema Paese .....	11
1.1. Introduzione .....	11
1.2. Riforme strutturali e valutazioni immobiliari .....	12
1.3. Struttura e caratteristiche delle <i>Linee guida</i> .....	15
1.4. Criteri di identificazione univoca delle caratteristiche di indipendenza, qualificazione e professionalità del Valutatore e Note esplicative .....	18
1.5. Valutazioni, cartolarizzazioni, <i>Non performing loans</i> (NPLs) e <i>framework</i> normativo di riferimento .....	18
1.6. Esposizioni creditizie garantite da beni immobili: «valore di mercato» e valori diversi dal valore di mercato .....	20
1.7. Conclusioni e uno sguardo al futuro .....	22
2. <i>Linee guida: Trasparenza e correttezza delle valutazioni</i> .....	23
2.1. Trasparenza e correttezza delle valutazioni .....	23
2.2. Le novità della versione aggiornata .....	25
2.3. Conclusioni .....	25
II - INNOVAZIONE E MECCANISMI PSICOLOGICI LEGATI AL CAMBIAMENTO IN AMBITO PROFESSIONALE IN CORRELAZIONE CON LE NUOVE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE IMMOBILIARE .....	26
1. Introduzione .....	27
2. Il contesto attuale .....	27
3. Il cambiamento nelle organizzazioni - Parlare di innovazione .....	29
3.1. Che cos'è un cambiamento? .....	29
3.2. Cosa succede alle persone di fronte al cambiamento? .....	30
3.2.1. Cos'è la resistenza al cambiamento? .....	30
3.3. Cosa sono la dissonanza cognitiva e il pregiudizio della conferma .....	34
3.4. Ma cosa è accaduto a coloro che sentono la necessità di innovazione e cambiamento? .....	34
4. La figura dell'esperto in valutazione immobiliare .....	36
4.1. Procedimenti di stima .....	36
4.2. Valutare quali potrebbero essere i limiti di una stima monoparametrica .....	38
4.3. Vantaggi del metodo <i>Market Approach</i> secondo gli esperti .....	39
BIBLIOGRAFIA .....	40

III - L'EVOLUZIONE DEL PATRIMONIO ABITATIVO ITALIANO	
QUARANT'ANNI DI ABITAZIONI ATTRAVERSO I CENSIMENTI ISTAT . . . . . 42	
1. Introduzione . . . . .	43
2. Le abitazioni in Italia . . . . .	44
3. Le abitazioni occupate da persone residenti: tendenze e trasformazioni . . . . .	46
3.1. Dimensioni dell'abitazione . . . . .	46
3.2. Livello di affollamento . . . . .	50
3.3. Cucina abitabile, cucinino o angolo cottura . . . . .	52
4. Conclusioni . . . . .	53
IV - L'INDAGINE TECNOBORSA 2015:	
LE FAMIGLIE ITALIANE E IL MERCATO IMMOBILIARE	
NELLE SEI GRANDI CITTÀ – INTERMEDIAZIONE E VALUTAZIONE . . . . . 54	
1. Introduzione . . . . .	55
2. L'intermediazione . . . . .	55
2.1. I canali prescelti nelle transazioni immobiliari effettuate . . . . .	55
3. La valutazione . . . . .	61
3.1. L'utilizzo di uno specialista per la valutazione dell'immobile nelle transazioni effettuate . . . . .	61
4. Conclusioni . . . . .	63
NOTA METODOLOGICA . . . . .	65
V - FINANZA IMMOBILIARE:	
LE SOCIETÀ DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE QUOTATE (SIIQ)	
STRUMENTO PER L'INVESTIMENTO INDIRETTO NEL <i>REAL ESTATE</i> . . . . . 66	
1. Introduzione . . . . .	67
2. Le Società di investimento immobiliare quotate (SIIQ) e non quotate (SIIHQ): differenze, caratteristiche e disciplina . . . . .	69
2.1. La disciplina delle SIIQ (e delle SIIHQ) . . . . .	71
2.2. I requisiti richiesti per l'adozione del Regime Speciale . . . . .	73
3. Società che hanno optato per il Regime Speciale delle SIIQ (e SIIHQ) in Italia . . . . .	76
4. Conclusioni . . . . .	78



# Presentazione

a cura di Valter Giammaria

Presidente **Tecnoborsa**



Valter Giammaria  
Presidente **Tecnoborsa**

**Il presente *Quaderno* apre con un importante contributo** a quattro mani del Responsabile delle Attività Scientifiche di **Tecnoborsa** e dell'Associazione Bancaria Italiana: infatti, sono state recentemente presentate le nuove *Linee guida per la valutazione degli immobili a garanzia delle esposizioni creditizie*, cioè i nuovi paradigmi che, oltre a incidere sulla valutazione immobiliare e ridurre i rischi del mondo creditizio, condizioneranno anche il processo evolutivo della dottrina estimativa. Inoltre, tali *Linee guida* sono complementari e integrative del *Codice delle Valutazioni Immobiliari* **Tecnoborsa** e sono state elaborate dai principali *stakeholder* del settore che hanno lavorato intorno al Tavolo Tecnico, a beneficio dello sviluppo e della trasparenza del mercato immobiliare e della competitività del Sistema Paese.

Il capitolo seguente – anche questo frutto del lavoro di due autori – affronta da una inedita angolazione il fenomeno del cambiamento e tratta di innovazione e meccanismi psicologici in ambito professionale, in correlazione con le nuove metodologie di valutazione immobiliare: che cos'è il cambiamento, cosa succede alle persone di fronte al cambiamento, cos'è la resistenza al cambiamento? Fino ad arrivare all'impatto che questo produce sull'esperto in valutazione immobiliare e l'esigenza di aggiornamento e innovazione professionale, alla luce dei più moderni procedimenti di stima e di adeguamento agli *standard* internazionali.

Invece, a corollario del capitolo Istat affrontato nel precedente *Quaderno* N° 22, **Tecnoborsa** ha svolto in questo numero un confronto del patrimonio abitativo italiano attraverso la lente dei *Censimenti generali della popolazione e delle*

*abitazioni* – condotti tra il 1971 e il 2011 – registrando e commentando le variazioni intervenute nel tempo e analizzando le tendenze e le trasformazioni rilevate dall'Istituto Italiano di Statistica: dimensioni delle abitazioni, livello di affollamento, cucina abitabile, cucinino o angolo cottura, etc.

A seguire, il quarto capitolo di questo *QEI* presenta l'ultima *tranche* dell'Indagine 2015 di **Tecnoborsa** sulle famiglie italiane che vivono nelle sei maggiori città – Roma, Milano, Torino, Genova, Napoli e Palermo – e il mercato immobiliare, a cura del Centro Studi di Economia Immobiliare - Csei che ne cura l'elaborazione ogni due anni: Intermediazione e Valutazione sono i temi qui affrontati, dai quali emerge una volta di più la centralità del ruolo delle agenzie nelle transazioni immobiliari e si conferma il ricorso crescente alla valutazione per quanto riguarda le vendite effettuate, in particolare da parte degli acquirenti che si rivolgono alle agenzie, decisamente il canale più utilizzato.

Di particolarmente rilevanza è, infine, il capitolo dedicato alla finanza immobiliare e alle Società d'investimento immobiliare quotate, in quanto strumento per l'investimento indiretto nel *Real Estate*; infatti, il nuovo quadro normativo civilistico e fiscale delle SIIQ e delle SIINQ introdotto nel 2014 ha accresciuto notevolmente l'interesse degli operatori del settore internazionale, grazie anche all'adeguamento normativo al resto dell'Europa al fine di ampliare la capitalizzazione del settore immobiliare in Borsa.

Sono dunque lieto di offrire all'attenzione del Lettore un *Quaderno* così ricco di argomenti, di dati e di spunti, mentre agli Autori tutti va il mio sentito ringraziamento per la preziosa e fattiva collaborazione che ha consentito di dar vita al presente lavoro.

**Le Linee guida Abi  
sono complementari  
e integrative  
del Codice  
delle Valutazioni  
Immobiliari  
Tecnoborsa**



# **I - LE NUOVE LINEE GUIDA PER LA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI IN GARANZIA DELLE ESPOSIZIONI CREDITIZIE**

a cura di Giampiero Bambagioni  
*Responsabile delle Attività Scientifiche e Internazionali di **Tecnoborsa***  
*Coredatore delle Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia  
delle esposizioni creditizie*  
e a cura di Angelo Peppetti  
*Associazione Bancaria Italiana*

L'aggiornamento delle *Linee guida*  
tra *driver* del cambiamento e discontinuità metodologica  
è volto a evitare l'obsolescenza di uno strumento  
che deve essere dinamico e coerente  
con le continue evoluzioni normative  
e le *best practice* internazionali di valutazione immobiliare

*Piazza S. Pietro,  
capitello e trabeazione,  
Roma*



## 1. Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie: iniziativa di sistema per l'industria bancaria e la competitività del Sistema Paese

a cura di Giampiero Bambagioni

### 1.1. Introduzione

Le *Linee guida* sono il risultato di un cambio di paradigma, di una variazione accelerata di aspetti normativi e metodologici (quindi scientifici) che hanno innovato significativamente la tradizione. La disciplina estimativa – metonimicamente definita ‘valutazione’ – è stata oggetto negli ultimi anni, anche in conseguenza della crisi economico-finanziaria internazionale originata negli Stati Uniti dai mutui *sub-prime*, di una profonda spinta evolutiva che ha comportato una ridefinizione delle regole e delle *best practice*, nonché una rivisitazione delle metodologie ad essa applicate.

Il ricorso ad un nuovo approccio metodologico è stato determinato:

- da un lato, dalla *necessità di rispettare norme specifiche<sup>1</sup> vigenti per il mondo bancario-finanziario*, dettate *in primis* da Regolamenti e Direttive dell'Unione Europea e da provvedimenti delle Autorità di Vigilanza<sup>2</sup>, che implicano *Individual risk assessment* funzionali al Processo di revisione e di valutazione prudenziale (c.d. *Supervisory Review and Evaluation Process – SREP*)<sup>3</sup> e valutazioni dell'adeguatezza patrimoniale in funzione dei rischi assunti e delle strategie aziendali (*Internal Capital Adequacy Assessment Process – ICAAP*) degli intermediari soggetti a vigilanza;
- dall'altro, la spinta evolutiva – che in taluni casi ha originato una specifica discontinuità metodologica – è stata indotta da un *fast-moving market* caratterizzato dall'evoluzione degli standard e delle *best practice* estimative adottate a livello internazionale e nazionale in funzione di una maggiore trasparenza dei fenomeni e di una effettiva intelligibilità, attendibilità, replicabilità e verificabilità degli *output*.

<sup>(1)</sup> Al riguardo, a mero titolo esemplificativo, si ricordano, tra le più recenti disposizioni normative:

- a) il Regolamento (UE) 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 (*Capital requirements regulation-Crr*);
- b) la Direttiva (UE) 17/2014, del Parlamento Europeo e del Consiglio in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e recante modifica della direttiva 2008/48/CE;
- c) la Legge 6 agosto 2015, n. 132 di conversione, con modificazioni, del decreto-legge 27 giugno 2015, n. 83, recante misure urgenti in materia fallimentare, civile e processuale civile e di organizzazione e funzionamento dell'amministrazione giudiziaria, che all'art. 13 di modifica dell'art. 568 (Determinazione del valore dell'immobile);
- d) il Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 recante il “*Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*”, che incide sulle modalità di valutazione degli *asset* dei fondi immobiliari.

<sup>(2)</sup> Si ricorda, al riguardo, che dal 4 novembre 2014 è vigente il Meccanismo di vigilanza unico.

<sup>(3)</sup> Vedasi la Circolare Banca d'Italia n. 285/2013, Sezione III - Processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP).

## 1.2. Riforme strutturali e valutazioni immobiliari

Tra le riforme strutturali fondamentali che sono state promosse a livello internazionale vi è anche quella che ha condotto all'adozione dello "Schema internazionale di regolamentazione per le banche" – definito per brevità Basilea 3 e recepito a livello comunitario con il Regolamento (Ue) 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 (*Capital requirements regulation-Crr*) – con il quale è stato ripensato, in maniera sostanziale, il regime di rischio di controparte e i requisiti in materia di fondi propri.

Negli Stati Uniti, in conseguenza della c.d. 'grande recessione', è stata attuata con il *Dodd-Frank Act*<sup>4</sup> una più stretta e completa regolazione e una maggiore trasparenza dell'industria dei servizi finanziari.

Significativa, al riguardo, è stata la recente intervista rilasciata dal Presidente della Banca centrale europea nel corso della quale Draghi ha dichiarato che «*In quattro anni è cambiato tutto*».<sup>5</sup>

Quanto alle valutazioni immobiliari, va rilevato che, nonostante le modifiche intervenute, restano ovviamente valide molte basi, ad esempio la matematica finanziaria funzionale alla capitalizzazione diretta dei redditi o alla *Discounted Cash Flow Analysis* (DCFA), i metodi di analisi statistica del mercato, la scienza economica che, tra l'altro, definisce i concetti di «prezzo» e di «valore» che sottostanno alla dottrina estimativa. Ed altro ancora. Nell'ambito estimativo le novità normative introdotte alla disciplina banca-

ria (che, come noto, sancisce tra l'altro criteri rigorosi per la determinazione del credito ipotecario e delle classi di *rating* per il finanziamento di immobili da investimento) hanno inciso sull'evoluzione degli *standard* valutativi internazionali e comportano una serie di innovazioni normative hanno determinato la revisione di metodiche, oggi recepite principalmente su:

- il *Codice delle Valutazioni Immobiliari*;
- le *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie*;
- il *Manuale operativo stime* dell'Agenzia del Territorio (ora Agenzia delle Entrate);
- la Norma UNI 11558:2015 – *Valutatore Immobiliare. Requisiti di conoscenza, abilità e competenza*;
- e da ultimo – quale risultato di un'armonizzazione metodologica che tiene conto del progresso – la Norma UNI 11612:2015 - *Stima del valore di mercato degli immobili* (entrata in vigore il 10 dicembre 2015).

---

<sup>4</sup> "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act" (in breve definita *Dodd-Frank Act*) è la legge federale degli Stati Uniti inerente l'industria dei servizi finanziari (approvata il 21 luglio 2010), che tra le varie misure adottate, include:

- a) la regolamentazione completa dei mercati finanziari, compresa una maggiore trasparenza dei contratti derivati;
- b) riforme ai fini della protezione dei consumatori;
- c) misure volte a rafforzare gli *standard* internazionali e la cooperazione.

<sup>5</sup> Intervista a Mario Draghi pubblicata su *Il Sole 24 Ore* del 31 ottobre 2015.

In sintesi, nuovi metodi e modelli di riferimento e riforme strutturali profonde hanno comportato l'affermazione di nuovi paradigmi, che apparentemente incidono solo sulla valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie ma che, di fatto, condizioneranno anche il processo evolutivo della dottrina estimativa, sia essa funzionale alla declinazione della metodologia per stime del valore degli immobili ai fini dell'espropriazione per procedure esecutive<sup>6</sup>, piuttosto che per la valutazione del patrimonio dei fondi d'investimento immobiliari<sup>7</sup>, ovvero per le valutazioni attinenti i bilanci aziendali o redatte per finalità fiscali, nonché per le stime elaborate al fine di determinare il «valore di mercato»<sup>8</sup> di proprietà immobiliari da utilizzare ai fini di libere transazioni tra cittadini. Rapporti estimativi, quindi, che sono finalizzati a superare il *modus operandi* di un tempo, basato sull'*expertise*, ovvero

su un sintetico giudizio di valore incentrato sulla pratica e sull'esperienza professionale del valutatore (o perito), che elabora una stima soggettiva, non verificabile attraverso la metodologia estimativa moderna.

In questo contesto le nuove *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie*<sup>9</sup> costituiscono, di fatto, anche uno strumento di 'autoregolamentazione' funzionale, fra l'altro, all'applicazione della Direttiva (UE) 17/2014, nella quale, all'art. 19 rubricato "Valutazione dei beni immobili", è disposto che "Gli Stati membri provvedono affinché siano elaborate nel proprio territorio norme di valutazione dei beni immobili affidabili ai fini della concessione dei crediti ipotecari. [...]” e che gli stessi "(...) provvedono affinché i periti interni ed esterni che conducono valutazioni di beni immobili siano competenti sotto il profilo professionale e suf-

<sup>6</sup> Art. 13, c.1, lett. o) *Determinazione del valore dell'immobile*, Legge 6 agosto 2015, n. 132 Misure urgenti in materia fallimentare, civile e processuale civile e di organizzazione e funzionamento dell'amministrazione giudiziaria (si veda, ad esempio, l'art. 568 C.p.c.).

<sup>7</sup> Regolamento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 sulla Gestione Collettiva del Risparmio, pubblicato in Gazzetta Ufficiale in data 19 marzo 2015 recante, tra l'altro, disposizioni ai fini della determinazione del «valore corrente» dell'immobile e nell'adozione delle metodologie indicate nella Sezione II (Criteri e modalità di valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio del fondo), punto 2.5 (Beni immobili).

<sup>8</sup> «Per valore di mercato si intende l'importo stimato al quale l'immobile verrebbe venduto alla data della valutazione in un'operazione svolta tra un venditore e un acquirente consenzienti

alle normali condizioni di mercato dopo un'adeguata promozione commerciale, nell'ambito della quale entrambe le parti hanno agito con cognizione di causa, con prudenza e senza costrizioni.» come definito dal Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, pubblicato sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea N. L 176 del 27 giugno 2013.

<sup>9</sup> Le *Linee guida* sono state condivise, mediante uno specifico Protocollo, tra: ABI, Assovib, Collegio Nazionale degli Agrotecnici e degli Agrotecnici Laureati; Collegio Nazionale dei Periti Agrari e Periti Agrari Laureati; Consiglio Nazionale degli Architetti Pianificatori Paesaggisti Conservatori; Consiglio dell'Ordine Nazionale dei Dottori Agronomi e dei Dottori Forestali; Consiglio Nazionale dei Geometri e Geometri Laureati; Consiglio Nazionale degli Ingegneri, **Tecnoborsa**.

*ficientemente indipendenti dal processo di sottoscrizione del credito in modo da poter fornire una valutazione imparziale e obiettiva”.*

Al fine di assicurare nel tempo: (I) finanziamenti a tassi competitivi con quelli praticati in altre economie avanzate; (II) risorse finanziarie necessarie alle imprese ed alle famiglie; nonché (III) la tutela del risparmio (che costituisce anch'essa un valore sociale ed economico anche ai fini della competitività del sistema Paese), un'efficiente industria bancaria deve tenere in considerazione una serie di rischi.

Banca d'Italia nel *Rapporto sulla stabilità finanziaria* pubblicato nei primi mesi del 2015<sup>10</sup> evidenzia quattro macroaree di rischi individuate, in particolare nei:

1. rischi derivanti dal quadro macroeconomico e finanziario;
2. rischi settoriali dell'economia nazionale;
3. rischi per il sistema bancario e finanziario;
4. rischi dei mercati monetari e finanziari.

Tra questi rischi, quelli connessi all'erogazione di mutui e finanziamenti (con relativa valutazione, misurazione e gestione dei rischi medesimi in maniera appropriata), sono essenziali per assicurare una «*sana e prudente gestione*» la quale è, peraltro, anche un obiettivo centrale della regolamentazione e dei controlli di vigilanza (Banca d'Italia e Banca centrale europea).<sup>11</sup>

Questo genere di rischi, nell'ottica della banca, sono influenzati da numerosi fattori, tra i quali ritengo che si possano ricomprendere:

- (I) la congiuntura macroeconomica e le dinamiche settoriali;

- (II) il grado di indebitamento del beneficiario del mutuo in correlazione al reddito disponibile del medesimo (*debt-to-income ratio*);
- (III) le caratteristiche della garanzia reale funzionale all'assolvimento dell'obbligazione nascente con l'accensione del mutuo ipotecario (*collateral*);
- (IV) un'appropriata ponderazione del rapporto tra mutuo erogato e valore della proprietà concessa in garanzia (*loan-to-value ratio*);
- (V) una effettiva conoscenza a capacità di analisi dei mercati immobiliari;
- (VI) la disponibilità di prezzi associati a caratteristiche, consistenze e dati quali-quantitativi;
- (VII) nonché una stima attendibile del «*valore di mercato*» coerente con le dinamiche dello specifico «*segmento di mercato*».<sup>12</sup>

Le nuove *Linee guida* costituiscono, quindi, un'iniziativa di valenza strategica – complementare e integrativa del

<sup>(10)</sup> Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria (n.1/2015).

<sup>(11)</sup> Circolare Banca d'Italia n. 285/2013 – 14° Aggiornamento, 24 novembre 2013 – Titolo I, Capitolo 1, Autorizzazione all'attività Bancaria (pag. 62): «*La Banca d'Italia e la Banca centrale europea verificano le condizioni atte a garantire la sana e prudente gestione della banca, fra cui la capacità dell'intermediario di rimanere sul mercato in modo efficiente*».

<sup>(12)</sup> **Tecnoborsa**, *Codice delle Valutazioni Immobiliari*, IV Edizione, capitolo 2 nota 2.4: «*Il segmento di mercato costituisce l'unità elementare non ulteriormente scindibile dell'analisi economico estimativa del mercato immobiliare*».

*Codice delle Valutazioni Immobiliari* – attuata dai principali *stakeholder* del settore rappresentativi dei professionisti-esperti chiamati ad elaborare rapporti estimativi, a beneficio dello sviluppo e della trasparenza dei mercati e in funzione della competitività dell'industria bancaria.

### 1.3. Struttura e caratteristiche delle *Linee guida*

Le nuove *Linee guida*, oltre a uno specifico Codice di condotta, ricomprendono:

- a) Nota esplicativa (1) sul Metodo del confronto di mercato;
- b) Nota esplicativa (2) sul Metodo Finanziario, con relativi Procedimenti di capitalizzazione diretta, Capitalizzazione finanziaria e Analisi del flusso di cassa scontato;
- c) Nota esplicativa (3) sul Metodo dei costi;
- d) Nota esplicativa (4) sugli Immobili in sviluppo, specifica per la concessione di finanziamenti finalizzati alla costruzione e/o ristrutturazione di beni immobili, commisurati al costo di costruzione e/o ristrutturazione degli immobili, ivi compreso il costo dell'area o dell'immobile da ristrutturare;
- e) Nota esplicativa (5) per la Misurazione delle superfici immobiliari che implica, primariamente, un'appropriata misurazione della consistenza dell'immobile (articolata nei vari tipi di superfici principali e secondarie, annesse e collegate, coperte e scoperte, interne ed esterne);
- f) Nota esplicativa (6) sul Riesame delle valutazioni consistente nella revi-

sione del lavoro di un valutatore, intrapresa da un altro perito che esercita un giudizio imparziale. Il riesame della valutazione è volto a «*un controllo sulla credibilità della valutazione in esame e considera: la veridicità, l'adeguatezza e l'attinenza dei dati utilizzati e delle indagini svolte; l'adeguatezza dei metodi e delle tecniche utilizzate; l'adeguatezza e la ragionevolezza di analisi, opinioni e conclusioni; l'aderenza delle procedure di valutazione*».

**Le regole di vigilanza sono direttamente correlate alla rischiosità creditizia e prevedono un maggiore assorbimento di capitale in funzione della stessa**

Tra i numerosi aggiornamenti che sono stati introdotti rispetto alla precedente edizione del 2011, i principali si possono sinteticamente riassumere nei punti seguenti:

- (1) revisione della definizione di «*valore di mercato*» che – nell'intento di garantire un allineamento del contenuto delle *Linee guida* alle vigenti disposizioni di vigilanza bancaria – è stata allineata con la definizione dettata al riguardo dal Regolamento (Ue) 575/2013; in tale ottica è stata rimarcata la distinzione tra il concetto di valore di mercato riportata nel Requisito 1 delle *Linee guida*, e quello di «*prezzo di mercato*»;



- (II) ridefinizione dei requisiti di professionalità dei periti (definiti nel documento anche ‘valutatori’), nell’ottica di tener conto delle più recenti evoluzioni nazionali e internazionali in tema di certificazione della professionalità;
- (III) precisazione del concetto di ‘indipendenza’ dei periti specificando, al Requisito R.2.3.3.2, che «*Al fine di tutelare l’indipendenza del perito, l’attribuzione dell’incarico al medesimo deve essere fatta con modalità indipendenti dal processo commerciale e decisionale del credito*»;
- (IV) puntualizzazione dell’importanza della formazione del perito mutuando quanto previsto dagli Ordini di riferimento. In particolare, al Requisito R.2.3.5 delle *Linee guida* viene precisato che «*Il perito deve mantenere costantemente aggiornate le proprie conoscenze professionali nelle materie attinenti la valutazione immobiliare. Al fine di garantire un livello costante di aggiornamento professionale nella valutazione immobiliare, un perito deve svolgere attività di formazione pari ad almeno 60 ore ogni tre anni<sup>13</sup>; tale formazione deve essere documentata*»;
- (V) precisazione – nel rispetto di quanto previsto dall’EBA in sede di AQR –
- in merito alla possibilità di utilizzare, limitatamente all’aggiornamento o monitoraggio delle garanzie previste dal Regolamento (Ue) 575/2013, sia perizie c.d. *drive-by* (cioè espletate con solo sopralluogo esterno), sia quelle c.d. *desktop* (condotte cioè senza sopralluogo);
- (VI) migliore evidenziazione – in funzione della corretta applicazione del *Market Approach* e nel rispetto della normativa sulla *privacy* – delle fonti dei comparabili;
- (VII) integrazione – al fine di consentire una migliore comprensione della qualità della perizia – degli elementi e delle informazioni da riportare nel rapporto di valutazione, esplicitati al Requisito 4.6 (“*Documentazione*”) delle *Linee guida* che, tra l’altro, prevede un lungo elenco di documenti da allegare al rapporto di valutazione; è inoltre prevista al Requisito 4.7.1.4.1. (“*Sopralluogo*”) anche l’obbligatorietà del sopralluogo che deve essere fatto personalmente dal perito identificato nel rapporto di valutazione;
- (VIII) oltre al concetto di «**valore di mercato**» le nuove *Linee guida* contengono anche specifiche definizioni funzionali alle diverse finalità della stima:
- a) «**valore di credito ipotecario**» (o valore cauzionale, o *Mortgage Lending Value-MLV*); per valore di credito ipotecario si intende «*il valore dell’immobile quale determinato in base ad una prudente valutazione della futura commer-*

<sup>(13)</sup> A titolo di esempio seminari, corsi di formazione, workshop, docenze, gruppi di lavoro, ecc.

*ciabilità dell'immobile, tenuto conto delle caratteristiche durevoli a lungo termine dell'immobile, delle condizioni normali e locali del mercato, dell'uso corrente dell'immobile e dei suoi appropriati usi alternativi».<sup>14</sup>*

b) **«valore assicurabile»**; per valore assicurabile si intende *«l'importo dichiarato nel contratto di assicurazione relativo all'immobile per il quale l'assicuratore è responsabile nel caso in cui l'assicurato subisca un danno o una perdita pecuniaria causati da un rischio specificato nel contratto di assicurazione e verificatosi per l'immobile»*.<sup>15</sup>

c) **«valore di vendita forzata»**; per valore di vendita forzata si intende

*«la somma ottenibile per l'immobile nei casi in cui, per qualsiasi ragione, il venditore è costretto a cedere l'immobile»*.<sup>16</sup> È possibile che un valutatore sia incaricato a stimare un valore di mercato che rifletta una limitazione alla commerciabilità corrente o prevista<sup>17</sup>, in tale ipotesi il valore è connesso a specifiche assunzioni che il perito deve indicare nel rapporto di valutazione<sup>18</sup>.

**Gli strumenti legislativi che consentono di gestire le sofferenze sono numerosi tuttavia è fondamentale un'appropriata valutazione del collaterale**

<sup>(14)</sup> Regolamento (UE) N° 575/2013 del 26 giugno 2013 (Capital Requirements Regulation), articolo 4, comma 74.

<sup>(15)</sup> EVS 2012, EVS 2 – punto 8.1.

<sup>(16)</sup> EVS 2012, EVS 1 – punto. 5.10.4.1.

<sup>(17)</sup> I.V.S. 2013 – Framework nota 52 «L'espressione «vendita forzata» è spesso usata in circostanze in cui un venditore è obbligato a vendere con la conseguenza che non dispone di un periodo di tempo adeguato per attuare la propria strategia di vendita. Il prezzo che potrebbe essere ottenuto in queste circostanze dipenderà dalla natura delle pressioni cui è sottoposto il venditore e dalle motivazioni per cui non è possibile attuare un'adeguata strategia di vendita. Esso può riflettere inoltre le conseguenze per il venditore derivanti dal non essere riuscito a vendere nel periodo a sua disposizione. Tranne laddove si conoscano la natura delle costrizioni per il venditore e le motivazioni delle stesse, il prezzo ottenibile in una vendita forzata non può essere realisticamente stimato. Il

prezzo che un venditore accetterà in una vendita forzata rifletterà le particolari circostanze di tale vendita e non quelle di un ipotetico venditore disponibile di cui alla definizione di valore di mercato. Il prezzo ottenibile in una vendita forzata ha soltanto una relazione accidentale con il valore di mercato o con eventuali altre configurazioni definite nel presente principio. Una «vendita forzata» è una descrizione della situazione in cui si verifica lo scambio, non una distinta configurazione di valore».

<sup>(18)</sup> EVS 2012– EVA 2 nota 6.3 «I risultati devono indicare chiaramente il fatto che sono legati a specifiche assunzioni da concordare per iscritto e da comprendere tra le condizioni che regolano il rapporto professionale. Il risultato dovrebbe essere un valore di mercato, ma ottenuto sulla base delle assunzioni speciali citate prima. Le cifre che si ottengono sono valide solo per la data della valutazione, a causa dei possibili cambiamenti nelle condizioni del mercato».

#### 1.4. Criteri di identificazione univoca delle caratteristiche di indipendenza, qualificazione e professionalità del Valutatore e Note esplicative

Tra le principali innovazioni delle nuove *Linee guida*, alcune attengono l'identificazione dei requisiti di indipendenza del perito/valutatore e la definizione dei requisiti professionali del medesimo.

Con riguardo alla previsione e definizione dell'indipendenza del perito si è dovuto tener conto del cambiamento dei paradigmi di riferimento: ad esempio, il Regolamento (UE) 575/2013, all'art. 208, comma 3, lett. B) dispone al riguardo che l'immobile «*sia stimato da un perito che possiede le necessarie qualifiche, capacità ed esperienza per compiere una valutazione e che sia indipendente dal processo di decisione del credito*»<sup>19</sup>.

Quanto alla definizione delle caratteristiche professionali del valutatore (o perito) la nuova edizione delle *Linee guida* consente, rispetto alla precedente: (I) l'individuazione puntuale delle medesime,

<sup>(19)</sup> *EBA Single Rulebook Q&A - 2014-1056 - 3 ottobre 2014 – Regulation EU 575/2013 (CRR) Credit Risk - Definition of independence.* Con riferimento ai dipendenti di banca, «*In accordance with Article 208(3)b of Regulation (EU) No 575/2013 (CRR), the review of an immovable property collateral has to be carried out by a valuer who possesses the necessary qualifications, ability and experience to execute a valuation and who is independent from the credit decision process. As long as an employee of the bank meets all the aforementioned conditions, he/she can be considered as an independent valuer for the purposes of Article 229(1)*».

nonché (II) l'identificazione del possesso della necessaria capacità ed esperienza attraverso la presentazione alla banca, o all'intermediario finanziario committente, di una certificazione rilasciata da soggetti abilitati per legge, tra questi gli enti accreditati ISO 17024, che 'accertano' il possesso delle specifiche caratteristiche sulla base della norma UNI 11558:2014 Valutatore immobiliare - Requisiti di conoscenza, abilità e competenza.

#### 1.5. Valutazioni, cartolarizzazioni, Non performing loans (NPLs) e framework normativo di riferimento

Altra caratteristica assai rilevante delle nuove *Linee guida* – specie alla luce delle difficoltà originate dai *Non performing loans* – è la loro valenza non solo nella fase di erogazione dei mutui, ma anche in funzione della agevolazione di operazioni di finanza strutturata per il *funding* bancario, ossia per operazioni di cartolarizzazione dei crediti assistiti da garanzia reale (il c.d. *collateral*) che – soprattutto nel caso di prestiti deteriorati – sono tanto più remunerative quanto minore è il rischio (sovente connesso all'assenza di informazioni complete) che deve accollarsi l'acquirente del portafoglio dei crediti.

Infatti, conoscere le caratteristiche dei beni immobiliari che costituiscono le garanzie e poter accedere ad una *Data room* ove gli *output* dei rapporti estimativi siano completi, attendibili e replicabili, costituisce un valore aggiunto determinante per la valutazione com-

plessiva del portafoglio e per realizzare, nell'ottica della banca, la cartolarizzazione alle migliori condizioni economiche possibili.

Gli strumenti legislativi che consentono di gestire le sofferenze, talora interdipendenti tra loro, sono numerosi; alcuni, molto recenti, hanno novato il regime fiscale degli accantonamenti a fronte di perdite su crediti e sulla riduzione dei tempi di riscossione dei crediti. È il caso della Legge 6 agosto 2015, n. 132<sup>20</sup> che va ad incidere:

a) sulla riduzione dei tempi di riscossione dei crediti al fine di accelerare i tempi di recupero dei medesimi at-

traverso modifiche delle procedure di insolvenza, in modo da accorciare significativamente la riscossione dei crediti problematici;

b) sul regime fiscale degli accantonamenti a fronte di perdite su crediti, oggi deducibili per le banche italiane nell'arco di cinque anni (fino al 2013 erano deducibili nell'arco di 18 o 9 anni).

<sup>(20)</sup> Legge di conversione, con modificazioni, del decreto-legge 27 giugno 2015, n. 83, recante misure urgenti in materia fallimentare, civile e processuale civile e di organizzazione e funzionamento della amministrazione giudiziaria.



S. Maria della Pace, progetto delle vie d'accesso alla piazza, Roma

Secondo dati Banca d'Italia, alla fine del 2014 l'incidenza dei prestiti deteriorati<sup>21</sup> per le banche italiane era pari al 17,7% dei prestiti, cioè circa 350 miliardi di euro; di questi oltre 197 miliardi (circa il 10%), costituiti da sofferenze.

**Guidelines moderne finalizzate a favorire la trasparenza e la correttezza delle valutazioni immobiliari**

Le operazioni di *securitization* – regolate dalla Legge 30 aprile 1999, n. 130 - Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti<sup>22</sup> – consentono di trasformare alcuni tipi di asset in titoli obbligazionari denominati *Asset backed Securities* (ABS), con prestabile caratteristiche di rendimento e di rischio.

Gli asset (crediti) vengono ceduti a una società veicolo costituita per la specifica finalità, definito *Special Purpose Vehicle* (SPV); il "Veicolo" si finanzia mediante emissione obbligazioni (ABS) da collocare presso investitori finali, il cui rimborso con interessi è garantito dai flussi di cassa derivanti dagli asset cartolarizzati. I crediti ceduti sono costituiti a garanzia del pagamento delle obbligazioni emesse. Nel caso di cartolarizzazione dei mutui ipotecari si parla di *Mortgage backed securities* (MBS).

<sup>(21)</sup> Costituiti da: sofferenze, incagli, crediti ristrutturati e crediti scaduti.

<sup>(22)</sup> Ultimo aggiornamento: D.L. n. 91 del 24 giugno 2014 (c.d. 'Decreto Competitività').

**1.6. Esposizioni creditizie garantite da beni immobili: «valore di mercato» e valori diversi dal valore di mercato**

Con riguardo alle esposizioni creditizie garantite da beni immobili il Regolamento (Ue) 575/2013 oltre a definire, come ricordato in precedenza, i concetti di «*valore di mercato*» e di «*valore di credito ipotecario*»; all'art. 124 (Esposizioni garantite da ipoteche su beni immobili)<sup>23</sup>, indica le modalità di ponderazione del rischio del 35% per le esposizioni garantite da ipoteche su immobili residenziali e del 50% per le esposizioni garantite da immobili non residenziali; rapporto di ponderazione che può essere incrementato sino al 150% sulla base delle perdite effettive e tenendo conto degli sviluppi sul mercato dei beni immobili e in considerazione della stabilità finanziaria.

Come ben noto, le nuove regole di vigilanza bancaria dettate da Basilea 3 hanno ridefinito, a decorrere dal 1° gennaio 2014, i requisiti minimi patrimoniali a fronte di rischi bancari quali rischi di credito, rischi di mercato, ecc.

È prevista una maggiore dotazione e migliore qualità del patrimonio di vigilanza a fronte delle attività a rischio; in particolare il requisito patrimoniale complessivo minimo, basato su una percentuale delle attività a rischio, dovrà essere soddisfatto per più della metà da *common equity* ossia da un patrimonio di migliore qualità costituito da capitale azionario più riserve (che passa al 4,5%, rispetto al 2% di Basilea 2).

<sup>(23)</sup> Il Regolamento, all'articolo 124 (Esposizioni garantite da ipoteche su beni immobili), dispone:

"1. (...) *La parte di un'esposizione trattata come pienamente garantita da beni immobili non supera l'importo del valore di mercato del bene costituito in garanzia o, in quegli Stati membri che hanno stabilito mediante disposizioni legislative o regolamentari criteri rigorosi per la determinazione del valore del credito ipotecario, il valore del credito ipotecario in questione.*

2. *Sulla base dei dati raccolti a norma dell'articolo 101, e di eventuali altri indicatori rilevanti, le autorità competenti procedono periodicamente, e almeno una volta all'anno, a valutare se il fattore di ponderazione del rischio del 35 % per le esposizioni garantite da ipoteche su immobili residenziali di cui all'articolo 125 e il fattore di ponderazione del rischio del 50 % per le esposizioni garantite da immobili non residenziali di cui all'articolo 126, ubicati sul loro territorio, siano basati in maniera appropriata su quanto segue:*

a) *e perdite effettive delle esposizioni garantite da immobili;*

b) *gli sviluppi sul mercato dei beni immobili; Le autorità competenti possono fissare un fattore di ponderazione del rischio più elevato o criteri più severi di quelli di cui all'articolo 125, paragrafo 2, e all'articolo 126, paragrafo 2, laddove appropriato, sulla base di considerazioni relative alla stabilità finanziaria.*

*Per le esposizioni garantite da ipoteche su immobili residenziali, l'autorità competente fissa il fattore di ponderazione del rischio in una percentuale dal 35 % al 150 %.*

*Per le esposizioni garantite da immobili non residenziali, l'autorità competente fissa il fattore di ponderazione del rischio in una percentuale dal 50 % al 150 %.*

*Entro tali intervalli, il fattore di ponderazione del rischio più elevato è fissato sulla base delle perdite effettive e tenendo conto degli sviluppi sul mercato dei beni immobili e di considerazioni relative alla stabilità finanziaria. Se la valutazione dimostra che i fattori di ponderazione del rischio di cui all'articolo 125, paragrafo 2, e all'articolo 126, paragrafo 2,*

*non rispecchiano i rischi effettivi relativi a uno o più segmenti immobiliari di dette esposizioni, pienamente garantite da ipoteche su immobili residenziali o non residenziali situati in una o più parti del proprio territorio, le autorità competenti fissano, per tali segmenti immobiliari delle esposizioni, un fattore di ponderazione del rischio più elevato, corrispondente ai rischi effettivi.*

*Le autorità competenti consultano l'ABE circa le rettifiche ai fattori di ponderazione del rischio e i criteri applicati, che saranno calcolati conformemente ai criteri stabiliti al presente paragrafo, specificati dalle norme tecniche di regolamentazione di cui al paragrafo 4 del presente articolo. L'ABE pubblica i fattori di ponderazione del rischio e i criteri che le autorità competenti fissano per le esposizioni di cui agli articoli 125, 126 e 199.*

3. *Quando le autorità competenti fissano un fattore di ponderazione del rischio più elevato o criteri più rigorosi, gli enti dispongono di un periodo transitorio di 6 mesi per l'applicazione del nuovo fattore di ponderazione del rischio.*

4. *L'ABE elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare:*

a) *i criteri rigorosi per la determinazione del valore del credito ipotecario dell'immobile di cui al par. 1;*

b) *le condizioni esposte al paragrafo 2 di cui le autorità competenti tengono conto nel determinare fattori di ponderazione del rischio più elevati, in particolare l'esistenza di "considerazioni relative alla stabilità finanziaria". L'ABE presenta alla Commissione tali progetti di norme tecniche di regolamentazione entro il 31 dicembre 2014.*

*Alla Commissione è delegato il potere di adottare le norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma conformemente agli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1093/2010.*

5. *Alle esposizioni garantite da ipoteche su beni immobili non residenziali e residenziali situati in un altro Stato membro, gli enti di uno Stato membro applicano i fattori di ponderazione del rischio e i criteri che sono stati fissati dalle autorità competenti di tale Stato membro."*

Le componenti passive, oltre a incidere sul conto economico, incidono sui coefficienti patrimoniali: (i) *Common Equity Tier 1 ratio* e (ii) *Total Capital ratio*. Le regole di vigilanza sono direttamente correlate alla rischiosità creditizia e prevedono un maggiore assorbimento di capitale in funzione della relativa rischiosità.

«A fronte di queste esposizioni le banche accantonano risorse cospicue; effettuano svalutazioni che assorbono larga parte del risultato operativo, e limitano l'autofinanziamento; ne deriva un vincolo alla erogazione di nuovi prestiti».<sup>24</sup>

Ne consegue che la media attuale stimata del costo del credito<sup>25</sup> (bps) sia 209 bps rispetto a un valore obiettivo di 74 bps.<sup>26</sup>

Il recupero di competitività dell'industria bancaria italiana necessita, da un lato, (I) dell'applicazione di metodologie e *standard* funzionali alla trasparenza e correttezza delle valutazioni; in questo le *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie* hanno svolto a tutt'oggi una funzione importante, ma ancor più nel prossimo futuro – ove correttamente e sistematicamente applicate – costituiranno uno strumento determinate per l'appropriata valutazione del *collateral* e per la misurazione della rischiosità dell'esposizione creditizia.

D'altro lato (II) il pregresso delle esposizioni creditizie stratificatosi negli anni, che ha originato *Non performing loans* (NPLs), richiede di essere gestito con tempestività, efficacia e lungimiranza. E anche in questo caso risulta cruciale il valore del *collateral*.

## 1.7. Conclusioni e uno sguardo al futuro

La nuova edizione delle *Linee guida* rappresenta certamente un importante passo avanti verso una maggiore trasparenza nel processo di determinazione dei valori; consente inoltre di elevare l'affidabilità e l'attendibilità delle valutazioni immobiliari.

Rimangono, tuttavia, ancora importanti obiettivi su cui lavorare, quali ad esempio:

- a) *database* strutturati sulla base dello specifico Protocollo d'intesa per "la raccolta, l'archiviazione e l'utilizzo di dati e informazioni per le valutazioni immobiliari", sottoscritto tra la maggior parte dei componenti il Tavolo tecnico ABI, da cui ricavare *comparable* con prezzi (e non quotazioni), associati a caratteristiche note, consistenze e informazioni inerenti il relativo segmento di mercato;
- b) la *compliance*, ovvero la misurazione della qualità degli *output* sulla base delle *Linee guida*. Anche in questo ambito le banche, ritengo, non potranno astenersi dall'attuare verifiche indipendenti, atte a valutare la qualità e l'attendibilità del lavoro sviluppato da Valutatori e società di valutazione nella fase di accensione del mutuo.

<sup>(24)</sup> Banca d'Italia, Considerazioni finali del Governatore, 26 maggio 2015.

<sup>(25)</sup> Il «costo del credito» è definito quale rapporto tra gli accantonamenti dell'anno e il totale crediti verso la clientela.

<sup>(26)</sup> Fonte: Università Cattolica del Sacro Cuore-ASSBB n.2/2915.

Per molteplici ragioni quali:

- l'accertamento della *compliance* con le vigenti disposizioni di vigilanza bancaria;
- la necessità di evitare che sia sovrastimato l'immobile rispetto al valore effettivo. Infatti, come noto la giurisprudenza, nei vari gradi di giudizio, è intervenuta più volte per dichiarare nullo il mutuo concesso dalla banca in misura superiore all'80% del valore ipotecario (non del valore di mercato) dell'immobile.

Criticità, quelle appena enunciate che comunque, con l'adozione sistematica delle nuove *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie* potranno essere prevenute o gestite appropriatamente. Per cui, anche in tal senso, le nuove *Linee guida* costituiscono un prezioso strumento per l'industria bancaria, per gli investitori internazionali, per i professionisti chiamati ad applicarle, per l'intera filiera di riferimento e, per effetto delle interconnessioni del settore, anche per la competitività del sistema Paese.

## **2. Linee guida: Trasparenza e correttezza delle valutazioni**

*a cura di Angelo Peppetti  
Associazione Bancaria Italiana*

### **2.1. Trasparenza e correttezza delle valutazioni**

La trasparenza e la corretta valutazione degli immobili rappresenta un elemento essenziale per garantire la stabilità dell'industria bancaria sia nelle operazioni

di erogazione dei crediti sia nelle emissioni/acquisizioni di titoli rivenienti da operazioni di cartolarizzazione e di obbligazioni bancarie garantite.

Elaborate nel 2011 da ABI, Assovib, Collegio Nazionale degli Agrotecnici e degli Agrotecnici Laureati; Collegio Nazionale dei Periti Agrari e Periti Agrari Laureati; Consiglio Nazionale degli Architetti Pianificatori Paesaggisti Conservatori; Consiglio dell'Ordine Nazionale dei Dottori Agronomi e dei Dottori Forestali; Consiglio Nazionale dei Geometri e Geometri Laureati; Consiglio Nazionale degli Ingegneri; Consiglio Nazionale dei Periti Industriali e **Tecnoborsa** – che hanno costituito uno specifico Tavolo Tecnico *ad hoc* nel novembre del 2010 – le *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie* (da ora *Linee guida*), hanno rappresentato nell'ultimo quinquennio quell'insieme di principi, *best practice*, requisiti che la maggioranza delle banche e gli intermediari finanziari<sup>27</sup> hanno considerato nel fornire gli incarichi ai periti interni o esterni per la valutazione degli immobili in ipoteca.

L'obiettivo che si è inteso perseguire è stato quello di introdurre principi che consentissero di eseguire valutazioni degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie secondo parametri vol-

<sup>(27)</sup> Le banche e gli intermediari finanziari che hanno dichiarato di aderire alle *Linee guida* sono oltre 140, rappresentative di quasi l'80% del mondo bancario in termini di sportelli. L'elenco delle banche è consultabile presso il sito [www.abi.it](http://www.abi.it).



ti a favorire la certezza del valore e la trasparenza nei confronti di tutti gli *stakeholder* sia privati (clienti mutuatari, agenzie di *rating*, ecc.), sia Istituzionali (Banca d'Italia, Agenzia delle Entrate già Agenzia del Territorio, Tribunali delle esecuzioni immobiliari ecc.), nell'ottica di concorrere a modernizzare il mercato delle valutazioni immobiliari, rendendolo più efficiente, dinamico e integrato a livello europeo.

L'evoluzione normativa internazionale – Circolare 575/2013/UE in tema di vigilanza bancaria<sup>28</sup> e la Direttiva 2014/17/UE<sup>29</sup> in tema di mutui ipotecari che dovrà essere recepita nell'ordinamento nazionale entro marzo 2016 –

e l'esercizio degli *stress test* (*Asset Quality Review* - AQR), organizzato dall'ABE (Autorità Bancaria Europea), sulle banche di rilevanza sistemica lo scorso anno hanno imposto un aggiornamento delle *Linee guida* ai più recenti *standard* Europei (EVS 212) e Internazionali (IVS 2013).

Il 14 dicembre 2014 è stata presentata da tutti i membri del Tavolo Tecnico la nuova versione delle *Linee guida*, pubblicata anche nel sito *internet* di ABI, [www.abi.it](http://www.abi.it) e ivi scaricabile gratuitamente. Il documento è stato inviato anche alla Banca d'Italia e ai Dicasteri competenti nel processo di recepimento della Direttiva 2014/17/UE.

<sup>(28)</sup> La Banca d'Italia con circolare del 27 dicembre 2006, n. 263, Titolo II, Capitolo I, Sezione IV (che ha recepito la Direttiva Europea sulla vigilanza Bancaria 2006/48 – *Capital Requirement Directive*) aveva introdotto una serie di requisiti atinenti (I) alla corretta valutazione degli immobili e (II) ai requisiti dei soggetti abilitati alla valutazione, al fine di riconoscere gli immobili come idonei strumenti di mitigazione del rischio nell'ambito della detenzione prudenziale del capitale di vigilanza. Il Regolamento UE n. 575/2013 del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 ha sostituito le disposizioni della predetta Circolare della Banca d'Italia, che è stata al contempo abrogata (Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 e successive modificazioni).

<sup>(29)</sup> La Direttiva 2014/17/UE all'articolo 19 regola gli obblighi degli Stati membri, dei soggetti finanziatori e dei valutatori e segnatamente: *“1. Gli Stati membri provvedono affinché siano elaborate nel proprio territorio standard per la valutazione dei beni immobili residenziali affidabili ai fini della concessione dei crediti ipoteca-*

*ri. Gli Stati membri impongono ai creditori di assicurare il rispetto di tali standard quando effettuano la valutazione di un immobile o di prendere misure ragionevoli per assicurare l'applicazione di tali standard quando la valutazione è condotta da terzi. Se le autorità nazionali sono responsabili della disciplina dei periti indipendenti che effettuano le valutazioni dei beni immobili, devono provvedere affinché tali periti rispettino la normativa nazionale vigente. 2. Gli Stati membri provvedono affinché i periti interni ed esterni che conducono valutazioni di beni immobili siano competenti sotto il profilo professionale e sufficientemente indipendenti dal processo di sottoscrizione del credito in modo da poter fornire una valutazione imparziale e obiettiva, che deve essere documentata su supporto durevole e della quale deve essere conservato un esemplare dal creditore”*. Il considerando 26) della Direttiva ha chiarito che la valutazione immobiliare deve essere redatta sulla scorta degli *standard* europei e internazionali. Inoltre, lo Stato Membro può adempiere a quanto previsto dall'art. 19 attraverso un'iniziativa di autoregolamentazione.

## 2.2. Le novità della versione aggiornata

Il processo di elaborazione e di aggiornamento delle *Linee guida* è stato complesso e ha visto la collaborazione non solo dei componenti del Tavolo Tecnico, ma anche di qualificati interventi di rappresentanti di banche e di *stakeholder* privati (associazioni di categoria, istituti di valutazione, enti di certificazione, liberi professionisti etc.), che hanno contribuito a finalizzare il documento rispetto al primo *draft* elaborato dal Tavolo Tecnico. Gli aggiornamenti hanno riguardato, tra gli altri, i seguenti elementi:

1. una maggiore distinzione del concetto di “*valore di mercato*” (valore di riferimento scelto dalle *Linee guida* nell’ottica di essere *compliant* con le vigenti disposizioni di vigilanza bancaria), da quello di “*prezzo di mercato*”. In appendice delle *Linee guida*, tuttavia, per una maggiore informazione, sono state riportate le definizioni di altri “*valori*” (valore del credito ipotecario, valore assicurabile, valore di vendita forzata);
2. una più chiara definizione dei requisiti di professionalità dei periti, nell’ottica di tener conto delle più recenti evoluzioni nazionali e internazionali in tema di certificazione della professionalità. È stato chiarito il concetto di “*indipendenza*” nonché le ore di formazione mutuandole a quanto previsto dagli Ordini di riferimento;
3. specifici chiarimenti in merito alla possibilità di utilizzare perizie con solo sopralluogo esterno (*drive-by*), o senza sopralluogo (*desktop*), esclusiva-

mente nel caso di aggiornamento o monitoraggio delle garanzie (in attuazione di quanto era stato previsto dall’EBA in sede AQR);

4. una miglior evidenziazione delle fonti dei comparabili per la corretta attuazione del *Market Comparison Approach*, nel pieno rispetto della normativa sulla *privacy*;
5. un’integrazione degli elementi/informazioni da riportare nel rapporto di valutazione, strumento essenziale per comprendere la qualità della perizia.

## 2.3. Conclusioni

Le *Linee guida sulle valutazioni degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie* rappresentano ormai una realtà conosciuta nel mercato delle valutazioni immobiliari per il mondo bancario. L’aggiornamento si è reso necessario nell’ottica di evitare l’obsolescenza di uno strumento che necessariamente deve essere dinamico nell’ottica di poter essere adeguato alle continue evoluzioni delle normative e delle prassi di stima immobiliare a livello nazionale, europeo e internazionale.

Occorre sottolineare la passione e la vitalità che hanno alimentato i lavori del Tavolo Tecnico, in un contesto di confronto serrato, peraltro sempre volto a perseguire il risultato di realizzare *guidelines* efficienti, moderne e soprattutto finalizzate a favorire la trasparenza e la correttezza delle valutazioni immobiliari. Un esempio di come la collaborazione – al contrario della sterile contrapposizione – è la strada giusta per integrare il mercato italiano nel contesto europeo. •

# II - INNOVAZIONE E MECCANISMI PSICOLOGICI LEGATI AL CAMBIAMENTO IN AMBITO PROFESSIONALE IN CORRELAZIONE CON LE NUOVE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE IMMOBILIARE

a cura di Ilaria Montenegri

*Consulente in psicologia e trasferimento politiche attive del lavoro*

e a cura di Stefano Giangrandi

*Member of the Royal Institution of Chartered Surveyors - MRICS*

*“Il problema non è mai  
come farsi venire in mente qualcosa di nuovo e innovativo  
ma come eliminare le convinzioni vecchie”*

**(Dee Hock, Fondatore di Visa)**

*Piazza San Pietro,  
Roma, intorno al 1890*



## 1. Introduzione

Questo articolo è finalizzato a promuovere una riflessione su cos'è e come funziona un'innovazione e cosa comporta in termini di meccanismi psicologici legati al cambiamento. Come viviamo l'entrata in gioco di un'innovazione nel nostro mondo professionale e di conseguenza il cambiamento? Come funzioniamo davanti ad esso? Quali motivi per valutare realmente di accettarlo?

Il *Market Approach*<sup>1</sup> si pone ad oggi certamente come uno strumento innovativo nella realtà italiana ma non in quella estera sino a un recente passato professionalmente più evoluta, in cui costituisce la metodologia utilizzata più frequentemente nella stima degli immobili.

Quali vantaggi sul piano operativo può portare acquisire una specifica competenza nell'adozione del metodo *Market Approach* e utilizzarlo nella pratica professionale?

Queste sono le domande alle quali cercheremo di dare risposta.

## 2. Il contesto attuale

La valutazione immobiliare presenta una notevole tradizione di studi accademici, insegnamenti didattici e di pratica applicativa professionale. Essa, tuttavia, ha subito negli ultimi lustri una notevole evoluzione sulla base delle profonde innovazioni registratesi sia a livello scientifico che normativo.

Tra le problematiche generali che hanno influito sull'evoluzione della dottrina possono essere ricompresi due grandi ambiti: quello relativo alla poca trasparenza del mercato immobiliare italiano e il secondo relativo alla molteplicità di soggetti da cui è stata esercitata la professione: figure con formazione e competenze diverse che non sempre hanno applicato la moderna dottrina estimativa. Per questa seconda variabile tuttavia la nuova norma UNI 11558:2014 "*Valutatore Immobiliare. Requisiti di conoscenza, abilità e competenza*" definisce le figure specializzate, caratterizzate da una formazione continua, certificata da organismi di terza parte; tale certificazione viene acquisita seguendo gli schemi dettati dalla norma internazionale UNI CEI EN ISO/IEC 17024.

In ambito internazionale, tuttavia, esistono da molti anni norme specifiche dedicate al settore dall'estimo immobiliare che, per vari versi, hanno esteso i propri influssi anche in Italia. A questo riguardo si possono citare le linee guida seguenti:

- Gli *International Valuation Standards* predisposti dall'*International Valuation Standards Council* (IVSC)
- Gli *European Valuation Standards* predisposti a cura di *The European Group of Valuer's Association* (EVS)
- Il *Red Book Rics*
- Il *Codice delle Valutazioni Immobiliari IV* (edito da **Tecnoborsa**)

Il *Market Approach* risulta perfettamente in linea con gli standard internazionali specialmente in termini di trasparenza ma non soltanto, come vedremo in seguito.

<sup>(1)</sup> Il *Market Approach* il metodo definito, nel *Codice delle Valutazioni Immobiliari*, come *Market Comparison Approach* (MCA).

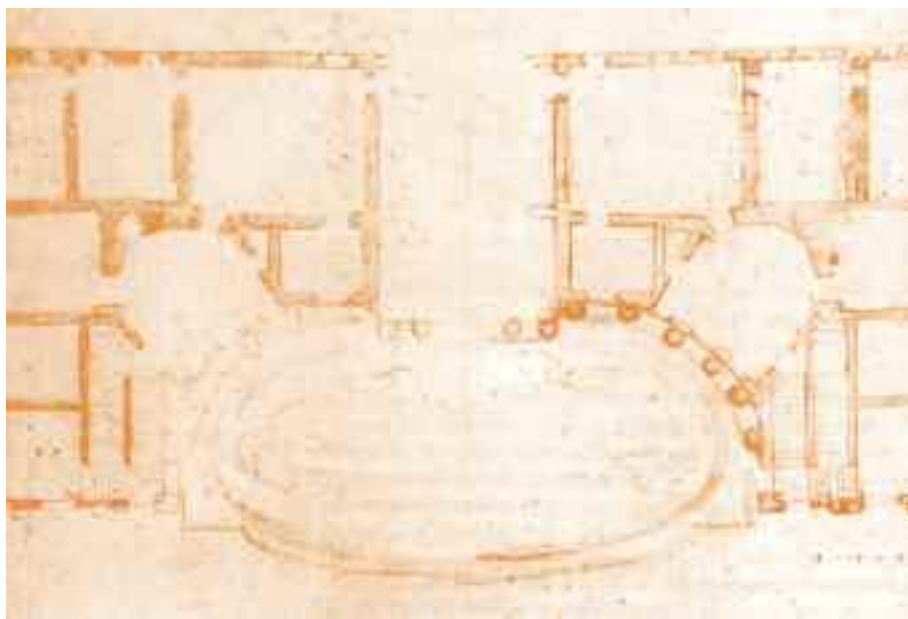
Nell'attuale contesto dell'economia globalizzata e in presenza di una congiuntura economica non favorevole, il mercato finanziario e quello immobiliare sono sempre più correlati, anzi si influenzano a vicenda.

Secondo recenti analisi statistiche nell'ambito della valutazione immobiliare del nostro Paese si deve registrare a tutt'oggi la presenza di una certa remora da parte di molti tecnici del settore ad abbandonare le modalità di redazione della perizia che prevede l'utilizzo della procedura, basata sul valore medio

unitario di mercato, relazionato al parametro caratteristico della superficie commerciale.

Indirizzo che non risponde più alla richiesta di tecnicità in divenire.

Con l'ampliamento del mercato a livello europeo si è reso impellente e necessario armonizzare la metodologia di stima a quella dei principali Paesi europei che da alcuni decenni utilizzano indirizzi estimativi che tengono conto di procedimenti comparativi pluri parametrici e quindi più aderenti al mercato immobiliare in continua evoluzione. (F. Capriolo, 2015).



*Pianta del palazzo con fontana per piazza Colonna, disegno di Pietro da Cortona, Roma, 1659*

### 3. Il cambiamento nelle organizzazioni - Parlare di innovazione

Il processo di innovazione nell'ambito professionale è definito come *“la sequenza di attività attraverso la quale un nuovo elemento viene introdotto e applicato in ambito sociale, gruppo o organizzazione, con lo scopo di apportare vantaggi significativi a tale ambito, oppure ad una parte di esso”*.

L'elemento, cioè l'idea, il prodotto, o il procedimento che sia, *“non dovrebbe essere totalmente nuovo o non familiare ai membri dell'ambito sociale, ma deve comportare un cambiamento percepibile o una sfida allo status quo”* (West e Farr, 1990).

Cosa ci specifica quindi Micheal West, docente di Psicologia delle Organizzazioni all'Università di Birmingham? Appunto che il processo di innovazione non deve essere totalmente nuovo o non familiare.

Perché? Perché l'innovazione all'interno di una cultura professionale porta con sé il cambiamento e, di conseguenza, i meccanismi psicologici sociali e individuali ad esso correlati. Molti eminenti autori hanno definito il cambiamento nelle organizzazioni, cerchiamo ora di guardare più nel dettaglio.

**Il processo di innovazione non deve essere totalmente nuovo o non familiare**

#### 3.1. Che cos'è un cambiamento?

Il cambiamento in senso generale può essere definito in diversi modi:

- *“Verificarsi di un evento che richieda all'organizzazione un adeguamento dei propri obiettivi o una ridefinizione della propria strategia o delle proprie modalità operative”*;
- *“Processo dinamico ed evolutivo delle culture, delle strutture, delle strategie e dei gruppi di potere nelle organizzazioni”* (Fraccaroli, 1998);
- *“L'adozione da parte di un'organizzazione di una nuova idea, intenzione o comportamento”* (Daft & Noe, 2001);
- *“Il movimento di un'organizzazione dal presente stato a uno stato futuro/desiderato per aumentare la sua efficacia”* (George & Jones, 2002).

Ma il cambiamento o l'innovazione in un'organizzazione non sono semplicemente questo: sono processi in realtà molto più complessi che ci mettono in gioco molto personalmente.

*“Il cambiamento è un fenomeno che ha un aspetto tecnico e uno sociale:*

- *l'aspetto tecnico* del cambiamento consiste nel *realizzare una modificazione nei consueti procedimenti professionali [...] ;*
- *l'aspetto sociale* si riferisce al *modo in cui le persone, direttamente coinvolte nel processo di cambiamento, pensano che esso possa modificare le loro radicate relazioni nell'organizzazione*” (Lawrence, 1954).

Anche l'innovazione presenta due aspetti:

- innovazione tecnologica, intesa come qualunque elemento nuovo e utile all'organizzazione;
- innovazione psicologica, in termini di comportamenti ritenuti innovativi.

Tra i due processi d'innovazione vi è una stretta relazione ossia: l'innovazione tecnologica se non trova una base fornita dall'innovazione psicologica rischia di non manifestarsi a pieno.

### 3.2. Cosa succede alle persone di fronte al cambiamento?

Le reazioni al cambiamento hanno sia degli aspetti sociali, quindi condivisi e condivisibili, che degli aspetti individuali. Uno dei più grandi esponenti e fondatori della psicologia sociale, Kurt Lewin definisce il cambiamento *“come una temporanea instabilità che agisce sull'equilibrio esistente”* (Lewin, 1951).

Lewin ci insegna che nei gruppi (collegi, ordini, organismi, associazioni, federazioni, ecc.), esiste la tendenza a mantenere uno stato di equilibrio costante nel tempo anche in presenza di cambiamento. Noi pensiamo e agiamo nelle organizzazioni secondo principi sovraordinati di certezza e coerenza.

Essendo il cambiamento una temporanea instabilità che agisce sugli equilibri che si sono creati e sulle forze che ci spingono a mantenere una certezza e coerenza, cosa succede quindi? Che la proposta di cambiamento arriva a cercare di rompere le nostre certezze acquisite e il nostro senso di coerenza, principi su cui tendenzialmente fondiamo le nostre azioni all'interno di una cultura orga-

nizzativa che presenta propri valori, credenze e convinzioni stabili.

La ricerca della certezza è infatti un principio ordinatore molto potente, ben conosciuto dagli psicologi cognitivisti: ci vuole molta energia per contraddire tale principio, ben superiore a quella necessaria per assecondarlo.

È questo il motivo del fenomeno della cosiddetta resistenza al cambiamento, anche quando questo farebbe presupporre un successo.

#### 3.2.1. Cos'è la resistenza al cambiamento?

Chiariamo subito che le resistenze al cambiamento sono presenti di norma in tutti i processi di cambiamento.

- La resistenza al cambiamento è intesa come fenomeno fisiologico, normale, con cui gli individui valutano il costo e il beneficio del mutamento in atto.

Tra le possibili ragioni che determinano tali resistenze si trovano come dicevamo la cultura organizzativa: nessuna spinta al cambiamento risulta efficace in un'organizzazione, se essa viene vissuta come incompatibile con la cultura organizzativa prevalente (Tosi, Pilati & Mero, 2002).

È, infatti, preferibile una situazione conosciuta, per quanto non soddisfacente, piuttosto che una situazione incerta che crea paura dell'ignoto, anche se questa si prospetta come vantaggiosa.

Come dicevamo ci sono sia fattori condivisi che individuali: le reazioni al cambiamento variano anche da individuo ad individuo in base ai tratti individuali di personalità.

- ▶ Non tutte le persone hanno lo stesso tipo di quello che in psicologia viene chiamato *locus of control* cioè la modalità di percezione del controllo che possono avere del proprio destino e delle cause dei loro successi/insuccessi. Studi sperimentali dimostrano che ci sono persone che sentono di avere una sensazione di maggior controllo del proprio destino e degli eventi e tendono ad avere una modalità di pensiero che li porta a contare su sé stessi e attribuire a sé stessi (propria volontà, responsabilità, determinazione) piuttosto che a fattori esterni le cause dei loro successi/insuccessi (detto *locus of control interno*): queste persone tendono ad avere quindi un atteggiamento più positivo di fronte al cambiamento. Altre persone, invece, tendono più ad attribuire la causalità dei propri risultati a cause esterne e a guardare più a fattori esterni (gli altri, accadimenti esterni, ecc.) detto *locus of control esterno*, queste persone possono invece soffrire di più un cambiamento (Rotter, 1966).
- ▶ Un'altra variabile individuale è dovuta allo stile affettivo della personalità: ci sono alcune persone che tendono a sperimentare più facilmente affetti negativi, ad avere un pensiero più pessimista e sono più propense ad avere opinioni negative, cioè ad attribuire più importanza agli aspetti negativi che positivi delle questioni, e anche queste persone potrebbero trovare più difficoltà di altri nell'accettazione di un cambiamento (Naswall e altri 2005).

- ▶ Esistono inoltre anche variabili demografiche, l'età e l'anzianità lavorativa sono un moderatore tra la percezione della giustizia distributiva e il rapporto tra le competenze che il soggetto ha, o ritiene di avere, rispetto a quelle messe in campo nell'ambito organizzativo. Nelle persone più adulte e con più anzianità lavorativa questa relazione è meno forte (Iverson, 1996).

### **Le resistenze al cambiamento sono presenti di norma in tutti i processi di cambiamento**

Questo cosa significa? Che nelle persone più giovani e con meno sicurezze è più probabile una percezione di ingiustizia distributiva del livello di professionalità e il desiderio di aumentare le proprie competenze all'interno dell'ambiente lavorativo per diminuire questa ingiustizia percepita da loro. Nelle persone più adulte, invece, la maturità, la professionalità acquisita e più certezze sul loro ruolo le portano ad essere meno sensibili a questo aspetto (probabilmente già sperimentato in precedenza) e, quindi, sono meno propense e interessate all'innovazione e al cambiamento.

Anche nelle varie definizioni date dai teorici fondatori della psicologia sociale e delle organizzazioni, infatti, troviamo delle differenze rispetto a quali aspetti del cambiamento vengono messi in luce.



Ad esempio Edgar Schein<sup>2</sup> (1969), lo definisce con queste parole: *“Il cambiamento ha come risultato il conseguimento di nuove modalità di azione, di nuovi valori e atteggiamenti per significativi gruppi di individui, membri dell’organizzazione”*.

La definizione di Beckhard e Harris (1977), mette in risalto che: *“Il cambiamento induce maggior interesse, coinvolgimento nonché aumenta l’esigenza e il bisogno di disporre di strategie efficaci coerenti con sempre più impegnative sfide in ambito professionale”*.

Ma è da Crozier & Friedberg (1978), che ci arriva la definizione di innovazione come: *“La rottura di circoli viziosi già istituiti”*.

Cosa vede invece chi desidera promuovere un cambiamento? Parleremo in seguito più in dettaglio degli aspetti positivi.

- Chi è a favore di un cambiamento è perché si è mosso, ha avuto una reazione all’elemento di staticità; ha inoltre posto il proprio *focus* sull’elemento di mancanza di sufficienti strumenti per far fronte alle nuove richieste in ambito professionale.
- Il cambiamento coinvolge inoltre la modificazione delle nostre motivazioni definite come le spinte che portano un individuo a raggiungere determinati obiettivi.
- La spinta motivazionale ad agire entra in gioco quando l’organismo perde il proprio stato di equilibrio a causa di un bisogno che insorge. Questa situazione porta ad agire sull’ambiente per ristabilire l’ordine perduto.

Una delle più importanti teorie della psicologia della personalità è quella di Abraham Maslow<sup>3</sup>, uno degli esponenti di spicco di tale disciplina secondo il quale è possibile disporre i bisogni lungo una piramide, secondo un ordine (dal basso verso l’alto) progressivo basato sulle necessità di sopravvivenza dell’individuo. I bisogni più alti non vengono avvertiti se quelli precedenti non sono stati soddisfatti (*fig. 1*).

**È possibile disporre i bisogni lungo una piramide basata sulla necessità di sopravvivenza dell’individuo**

I bisogni di un livello più elevato della scala entrano in gioco quando i precedenti sono sufficientemente soddisfatti. Come è possibile notare il bisogno di stima precede quello di autorealizzazione, i dubbi o resistenze al cambiamento di al-

---

<sup>(2)</sup> Edgar Schein<sup>[1]</sup> ha frequentato l’Università di Chicago e poi l’Università di Stanford aggiudicandosi un master in psicologia (1949) e l’Università di Harvard ottenendo un dottorato di ricerca in psicologia sociale (1952). Ha ottenuto la cattedra di Psicologia e Gestione Organizzativa e la carica di professore emerito. Tutt’oggi rimane un ricercatore molto operoso, insegnante, consulente in counseling e coaching, scrittore di fama internazionale: ha scritto ben quattordici libri (come *Culture d’impresa. Come affrontare con successo le transizioni e i cambiamenti organizzativi*).

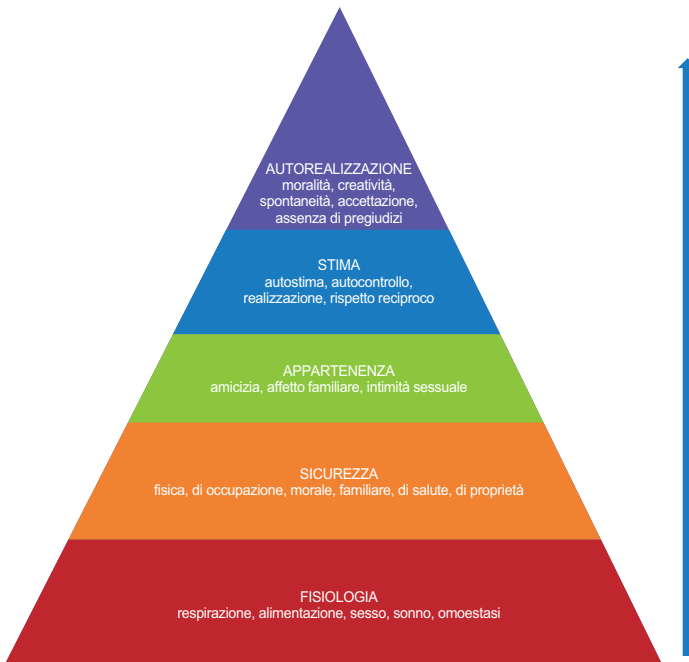
<sup>(3)</sup> Dal 1951 al 1969 è stato a capo del dipartimento di psicologia dell’università Brandeis, a Waltham, nel Massachusetts.

cuni potrebbero derivare dalla necessità di mantenere la propria attuale realizzazione e dalla preoccupazione che questa possa diminuire. I soggetti che, diversamente, accettano e promuovono il cambiamento puntano al gradino più alto probabilmente non percependo il cambiamento secondo questi termini ma come appunto aumento dell'autorealizzazione. È stato studiato e osservato che tipicamente nelle situazioni di formazione o *brainstorming* i partecipanti hanno at-

teggiamenti anche volti a non approvare, screditare, ridicolizzare o mostrare forme di resistenza al cambiamento a prescindere dall'utilità e dalla valenza dell'idea limitando l'adozione del nuovo a favore del noto e familiare (Paulus, 2000; Janssen, 2000).

Con questo non desideriamo dare un giudizio di valore sulle diverse modalità di reazione al cambiamento ma soltanto aumentare la consapevolezza su come ci guidano i nostri meccanismi cognitivi.

**FIGURA 1**  
PIRAMIDE DEI BISOGNI DI MASLOW (1954)



### 3.3. Cosa sono la dissonanza cognitiva e il pregiudizio della conferma

Esistono due concetti fondamentali che ci spiegano cosa accade nei nostri sistemi mentali davanti al cambiamento: la dissonanza cognitiva e il pregiudizio della conferma.

- La dissonanza cognitiva (Festinger L. Iacono G. 1997), è quel meccanismo che si verifica quando due situazioni con valenze quasi opposte ci si presentano davanti nei nostri comportamenti e noi dobbiamo dar loro un senso (è ormai scientificamente provato che il cervello tende sempre a organizzarsi e riorganizzare coerentemente le informazioni).

Un classico esempio è quello del fumare per i fumatori. Da un lato vogliono fumare e/o non riescono a non fumare (per altro data anche la dipendenza fisica scientificamente provata), dall'altro sanno perfettamente che ciò fa male alla loro salute: ecco che si viene a creare una dissonanza cognitiva.

Come è possibile risolverla? Nel caso del cambiamento la dissonanza che si crea è tra la tendenza a mantenere in vita pratiche conosciute e valide già sperimentate come vantaggiose, (quindi mantenere l'equilibrio del nostro sistema) e prendere in considerazione metodi nuovi che ci portano, però, a vedere potenziali rischi.

Tornando alla domanda di prima, poniamola in tale contesto: come risolvo questo conflitto? Cercando di ristabilire una coerenza e quindi attivando il meccanismo, parzialmente inconscio, detto *con-*

*firmation bias* (Mynatt C.R., Michael E. D. and R. D. Tweney), cioè pregiudizio della conferma.

- Pregiudizio della conferma viene definito come la ricerca di prove o l'interpretazione di fatti in modi che risultano orientati a confermare aspettative, credenze o ipotesi già presenti e prestabilite nella mente del soggetto.

Si ammette, cioè, una sola spiegazione riguardo un fenomeno tralasciando di valutare la sua rilevanza rispetto alla rilevanza delle ipotesi alternative, cioè si cercano tutti quegli argomenti ed esempi che confermano la nostra ipotesi o volontà (voglio fumare, il procedimento monoparametrico è migliore di quello pluriparametrico), mettendo in luce ed escludendo le ipotesi reali ma alternative.

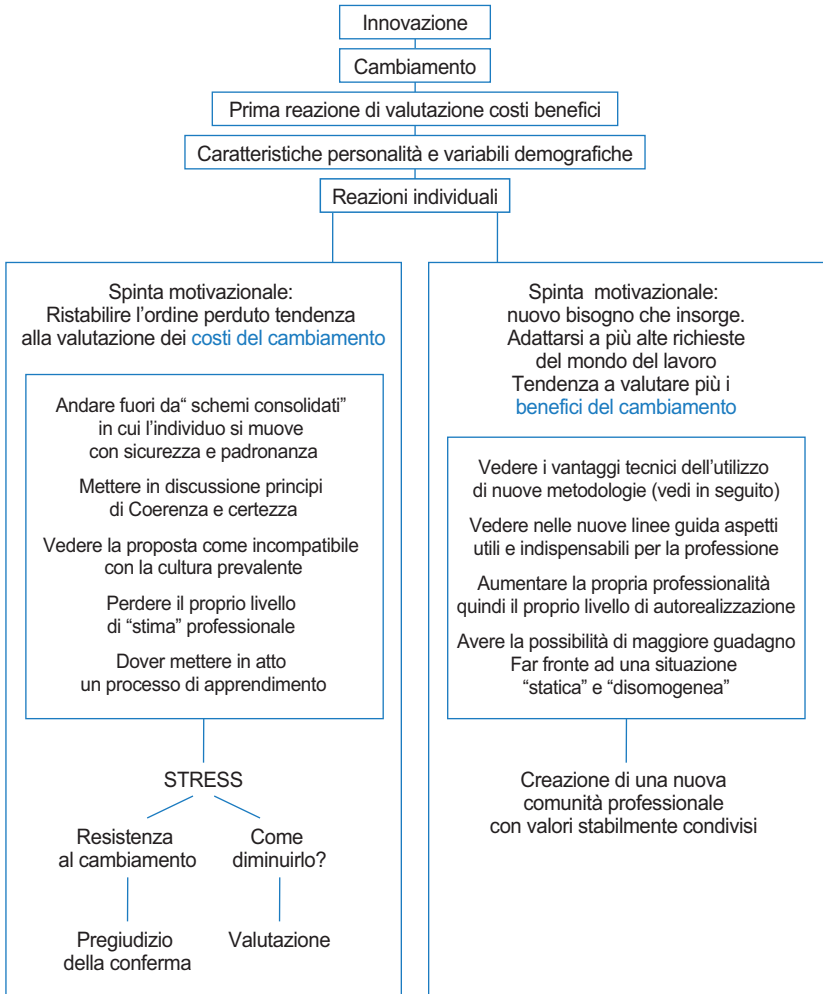
Cerchiamo quindi di confermare una delle due ipotesi cioè quella che ci permette di mantenere la nostra coerenza.

### 3.4. Ma cosa è accaduto a coloro che sentono la necessità di innovazione e cambiamento?

Alte richieste del contesto di lavoro procurano un elevato stato di attivazione sul lavoratore (*arousal*) rendendolo propenso a trovare soluzioni innovative per fronteggiare la situazione.

L'elevato livello di richieste esterne al proprio ruolo stimola l'individuo a trovare nuove soluzioni, incentivando il comportamento di generazione di idee e diviene così possibile cambiare alcuni aspetti del proprio lavoro (*fig. 2*).

**FIGURA 2**  
IL CAMBIAMENTO DELLE ORGANIZZAZIONI



## 4. La figura dell'esperto in valutazione immobiliare

La figura dell'esperto in valutazione immobiliare è una delle più complete e affascinanti della filiera immobiliare e richiede la capacità di saper coniugare competenze tecniche, economiche e legali. Si tratta di un'attività in forte espansione che necessita un notevole grado di aggiornamento e innovazione professionale.

**La figura dell'esperto in valutazione immobiliare necessita un notevole grado di aggiornamento e innovazione professionale**

Negli ultimi anni l'Italia ha conosciuto inoltre un elevato grado di novità nel settore:

- l'emanazione del *Codice delle Valutazioni Immobiliari* di **Tecnoborsa** (edizioni 2000, 2002, 2005 e 2011)
- le *Linee Guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie* promosse da ABI (edizioni 2011 e 2015)
- l'emanazione della norma UNI 11558:2014 riguardante la figura del *Valutatore immobiliare e requisiti di conoscenza abilità e competenza* traccia un profilo esatto del sapere e saper fare del Valutatore Immobiliare Certificato
- le disposizioni della Banca Centrale Europea e della Banca d'Italia
- gli *European Valuation Standards* (EVS)
- il *Red Book* (RICS).

Tutte queste iniziative convergono all'applicazione delle migliori pratiche (*best practice*), previste dagli Standard Internazionali di Valutazione Immobiliare (IVS).

### 4.1. Procedimenti di stima

Secondo le direttive, *“utilizzando i dati immobiliari il valutatore può applicare i più appropriati modelli valutativi previsti nell'ambito del Market Approach”*

I rapporti di valutazione immobiliare possono essere redatti secondo i seguenti procedimenti di stima:

- *Market Approach* (o *Marked Comparison Approach-MCA*)
- *Income Approach*
- *Cost Approach*.

La declinazione dei sopra richiamati procedimenti implica la possibilità di applicazione delle seguenti metodologie:

- *Direct Capitalization*
- *Gross rent multiplier*
- *Yield capitalization*
- *Discounted cash flow analysis* (DCFA)
- Metodo del costo di (ri)costruzione
- Sistema generale di stima
- Sistema di ripartizione.

In Italia i procedimenti più conosciuti e applicati nel recente passato sono stati (e talora sono ancora oggi): la stima monoparametrica, la stima per valori tipici e l'*expertise*.

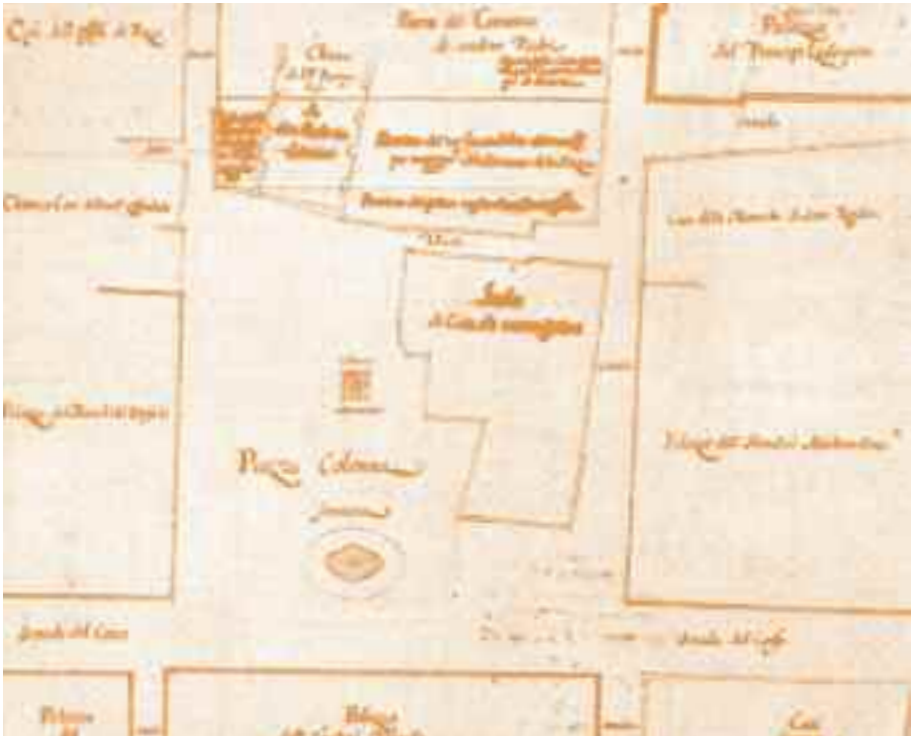
Certamente sono metodi contemplati in fatto di estimo generale e fanno parte di una vasta tradizione estimativa.

È comprensibile la volontà di molti di continuare a utilizzare lo stesso metodo in quanto consente di avvicinare ciò che abbiamo asserito in fatto evitando mec-

canismi legati al cambiamento con i fattori tecnici.

Seppure non accettato dalle *best practice* internazionali il metodo di stima monoparametrico rimane ancora oggi largamente utilizzato per diversi fattori:

- rappresenta uno schema in cui il professionista si muove con sicurezza;
- è in linea con la pratica prevalente;
- viene percepito come più semplice da realizzare e facilmente fruibile;
- è consolidato dall'esperienza individuale;
- non richiede lo sforzo di un nuovo apprendimento;
- fa parte della tradizione appresa a livello scolastico e/o universitario sino a pochi anni fa (e talora insegnata in alcuni contesti refrattari all'aggiornamento didattico-scientifico).



*Piazza Colonna, successive demolizioni previste nell'isolato dei Barnabei, ASR, Disegni e mappe, Roma*

È assolutamente comprensibile che tutto ciò crei alcuni dubbi sull'adozione di un cambiamento.

Perché dover abbandonare un metodo conosciuto per cui molti si ritengono largamente professionalizzati e su cui fanno agevole affidamento, per favorire un metodo più complesso, che richiede, inoltre, uno sforzo di aggiornamento? In questo ragionamento si innescano delle comprensibili preoccupazioni nel soggetto chiamato ad aggiornare competenze e metodologie, tra queste:

- la mia professionalità potrebbe essere percepita come inferiore anziché accresciuta;
- potrei quindi essere meno efficace professionalmente di prima poiché conosco meno approfonditamente il metodo e ne ho meno esperienza;
- i miei guadagni potrebbero diminuire;
- si ritiene che sia però necessario, nell'attuale contesto professionale legato alle valutazioni immobiliari, iniziare a valutare i benefici del cambiamento e i limiti della procedura conosciuta.

Opinioni di docenti universitari che da anni insegnano la moderna dottrina estimativa, quali Marco Simonotti, Giampiero Bambagioni, Maurizio D'Amato, Marina Ciuna ed esperienze tecniche a livello internazionale dimostrano che l'utilizzo dei moderni procedimenti di stima, tra questi il *Market Approach*, presenta notevoli vantaggi fondamentali per conformarsi al meglio agli *standard* internazionali, mentre la stima monparametrica presenta numerosi limiti sia di carattere scientifico che per quanto at-

tiene l'attendibilità dei valori stimati e la replicabilità dei risultati conseguiti.

#### 4.2. Valutare quali potrebbero essere i limiti di una stima monparametrica

- La stima è eseguita a corpo o, sovente, sulla base di una misurazione non univoca;
  - viene affrontata con i borsini e quotazioni immobiliari;
  - i valori tabellari sono utilizzati mediando valori minimi e massimi;
  - gli indici di omogeneizzazione sono effettuati con approcci extramercantili;
  - la perizia è descrittiva e la parte calcolo viene riassunta in un'unica moltiplicazione.
- Il *Codice delle Valutazioni Immobiliari* e gli IVS sanciscono che i contenuti del Rapporto di Valutazione debbano essere:
- dimostrabili e verificabili da terzi;
  - devono presentare criteri di uniformità;
  - non devono essere in disaccordo con quanto indicato dagli *standard* valutativi internazionali.

Il risultato della stima con il metodo monparametrico non è sufficientemente verificabile.

È in gioco una elevata variabile individuale legata alla soggettività del tecnico e rapportata alla funzione di *expertise*.

- Il *Market Approach* o Metodo del confronto di mercato è un procedimento di stima del prezzo di mercato o del reddito di un immobile che si svolge attraverso il confronto tra il bene oggetto di stima e un insieme di beni di confronto simili, contrattati di recente e di

prezzo o di reddito noti e ricadenti nello stesso segmento di mercato.

Il metodo del confronto di mercato si basa sulla rilevazione dei dati reali di mercato e delle caratteristiche degli immobili. L'elemento caratterizzante del *Market Approach* consiste nell'assunto che il mercato fisserà il prezzo del nostro *subject* nella medesima maniera in cui ha formato il prezzo di immobili simili. Nella pratica la metodologia del *Market Approach* smonta il bene oggetto di valutazione nelle sue caratteristiche immobiliari e le confronta una ad una con le caratteristiche delle unità immobiliari poste a comparazione, lavorando per differenza tra l'oggetto ed i comparabili; per mezzo dei prezzi marginali si creano gli aggiustamenti.

L'immobile oggetto di stima e gli immobili posti a comparazione devono appartenere al medesimo segmento di mercato, che per definizione è quell'unità elementare non ulteriormente scindibile dall'analisi economico-estimativa del mercato immobiliare stesso. Due o più unità immobiliari ricadono nello stesso segmento di mercato se presentano eguali ammontari economico-estimativi.

**L'utilizzo dei moderni procedimenti di stima presenta notevoli vantaggi fondamentali per conformarsi al meglio agli standard internazionali**

### 4.3. Vantaggi del metodo *Market Approach* secondo gli esperti

Questo metodo appartiene alla famiglia degli *Adjustment grid methods* ed è poco conosciuto nel nostro Paese nonostante il giudizio unanime e provato della sua precisione (Simonotti, 2001). Secondo Simonotti, il procedimento presenta i seguenti vantaggi:

- precisione: la precisione nel MA è funzione del numero e del grado di dettaglio dei dati immobiliari rilevati e della competenza e dell'esperienza degli esperti;
- può raggiungere il massimo grado di dettaglio e di precisione della stima;
- professionalità estimativa;
- è facilmente comprensibile da clienti e *stakeholders*;
- riduce il contenzioso.

Con il rapporto di valutazione che segue gli *standard*:

- si ottiene un vero report immobiliare;
- si seguono i dettami degli IVS e del *Codice delle Valutazioni Immobiliari* (CdVI);
- la valutazione non viene eseguita a corpo ma segue un modo ordinato in un percorso numerico-scientifico con regole condivise;
- i calcoli si poggiano su punti di riferimento certi (i comparabili), rilevati direttamente dal mercato immobiliare;
- è possibile un riesame delle valutazioni in linea con l'attività di *due diligence*<sup>6</sup> Cap. 12 CdVI.

<sup>6</sup> È il processo attraverso il quale si devono diminuire le asimmetrie informative tra una parte alienante e una acquirente.



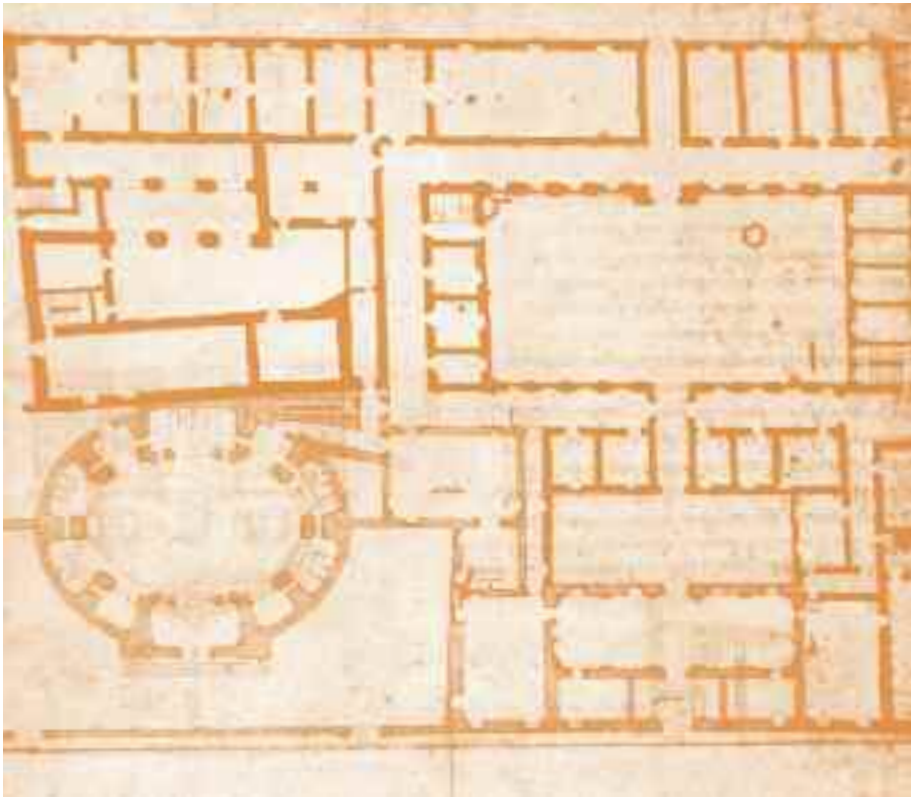
Possibili vantaggi globali della formazione e dell'utilizzo del *Market Approach*:

- sensibile miglioramento della propria professionalità potendo vantare l'utilizzo di un metodo che risponde a criteri di trasparenza, precisione, scientificità e verificabilità e ripetibilità;
- partecipazione attiva alla creazione di una nuova comunità professionale con condivisione di valori e metodologie comuni;
- sviluppo di una professionalità nuova in espansione e ricercata;
- possibilità di aumento dei propri guadagni;
- potersi affidare alla sicurezza di una *best practice*;
- aumentare il proprio livello di auto-realizzazione. •

### **Bibliografia**

- ▶ Bambagioni G., *Sulle cause e sulle implicazioni dell'evoluzione della dottrina estimativa*, Quaderni di Economia Immobiliare QEI N.14, pp. 10-19, 2010
- ▶ Beckhard Harris, *Organizational transitions: Managing complex change*, OTH Edition, 1977
- ▶ Capriolo F., *Estimo tra cultura e professione*, 2015
- ▶ Caprara G.V., Gennaro A., *Psicologia della Personalità*, Il Mulino, Bologna, 1994
- ▶ Cavada M.L., *Ricerca-azione sui processi psicosociali del personale durante il cambiamento organizzativo*, Tesi di dottorato di ricerca in psicologia delle organizzazioni: processi di differenziazione e integrazione, Università Studi di Verona
- ▶ Crozier Michel e Friedberg Erhard, *Attore sociale e sistema*, Sociologia dell'azione organizzata, 1978
- ▶ Daft R. L. & Noe R. A., *Organizational Behavior*, Harcourt College Publishers, Orlando: FL, 2001
- ▶ Festinger Leon e Iacono Gustavo, *Teoria della dissonanza cognitiva*, Franco Angeli, Milano, 1997
- ▶ Fraccaroli F., *Apprendimento e formazione nelle organizzazioni. Una prospettiva psicologica*, Il Mulino, Bologna, 2007
- ▶ George J. M. & Jones G. R., *Understanding and Managing Organizational Behavior*, Prentice Hall International, Upper Saddle River, NJ, 2002
- ▶ *International Valuation Standard – IVS*
- ▶ Iverson R., *Employee acceptance of organizational change: The role of organizational commitment*, International Journal of Human Resource Management, 1996
- ▶ Lewin K., *Teoria e sperimentazione in psicologia sociale*, Il Mulino, Bologna, 1951
- ▶ Martines Fuentes C., Pardo Del Val M., *Resistance to change: a literature review and empirical study*, Management Decision, 41/2, 2003
- ▶ Mynatt Clifford R.; Doherty Michael E.; Tweney Ryan D., *Confirmation bias in a simulated research environment: An experimental study of scientific inference*, The quarterly journal of experimental psychology, 29.1: 85-95, 1977
- ▶ Naswall K., Sverke M. & Hellgren J., *The moderating role of personality characteristics on the relationship between job insecurity and strain*, Work & Stress, 2005

- ▶ Rotter J.B., *Generalized Expectancies for Internal versus External Control of RE-inforcement*, in Psychological Monographs, 1966
- ▶ Schein E., *Process consultation: Its role in organization development*, Eric, 1969
- ▶ Simonotti M., *I procedimenti di stima su larga scala (Mass Appraisal)*, Aes-  
 timum, [S.I.], ISSN 1724-2118, jun. 2009
- ▶ Simonotti M., *Manuale delle Stime immobiliari*, 2005
- ▶ West M.A. e Farr J.L., *Innovation at work*, Chichester, UK: Wiley, 1990
- ▶ Tosi H.L., Pilati M. & Mero N.P., *Comportamento Organizzativo, Persone, Gruppi e Organizzazioni*, Egea, Milano, 2002



S. Andrea al Quirinale, primo progetto di G.L. Bernini, Roma

# III - L'EVOLUZIONE DEL PATRIMONIO ABITATIVO ITALIANO QUARANT'ANNI DI ABITAZIONI ATTRAVERSO I CENSIMENTI ISTAT

a cura di Alice Ciani e Lucilla Scelba  
*Tecnoborsa*



In Italia, dal 1971 al 2011,  
le abitazioni in generale  
sono cresciute  
con un incremento  
di circa l'80%

*Botteghe in via della Scrofa,  
Roma*

## 1. Introduzione

I *Quaderni di Tecnoborsa*, tornano sul tema dei Censimenti Istat recentemente affrontati<sup>1</sup> e, a distanza di circa un decennio<sup>2</sup>, il presente capitolo rielabora un nuovo confronto attraverso i Censimenti che si sono succeduti dal 1971 al 2011. Nell'arco dei quarant'anni intercorsi tra gli ultimi cinque Censimenti generali della popolazione e delle abitazioni la casa degli italiani ha subito delle trasformazioni radicali, corrispondenti alle mutate esigenze di un vivere moderno.

### Nel decennio 1971-1981 c'è stato un boom nella crescita del numero delle abitazioni

C'è da sottolineare che, rispetto alle passate rilevazioni, nel 2011 l'Istat non ha più preso in esame alcuni aspetti quali la condizione abitativa degli stranieri residenti in Italia e la cura degli italiani per le proprie case. Pertanto, il presente confronto si incentra in particolare sulle dimensioni delle abitazioni occupate

da almeno una persona residente – ovvero le classi di superficie, la superficie media, il numero e la superficie media delle stanze – sul livello di affollamento – cioè il numero medio di occupanti per stanza sia totale che per titolo di occupazione – e, infine, su cucina, cucinino o angolo cottura delle abitazioni; inoltre, l'analisi è stata condotta a livello nazionale e a livello di macroaree Istat.



Scala Regia e monumento equestre di Costantino, incisione di A. Specchi in F. Bonanni, Roma, 1715

<sup>(1)</sup> Cfr. "QEI - *Quaderni di Economia Immobiliare - Periodico semestrale di Tecnoborsa*", N. 22, Gennaio/Giugno 2015, Cap.II, "Una lettura del 15° Censimento generale della popolazione e delle abitazioni".

<sup>(2)</sup> Cfr. "QEI - *Quaderni di Economia Immobiliare - Periodico semestrale di Tecnoborsa*", N. 6, Gennaio/Giugno 2006, Cap.III, "L'evoluzione del patrimonio abitativo italiano: trent'anni di abitazioni attraverso i Censimenti".

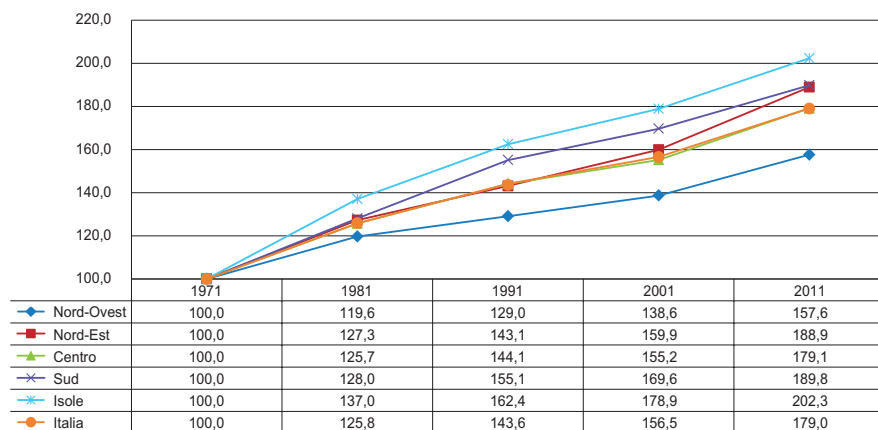
## 2. Le abitazioni in Italia

Il patrimonio immobiliare italiano è passato da 17.433.972 abitazioni censite nel 1971 a 31.208.161 censite nel 2011, con un incremento assoluto di 13.774.189 abitazioni (79%). A livello di macroaree sono le Isole ad aver registrato l'incremento maggiore, infatti, nell'arco del quarantennio preso in esame le abitazioni sono più che raddoppiate; seguono Sud e Nord-Est anch'esse sopra la media Italia, rispettivamente con un incremento dell'89,8% e dell'88,9%; il Centro è in linea con il dato nazionale (79,1%); infine, il Nord-Ovest è sotto la media, avendo registrato un incremento del 57,6% (graf. 1).

Andando a osservare più da vicino i dati intercensuari c'è da notare che nel decennio 1971-1981 c'è stato un boom nella crescita del numero delle abitazioni che, a livello nazionale ha toccato il 25,8%; nei due decenni successivi il trend è stato sempre crescente ma con un tasso inferiore (14,1% nel 1981-1991 e solo 9% nel 1991-2001), con una certa ripresa nell'ultimo decennio (14,3%).

Per quanto concerne, invece, le sole abitazioni occupate da persone residenti risulta che negli ultimi quarant'anni sono cresciute di 8.833.750 unità, passando dai 15.301.427 di abitazioni censite nel 1971

**GRAFICO 1**  
 ABITAZIONI PER ANNO DI CENSIMENTO E RIPARTIZIONE GEOGRAFICA  
 (variazioni % - anno base 1971=100)



Fonte: Elaborazioni Csei **Tecnoborsa** su dati Istat - Censimenti generali della popolazione e delle abitazioni

ai 24.135.177 censite nel 2011, dunque con un incremento percentuale pari al 57,7%. Rispetto a questo dato tutte le macroaree sono sopra la media con un picco del Nord-Est (68,1%), fatta eccezione del Nord-Ovest che, invece, è cresciuto solo del 43% (graf. 2).

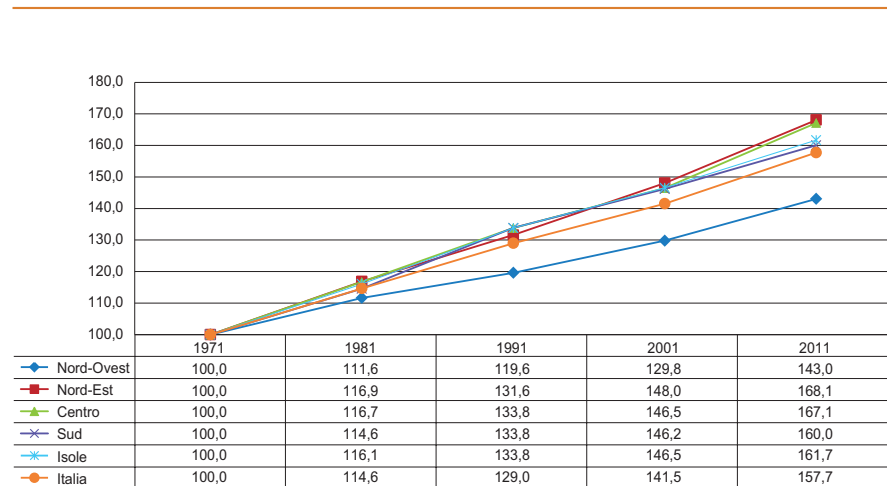
Scendendo nel dettaglio dei quattro decenni l'andamento generale è simile a quanto già visto, tuttavia i valori sono più costanti tra loro, infatti il dato Italia nel periodo 1971-1981 è cresciuto del 14,6%, è sceso al 12,5% nel decennio successivo, è ulteriormente calato a 9,7%, per poi risalire all'11,5% nel periodo 2001-2011.

### Per le abitazioni occupate da persone residenti in Italia nel 2011 si registra un calo generalizzato

Le abitazioni occupate da persone residenti in Italia nel 2011 sono state il 77,3% delle abitazioni totali e tale percentuale è scesa di 10,4 punti percentuali rispetto al 1971, in favore delle abitazioni non occupate o occupate da persone non residenti. Anche a livello di aree geografiche si registra un calo generalizzato pur se con andamenti molto diversi; infatti, nelle Isole c'è stata una diminuzione di ben 17,3 punti percentuali;

**GRAFICO 2**

ABITAZIONI OCCUPATE DA RESIDENTI PER ANNO DI CENSIMENTO E RIPARTIZIONE GEOGRAFICA (variazioni % - anno base 1971=100)



Fonte: Elaborazioni Csei **Tecnoborsa** su dati Istat - Censimenti generali della popolazione e delle abitazioni

al Sud di 13,7 punti; nel Nord-Est di 9,8; nel Nord-Ovest di 8,2 e al Centro di 5,8 punti percentuali (graf. 3). Questo spiega la sensibile differenza tra il tasso di crescita del numero totale di abitazioni dal 1971 al 2011 rispetto al numero di abitazioni occupate da residenti, dal momento che le seconde case sono aumentate del 131%.

**C'è una sensibile differenza tra il tasso di crescita del numero totale di abitazioni dal 1971 al 2011 dal momento che le seconde case sono aumentate del 131%**

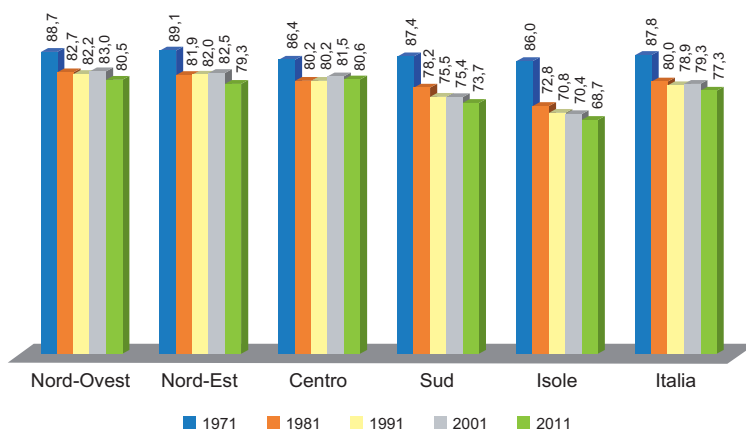
### 3. Le abitazioni occupate da persone residenti: tendenze e trasformazioni

#### 3.1. Dimensioni dell'abitazione

Un fattore rilevante che i Censimenti permettono di investigare è quello relativo alle dimensioni delle abitazioni occupate da famiglie residenti in termini di superficie media disponibile, di numero e di superficie delle stanze.

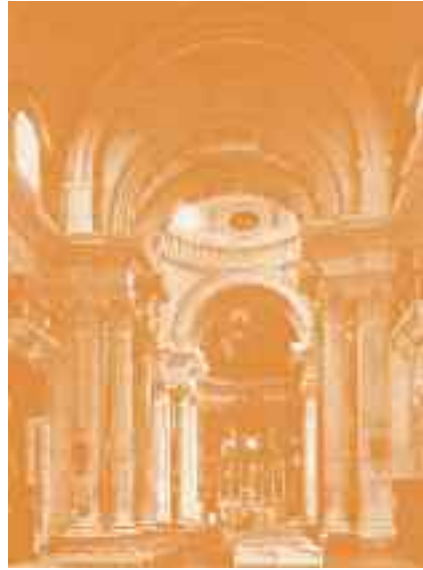
L'analisi della distribuzione delle abitazioni occupate da persone residenti per classe di superficie per i Censimenti mostra che nel 1971 il picco delle abitazioni riguardava metrature tra i 60 e i 79 mq (25,8%); invece, nel 2001 e nel 2011 il pic-

**GRAFICO 3**  
 ABITAZIONI OCCUPATE DA PERSONE RESIDENTI  
 PER ANNO DI CENSIMENTO E RIPARTIZIONE GEOGRAFICA  
 (val.% rispetto al totale abitazioni)



Fonte: Elaborazioni Csei **Tecnoborsa** su dati Istat - Censimenti generali della popolazione e delle abitazioni

co riguarda le abitazioni tra gli 80 e i 99 mq (rispettivamente 26,1% e 25,2%) (graf. 4). La superficie media<sup>4</sup> delle abitazioni occupate da persone residenti nel 2011 è pari a 99,3 mq, contro i 96 mq del 2001, i 94,1 mq del 1991, gli 85,3 mq del 1981 e i 75,1 mq del 1971. L'ultimo quarantennio è stato, quindi, caratterizzato da un incremento di oltre 24 mq, concentrato per lo più nel periodo 1971-1991. L'analisi per ripartizione geografica mostra che le abitazioni del Nord-Est sono sempre quelle più grandi in tutti i Censimenti, poiché la superficie media è pas-

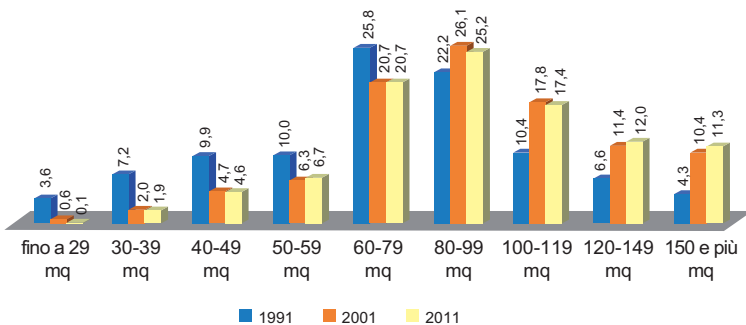


Interno di S. Maria in Campitelli, C. Rainaldi, Roma

<sup>(3)</sup> Per quanto riguarda la superficie netta disponibile per i Censimenti 1981 e 1991 i dati Istat non sono disponibili.

<sup>(4)</sup> La superficie media è calcolata dividendo la superficie totale delle abitazioni occupate da persone residenti (in metri quadrati) sul totale delle abitazioni occupate da persone residenti.

**GRAFICO 4**  
ABITAZIONI OCCUPATE DA RESIDENTI PER CLASSI DI SUPERFICIE E ANNO DI CENSIMENTO<sup>3</sup>  
(val. %)



Fonte: Elaborazioni Csei **Tecnoborsa** su dati Istat - Censimenti generali della popolazione e delle abitazioni

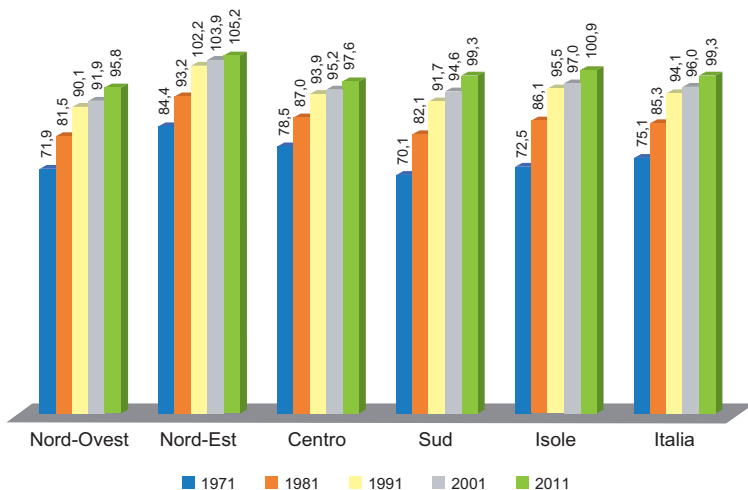


sata dagli 84,4 mq del 1971 ai 105,2 del 2011; a seguire vi sono le Isole, passate dai 72,5 mq del 1971 ai 100,9 del 2011; segue a ruota il Sud con i 70,1 mq del 1971 e i 99,3 del 2011; e ancora, il Centro che nel 1971 era secondo in classifica con una media di 78,5 mq e nel 2011 è sceso in quarta posizione con 97,6 mq; infine, c'è il Nord-Ovest con 71,9 mq nel 1971 e 95,8 del 2011 che, però, dal 1981 in poi è ultimo in classifica (graf. 5). Per quanto riguarda il numero medio di stanze per abitazioni occupate da almeno una persona residente<sup>5</sup>, a fronte di una situazione generale che nel 1971 faceva registrare 3,7 stanze in media, ha

visto salire tale numero fino a 4,2 nel 1981 ma nei decenni successivi è rimasto sostanzialmente stabile. A livello di macroaree la crescita è stata abbastanza omogenea rispetto alla media nazionale ma c'è da rilevare che la crescita maggiore si è verificata al Sud e nelle Isole, nel primo caso si è passati dalle 3,3 stanze del 1971 (valore decisamente sotto la media), alle 4,2 del 2011 e, nel secondo

<sup>5</sup> Il numero di stanze per abitazione è calcolato dividendo il numero totale di stanze delle abitazioni occupate da persone residenti sul totale delle abitazioni occupate da persone residenti.

**GRAFICO 5**  
 SUPERFICIE MEDIA DELLE ABITAZIONI OCCUPATE DA RESIDENTI  
 PER ANNO DI CENSIMENTO E RIPARTIZIONE GEOGRAFICA  
 (metri quadrati)



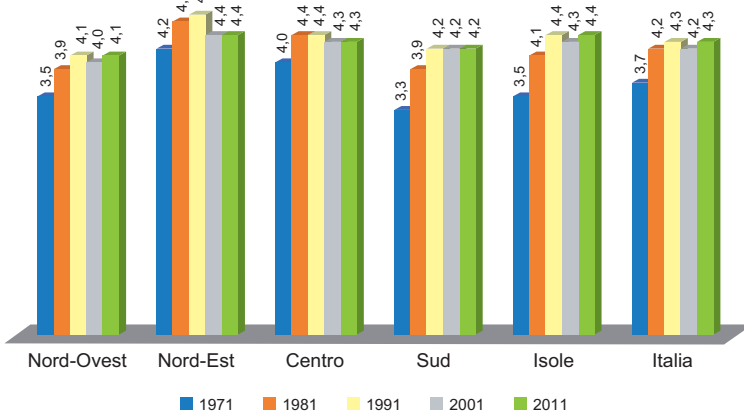
Fonte: Elaborazioni Csei **Tecnoborsa** su dati Istat - Censimenti generali della popolazione e delle abitazioni

caso, da 3,5 a 4,4; invece, nel Nord-Est, già sopra media nel 1971 con 4,2 stanze, si è arrivati a 4,7 nel 1991, per poi attestarsi su 4,4 nei due decenni successivi; il Centro è l'area nella quale il valore è rimasto più stabile nei decenni presi in esame; infine, il Nord-Ovest è rimasto sempre lievemente al di sotto della media nazionale nel quarantennio (*graf. 6*). Non solo stanze in più rispetto al passato, ma anche stanze più grandi: è il risultato dell'analisi della superficie media delle stanze<sup>6</sup>, in accordo con quanto precedentemente visto relativamente alla distribuzione delle abitazioni occupate da persone residenti per classe di superficie. Alla data dell'ultimo Censimento 2011 la superficie media delle

stanze in abitazioni occupate da persone residenti è di 23,4 mq contro i 22,9 mq del 2001, i 21,8 mq del 1991, i 20,5 mq del 1981 e i 20,4 mq del 1971. Ciò significa che negli ultimi quarant'anni i residenti in Italia occupano abitazioni con stanze più spaziose di circa 3 mq. Sono, in particolare, le abitazioni del Nord-Est a presentare, nel 2011, il valore massimo (23,9 mq) e sono anche quelle che nell'arco di tempo preso in esa-

<sup>6</sup> La superficie media delle stanze delle abitazioni occupate da persone residenti è calcolata dividendo la superficie totale delle abitazioni occupate da persone residenti (in metri quadrati) sul numero totale di stanze delle abitazioni occupate da persone residenti.

**GRAFICO 6**  
NUMERO MEDIO DI STANZE IN ABITAZIONI OCCUPATE DA RESIDENTI  
PER ANNO DI CENSIMENTO E RIPARTIZIONE GEOGRAFICA



Fonte: Elaborazioni Csei **Tecnoborsa** su dati Istat - Censimenti generali della popolazione e delle abitazioni

me sono cresciute maggiormente (3,7 mq); il Nord-Ovest, che quanto a numero di stanze nel quarantennio è sempre rimasto al di sotto della media nazionale, invece, per quanto riguarda la superficie media delle stesse stanze registra una crescita sempre sopra tale media (3,3 mq); il Centro, di contro, con 22,6 mq per stanza presenta il valore minimo dell'indicatore tra le ripartizioni con una crescita di 2,7 mq; il Sud e le Isole presentano un andamento simile con una crescita di soli 2,3 mq (*graf. 7*).

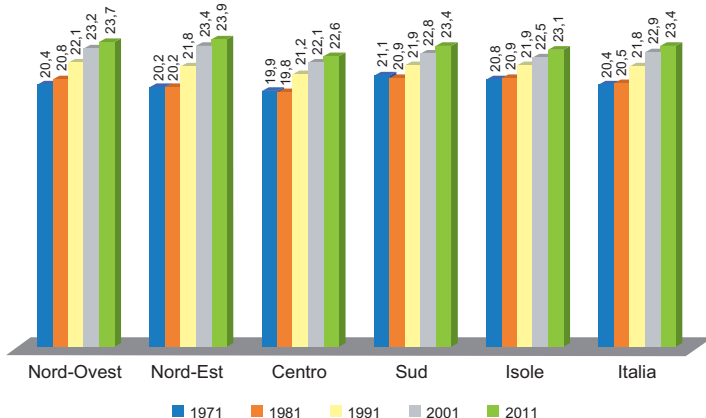
### 3.2. Livello di affollamento

A conferma della tesi iniziale secondo la quale le condizioni abitative dei residenti sarebbero migliorate nel corso degli ul-

timi quarant'anni, rispetto chiaramente ai parametri utilizzati durante lo studio, vi è il risultato dell'analisi della distribuzione per anno di censimento del numero di occupanti per stanza, in abitazioni occupate da persone residenti<sup>7</sup>. Riguardo agli indicatori precedentemente analizzati, per i quali un aumento del valore sintetizza una condizione abitativa più confortevole, variazioni

<sup>7</sup> Il numero di occupanti per stanza in abitazioni occupate da persone residenti è calcolato dividendo il numero di occupanti delle abitazioni occupate da persone residenti sul numero totale di stanze delle abitazioni occupate da persone residenti. In letteratura l'indicatore è noto anche come "indice di affollamento".

**GRAFICO 7**  
 SUPERFICIE MEDIA DELLE STANZE IN ABITAZIONI OCCUPATE DA RESIDENTI  
 PER ANNO DI CENSIMENTO E RIPARTIZIONE GEOGRAFICA  
 (metri quadrati)



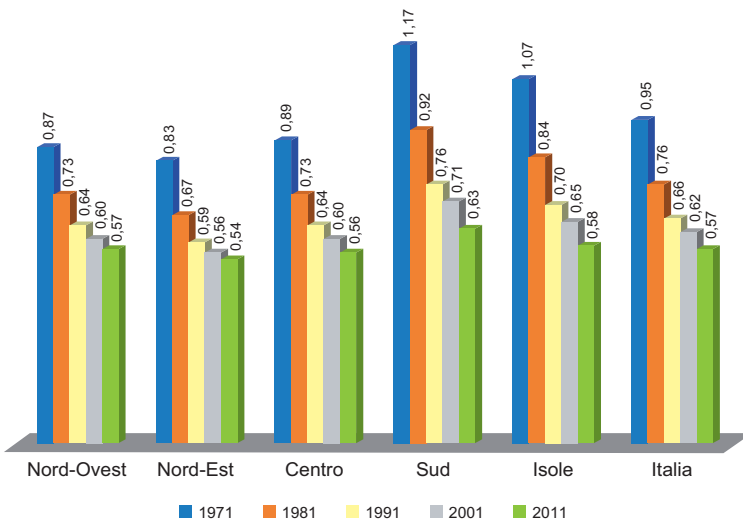
Fonte: Elaborazioni Csei **Tecnoborsa** su dati Istat - Censimenti generali della popolazione e delle abitazioni

negative del numero di occupanti per stanza in abitazione occupata da persone residenti segnalano un minore grado di affollamento delle abitazioni e, pertanto, una migliore qualità dello *standard* abitativo.

In Italia, nel 2011, ci sono 0,57 occupanti per stanza, contro lo 0,95 di partenza nel 1971, sceso allo 0,76 del 1981, lo 0,66 del 1991 e lo 0,62 del 2001. È al Sud che si registra il calo più consistente nel quarantennio perché, partito da 1,17 nel 1971 è sceso allo 0,63 nel 2011 (0,54 occupanti per stanza), tuttavia rimane l'area con i valori più alti negli ultimi Cen-

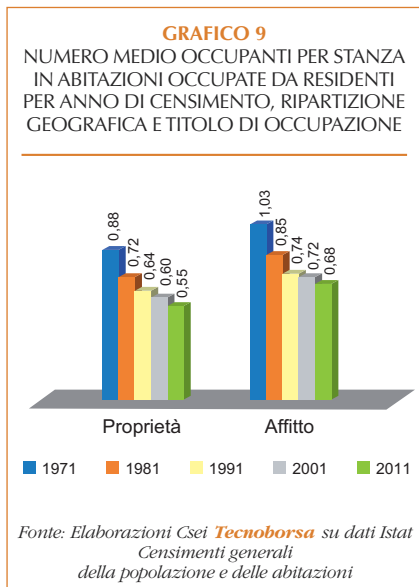
simenti; anche le Isole presentano valori simili con un calo di 0,49 occupanti essendo partite da 1,07 nel 1971 ed essendo arrivate a 0,58 nel 2011; i valori più bassi si registrano complessivamente al Centro-Nord con un calo di circa 0,30 occupanti per stanza e con un numero medio che si discosta poco dalla media nazionale in tutto il quarantennio (*graf. 8*). Un dato molto interessante emerge dal confronto per titolo di occupazione – proprietà o affitto – del numero medio di occupanti per stanza in abitazioni occupate da residenti: a livello nazionale gli occupanti in locazione, fin dal 1971

**GRAFICO 8**  
NUMERO MEDIO OCCUPANTI PER STANZA IN ABITAZIONI OCCUPATE DA RESIDENTI  
PER ANNO DI CENSIMENTO E RIPARTIZIONE GEOGRAFICA



Fonte: Elaborazioni Csei **Tecnoborsa** su dati Istat - Censimenti generali della popolazione e delle abitazioni

e per tutto il quarantennio successivo, sono sempre stati superiori a quelli in proprietà, quindi si può affermare che le case in affitto siano mediamente più affollate di quelle in proprietà (graf. 9).



### 3.3. Cucina abitabile, cucinino o angolo cottura

L'ultima variabile esaminata per effettuare il confronto temporale delle abitazioni italiane è la presenza di almeno una cucina con caratteristiche di stanza o soltanto di un cucinino o di un angolo cottura. L'informazione sulla presenza di cucinini e angoli cottura è stata raccolta solo a partire dal Censimento del 1991; precedentemente, invece, erano state raccolte informazioni solamente sul-

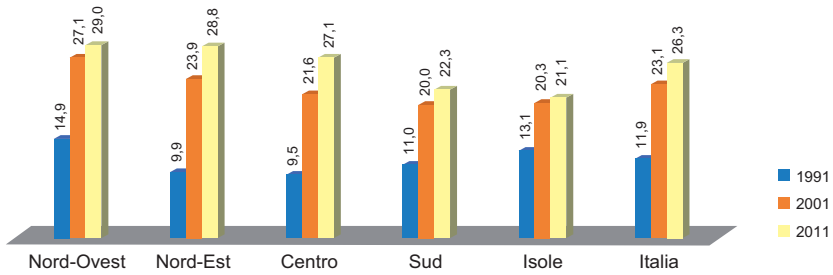
le cucine, pertanto, ci si è limitati a confrontare i risultati degli ultimi tre Censimenti.

Nell'ultimo ventennio (1991-2011), è più che raddoppiato il numero di abitazioni occupate da persone residenti che dispone solo di un cucinino o di un angolo cottura: l'incidenza di tali abitazioni è, infatti, passata dall'11,9% (2.340.246 abitazioni), del 1991 al 26,3% (6.345.144 abitazioni), del 2011; tuttavia, la vera e propria inversione di tendenza a favore di cucinini e angoli cottura si è verificata tra il 1991 e il 2001 (23,1%, 5.109.638 abitazioni).

**Negli ultimi quarant'anni i residenti in Italia occupano abitazioni con stanze più spaziose di circa 3 mq**

Andando a guardare più da vicino le macroaree il Nord-Ovest in tutti e tre i Censimenti presi in esame fa registrare percentuali di piccole cucine sopra la media, anche se la crescita è allineata a quella nazionale (circa 14 punti percentuali); il Nord-Est e il Centro, che nel 1991 avevano quote inferiori al valore medio, viceversa nel 2011 presentano percentuali più alte e, infatti, in questo caso l'incremento si aggira intorno ai 18 punti; infine, Sud e Isole, che mostravano percentuali prossime alla media nazionale nel 1991, nei due Censimenti successivi hanno registrato valori inferiori a quelli medi, specie per quanto riguarda il 2011 (graf. 10).

**GRAFICO 10**  
 ABITAZIONI OCCUPATE DA RESIDENTI PER DISPONIBILITÀ DI SOLO CUCININO E/O ANGOLO COTTURA, PER ANNO DI CENSIMENTO E RIPARTIZIONE GEOGRAFICA (val. %)



Fonte: Elaborazioni Csei **Tecnoborsa** su dati Istat - Censimenti generali della popolazione e delle abitazioni

#### 4. Conclusioni

In Italia, dal 1971 al 2011, le abitazioni in generale sono cresciute con un incremento di circa l'80%; in particolare, nel quarantennio sono più che raddoppiate nelle Isole, mentre nell'ultimo periodo intercensuario il Nord-Est è l'area che ha registrato l'incremento maggiore.

Anche le abitazioni occupate da almeno una persona residente sono aumentate nell'arco di tempo compreso tra gli ultimi cinque Censimenti, ma con un incremento che sfiora il 60% – tutte le aree presentano valori superiori alla media, salvo il Nord-Ovest – quindi, sono cresciute maggiormente le seconde case; infatti, la percentuale di abitazioni occupate è scesa nei quarant'anni su tutto il territorio, però il calo maggiore si è verificato tra il Censimento del 1971 e quello del 1981. Complessivamente, dall'analisi degli indicatori utilizzati per la valutazione delle dimensioni e del grado di affollamento

delle abitazioni occupate da persone residenti emerge che c'è stato un miglioramento delle condizioni abitative sia a livello nazionale che a livello di macroaree. Infatti, è aumentata la superficie media delle prime case, il numero delle stanze e la superficie delle stesse, mentre è diminuito il numero medio degli occupanti per stanza, anche se le abitazioni in affitto sono sempre quelle in cui il livello di affollamento è più elevato. Una notazione a parte merita il radicale cambiamento dello stile di vita delle famiglie italiane che si registra nell'ultimo ventennio circa le dimensioni della cucina che, in controtendenza rispetto all'ampliamento generale delle altre stanze, è andata restringendosi; infatti, è salita la quota di cucinino o angolo cottura, a scapito della cucina abitabile e la grossa variazione si è verificata tra il 1991 e il 2001 ma è proseguita nel decennio successivo. •

# IV - L'INDAGINE TECNOBORSA 2015: LE FAMIGLIE ITALIANE E IL MERCATO IMMOBILIARE NELLE SEI GRANDI CITTÀ INTERMEDIAZIONE E VALUTAZIONE

a cura di Alice Ciani,

Centro Studi sull'Economia Immobiliare di **Tecnoborsa** - CSEI

Nelle grandi città di Roma, Milano, Napoli, Torino,  
Palermo e Genova si conferma una volta di più  
il ruolo fondamentale delle agenzie  
nelle transazioni immobiliari



*Veduta aerea del complesso  
di S. Maria della Pace, Roma*

## 1. Introduzione

Con l'Indagine **Tecnoborsa** 2015 nelle grandi città di Roma, Milano, Napoli, Torino, Palermo e Genova si conferma una volta di più il ruolo fondamentale delle agenzie nelle transazioni immobiliari. Infatti, anche se gli italiani usano sempre più la rete pure quando cercano casa è proprio qui che incontrano le agenzie che ormai si avvalgono di inserzioni su *webe social network* per pubblicizzare le proprie offerte, oltre alle riviste specializzate e ai cartelli vendesi o affittasi.

Del resto, circa due terzi degli acquirenti passa attraverso l'agenzia immobiliare e questo è un elevato indice di affidabilità e ne fa un riferimento costante del mercato, fermo restando che il potenziale di espansione presenta ancora un margine di sviluppo assai interessante. Stando ai dati trimestrali più recenti del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, che periodicamente diramano Banca d'Italia, **Tecnoborsa** e Agenzia delle Entrate, dopo anni di pessimismo è cresciuta la fiducia degli operatori del settore a breve termine.

Quanto alla valutazione immobiliare che la Società da sempre promuove, in particolare fin dalla prima edizione del *Codice delle valutazioni immobiliari*, si segnala l'imminente approvazione delle nuove *Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie* dell'Abi, cui **Tecnoborsa** collabora da anni insieme a tutti i principali soggetti del settore coinvolti. Anche la presente Indagine 2015 conferma un elevato ricorso all'esperto valutatore, specie da parte chi vende il proprio immobile, segno che si

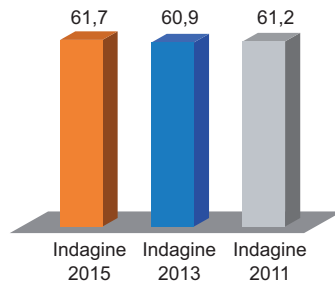
sta facendo sempre più strada una nuova cultura in tal senso.

## 2. L'intermediazione

### 2.1. I canali prescelti nelle transazioni immobiliari effettuate

Il 61,7% delle famiglie che hanno acquistato o tentato di acquistare un immobile, nel biennio 2013-2014, sono ricorse a un mediatore immobiliare abilitato ovvero a un'agenzia immobiliare oppure si sono avvalse dell'aiuto parziale di consulenti (geometri, ingegneri, architetti, avvocati, etc.), per il buon fine della transazione. Rispetto a quanto rilevato nell'Indagine precedente effettuata da **Tecnoborsa** si è riscontrato che nell'ultimo biennio c'è stato solo un lieve incremento (*graf. 1*). Tra coloro che si sono fatti assistere per acquistare un'abitazione, prevalgono i nu-

**GRAFICO 1**  
UTILIZZO DEI CANALI DI INTERMEDIAZIONE  
(acquisti effettuati, val.%)



Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**



dei familiari il cui capofamiglia ha fra i 25 e i 34 anni, con un titolo di studio medio-basso e che vivono a Genova e Napoli. Come sempre, l'agenzia immobiliare rimane il canale più utilizzato (56,7% di chi ha acquistato), in quanto è l'unico abilitato a fornire un servizio di intermediazione completo e in grado di accompagnare il cliente in tutte le fasi della transazione, seguita con un notevole distacco dal ricorso al supporto parziale di altri consulenti (4,2%), valori rimasti invariati rispetto a quanto rilevato con l'Indagine 2013 (*graf. 2*).

L'agenzia immobiliare viene scelta prevalentemente da coppie giovani e le città in cui si sono rilevate la quote più alte di utilizzo sono state Genova, Milano e Napoli; rispetto alla professione e al titolo di studio il fenomeno è sopra me-

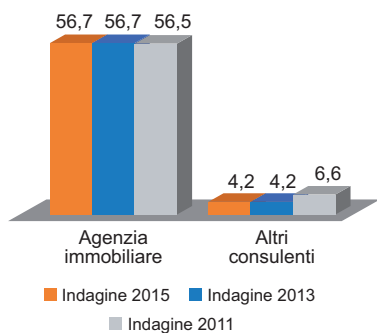
dia tra coloro che sono meno istruiti.

Tra i principali motivi del mancato ricorso all'agenzia da parte di chi ha acquistato un immobile si trova, come sempre, il costo troppo elevato (67,1%), seguito, a parità di punteggio (16,5%), dalla scarsità di offerte immobiliari e dalla scarsità dei servizi di assistenza/consulenza offerti. Rispetto all'Indagine 2013 si evidenzia un

### Come sempre l'agenzia immobiliare rimane il canale più utilizzato

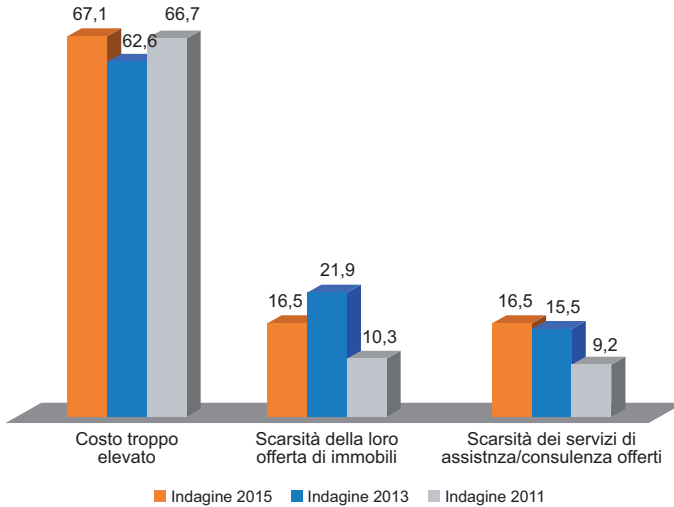
aumento della quota di coloro che hanno indicato come causa di non ricorso alle agenzie il costo troppo elevato – che ha toccato il valore massimo – e la scarsità dei servizi di assistenza/consulenza offerti dalle agenzie; viceversa, è scesa la percentuale di chi ha dichiarato come causa del non ricorso l'offerta di immobili piuttosto limitata (*graf. 3*). Andando ad analizzare attraverso quali canali informativi l'acquirente è venuto a conoscenza dell'abitazione comprata, è emerso che per il 30,9% è stato grazie al passa parola con conoscenti e custodi di stabili, etc.; per il 23,2% hanno funzionato gli annunci su Internet attraverso siti di offerte immobiliari; per il 15,6% hanno avuto successo gli annunci su Internet attraverso *social network*; per il 13,5% l'individuazione del bene è avvenuta recandosi fisicamente nelle agenzie immobiliari; per il 9,8% è valsa la consultazione di riviste specializzate e per il 7,1% la lettura di cartelli vendesi (*graf. 4*).

**GRAFICO 2**  
TIPOLOGIA DI CANALE UTILIZZATO  
(acquisti effettuati, val.%)



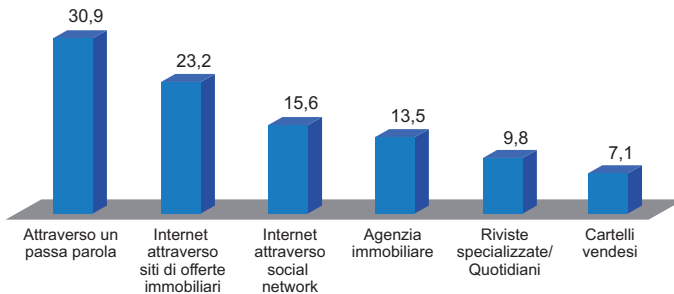
Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**

**GRAFICO 3**  
MOTIVAZIONI PER IL NON RICORSO ALLE AGENZIE IMMOBILIARI  
(acquisti effettuati; val. %)



Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**

**GRAFICO 4**  
CANALI INFORMATIVI ATTRAVERSO I QUALI SI È VENUTI A CONOSCENZA DEL BENE ACQUISTATO  
(val. %)



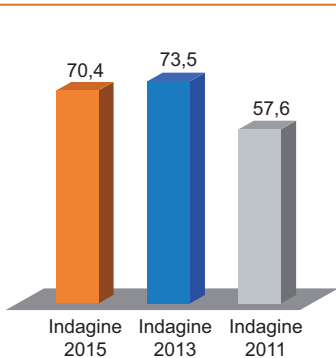
Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**

A coloro che hanno affermato di aver individuato l'immobile acquistato attraverso annunci presenti su Internet, riviste specializzate/quotidiani e/o cartelli vendesi è stato chiesto da chi fossero stati pubblicati: il 17,4% ha risposto da proprietari o altri consulenti e il 38,3% da agenzie immobiliari; quindi, andando a sommare questa quota con il 13,5% di coloro che hanno dichiarato di essersi recati in un'agenzia, emerge che circa il 52% degli acquirenti è venuto a conoscenza del bene comprato attraverso questi professionisti del settore.

Spostando l'analisi dal lato dell'offerta si nota che il 70,4% di coloro che hanno ceduto un'abitazione hanno usufruito di un intermediario immobiliare ufficialmente riconosciuto o del supporto di un consulente per alcuni aspetti della transa-

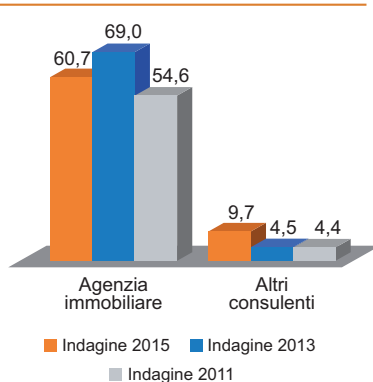
zione; tale valore è più alto di quello rilevato nel 2011 di 15,9 punti percentuali, ma è leggermente inferiore a quello rilevato nella precedente Indagine (*graf. 5*). Il profilo demografico di chi ha utilizzato un qualsiasi aiuto per vendere un immobile denota valori superiori alla media tra persone anziane, con un basso livello culturale, fuori dal mercato lavorativo e residenti a Genova, Torino, Napoli e Milano. Come in passato il canale preferito rimane l'agenzia immobiliare (60,7%), anche se la quota è scesa rispetto a quella rilevata nel 2013 di 8,3 punti percentuali. I consulenti a vario titolo sono stati utilizzati dal 9,7% di coloro che hanno ceduto un immobile e, in questo caso, la quota di coloro che vi hanno fatto ricorso si è più che raddoppiata rispetto a quanto rilevato nelle Indagini precedenti (*graf.6*).

**GRAFICO 5**  
UTILIZZO DEI CANALI DI INTERMEDIAZIONE  
(vendite effettuate, val.%)



Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare - CSEI **Tecnoborsa**

**GRAFICO 6**  
TIPOLOGIA DI CANALE UTILIZZATO  
(vendite effettuate, val.%)



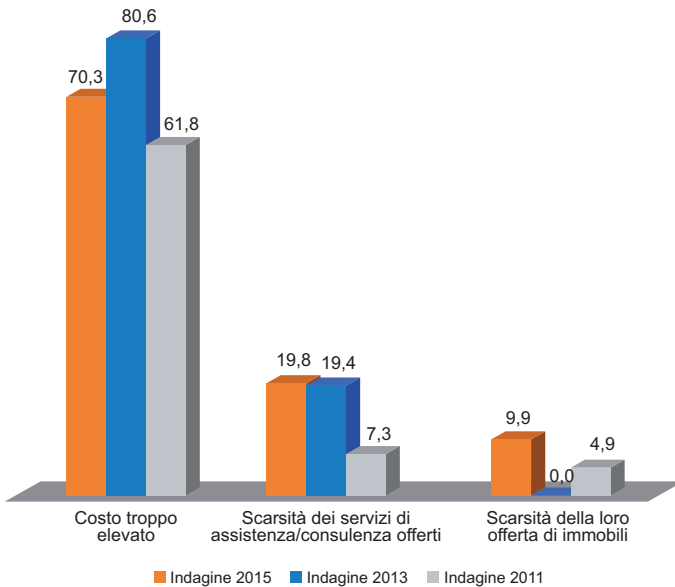
Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare - CSEI **Tecnoborsa**

Andando ad analizzare le motivazioni che hanno spinto coloro che hanno venduto a non utilizzare l'agenzia immobiliare, al primo posto si trova il costo troppo elevato (70,3%), così come è avvenuto per chi ha acquistato; a seguire, ma con un fortissimo divario, vi sono coloro che hanno motivato la scelta affermando che la causa del non ricorso è stata la scarsità dei servizi di consulenza/assistenza offerti (19,8%); infine, vi sono coloro che hanno indicato la scarsità delle offerte immobiliari (9,9%).

Dal confronto con l'Indagine 2013 è emerso che è scesa la percentuale di coloro che hanno dichiarato di non essere ricorsi all'agenzia per vendere perché hanno ritenuto che i costi fossero troppo elevati (10,3 punti), mentre è salita la quota di coloro che hanno imputato la loro scelta alla scarsità dei servizi offerti (graf. 7).

Mettendo a confronto la domanda con l'offerta emerge che il ricorso all'aiuto di un intermediario è risultato essere, in linea con quanto rilevato nella precedente In-

**GRAFICO 7**  
MOTIVAZIONI PER IL NON RICORSO ALLE AGENZIE IMMOBILIARI  
(vendite effettuate, val. %)



Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**

indagine, più basso tra chi ha acquistato rispetto a chi ha venduto con una differenza di 8,7 punti percentuali, mentre il *gap* era di quasi 13 punti nel 2013 (*graf.8*).

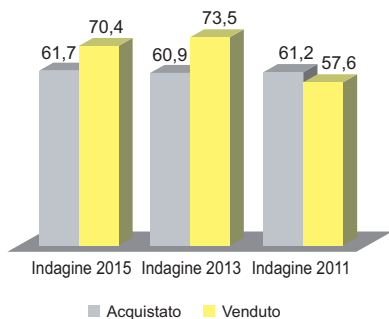
**Il ricorso all'aiuto di un intermediario è in linea con quanto rilevato nella precedente Indagine, più basso tra chi ha acquistato rispetto a chi ha venduto**

Analizzando i singoli canali di intermediazione emerge che l'agenzia immobiliare viene preferita sia da chi vende che da chi acquista, anche se vi ricorre maggiormente chi ha ceduto un immobile con una differenza di 4 punti percentuali (*graf.9*).



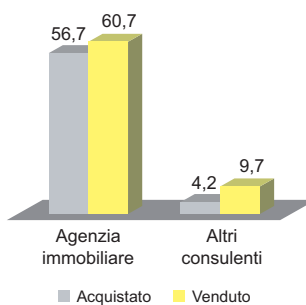
*Pianta di Roma  
G.B. Nolli, 1748*

**GRAFICO 8**  
UTILIZZO DEI CANALI DI INTERMEDIAZIONE  
(compravendite effettuate, val. %)



Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**

**GRAFICO 9**  
TIPOLOGIA DI CANALE UTILIZZATO  
(compravendite effettuate, val. %)



Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**

### 3. La valutazione

#### 3.1. L'utilizzo di uno specialista per la valutazione dell'immobile nelle transazioni effettuate

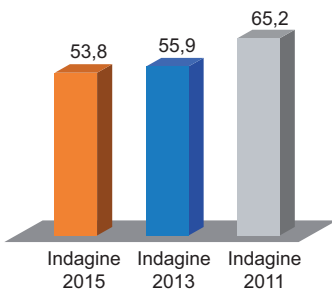
Dall'Indagine 2015 è emerso che si sono serviti di uno specialista per la valutazione di un bene immobiliare il 53,8% di coloro che hanno acquistato, valore che continua a scendere, infatti il dato rilevato è inferiore a quello rilevato nel 2013 di 2,1 punti percentuali e di ben 11,4 punti rispetto a quanto rilevato nel 2011 (*graf. 10*).

Tra coloro che hanno acquistato un bene dopo averlo fatto valutare prevalgono gli intervistati il cui capofamiglia è una persona matura, con più di 64 anni. La città dove il ricorso alla valutazione è stato maggiore è risultata essere Torino.

Andando ad analizzare i canali utilizzati da coloro che hanno fatto stimare il bene prima di acquistarlo è emerso che il 36,6% hanno affermato di averlo fatto da soli e il 23,2% di essere ricorsi all'aiuto di professionisti; in particolare: il 18,7% ha dichiarato di aver utilizzato programmi presenti su Internet; il 17,9% listini, ricerche di mercato, etc.; il 16,6% di essersi rivolti a un'agenzia immobiliare e il 6,6% a un libero professionista abilitato (*graf. 11*).

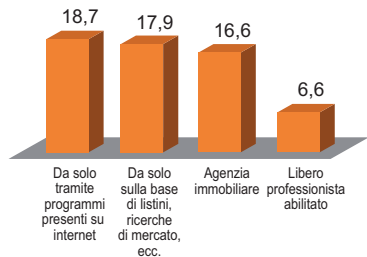
Dall'analisi dell'offerta è emerso che ben l'87,9% di chi è riuscito a vendere un immobile, nel biennio preso in esame, lo ha fatto valutare prima di immetterlo sul mercato. Rispetto alle rilevazioni precedenti, il fenomeno – contrariamente a quanto rilevato per la domanda – è risultato essere in crescita e, infatti, c'è stato un incremento di 1,9 punti percentuali

**GRAFICO 10**  
IL RICORSO ALLA VALUTAZIONE  
(acquisti effettuati, val. %)



Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**

**GRAFICO 11**  
TIPOLOGIA DI CANALE PER LA VALUTAZIONE  
(acquisti effettuati, val. %)

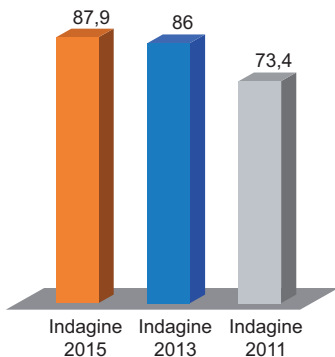


Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**

**Ben l'87,9%  
di chi è riuscito a vendere  
un immobile  
nel biennio preso in esame  
lo ha fatto valutare  
prima di immetterlo  
sul mercato**

rispetto a quanto rilevato nel 2013 e di ben 14,5 punti rispetto al 2011 (graf. 12). Andando a studiare la tipologia di canale utilizzato per la valutazione è stato riscontrato che, a differenza di quanto emerso tra chi ha acquistato, è molto alto il ricorso a un professionista del settore per la valutazione del bene venduto (58,7%), rispetto al fai da te (35,6%); nel-

**GRAFICO 12**  
IL RICORSO ALLA VALUTAZIONE  
(vendite effettuate, val. %)



Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**

lo specifico: il 49,4% è ricorso all'aiuto di un'agenzia immobiliare; il 9,3% a un libero professionista abilitato; il 20,2% ha fatto da solo sulla base di listini, ricerche di mercato, etc.; infine, il 15,4% si è avvalso del supporto di programmi presenti su Internet (graf. 13).

Mettendo a confronto l'utilizzo dello specialista per la valutazione immobiliare nella domanda e nell'offerta emerge che – come nelle due precedenti rilevazioni – ricorrono di più alla valutazione coloro che vendono rispetto a chi acquista; un fenomeno che dipende molto probabilmente dal fatto che una fa-

**GRAFICO 13**  
TIPOLOGIA DI CANALE UTILIZZATO  
PER LA VALUTAZIONE  
(vendite effettuate, val. %)



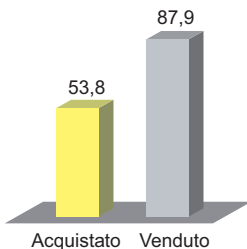
Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**

miglia prima di vendere deve essere sicura del valore del bene che si accinge a immettere sul mercato; chi acquista, viceversa, conosce in partenza il *budget* che ha a disposizione e, in secondo luogo, prima di acquistare una casa sicuramente ne ha visitate molte altre e, quindi, ha dei termini di confronto che gli permettono di stabilire se quella determinata casa vale il prezzo richiesto (*graf. 14*). Infine, per quanto concerne il tipo di figura professionale utilizzata per stimare i beni oggetto delle compravendite, nell'Indagine 2015 emerge che, così come in quelle precedenti, l'agenzia immobiliare è preferita sia da chi acquista che da chi vende, anche se con una notevole differenza, infatti vi ha fatto ricorso quasi la metà di chi ha venduto contro un sesto di chi ha acquistato (*graf. 15*).

#### 4. Conclusioni

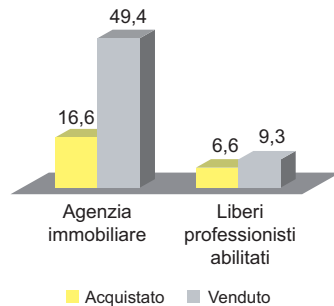
Anche nell'Indagine **Tecnoborsa** 2015 più della metà degli acquirenti residenti nelle sei maggiori città italiane ha dichiarato di aver fatto ricorso a un intermediario per una transazione immobiliare e, inoltre, la percentuale è leggermente salita rispetto alle due rilevazioni precedenti. Come sempre l'agenzia immobiliare rimane di gran lunga il canale di intermediazione più utilizzato e, per giunta, circa il 52% degli acquirenti ha affermato di essere venuto a conoscenza del bene comprato recandosi direttamente presso un'agenzia o leggendo annunci pubblicati sempre da queste ultime sui diversi canali informativi. Dall'analisi su coloro che non hanno usufruito delle agenzie immobiliari è emerso che la causa prevalente rimane il co-

**GRAFICO 14**  
UTILIZZO DI UNO SPECIALISTA  
PER LA VALUTAZIONE  
(compravendite effettuate, val. %)



Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**

**GRAFICO 15**  
TIPOLOGIA DI SPECIALISTA  
PER LA VALUTAZIONE  
(compravendite effettuate, val. %)



Fonte: Centro Studi sull'Economia Immobiliare – CSEI **Tecnoborsa**



sto troppo elevato, motivazione in crescita rispetto all'Indagine precedente insieme alla scarsità dei servizi; viceversa, è scesa la quota di chi ha indicato come causa del mancato ricorso la scarsità degli immobili offerti.

Il ricorso a un canale di intermediazione è molto più alto tra coloro che hanno venduto, con uno scarto di 10,3 punti percentuali. Anche in questo caso il canale preferito rimane l'agenzia immobiliare ma va evidenziato che, a dif-

ferenza di quanto rilevato per la domanda, c'è stato un calo di coloro che vi hanno fatto ricorso. Tuttavia, la motivazione prevalente del mancato ricorso è sempre la stessa, il costo troppo elevato, anche se la quota di chi ha indicato questa motivazione è scesa di circa 10 punti percentuali rispetto a quanto rilevato nel 2013. Una discreta percentuale ha indicato espressamente anche la scarsità dei servizi offerti.

Continua il *trend* decrescente del ricor-



*Pianta-veduta di Roma,  
G. Schayck, 1630*

so alla figura professionale di un valutatore da parte di chi ha acquistato, infatti è molto alta la quota di chi ha dichiarato di aver stimato l'immobile da solo o di non averlo valutato affatto; tuttavia, tra gli specialisti della valutazione l'agenzia immobiliare rimane la preferita rispetto ai liberi professionisti abilitati.

**Diversamente da quanto riscontrato per la domanda è emerso un lieve incremento di chi ha fatto valutare il bene prima di venderlo, inoltre è molto alta la quota di chi si rivolge a un professionista**

Dall'analisi dell'offerta, diversamente da quanto riscontrato per la domanda, è emerso un lieve incremento di chi ha fatto valutare il bene prima di venderlo, inoltre è molto alta la quota di chi si rivolge a un professionista, in modo particolare a un'agenzia immobiliare, rispetto al fai da te.

Infine, dal confronto tra domanda e offerta è emerso che il ricorso alla valutazione è molto più alto tra chi vende, infatti c'è un *gap* di quasi 34,1 punti percentuali.

Concludendo, l'utilizzazione dell'agenzia sia per la professionalità dell'intermediatore che di quella del valutatore è più alta tra chi vende e la stessa situazione emerge considerando il ricorso all'agenzia immobiliare. •

### **Nota metodologica**

Indagine basata su un campione statisticamente rappresentativo dell'universo di interesse, stratificato secondo i seguenti criteri:

- Comuni con oltre 500.000 abitanti: (Roma, Milano, Torino, Genova, Napoli, Palermo);
- Tipologia di famiglia: n. 3 classi.

Al fine di rappresentare in modo più efficiente il segmento della popolazione che ha svolto almeno una transazione immobiliare nel corso dell'ultimo anno (2014), incrociato per Grande Comune e Tipologia di famiglia, il campione è caratterizzato da un sovracampionamento a due stadi sul Numero di Transazioni Normalizzate (NTN) rispetto alla quota di proprietà compravendita.

Al primo stadio il sub-campione è di tipo disproporzionale a celle non costanti, stratificato per le sei città oggetto dell'indagine, raggruppate per "fascia" di città.

Al secondo stadio il sub-campione sarà di tipo disproporzionale a celle costanti all'interno di ogni fascia.

Numerosità campionaria complessiva: 2.124 interviste.

I dati dell'indagine sono stati riportati all'universo della popolazione italiana residente nei sei Grandi Comuni (N/n) con calibrazione dei risultati campionari in funzione di una "grandezza nota", nella fattispecie il Numero delle Transazioni Normalizzate (NTN).

L'obiettivo della calibrazione è quello di stabilire il numero di transazioni immobiliari nei sei Grandi Comuni per tipologia di famiglia.

# V - FINANZA IMMOBILIARE: LE SOCIETÀ DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE QUOTATE (SIQ), STRUMENTO PER L'INVESTIMENTO INDIRETTO NEL *REAL ESTATE*

a cura dell'Avv. Roberta Pierantoni  
*Studio Legale e Tributario Biscozzi Nobili*

Le modifiche apportate nel 2014 dal c.d. Decreto Sblocca Italia alla disciplina delle società d'investimento immobiliare quotate (SIQ) introdotta dalla Legge Finanziaria 2007 ha accresciuto l'interesse degli operatori del settore per la costituzione di tali veicoli dando avvio a interessanti iniziative volte all'ampliamento del settore immobiliare italiano in Borsa

*Disegno di progetto  
della Casa Moretti,  
Roma, 1664*



## 1. Introduzione

L'investimento nel settore del *real estate* può avvenire, da parte di una pluralità di soggetti (persone fisiche o giuridiche), anche in via indiretta attraverso l'acquisto di quote di veicoli come i fondi immobiliari o le società d'investimento immobiliare quotate (SIIQ)<sup>1</sup>.

Le ragioni che inducono gli investitori (istituzionali e/o privati) a ricorrere a queste forme di investimento sono riconducibili ad una serie di motivazioni, tra le quali si possono ricomprendere: (i) la possibilità di effettuare un investimento di lungo termine senza doversi accollare la gestione diretta degli immobili, potendo diversificare settorialmente e geograficamente il proprio patrimonio con somme anche modeste; (ii) la prospettiva di un rendimento finanziario del-

l'investimento (*dividend yield*) stabile; (iii) l'opportunità di avvalersi di sistematiche attività di valorizzazione poste in essere da parte di soggetti professionali che aumentano le prospettive di rivalutazione degli *asset* in portafoglio<sup>2</sup>;

<sup>1</sup> Tra i veicoli societari da poter utilizzare per investire nel settore del *real estate* rientrano anche quelli costituiti in forma di Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV) e Società di Investimento a Capitale Fisso (SICAF), entrambe rappresentanti, insieme ai fondi comuni d'investimento e alle Società di Gestione del Risparmio (SGR), Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) disciplinati anzitutto dal D. Lgs. N. 58/1998 (Testo Unico della Finanza, in breve "TUF") come modificato dal D. Lgs. 4 marzo 2014, n. 44, in attuazione della direttiva AIFMD (*Alternative Investment Funds Managers Directive*) sui gestori dei fondi d'investimento alternativi (FIA).

In relazione alle SICAF si evidenzia che le stesse sono introdotte nell'ordinamento nazionale quale nuovo veicolo d'investimento ricompreso tra gli OICR dal citato D. Lgs. n. 44/2014 e sono disciplinate anzitutto dagli articoli 35-bis e seguenti del TUF. Per un approfondimento sulla disciplina della SICAF si veda Assogestioni, "*Alcune brevi considerazioni sulla disciplina delle Società di Investimento a capitale fisso (Sicaf)*", consultabile all'indirizzo internet [www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,10593/considerazionisicaf.pdf](http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,10593/considerazionisicaf.pdf).

<sup>2</sup> V., in tal senso, G. Bambagioni, *On the valorisation of public real estate properties: the valuation of programs and projects (feasibility study)*, in *TECHNE – Journal of Technology for Architecture and Environment*, n. 3/2012, Firenze University Press, consultabile all'indirizzo internet [www.fupress.net/index.php/techne/issue/view/825](http://www.fupress.net/index.php/techne/issue/view/825); G. Bambagioni, *Valorizzazione e dismissione del patrimonio immobiliare pubblico: opportunità industriale per promuovere la riqualificazione del territorio e la crescita del Pil in QEI*, *Quaderni di Economia Immobiliare*, vol. 18/2013, p. 106-115.



Pianta di Piazza Colonna,  
progetto del *Parvum palatium dei Ludovisi*,  
Roma, 1660

(iv) una riduzione dei rischi legati all'attività di *property e asset management* rispetto a un investimento diretto, conseguente alla gestione degli investimenti in immobili da parte di esperti del settore; (v) i benefici fiscali previsti dal legislatore.

**L'attenzione degli operatori si è concentrata negli ultimi mesi sulle società d'investimento immobiliare quotate (SIIQ) quale strumento interdipendente e complementare ai fondi immobiliari quotati**

<sup>(3)</sup> Il riferimento è in particolare all'art. 20 del *Decreto-Legge 12 settembre 2014 n. 133*, convertito con modificazioni, dalla Legge 11 novembre 2014, n. 164 (c.d. *Decreto Sbocca Italia*), che ha introdotto importanti modifiche al regime delle SIIQ contenuto nell'art. 1, commi 119 e seguenti della *Legge n. 27 dicembre 2006 n. 296* ("Finanziaria 2007").

Il Decreto Legge fa seguito alla "Misura n. 28" prevista dal Governo nel piano "Destinazione Italia" contenuta nel *Living document* del 13 dicembre 2013 (consultabile all'indirizzo internet [www.sviluppoeconomico.gov.it](http://www.sviluppoeconomico.gov.it)), con la quale sono state enunciate alcune soluzioni da adottare al fine di "rendere più facile investire nell'immobiliare tramite lo sviluppo delle società di investimento immobiliare quotate (SIIQ)". In particolare, nella misura viene rilevato che «l'efficienza del mercato immobiliare, in particolare del comparto non residenziale, dipende in buona misura dalla presenza di investitori istituzionali. Per sviluppare le SIIQ (...) si deve assicurare agli investitori una redditività in linea con quella degli analoghi strumenti europei, senza incidere sul profilo del rischio del prodotto»; sulla base di questa "opportunità", è stata sancita l'esigenza di «uniformare la normativa fiscale delle SIIQ a quel-

A seguito di alcune modifiche legislative introdotte nel corso del 2014<sup>3</sup>, l'attenzione degli operatori si è concentrata, negli ultimi mesi, sulle società d'investimento immobiliare quotate (SIIQ), quale strumento interdipendente e complementare ai fondi immobiliari quotati, dai quali si differenziano anzitutto in quanto, per espressa disposizione del legislatore, non costituiscono "Organismi d'investimento collettivo del risparmio" (OICR)<sup>4</sup>. A ciò consegue la non sottoposizione delle SIIQ alle regole e ai controlli previsti dal regime di vigilanza prudenziale dettata per gli OICR dal Testo Unico della Finanza e dai relativi rego-

*la dei fondi immobiliari assicurando la permeabilità tra i due strumenti e rendendo quindi fiscalmente neutra l'opzione per uno dei due strumenti. Favorire la creazione di SIIQ prevedendo la possibilità che per i conferimenti si possa applicare il regime tributario delle SIIQ anche per le società che non ne possiedono i requisiti in fase di costituzione, ma che li raggiungeranno entro un arco temporale definito. Rendere più flessibile la gestione degli investimenti, eliminando alcune rigidità operative previste dalla normativa attuale (ad esempio prevedendo un pay out ratio ridotto in misura pari al 70%). Introdurre benefici fiscali vincolati al finanziamento di opere pubbliche da parte delle SIIQ.*

<sup>(4)</sup> Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. k) del TUF, l'OICR è un «organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predefinita».

lamenti attuativi emessi dalla Banca d'Italia, anche congiuntamente con la Consob<sup>5</sup>.

Nonostante il recente intervento legislativo volto ad incentivare lo sviluppo delle SIIQ, i primi risultati delle iniziative poste in essere nel corso del 2015 al fine di avviare nuove SIIQ hanno evidenziato criticità di questo strumento societario. Tali iniziative hanno infatti registrato uno scarso interesse da parte del mercato e conseguente difficoltà ad attrarre capitali sufficienti per consentire la quotazione in Borsa di nuove SIIQ (requisito quest'ultimo indispensabile per consentire alla società l'accesso al regime fiscale agevolato previsto dal legislatore).

## 2. Le Società di investimento immobiliare quotate (SIIQ) e non quotate (SIINQ): definizione, caratteristiche e disciplina

Le SIIQ sono società per azioni che svolgono in via prevalente attività di locazione immobiliare e che, in presenza di particolari requisiti fissati dal legislatore (tra cui la quotazione delle proprie azioni in un mercato regolamentato e la residenza fiscale nel territorio italiano<sup>6</sup>), beneficiano di un regime fiscale agevolato rispetto a quello previsto per una normale *property company* (Regime Speciale).

L'accesso al Regime Speciale previsto per le SIIQ è consentito dalla legge anche alle SIINQ, società per azioni non quotate residenti fiscalmente in Italia e svolgenti in prevalenza attività di loca-

zione immobiliare, che siano partecipate da una o più SIIQ titolari di almeno il 95% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e del 95% dei diritti di partecipazione agli utili, e che abbiano esercitato, unitamente alla SIIQ controllante, l'opzione per il consolidato fiscale nazionale e per l'accesso al regime fiscale agevolato<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> Una ulteriore differenza tra le SIIQ e i fondi immobiliari è rappresentata dalla natura giuridica e, in particolare, dalla relazione esistente tra quotisti e le persone che gestiscono gli attivi: nel caso dei fondi immobiliari il gestore è separato dalla proprietà e, nella maggioranza dei casi, coincide con la Società di gestione del risparmio (SGR) incaricata della gestione del fondo e sovente istitutrice del medesimo; nelle SIIQ, invece – dove la proprietà può essere detenuta per una quota attributiva dei diritti voto e di quelli di partecipazione agli utili non eccedente il 60% da un azionista di controllo, e per le società non ancora quotate almeno il 25% del capitale deve essere diffuso tra soci che non detengano ognuno (direttamente o indirettamente) più del 2% dei diritti di voto e di quelli di partecipazione agli utili – il management viene nominato dalla maggioranza degli investitori e la società presenta quindi una *governance* analoga a quella delle altre imprese quotate.

<sup>6</sup> Ai sensi dell'art. 1, comma 119 della Finanziaria 2007 le azioni della SIIQ devono essere «*negoziate in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo che sono inclusi nella lista di cui al comma 1 dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917*».

<sup>7</sup> L'adesione al regime fiscale agevolato di gruppo comporta per le SIINQ non solo l'obbligo di rispettare tutte le disposizioni dettate per le SIIQ, ma anche l'obbligo di redigere il bilancio d'esercizio in conformità ai principi contabili internazionali.



Veduta aerea di Piazza San Pietro, Roma, 1913

Il modello di riferimento che nel 2007 ha ispirato il legislatore nazionale nella creazione delle SIIQ è stato quello dei *Real Estate Investment Trust* (REITs), società di investimento immobiliare, spesso quotate, nate originariamente negli anni '60 negli Stati Uniti<sup>8</sup> e oggi presenti, seppure con alcune caratteristiche differenti da un ordinamento all'altro, anche nella maggior parte dei Paesi della UE<sup>9</sup>.

La finalità principale della normativa delle SIIQ (e delle SIINQ) viene individuata nella promozione e nello sviluppo del mercato immobiliare italiano, attraverso una maggiore trasparenza e una maggiore competitività nei confronti degli altri Paesi della UE in termini di capacità di attirare capitale finalizzato all'investimento immobiliare<sup>10</sup>.

<sup>(8)</sup> I REITs statunitensi sono stati introdotti dal *Real Estate Trust Act* (sottoscritto il 14 settembre 1960 da parte del Presidente statunitense Dwight D. Eisenhower) e hanno assunto ad oggi un ruolo chiave nell'economia americana. Le specificità principali dei REITs statunitensi possono individuarsi nell'obbligo di distribuzione della maggior parte dei profitti (solitamente dall'80% al 100%) sotto forma di dividendi che vengono tassati direttamente in capo ai soci/investitori. L'ottenimento dello *status* di US REITs impone inoltre alla società: (i) una compagine azionaria composta almeno da 100 azionisti; (ii) una soglia massima di controllo: non più del 50% del capitale può far capo a meno di cinque azionisti; (iii) una composizione del patrimonio nella misura del 75% da diritti reali immobiliari, strumenti di liquidità e titoli pubblici e del restante 25% da titoli di altri REITs controllati; (iv) di generare almeno il 75% dell'utile lordo da operazioni immobiliari e almeno il 95% dal reddito dell'attività immobiliare.

<sup>(9)</sup> I c.d. *REIT's-Like* – cioè veicoli finanziari con caratteristiche simili a quelle dei REITs statunitensi – sono stati introdotti per la prima volta in Europa

nel 1969 dall'Olanda con i *Fiscale Beleggings-Instelling* (FBI), seguita nel 1995 dal Belgio e nel 2003 dalla Francia con le *Sociétés d'Investissement Immobilières Cotées* (SIIC) regolate dalla normativa SIICA risalente al 2007. Contemporaneamente all'introduzione in Italia delle SIIQ, nel 2007 la Germania e il Regno Unito hanno introdotto rispettivamente i G-REITs e gli UK-REITs. Nel 2009 è stata poi la volta della Spagna. Analoga disciplina è inoltre prevista anche in Giappone (che l'ha introdotta nel 2001) e ad Hong Kong (a partire dal 2003).

<sup>(10)</sup> In tal senso, Hoesli-Morri, *Investimento immobiliare. Mercato, Valutazione, Rischio e Portafoglio*, Hoepli, 2010, pag. 210 e ss., a parere dei quali «le SIIQ possono favorire un allargamento del settore immobiliare quotato e una crescita del numero e delle dimensioni degli operatori immobiliari che operano secondo criteri di trasparenza ed efficienza paragonabili a quelli dei mercati più evoluti».

<sup>(11)</sup> La Legge Finanziaria 2007 è stata pubblicata nel Supplemento Ordinario n. 244 alla Gazzetta Ufficiale del 27 dicembre 2007, n. 299.

## 2.1. La disciplina delle SIIQ (e delle SIINQ)

La disciplina delle SIIQ (e delle SIINQ) è attualmente dettata dalle disposizioni di cui ai commi da 119 a 141-*bis* dell'art. 1 della legge 27 dicembre 2006, n. 296 (Legge Finanziaria 2007)<sup>11</sup>, modificati<sup>12</sup>, da ultimo, dall'art. 20 del D.L. 12 settembre 2014, n. 133 (c.d. "*Decreto Sbocca Italia*")<sup>13</sup>. Il quadro normativo è completato dalle disposizioni contenute nel regolamento di attuazione del Ministero dell'Economia e delle Finan-

ze del 7 settembre 2007, n. 174<sup>14</sup> (emanato ai sensi dall'art. 1, comma 114 della Legge Finanziaria 2007) e nel Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate del 28 novembre 2007<sup>15</sup> che detta le modalità di esercizio dell'opzione per il Regime Speciale (secondo

**La finalità principale della normativa delle SIIQ (e SIINQ) è nella promozione e nello sviluppo del mercato immobiliare italiano**

<sup>(12)</sup> La disciplina SIIQ contenuta nella Legge Finanziaria 2007 aveva già subito in precedenza modificazioni ad opera:

(i) dell'art. 1, comma 374 della *Legge Finanziaria 2008* (legge 24 dicembre 2007, n. 244 recante «*Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato*», pubblica nel supplemento ordinario n. 285 della Gazzetta Ufficiale del 28 dicembre 2007, n. 385);

(ii) dell'art. 1, comma 17 del *Decreto-Legge 30 settembre 2009 n. 194* (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 30 dicembre 2009, n. 302) come modificato dall'articolo 1, comma 1, della legge 26 febbraio 2010, n. 25, in sede di conversione;

(iii) dell'art. 22, comma 5 del *Decreto-Legge 24 giugno 2014, n. 9*, (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 24 giugno 2014, n. 144) convertito con modificazioni dalla Legge 11 agosto 2014, n. 116 (c.d. "Decreto Competitività").

<sup>(13)</sup> *Decreto-Legge 12 settembre 2014 n. 133* convertito con modificazioni, dalla Legge 11 novembre 2014, n. 164 «*Misure urgenti per l'apertura dei cantieri, la realizzazione delle opere pubbliche, la digitalizzazione del Paese, la semplificazione burocratica, l'emergenza del dissesto idrogeologico e la ripresa delle attività produttive*» pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 212 del 12 settembre 2014.

Il Decreto Legge – che come detto fa seguito alla «*Misura n. 28*» enunciata dal Governo nel *Living document "Destinazione Italia"* (si veda la pre-

cedente nota n. 2) – ha previsto misure volte a incrementare e rendere più efficiente l'utilizzo del particolare regime previste dalla legge per SIIQ e per le SIINQ. Obiettivo principale del suddetto decreto è stato quello di uniformare il regime fiscale delle SIIQ con quello previsto per i fondi immobiliari, introducendo norme finalizzate a rendere fiscalmente neutra l'opzione per uno dei due strumenti presenti sul mercato immobiliare in modo da favorire l'interdipendenza e la complementarietà fra le due forme di investimento, agevolando conseguentemente il passaggio dall'una all'altra.

<sup>(14)</sup> *Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 7 settembre 2007 n. 174* «*Regolamento recante disposizioni in materia di SIIQ (Società di investimento immobiliare quotate)*, in attuazione dell'articolo 1, comma 141 della legge 27 dicembre 2006, n. 296», pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 212 del 12 settembre 2014.

<sup>(15)</sup> *Provvedimento dell'Agenzia delle Entrate del 28 novembre 2007, n. protocollo 2007/185065* «*Modalità di esercizio dell'opzione per il regime civile e fiscale delle società di investimento immobiliare quotate, ai sensi dell'articolo 1, comma 120, della legge 27 dicembre 2006, n. 296 (legge finanziaria 2007) ed istituzione dell'elenco di cui all'articolo 3, comma 3, del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze n. 174 del 7 settembre 2007*», consultabile all'indirizzo internet [www.agenziaentrate.gov.it](http://www.agenziaentrate.gov.it).



quanto disposto dall'art. 1, comma 120 della Legge Finanziaria 2007<sup>16</sup>).<sup>17</sup>

Con riguardo ai requisiti relativi alla quotazione nei mercati regolamentati italiani, le disposizioni normative di riferimento sono contenute nel "Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A."<sup>18</sup> e nelle relative istruzioni<sup>19</sup>. Le disposizioni normative che disciplinano l'ammissione a quotazione in un mercato regolamentato italiano e la permanenza dell'emittente in tale mercato, sono invece dettate dal Testo Unico della Finanza contenuto nel D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) e dal relativo re-

golamento di attuazione in materia di emittenti adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato e integrato (Regolamento Emittenti).

Gli emittenti quotati in un mercato regolamentato possono poi liberamente decidere di aderire alle regole dell'autodisciplina, dettate nel nostro ordinamento dal "Codice di Autodisciplina delle Società Quotate" pubblicato dal Comitato per la Corporate Governance, promosso da Borsa Italiana S.p.A. e rappresentativo dell'imprenditoria nazionale e dei partecipanti ai mercati.<sup>20</sup>

<sup>(16)</sup> Al fine di fornire chiarimenti sul regime speciale riservato alla SIQ l'Agenzia delle Entrate ha emanato nel 2008 la Circolare Agenzia delle Entrate n. 8/E del 31 gennaio 2008 - «SIQ (Società di investimento immobiliare quotate) - articolo 1, comma 141 della legge 27 dicembre 2006, n. 296» e di recente, a seguito dell'entrata in vigore delle modifiche apportate alla disciplina SIQ, la Circolare Agenzia delle Entrate n. 32/E del 17 settembre 2015 - «Decreto-legge 12 settembre 2014, n. 133 (decreto Sblocca Italia), articolo 20. Misure per il rilancio del settore immobiliare. Regime delle Società di Investimento Immobiliare Quotate (SIQ)». Entrambe le due circolari sono reperibili nel sito internet dell'Agenzia delle Entrate all'indirizzo [www.agenziaentrate.gov.it](http://www.agenziaentrate.gov.it).

<sup>(17)</sup> Per la descrizione analitica dello speciale regime fiscale previsto dalla normativa in vigore per le SIQ e per le SIIQ si rinvia alla sezione seconda, Capitolo 4.11 ("Regime Fiscale") del "Prospetto Informativo Relativo all'Offerta Pubblica di sottoscrizione e all'ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni ordinarie di Sorgente Res S.p.A. SIQ", depositato presso Consob in data 30 settembre 2015 e consultabile sul sito internet [www.consob.it](http://www.consob.it) sezione "Emittenti - Elenco Prospetti".

<sup>(18)</sup> La versione del Regolamento di Borsa attualmente in vigore è quella del 26 ottobre 2015, deliberata dal

Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana S.p.A. del 22 luglio 2015 e approvata dalla CONSOB con delibera n. 19319 del 26 agosto 2015. Il Regolamento è consultabile sul sito internet di Borsa Italiana all'indirizzo [www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/reg2610senzaev\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/reg2610senzaev_pdf.htm).

<sup>(19)</sup> Le "Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A." sono quelle pubblicate in data 22 novembre 2015 e sono consultabili sul sito internet di Borsa Italiana all'indirizzo [www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/istruzioni/istruzioni2311senzaev\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/istruzioni/istruzioni2311senzaev_pdf.htm).

<sup>(20)</sup> L'edizione attualmente in vigore del "Codice di autodisciplina delle Società quotate" è quella del luglio 2015 consultabile nel sito internet di Borsa Italiana all'indirizzo [www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2015clean.pdf](http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2015clean.pdf). Le raccomandazioni contenute nei 10 articoli del Codice (ciascuno dei quali è articolato in principi, criteri applicativi e commenti) disciplinano i principali aspetti della corporate governance di una società quotata tra i quali si segnalano, in particolare: (i) il ruolo e la composizione del consiglio di amministrazione; (ii) gli amministratori indipendenti; (iii) l'istituzione e il funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione; (iv) la nomina e la remunerazione degli amministratori; (v) il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi; (vi) i sindaci; (vii) i rapporti con gli azionisti.

## 2.2. I requisiti richiesti per l'adozione del Regime Speciale

In base al dettato delle suddette disposizioni normative, l'accesso al regime fiscale speciale riconosciuto alle SIIQ (e alle SIINQ) dall'ordinamento nazionale, richiede alla società il rispetto di una serie di requisiti di diversa natura (soggettivi, statutari, partecipativi e oggettivi), il venir meno dei quali comporta per la stessa la perdita dello *status* di SIIQ (o di SIINQ) con conseguente perdita delle relative agevolazioni fiscali.

La scelta per il Regime Speciale SIIQ si effettua mediante opzione da esercitare entro la fine del periodo d'imposta precedente a quello dal quale la società intende avvalersene<sup>21</sup>.

L'opzione è irrevocabile e comporta per la società l'assunzione della qualifica di "Società di investimento immobiliare quotata (SIIQ)", che deve essere indicata nella denominazione sociale e in tutti i documenti della società.

I requisiti richiesti dalla disciplina attualmente in vigore ad una società per accedere allo *status* di SIIQ sono i seguenti.

### • REQUISITI SOGGETTIVI

- (i) essere costituita nella forma di società per azioni;
- (ii) avere la residenza fiscale in Italia<sup>22</sup>;
- (iii) avere le proprie azioni negoziate su un mercato regolamentato di Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui all'Articolo 168-bis, comma 1 del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917.

### • REQUISITI STATUTARI

La società deve aver adottato uno statuto che necessariamente deve prevedere:

- (i) regole che disciplinino la politica di investimento;
- (ii) limiti alla concentrazione dei rischi all'investimento e di controparte;
- (iii) un limite massimo consentito per la leva finanziaria, a livello individuale o di gruppo.

### • REQUISITI PARTECIPATIVI

In relazione alle partecipazioni nel capitale della società, la disciplina delle SIIQ richiede che:

- (i) nessun azionista possieda, direttamente o indirettamente, più del 60% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più del 60% dei diritti di partecipazione agli utili<sup>23</sup>. Ove tale requisito partecipativo del 60% venisse superato a seguito di operazioni societarie straordinarie o sul mercato dei capitali, il Regime Speciale SIIQ sarà sospeso sino a quan-

<sup>(21)</sup> V. le informazioni riportate al riguardo dall'Agenzia delle Entrate sul proprio sito internet alla sezione "Opzioni SIIQ e SIINQ" consultabile all'indirizzo [www.agenziaentrate.gov.it](http://www.agenziaentrate.gov.it).

<sup>(22)</sup> Ai sensi dell'*art. 73, comma 3° del Testo Unico delle Imposte sui Redditi* (TUIR), si considerano residenti ai fini delle imposte sui redditi le società e gli enti che per la maggior parte del periodo d'imposta hanno nel territorio dello Stato, alternativamente: (i) la sede legale; (ii) la sede amministrativa, ovvero (iii) l'oggetto principale. Una società (o un ente) è dunque considerata residente in Italia al ricorrere anche di uno solo di questi tre requisiti.

<sup>(23)</sup> Prima dell'entrata in vigore delle modifiche introdotte dal Decreto Legge n. 133/2014 la percentuale massima consentita era pari al 51% sia per la partecipazione ai diritti di voto che a quelli di partecipazione agli utili.

do tale requisito partecipativo non venga ristabilito;

- (ii) almeno il 25%<sup>24</sup> delle azioni della società deve essere detenuto da azionisti che non possedano, direttamente o indirettamente, più del 2% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più del 2% dei diritti di partecipazione agli utili, con la particolarità che «*il requisito partecipativo del 25% non si applica in ogni caso alle società il cui capitale sociale sia già quotato*».

**A seguito delle modifiche legislative introdotte nel corso del 2014 altre società hanno iniziato l'iter volto alla costituzione di società da quotare in Borsa aderendo al regime agevolato previsto per le SIIQ**

I requisiti partecipativi devono essere verificati entro il primo periodo d'imposta per cui si esercita l'opzione, nel qual caso il Regime Speciale esplica i propri effetti dall'inizio di detto periodo. Per le società che al termine del primo periodo d'imposta abbiano realizzato il solo requisito del 25% è consentito di verificare l'ulteriore requisito partecipativo del 60% nei due esercizi successivi; in tal caso il

regime speciale si applica a partire dall'inizio del periodo di imposta in cui detto requisito partecipativo viene verificato.

• **REQUISITI OGGETTIVI**

La Società deve avere:

- (i) immobili posseduti a titolo di proprietà o di altro diritto reale, o in base a contratti di locazione finanziaria, ovvero partecipazioni in altre SIIQ o SIINQ o quote di fondi immobiliari di cui all'art. 1, comma 131, della Legge Finanziaria 2007, almeno pari all'80% dell'attivo patrimoniale (cosiddetto *Asset Test*);
- (ii) ricavi provenienti dall'attività di locazione immobiliare almeno pari all'80% dei componenti positivi del conto economico (cosiddetto *Profit Test*).

I parametri relativi ai suddetti requisiti oggettivi non hanno subito variazioni a seguito delle modifiche introdotte dal Decreto Legge n. 133/2014 ma è stata invece introdotta una rilevante novità rappresentata dal fatto che, ai fini della verifica di tali parametri sono stati inclusi, oltre alle partecipazioni in altre SIIQ o in SIINQ, anche le quote di partecipazione nei fondi immobiliari (istituiti in Italia e disciplinati dal TUF che investono almeno l'80% del valore delle attività in immobili, diritti reali immobiliari, anche derivanti da rapporti concessori o da contratti di locazione finanziaria su immobili a carattere traslativo, e in partecipazioni in società immobiliari o in altri fondi immobiliari, destinati alla locazione immobiliare, ivi inclusi i fondi destinati all'investimento in beni immobili a prevalente utilizzo sociale) e i relativi proventi.

<sup>(24)</sup> Fino all'entrata in vigore delle modifiche introdotte dal Decreto Legge n. 133/2014 la percentuale richiesta per questo requisito di partecipazione era del 35%.

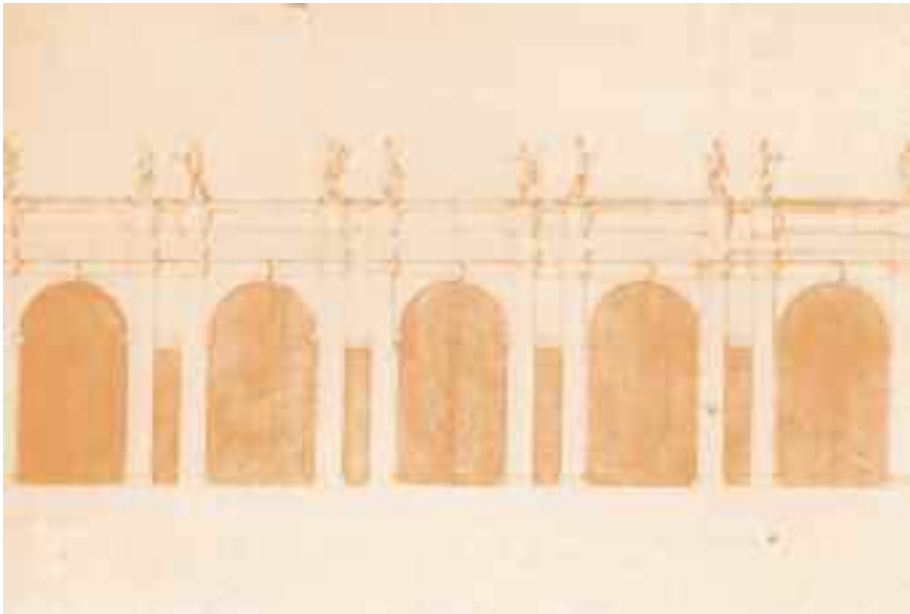
### *La distribuzione dei dividendi*

Altro requisito richiesto per ottenere e mantenere lo *status* di SIIQ riguarda la distribuzione dei dividendi: la nuova normativa prevede infatti che almeno il 70% (pari all'85% prima delle modifiche introdotte dal Decreto Legge n. 133/2014) dell'utile netto derivante dall'attività di locazione immobiliare e dal possesso di partecipazioni in SIIQ, SIINQ e/o di quote di partecipazioni nei fondi immobiliari suddetti, deve essere obbligatoriamente distribuito ai soci per ciascun esercizio<sup>25</sup>.

### *I requisiti per ottenere lo status di SIINQ*

I medesimi requisiti richiesti per le SIIQ devono essere rispettati – fatte salve le differenze derivanti dal fatto che i titoli non sono quotati e dai diversi requisiti partecipativi – dalle SIINQ.

<sup>(25)</sup> Prima delle modifiche introdotte dal Decreto Legge n. 133/2014 la quota dell'utile netto da distribuire era pari all'85%, ed è stata ridotta con il principale fine di consentire, in questo modo, alla società di avere maggiori risorse finanziarie da impiegare per l'acquisto di ulteriori beni immobili da destinare allo svolgimento dell'attività d'impresa.



*Progetto di porticati ad archi per Piazza San Pietro, Roma*

In particolare, una società non quotata in mercati regolamentati può richiedere l'accesso al Regime Speciale se:

- risiede nel territorio dello Stato;
- svolge in via prevalente attività di locazione immobiliare;
- è controllata, per almeno il 95% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e il 95% dei diritti di partecipazione agli utili, da una SIIQ, anche congiuntamente ad altre SIIQ;
- comunica l'opzione congiuntamente alla SIIQ che la controlla.

Aderendo al Regime Speciale la società assume la qualifica di Società di investimento immobiliare non quotata (SIINQ) e ha l'obbligo di redigere il bilancio di esercizio in conformità ai principi contabili internazionali.

### 3. Società che hanno optato per il Regime Speciale delle SIIQ (e SIINQ) in Italia

Nonostante la novella del 2014 abbia significativamente avvicinato la disciplina dettata dal legislatore nazionale in materia di SIIQ a quella degli altri Stati UE, le SIIQ italiane continuano a incontrare difficoltà a decollare in Borsa<sup>26</sup>.

Le SIIQ operative in Italia al 31 dicembre 2015 erano infatti solo due:

- *Immobiliare Grande Distribuzione SIIQ S.p.A.* (in breve, IGD SIIQ S.p.A.) quotata sul segmento STAR del Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., prima società italiana a optare per il c.d. Regime SIIQ nel nostro Paese;
- *Beni Stabili SIIQ S.p.A.*, quotata alla

<sup>(26)</sup> Per un'analisi di possibili ragioni alla base di tali difficoltà si rinvia alle affermazioni rilasciate a *Il Sole 24 Ore* da H. Quadrelli, *senior analyst real estate* presso Société Generale a Parigi (riportate nell'articolo di Paola Dezza, "Siiq, rinviata la sfida in Borsa", pubblicato in data 3 dicembre 2015, pag. 22), il quale ha dichiarato che «i motivi dell'insuccesso delle Siiq in Italia sono sostanzialmente tre» In particolare:

- *governance* e conflitto di interesse «motivo spesso legato alla costituzione di Siiq, nate tutto finora da fondi immobiliari. Questo significa che la strategia di gestione resta legata ai fondi. La Siiq, infatti, non ha sempre saputo dimostrare l'indipendenza del management rispetto alla struttura dei fondi sia sotto il profilo dell'attribuzione degli asset al patrimonio della quotanda sia in termini di gestione del portafoglio»;

- le valutazioni: «gli yield sono bassi, bisogna invece considerare che ci troviamo in Italia, un Paese ritenuto periferico e dove quindi l'apprezzamento del rischio è più alto di altri Paesi. Il 5% di yield considerato in media rischia

*di essere troppo contenuto per essere attrattivo»;*

- *track record* dei manager e *pipeline* degli investimenti: «le Siiq italiane hanno scelto di andare sul mercato a raccogliere capitali per fare investimenti, senza però dare indicazioni dettagliate sulla natura degli acquisti. Gli aumenti di capitale sono importanti, da 500 milioni a un miliardo di euro, e dovrebbero essere corredati da dettagli molto circoscritti. Anche il track record del management, in generale, non è risultato soddisfacente per come presentato in quanto vi è differenza tra la gestione di un fondo e la gestione di una società quotata e rapportarsi all'ambiente finanziario internazionale. Secondo quanto riportato nel suddetto articolo di *Il Sole 24 ore*, a queste tre criticità se ne aggiungerebbe un'altra connessa alla modalità di costituzione delle SIIQ e a come si sono presentate al mercato; al riguardo un altro analista ha infatti affermato che «un emnesimo nodo è legato agli stipendi dei manager del real estate in Italia, decisamente elevati rispetto alla media europea».

Borsa Italiana S.p.A. nel 1999 e, dal 2010, alla Borsa di Parigi ed ha optato per il Regime SIIQ dal gennaio 2011. A queste si è aggiunta, con decorrenza dal 1° gennaio 2016, Aedes S.p.A., storica società immobiliare quotata alla Borsa Italiana S.p.A. dal 1924, che, a conferma dell'interesse e dell'apprezzamento della nuova disciplina SIIQ, lo scorso novembre ha comunicato al mercato di aver depositato presso l'Agenzia delle Entrate l'istanza per l'esercizio dell'opzione per il regime SIIQ con effetto dal 1° gennaio 2016, con conseguente cambio della denominazione sociale in Aedes SIIQ S.p.A.<sup>27</sup>

Dall'elenco attualmente pubblicato sul sito internet dell'Agenzia delle Entrate (aggiornato al 16 febbraio 2015), risulta che le società italiane non quotate che hanno aderito a questo sistema sono sei e in particolare: GD Property SIIQ S.p.A., B.S. Immobiliare 9 S.p.A., Immit – Immobili Italiani S.p.A., B.S. Immobiliare 8 S.p.A., Imser 60 S.p.A., Idea Real Estate S.p.A.<sup>28</sup>

A seguito delle modifiche legislative introdotte nel corso del 2014, altre società hanno iniziato l'*iter* volto alla costituzione di società da quotare in Borsa aderendo al regime agevolato previsto per le SIIQ. Dopo i tentativi di quotazione non andati a buon fine, prima di Domus Italia S.p.A. (società del Gruppo Caltagirone che nel giugno scorso, dopo aver presentato domanda di quotazione a Borsa Italiana e avviato l'offerta pubblica di acquisto e sottoscrizione, «*ba deliberato di procedere al ritiro anticipato integrale dell'offerta, in presenza di*

*evidenti e straordinarie condizioni di volatilità dei mercati mobiliari italiano e internazionali*» riservandosi di ripresentare l'offerta in un contesto di stabilità dei mercati finanziari)<sup>29</sup>, poi di Sorgente Res S.p.A. (quest'ultima arrivata sino all'IPO e costretta poi a ritirarsi dalla quotazione per mancanza di richieste sufficienti) – anche Coima Res S.p.A. e Idea Real Estate S.p.A. hanno rinviato al 2016 il progetto di quotazione e contestuale adesione al regime SIIQ.

Negli ultimi giorni del 2015 il Gruppo Sorgente ha poi acquisito da Aedes SIIQ S.p.A., attraverso il fondo immobiliare Tintoretto-comparto Akroterior gestito da Sorgente Sgr e interamente sottoscritto dal gruppo medesimo, la partecipazione di controllo (pari all'80,29%) di Nova Re S.p.A., società immobiliare quotata controllata da Aedes<sup>30</sup>. A seguito di questa acquisizione, il Gruppo Sorgente promuoverà l'Offerta Pubblica di Acquisto totalitaria sul restante 19,71% del capitale sociale di Nova Re non ancora posseduto con l'obiettivo di man-

<sup>(27)</sup> V. il comunicato stampa pubblicato da Aedes S.p.A. in data 26 novembre 2015, consultabile sul sito internet della società all'indirizzo [www.aedes-group.com](http://www.aedes-group.com).

<sup>(28)</sup> L'elenco è consultabile all'indirizzo internet [www.agenziaentrate.gov.it](http://www.agenziaentrate.gov.it).

<sup>(29)</sup> V. il comunicato stampa diffuso da Domus Italia S.p.A. in data 29 giugno 2015 consultabile sul sito internet della società all'indirizzo [www.domusitaliaspa.com](http://www.domusitaliaspa.com).

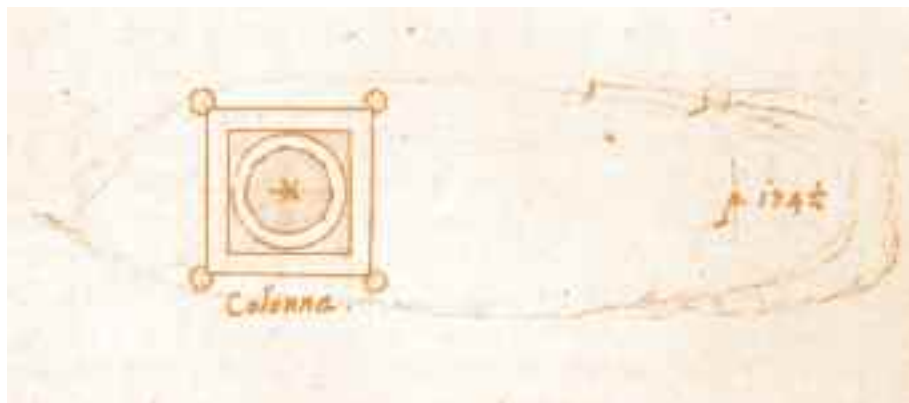
<sup>(30)</sup> V. il comunicato stampa pubblicato da Aedes S.p.A. in data 29 dicembre 2015, consultabile sul sito internet della società all'indirizzo [www.aedes-group.com](http://www.aedes-group.com).

tenere Nova Re quotata e trasformarla in SIQ ricostituendo il flottante adeguato per gli scambi (che non dovrà necessariamente essere pari al 25%, come richiesto alle società non quotate per accedere al Regime Speciale delle SIQ, considerato che Nova Re è già quotata). Con questa operazione, il Gruppo Sorgente viene a detenere il controllo di un veicolo quotato in Borsa e ciò gli consentirà di perseguire l'obiettivo di approdare a Piazza Affari attuando il piano strategico interrotto a seguito del tentativo non andato a buon fine per la quotazione di Sorgente Res S.p.A.

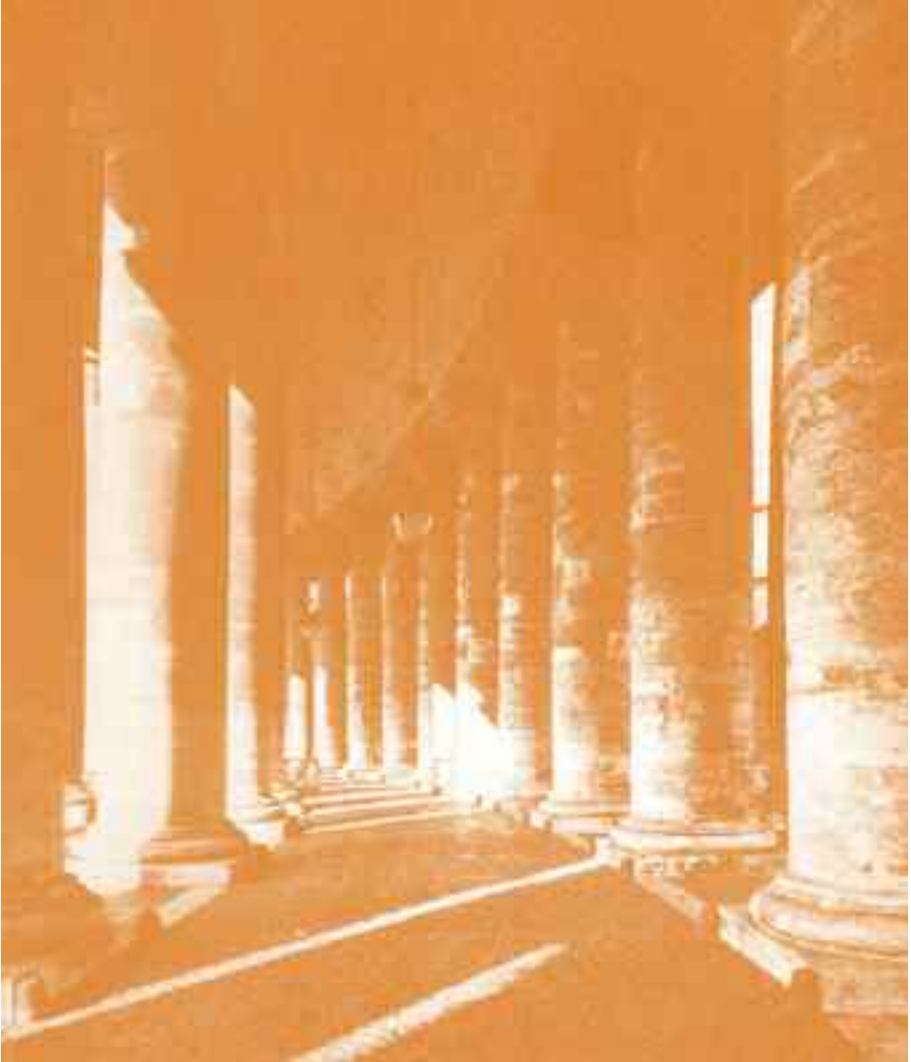
#### 4. Conclusioni

Il nuovo quadro normativo civilistico e fiscale delle SIQ (e delle SIINQ), introdotto con la novella legislativa del 2014 ha accresciuto notevolmente l'interesse

degli operatori del settore immobiliare per l'istituzione delle SIQ (e delle SIINQ) che hanno accolto con favore lo sforzo del legislatore nazionale di adeguare la normativa al resto dell'Europa al fine di far fronte alla necessità italiana di ampliare la capitalizzazione del settore immobiliare in Borsa. Permangono tuttavia criticità derivanti non solo da problemi relativi al mercato dei capitali, ma anche ad aspetti di carattere organizzativo di questi veicoli finanziari che necessitano di essere preliminarmente analizzate e adeguatamente gestite al fine di utilizzare questi strumenti quali importanti attrattori di risparmio anche da parte di investitori stranieri al fine dell'impiego nella gestione professionale degli investimenti immobiliari caratterizzata, come richiamato in premessa, da una pluralità di benefici. •



*Particolare dello schizzo di una fontana in forma di nave per Piazza Colonna, Roma*



*Corsia centrale del colonnato di Piazza San Pietro,  
Roma*



Finito di stampare  
Gennaio 2016



Per lo Sviluppo e la Regolazione  
dell'Economia Immobiliare

*Sede legale:*

Via de' Burrò 147 - 00186 Roma (Italia)

*Sede operativa:*

Viale delle Terme di Caracalla, 69/71 - 00153 Roma

Tel. +390657300710 - Fax +390657301832

info@tecnoborsa.com - [www.tecnoborsa.it](http://www.tecnoborsa.it)