

# Lo sboom che non c'è

di Massimo Mendola

## Nessuna bolla speculativa per i fondi. Il rischio è solo per il mercato immobiliare

**C**asa dolce casa. L'adagio che piaceva tanto alle nostre nonne sembra essere ancora perfettamente attuale anche per il risparmiatore italiano. È quanto emerge dall'Osservatorio sul Mercato Immobiliare di Nomisma, che per il 2002 ha evidenziato un rialzo nominale del 10% dei prezzi delle abitazioni nelle principali città. E se il mercato residenziale vola, nemmeno gli altri settori sembrano essere da meno. Il segmento degli uffici fa segnare un incremento dell'8,9%, quello dei negozi dell'8,2%, mentre la dinamica dei capannoni industriali ha registrato un saldo positivo del 6,6 per cento. La crescita si è concentrata principalmente nei primi sei mesi dell'anno, mentre il secondo semestre si è rivelato meno dinamico. Si sono inoltre accorciati i tempi di vendita, mentre il divario fra il prezzo di offerta e quello di domanda si è ridotto al minimo.

Un settore, quello immobiliare, che ha continuato a correre nonostante il rallentamento dell'economia mondiale. O forse proprio a causa del rallentamento. Le banche centrali, infatti, hanno proseguito nella loro politica di ribasso dei tassi, rendendo sempre più conveniente l'accensione di un mutuo. I rendimenti derivati dagli investimenti in immobili, quindi, continuano ad essere molto più interessanti di quelli che si possono ottenere da altre attività economiche. E la debolezza dei mercati azionari è uno dei principali fattori di questo boom, che in Italia, a differenza di altri paesi, non ha subito flessioni. Non sembra ci siano rischi di eccesso di offerta, anzi sembra vero il

contrario. È proprio la carenza strutturale dell'offerta a mantenere la domanda su livelli elevati, dando così origine alla dinamica incrementale dei prezzi.

Il dinamismo del settore emerge con maggior evidenza se confrontato con quelle che sono le performance delle Borse negli ultimi anni. I mercati azionari hanno incontrato notevoli difficoltà, penalizzati dal peggioramento del quadro macroeconomico mondiale nonché dalle continue tensioni internazionali. Così, mentre fra il 2000 e il 2002 i valori immobiliari hanno registrato una crescita che si avvicina ai 30 punti percentuali, il Mibtel – per restringere il discorso al solo mercato italiano – nello stesso periodo ha perso quasi il 40 per cento. Dell'ottimo andamento del mercato immobiliare, però, hanno tratto scarso beneficio le società del settore quotate in borsa. L'indice di riferimento infatti ha perso il 24% circa mentre quello del comparto costruzioni è sceso del 7 per cento.

In Italia il tasso di incremento delle nuove costruzioni continua a mantenersi di molto superiore all'andamento dell'economia, anche se in leggera frenata rispetto al triennio 1999-2001,



Gerardo Solaro Del Borgo, Direttore Generale di Deutsche Bank Fondi Immobiliari Sgr

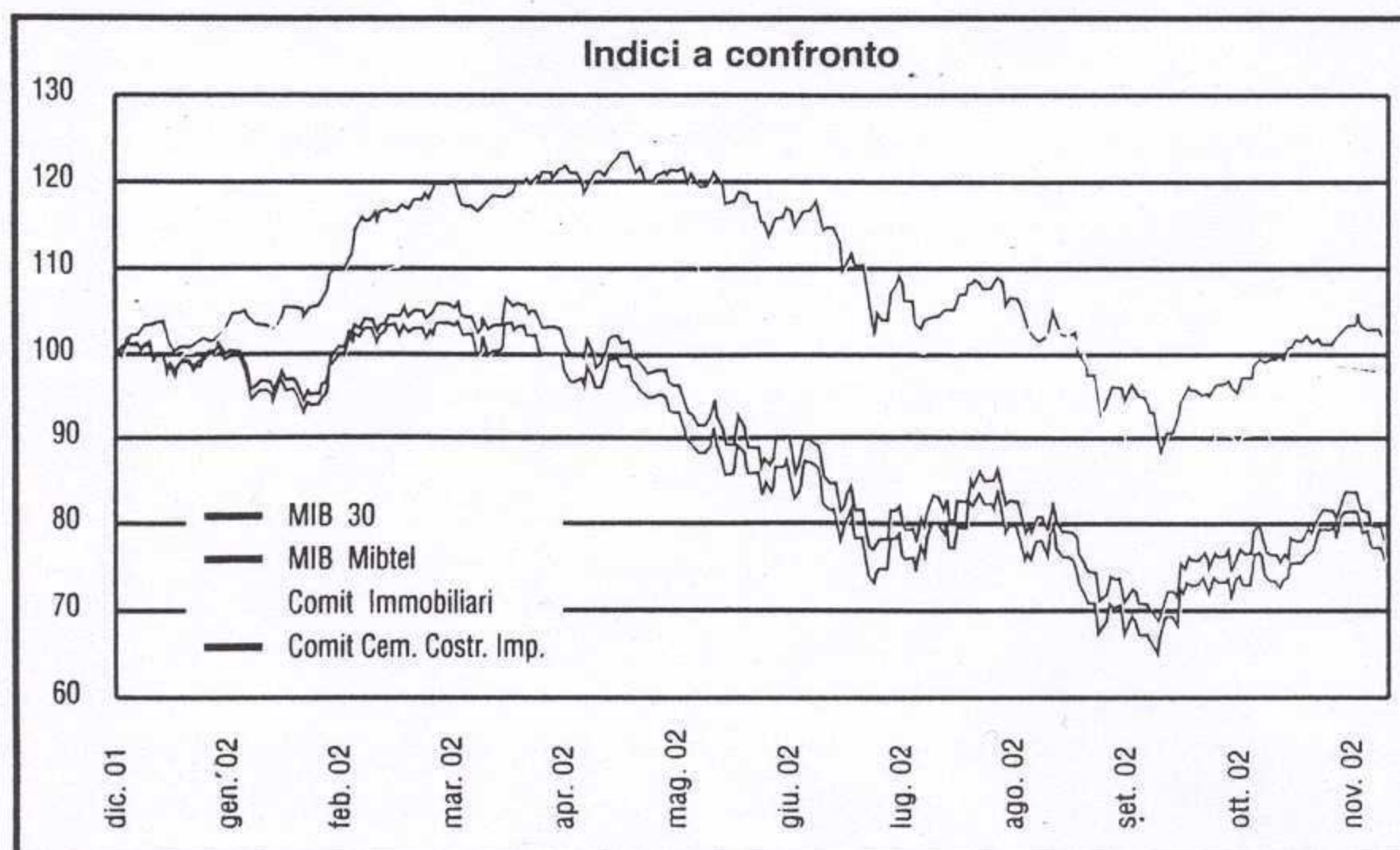
quando si sono toccate punte del 5-6 per cento. Per il 2003 ci si aspetta una performance migliore rispetto all'anno precedente, grazie agli investimenti nel settore delle opere pubbliche, alla domanda sostenuta un po' in tutti i comparti e alle condizioni favorevoli in materia di tassi d'interesse. Negli stati dell'Unione Europea la situazione appare più stagnante, mentre il mercato

mostra un maggior dinamismo nei paesi dell'ex Europa dell'Est.

C'è, però, chi parla insistentemente di eccesso di valutazioni, causa di una vera e propria bolla speculativa. E il tutto sembra destinato a

sgontarsi. «Da più parti si avvertono delle preoccupazioni sull'imminente scoppio della bolla immobiliare», afferma Giovanni Colombo, Direttore Gestione Operativa di Polis Fondi Sgr. «Personalmente la ritengo un'ipotesi poco probabile, poiché si sta già assistendo a un rallentamento sia dei prezzi che delle transazioni. Tutto questo costituisce un valido ammortizzatore che contribuisce a un brusco ridimensionamento dei valori di mercato».

È di diverso avviso il Cresme, che nel consueto "Rapporto congiunturale e revisionale" sul mercato immobiliare prevede la fine del ciclo espansivo per il prossimo anno. Secondo quanto emerge dal rapporto, infatti, nel 2003 gli investimenti per le costruzioni, che ancora quest'anno presentano un saldo attivo del 3%, dovrebbero azzerarsi. Insomma gli effetti del rallentamento economico inizieranno a farsi sentire anche



nel mercato delle costruzioni, che per sua natura è "lento a mettersi in movimento e altrettanto lento a recepire la frenata". Secondo il Cresme la vivacità mostrata dal settore negli ultimi anni sarebbe ancora una diretta conseguenza degli investimenti effettuati tre o quattro anni fa. Per cui dal prossimo anno si inizieranno a manifestare gli effetti della crisi economica.

«All'interno del mercato immobiliare bisogna distinguere fra due settori. Quello residenziale e quello degli Investitori Istituzionali», dichiara Gerardo Solaro Del Borgo, Direttore Generale di Deutsche Bank Fondi Immobiliari Sgr S.p.A. «Per il primo è verosimile attendersi un ridimensionamento con delle correzioni al ribasso. La crisi delle Borse ha portato una gran massa di liquidità sul mercato e ha causato un eccesso di valutazioni, sottoponendolo a un'enorme pressione. Per il prossimo anno è perciò ragionevole attendersi delle correzioni al ribasso. Il mercato degli Investitori Istituzionali, ovvero quello che interessa maggiormente i fondi immobiliari chiusi, è invece molto più lento e più analitico», prosegue Solaro Del Borgo. «È un settore meno regolato dall'emotività, e quindi meno volatile. Ha iniziato una fase di crescita che dovrebbe proseguire per un periodo piuttosto lungo. Soprattutto in Italia, dove il mercato ha ancora elevate potenzialità di crescita e dove le valutazioni di immobili per uffici o i loro canoni di locazione sono più bassi rispetto al resto d'Europa». Quello dei fondi immobiliari chiusi, inoltre, è un fenomeno che in Italia sta riscuotendo un interesse sempre crescente. Attualmente quelli già attivi sono tredici. Dopo un avvio incerto, anche per alcune incertezze interpretative sulla rinnovata legislazione, sembra che per questi prodotti possa aprirsi un'interessante fase di crescita.

«La principale causa delle difficoltà incontrate risiede nel fatto che un fondo immobiliare chiuso è uno strumento finanziario che necessita di un congruo periodo d'avviamento», aggiunge Colombo. «Investire in un fondo chiuso significa poter uscire

dall'investimento a seguito della liquidazione del fondo e quindi in un lasso di tempo piuttosto lungo, nel nostro caso 12 anni. È vero che questa caratteristica è mitigata dalla facoltà di alienare le proprie quote in borsa in qualsiasi momento, ma questa possibilità non è sinceramente apprezzata dall'investitore».

Non esistono obiettive difficoltà, secondo Solaro Del Borgo, per i fondi immobiliari chiusi. Ma è anche vero che, partiti nel '99, i fondi hanno già raccolto circa tremila milioni di euro non ancora impiegati totalmente. Ed è impensabile il lancio di nuovi fondi quando vi è ancora tanta liquidità da investire.

Un ulteriore stimolo al settore potrebbe però derivare dalla definitiva approvazione del regolamento attuativo della legge 410 del 2001. La normativa si pone il duplice obiettivo di accrescere l'interesse nei confronti di questo strumento d'investimento e, allo stesso tempo, favorire il processo di dismissione del patrimonio immobiliare pubblico. Un'altra delle caratteristiche principali della legge è di consentire ai fondi la raccolta di patrimonio anche mediante emissioni successive di quote, nonché nella facoltà del fondo stesso di prevedere sottoscrizioni in natura, la riduzione del carico fiscale (l'1% del net asset value) e l'innalzamento della soglia per l'effetto leva (arrivato al 60%). Secondo delle previsioni elaborate da Morgan Stanley le prospettive che potrebbero aprirsi sarebbero addirittura straordinarie. In presenza di un quadro regolamentare favorevole il patrimonio dei fondi immobiliari italiani potrebbe passare nel prossimo quinquennio dagli attuali tre a circa quindici miliardi di euro, riducendo così il gap esistente con gli altri mercati internazionali, dove questo strumento esiste da decenni.

«Le novità introdotte dalla legge non possono che essere accolte con favore», dichiara Colombo. «Finalmente le Istituzioni iniziano a mostrare interesse nei confronti del settore immobiliare, apportando anche interessanti modifiche agli aspetti fiscali, cosa che dovrebbe favorire la crescita dei



Giovanni Colombo, Direttore Gestione Operativa di Polis Fondi Sgr

fondi nel prossimo futuro. La nuova legge introduce inoltre i fondi ad apporto e i fondi aperti o semichiusi. Nel primo caso, l'investitore è messo a conoscenza, nel momento in cui sottoscrive quote del fondo, di quali beni immobili sarà costituito il patrimonio e, nel secondo caso (fondi aperti o semichiusi), al risparmiatore è consentito uscire dall'investimento rivendendo al fondo la propria quota sulla base del valore attualizzato».

Ma la novità più importante è quella introdotta dal decreto legge 351 del 25 settembre 2001, che prevede la possibilità, da parte dei soci della Società di Gestione del Fondo, di poter conferire immobili di proprietà al fondo stesso. Il limite fissato dal Ministero per questo tipo di operazioni è del 60% del valore del fondo stesso. «Il fatto che vengano apportati al fondo beni dei soci della Sgr o di società a essa correlate non rappresenta un problema, a patto che vengano assicurate condizioni di trasparenza, soprattutto in tema di valutazione dei beni da conferire», afferma il Direttore Gestione Operativa di PolisSgr. «Pertanto, se ci si riferisce al limite della percentuale di beni conferibili, questa è del tutto ininfluente. Una soluzione per assicurare una valutazione il più possibile imparziale potrebbe

essere quella di creare un'Authority deputata alla nomina di soggetti esterni indipendenti dalle Sgr, a cui demandare le valutazioni. Rispetto alla situazione attuale, dove pure ci si avvale di esperti esterni, si avrebbe così un'ulteriore garanzia di oggettività».

Di diverso avviso, invece, è il Direttore Generale di Deutsche Bank. «Il fondo immobiliare chiuso deve essere regolamentato al pari degli altri strumenti finanziari, e questo vale anche per il conflitto d'interessi. Nessun fondo dovrebbe quindi avere nel proprio patrimonio più del 2% di immobili che fanno capo alla società che lo gestisce. Il tutto deve essere regolato con la massima trasparenza. Due gli aspetti che vanno ancora evidenziati», aggiunge Solaro Del Borgo. «I fondi immobiliari chiusi rappresentano un'ottima soluzione per gli immobili di proprietà dello stato, che a tutt'oggi costituiscono un patrimonio ingentissimo e nella maggioranza dei casi mal gestito. Va poi precisato che una società di gestione di fondi immobiliari non dovrebbe occuparsi della gestione diretta degli immobili, ma che questa va affidata agli esperti del settore. Ed è quello che fa Deutsche Bank».