



Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare
Milano
Via Lanzone, 7
20123 Milano
Tel. +39 02 86467831 Fax +39 02 8057446
Merano
Via delle Corse, 62
39012 Merano
Tel. +39 0473 236257 Fax +39 0473 231296
www.isivi.it email: isivi@isivi.it

Milano, 30 aprile 2013

CONSOB
Divisione Informazione Emittenti
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

Oggetto: osservazioni sulle raccomandazioni in materia di informazioni da riportare nelle relazioni finanziarie e nei comunicati stampa delle società quotate operanti nel settore delle energie rinnovabili e nel settore immobiliare

Introduzione

Il documento di consultazione CONSOB del 28 febbraio 2013 in tema di «Raccomandazioni in materia di informazioni da riportare nelle relazioni finanziarie e nei comunicati stampa delle società quotate operanti nel settore delle energie rinnovabili e nel settore immobiliare», al fine di rafforzare la trasparenza delle informazioni rese periodicamente dagli emittenti in merito ad aree particolarmente sensibili all'andamento dei mercati e della congiuntura oltre che garantire l'affidabilità e completezza delle informazioni diffuse sul mercato, ha sottolineato, in materia di rendicontazioni contabili, l'opportunità di intraprendere iniziative volte ad ottenere una maggiore e più uniforme *disclosure* in materia di valutazione del *fair value* delle iniziative immobiliari in corso.

Più in particolare, dato il ruolo fondamentale del processo di valutazione ai fini dell'apprezzamento della consistenza e del valore del portafoglio immobiliare di società immobiliari quotate, CONSOB ha effettuato, tramite audizioni a esponenti aziendali e società di revisione, un'indagine sul tema che ha evidenziato la necessità di una più chiara e dettagliata comunicazione informativa in relazione all'applicazione del *fair value* ad iniziative immobiliari in corso.

Le tipologie immobiliari secondo gli IAS: investimenti immobiliari, immobili produttivi e immobili merce.

Ma perchè il *fair value* nel mondo immobiliare? Da dove nasce? Da quali principi è disciplinato? Come può essere applicato nel *real estate*?

Secondo quanto previsto dai principi contabili internazionali – *International Accounting Standard (IAS)* -, i modelli di valutazione dei beni immobili, così come per tutte le attività e passività di un'impresa, si distinguono in modelli basati sul costo storico (*cost model*) e modelli basati sui valori correnti (*fair value model*).



Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare
Milano
Via Lanzzone, 7
20123 Milano
Tel. +39 02 86467831 Fax +39 02 8057446
Merano
Via delle Corse, 62
39012 Merano
Tel. +39 0473 236257 Fax +39 0473 231296
www.isivi.it email: isivi@isivi.it

Il primo tipo di modello prevede la valutazione dei beni al costo storico, eventualmente rivalutato, detratti gli ammortamenti, le svalutazioni e le perdite da *impairment*.

Il secondo modello prevede che le attività siano esposte in bilancio al *fair value* della data alla quale il bilancio si riferisce.

La scelta della metodologia di valutazione non è connessa alle caratteristiche e peculiarità dell'immobile, ma bensì allo scopo per il quale lo stesso fa parte del patrimonio aziendale.

Più in particolare le attività immobiliari si suddividono, in base a quanto previsto dagli *International Accounting Standards* – IAS - in:

- investimenti immobiliari disciplinati dallo IAS 40 «Investimenti Immobiliari»;
- immobili strumentali all'attività di impresa disciplinati dallo IAS 16 «Immobili, impianti e macchinari»;
- immobili destinati alla vendita disciplinati dallo IAS 2 «Rimanenze di magazzino».

Un investimento immobiliare è una proprietà immobiliare posseduta al fine di percepirne i canoni di locazione e/o puntare all'apprezzamento nel lungo termine del capitale investito. Il possesso può essere esercitato sia a titolo di proprietà sia in base ad un contratto di leasing finanziario.

Un investimento immobiliare si caratterizza per il fatto che da esso si originano, a favore dell'impresa, flussi finanziari «ampiamente indipendenti» rispetto alle altre attività possedute dalla stessa.

Proprio per l'autonomia di detti flussi finanziari, non rientrano tra gli investimenti immobiliari gli immobili posseduti per essere impiegati nella produzione di beni e servizi e nelle attività amministrative («Immobili, impianti e macchinari» come definiti dallo IAS 16) o destinati, normalmente, alla vendita («Rimanenze di magazzino» come definite dallo IAS 2 o «Immobili costruiti per conto terzi» come definiti dallo IAS 11).

In questo caso, infatti, i flussi finanziari che si originano dalla produzione o dalla fornitura di beni o servizi, o dall'uso dell'immobile nell'amministrazione aziendale, non sono imputabili al solo immobile, ma anche ad altre attività che sono impiegate nel processo produttivo o comunque nell'ambito della fornitura dei beni.

Esempi di investimenti immobiliari sono:

immobili posseduti per investimento e concessi in locazione a terzi;

immobili posseduti per un utilizzo futuro non ancora determinato al momento attuale;

immobili posseduti tramite un leasing finanziario e locati a terzi tramite leasing operativo;

immobili attualmente non occupati il cui fine è quello di locarli a terzi tramite leasing operativo;

immobili in fase di costruzione o già esistenti ma in fase di ristrutturazione per poi utilizzarli in futuro sempre come investimenti immobiliari.

Non sono investimenti immobiliari e sono, quindi, fuori dall'ambito di applicazione dello IAS 40:



Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare
Milano
Via Lanzone, 7
20123 Milano
Tel. +39 02 86467831 Fax +39 02 8057446
Merano
Via delle Corse, 62
39012 Merano
Tel. +39 0473 236257 Fax +39 0473 231296
www.isivi.it email: isivi@isivi.it

- immobili destinati alla vendita nel corso del normale svolgimento dell'attività imprenditoriale o in fase di costruzione per una futura vendita a cui si applica lo IAS 2;
- immobili costruiti per conto terzi a cui si applica lo IAS 11;
- immobili dati in locazione attraverso un leasing finanziario a cui si applica lo IAS 17;
- immobili ad uso del proprietario a cui si applica lo IAS 16.

Nella realtà possono poi esistere situazioni miste nella quali si applica il principio della prevalenza.

Nell'ipotesi in cui, ad esempio, una parte di un immobile sia destinata ad uso del proprietario mentre un'altra parte sia destinata all'ottenimento di canoni di locazione o detenuta per l'apprezzamento del capitale occorre distinguere se

- le due parti possono essere vendute separatamente: devono essere contabilizzate in modo separato applicando i relativi IAS;
- le due parti non possono essere vendute separatamente: l'immobile è considerato investimento immobiliare solo se una parte non significativa dello stesso è utilizzata nella produzione di beni o servizi o dal proprietario.

Lo stesso IAS 40 ammette che nella pratica si possono verificare ulteriori situazioni di incertezza nelle quali è richiesto all'impresa di elaborare criteri propri che possano consentire di arrivare ad giudizio coerente con i principi guida che definiscono gli investimenti immobiliari come sopra illustrati. Tali criteri devono poi essere evidenziati e illustrati in bilancio in quanto rientrano nell'ambito dell'informativa richiesta dallo stesso IAS 40.

Se i principi internazionali disciplinano in modo dettagliato le varie tipologie immobiliari, a livello nazionale principi contabili italiani – Organismo Italiano Contabilità - OIC 16 - non prevedono espressamente gli investimenti immobiliari: dall'analisi della normativa, tuttavia, essi possono essere assimilati agli immobili non strumentali per l'esercizio dell'impresa.

A livello rappresentativo, secondo quanto previsto dal Codice Civile, tali investimenti non hanno bisogno di una distinta indicazione nello Stato Patrimoniale aziendale, potendo essere indicati alla voce “terreni e fabbricati” insieme agli immobili strumentali; ai fini IAS, invece, essi devono essere indicati separatamente nello Stato Patrimoniale alla voce “investimenti immobiliari”.

A livello contabile, i principi contabili nazionali non prevedono norme particolari per la valutazione degli immobili detenuti al solo scopo di percepire dei canoni di locazione o in vista di un incremento del capitale in esso investito. Di conseguenza, a tali categorie di immobili si applicano le regole generali. La valutazione è effettuata al costo storico da cui sono detratti – per tutti gli immobili eccetto i terreni e, in casi particolari, i fabbricati civili - gli ammortamenti oltre che le eventuali perdite durevoli. La rivalutazione di tali beni è ammessa, come per tutte le immobilizzazioni, solamente se prevista da leggi speciali.

Molto più vario e dettagliato è il panorama contabile previsto dai principi contabili internazionali.



Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare
Milano
Via Lanzone, 7
20123 Milano
Tel. +39 02 86467831 Fax +39 02 8057446
Merano
Via delle Corse, 62
39012 Merano
Tel. +39 0473 236257 Fax +39 0473 231296
www.isivi.it email: isivi@isivi.it

Secondo lo IAS 40 l'investimento immobiliare è inizialmente valutato al costo, sia nell'ipotesi di acquisto sia nell'ipotesi di costruzioni in economia.

Nel primo caso il costo d'acquisto comprende, oltre al prezzo di acquisto, qualsiasi spesa direttamente connessa alla vendita, quale, ad esempio, i compensi professionali per la prestazione di servizi legali, le imposte per il trasferimento della proprietà e qualsiasi altro costo dell'operazione.

Nel secondo caso il costo di un investimento immobiliare costruito in economia è rappresentato dalla sommatoria di tutti i costi di produzione sostenuti dall'azienda alla data in cui la costruzione o lo sviluppo è terminato e l'immobile è pronto per l'uso.

Successivamente alla prima rilevazione, gli investimenti immobiliari possono essere iscritti in bilancio alternativamente:

- in base al *fair value*;
- in base al costo.

L'impresa deve applicare il principio contabile prescelto a tutti i propri investimenti immobiliari, senza poter, quindi, valutare caso per caso.

In genere, per tutte le immobilizzazioni, il criterio del costo è quello consigliato, pur essendo ammissibile il criterio del *fair value*. Per gli investimenti immobiliari accade esattamente il contrario: lo IAS 40 suggerisce l'uso del *fair value*, obbligatorio nel caso di beni posseduti in base a leasing operativo per i quali il criterio del costo è espressamente inapplicabile.

Se la valutazione è fatta al *fair value* le differenze riscontrabili tra un esercizio e l'altro devono confluire al Conto Economico come componenti di reddito dell'esercizio e il valore contabile del cespite non deve essere ammortizzato.

Qualora si opti, invece, per la valutazione a costo, gli investimenti immobiliari devono essere indicati in bilancio al costo ammortizzato al netto di eventuali perdite di valore. Le note al bilancio devono, in ogni caso, fornire informazioni chiare, precise e dettagliate, sul *fair value* di tali cespiti.

Il concetto di fair value nel real estate

Ma che cosa è il *fair value*? Come è definito? Quale è il suo processo di stima?

Il *fair value* - comunemente conosciuto in Italia con il termine valore equo - è definito dagli IAS come il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione tra terzi indipendenti, consapevoli e disponibili ovvero il prezzo più probabile ragionevolmente ottenibile sul mercato alla data di riferimento del bilancio.

Il *fair value* è quindi un criterio di valutazione in grado di esprimere il potenziale valore di un elemento patrimoniale, in maniera indipendente ed oggettiva, tenendo in considerazione sia le condizioni di mercato sia le specifiche peculiarità dell'elemento oggetto di valutazione.



Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare
Milano
Via Lanzone, 7
20123 Milano
Tel. +39 02 86467831 Fax +39 02 8057446
Merano
Via delle Corse, 62
39012 Merano
Tel. +39 0473 236257 Fax +39 0473 231296
www.isivi.it email: isivi@isivi.it

Di conseguenza esso non si configura come un vero e proprio prezzo, ma come una grandezza monetaria che esprime un valore attorno al quale possono incontrarsi i consensi di due parti intenzionate allo scambio, e che, in quanto tale, non risente di condizionamenti soggettivi, derivanti da caratteristiche dei contraenti.

Per quanto attiene all'applicazione del concetto di *fair value* al settore immobiliare, lo IAS sostiene che «il *fair value* di terreni e fabbricati è usualmente determinato da evidenze ricavate dal mercato, anche tramite una valutazione immobiliare redatta da un valutatore professionalmente qualificato». Ed aggiunge che «se per il calcolo del *fair value* non esistono evidenze ricavate dal mercato a motivo della natura speciale della tipologia di immobile ... e tale tipologia è raramente compravenduta, salvo quando essa è parte di una più vasta attività continuativa, si può aver necessità di stimare il *fair value* tramite l'utilizzo di un approccio finanziario o di un approccio di costo di sostituzione deprezzato».

Da quanto sopra esposto si evince che lo IAS, innanzitutto, incoraggia, ma non obbliga, le imprese a determinare il *fair value* degli investimenti immobiliari sulla base di una stima effettuata da un valutatore qualificato esterno con riconosciute e pertinenti qualifiche professionali e con una recente esperienza nella localizzazione e nella tipologia dell'investimento immobiliare oggetto di valutazione.

Inoltre con l'indicazione del *fair value* i principi contabili internazionali non fanno altro che indicare, quale metodologie di stima per il *real estate*, le stesse previste anche dagli *International Valuation Standard - IVS* e dagli *European Valuation Standard - EVS* per il *market value*, prediligendo, ove il mercato immobiliare è vivace e attivo, il *comparison approach*, passando poi per metodi finanziari – reddituali e di flussi di cassa – ove l'immobile sia destinato alla produzione di redditi, fino ad arrivare a metodologie di costo nei casi residui. Inoltre per ciò che concerne i progetti cenni sono effettuati al metodo della trasformazione.

La miglior evidenza del *fair value* è, infatti, normalmente data dai prezzi correnti presenti in un mercato attivo per proprietà immobiliari simili nella medesima localizzazione e condizione e soggette a condizioni simili per locazione ed altri contratti. E' importante identificare chiaramente qualsiasi differenza nella natura, localizzazione, condizione o contrattualistica della proprietà.

In assenza di prezzi correnti in un mercato attivo, è necessario considerare:

- i prezzi correnti di un mercato attivo di immobili di diversa natura, condizione, contrattualistica o localizzazione, rettificati per riflettere tali differenze;
- i prezzi recenti di immobili simili di mercati meno attivi con rettifiche appropriate per riflettere qualsiasi cambiamento che si è verificato nelle condizioni economiche dalla data delle operazioni che furono effettuate a quei prezzi;
- le proiezioni sui flussi finanziari attualizzati, basati su stime attendibili di flussi finanziari futuri, supportate dalle condizioni di qualsiasi locazione e di altri contratti esistenti e da conoscenze acquisite da fatti esterni quali i



Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare
Milano
Via Lanzone, 7
20123 Milano
Tel. +39 02 86467831 Fax +39 02 8057446
Merano
Via delle Corse, 62
39012 Merano
Tel. +39 0473 236257 Fax +39 0473 231296
www.isivi.it email: isivi@isivi.it

canoni di locazione applicati nel mercato corrente a immobili simili aventi medesime localizzazione e condizioni, nonché usando tassi di attualizzazione che riflettano valutazioni correnti del mercato con riferimento all'incertezza dell'importo e della tempistica dei flussi finanziari.

Lo IAS, richiede, poi che il *fair value* dell'investimento immobiliare sia stimato alle condizioni di mercato esistenti alla chiusura del bilancio: questa esigenza nasce dal fatto che, poiché il *fair value* riflette le condizioni di mercato ad una determinata data e tali condizioni sono soggette a cambiamenti continui, il valore del *fair value* potrebbe rivelarsi non esatto se stimato in un momento diverso dalla data di chiusura del bilancio.

Per quanto concerne la nota integrativa, lo IAS 40 stabilisce che l'impresa deve fornire, tra l'altro, informazioni precise, chiare e dettagliate in relazione ai criteri e alle significative ipotesi applicabili nel determinare il *fair value* dell'investimento immobiliare. Da ciò emerge che lo IAS prevede già ed è perfettamente in linea con quanto richiesto nella Raccomandazione CONSOB n. DEM/9017965 del 26 febbraio 2009 che, con riferimento ai progetti di sviluppo, ha richiesto una maggior *disclosure* sui seguenti elementi informativi: «(i) lo stato di avanzamento del progetto (percentuale di avanzamento e modalità di finanziamento dell'iniziativa) ed indicazione di eventuali significativi vincoli autorizzativi (ad esempio, difficoltà riscontrate nell'ottenimento dei necessari permessi ed autorizzazioni, e che costituiscono un significativo vincolo per il proseguimento del progetto), finanziari (ad esempio eventuali difficoltà di finanziamento delle fasi di sviluppo successive) o di altra natura; (ii) e gli eventuali significativi scostamenti relativi alla tempistica prevista (fase di ultimazione e/o fasi intermedie) del progetto e ad ogni altro elemento previsionale comunicato al mercato (ad es. la marginalità del progetto).»

Un'ultima riflessione, oggetto del documento di consultazione CONSOB del 28 febbraio 2013, è da effettuare in tema di deroga all'applicazione del *fair value* a seguito di circostanze eccezionali che ne impediscano una corretta determinazione, così come discusso nei Regolamenti Ce n. 69 e 70 del 23 gennaio 2009.

Secondo tale Regolamenti esistono delle circostanze, eccezionali, in cui l'utilità di un valorizzazione in base al *fair value* sia nulla. Più precisamente esiste una presunzione relativa – suscettibile, quindi, di prova contraria – in base alla quale una impresa non possa determinare attendibilmente il *fair value* di un investimento immobiliare su base continuativa nell'ipotesi in cui non vi siano frequenti operazioni comparabili sul mercato né stime alternative attendibili di valore equo. In tali casi, se la società stabilisce che il *fair value* dell'investimento immobiliare in fase di sviluppo non sia attendibilmente identificabile, ma si aspetta che lo stesso lo diventi una volta che la costruzione sia ultimata, l'immobile dovrà essere valutato al costo finché il suo *fair value* sia determinabile attendibilmente. Terminata la costruzione si presume che la società sia in grado di determinare il *fair value*: se ciò non fosse, l'investimento dovrà essere ancora valutato secondo il metodo del costo.

Al riguardo il Regolamento prevede che la presunzione che il valore equo dell'investimento immobiliare in costruzione possa essere valutato attendibilmente può essere confutata solo in sede di rilevazione iniziale. Nell'ipotesi in cui il



Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare
Milano
Via Lanzone, 7
20123 Milano
Tel. +39 02 86467831 Fax +39 02 8057446
Merano
Via delle Corse, 62
39012 Merano
Tel. +39 0473 236257 Fax +39 0473 231296
www.isivi.it email: isivi@isivi.it

progetto sia inizialmente valutato secondo il *fair value*, non potrà mai essere successivamente valutato secondo il metodo del costo.

Da ciò emerge che, ogni qualvolta non sia possibile applicare, date le caratteristiche della tipologia di progetto in essere, le metodologie comparative, finanziarie ovvero della trasformazione, sia necessario, indicando e giustificando le motivazioni che conducono a tale scelta, utilizzare quale unica metodologia di stima quella del costo.

Ciò appare perfettamente in linea con quanto richiesto espressamente dal documento di Consultazione che, tenuto conto della rilevanza e complessità della scelta della metodologia di stima, richiede che siano fornite precise, chiare e dettagliate informazioni in merito:

- alla *policy* adottata per la determinazione del *fair value* delle iniziative immobiliari in corso;
- ai rischi che possono condizionare l'attendibilità della misurazione al *fair value*.

Alcuni spunti di riflessione

Da tutto quanto sopra esposto, si evince chiaramente che, sebbene disciplinati da due diverse normative e formalmente identificati con denominazioni diverse, le definizioni di *fair value* e *market value* sono, per ciò che concerne gli investimenti immobiliari, due concetti pressoché identici che, nella maggior parte, se non nella totalità, dei casi, vengono a coincidere. Ciò in quanto gli stessi si fondano sulle stesse *assumption* oltre che su identiche procedure e metodologie di stima.

Si ritiene quindi indispensabile, al fine di poter garantire trasparenza, affidabilità e completezza alle informazioni connesse alla valutazione di iniziative immobiliari in corso, procedere, oltre che a una più dettagliata, precisa e chiara *disclosure* della totalità di informazioni in possesso oltre che di quelle mancanti – consuetudine che già dovrebbe essere insita nell'applicazione stessa della tecnica valutativa, così come previsto dai principi di estimo, da parte di consulenti esperti e capaci -, affiancare, la stessa a una identificazione del connesso rating di progetto.

Tale concetto, così come già identificato dagli *European Valuation Standard - EVS* - redatti da TEGOVA, si sintetizza in un giudizio sintetico - oggettivo e imparziale - circa il rischio sotteso ad un progetto immobiliare sulla base di giudizi di merito a medio termine, da un lato, sulla qualità del bene una volta ultimato - ed, in particolare, del suo mercato di riferimento, della sua localizzazione, delle caratteristiche dell'immobile e dei flussi di cassa relativi – e dall'altro, sui tempi, rischi ed opportunità sottostanti lo sviluppo dell'iniziativa.

Rischio e valore sono, quindi elementi da considerare congiuntamente ed approfonditamente, al fine di garantire la trasparenza del mercato, fattore basilare per una sua crescita equilibrata, in una sana e libera concorrenza, promotrice di sviluppo economico.



Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare
Milano
Via Lanzone, 7
20123 Milano
Tel. +39 02 86467831 Fax +39 02 8057446
Merano
Via delle Corse, 62
39012 Merano
Tel. +39 0473 236257 Fax +39 0473 231296
www.isivi.it email: isivi@isivi.it

La globalizzazione dei mercati ed i sempre più rilevanti interessi bancari e finanziari di natura internazionale richiedono, infatti, una necessaria armonizzazione delle metodologie e delle procedure di stima a livello internazionale, imponendo un'effettiva opera di orientamento dei processi di valutazione verso modelli di trasparenza, qualità e nuova professionalità.

L'armonizzazione dei processi valutativi e l'assegnazione di un livello di rischio (*rating*) oltre a determinare un evidente salto di qualità, apriranno ulteriormente il nostro mercato agli investitori stranieri nonché, se correttamente utilizzati, permetteranno di ridurre il rischio degli istituti finanziari, dei sottoscrittori di fondi, degli investitori e, più in generale, dei risparmiatori e del singolo cittadino.

Distinti Saluti.

Dott.ssa Elena Delsignore

socia IsIVI, REV

Amministratore IL PUNTO Real Estate Advisor srl

Ing. Enrico Campagnoli

Presidente IsIVI