

Risparmio / Mattone & finanza

I prezzi sul listino nascondono rendimenti impliciti del 10% annuo

Il nuovo regolamento sposterà la quotazione a due anni dal debutto

Fondi immobiliari, in Borsa sono un affare da intenditori

Seppur generalmente trascurato dal grande pubblico dei risparmiatori e dei gestori, il comparto dei fondi immobiliari è uno di quelli a più elevato tasso di crescita. Partito nel febbraio '99 con il collocamento di Valore immobiliare globale di Deutsche Bank, a poco più di tre anni di distanza ci sono oggi 13 fondi con durate variabili tra i sette e i 15 anni, che fanno capo a nove diverse Sgr, delle quali solo due di derivazione non bancaria. Una realtà, quella dei fondi, che oggi coinvolge 186mila investitori, 106mila dei quali diventati tali solo dopo il gennaio 2001.

«Una platea "fresca", dunque, e concentrata sui tagli piccoli, visto che il valore medio dell'investimento effettuato è al di sotto dei 30mila euro. E anche una platea che finora ha dimostrato di aver capito, in gran parte, la tipologia di investimento effettuato: un veicolo finanziario per puntare sul settore immobiliare con capitali contenuti, rigorosamente con un orizzonte temporale di lungo periodo. Le richieste di liquidazione anticipata delle quote — che, trattandosi di fondi chiusi, dovrebbero essere mantenute fino alla scadenza — in Borsa sono infatti limitate, tanto che gli scambi sui fondi immobiliari si mantengono entro la decina al giorno per ciascun prodotto. Al tempo stesso, però, sono molto penalizzanti per l'investitore: come si nota dalla tabella pubblicata in questa pagina, quotano con uno sconto rispetto al Nav (vale a dire il valore del patrimonio, così come certificato in occasione dell'ultima semestrale) che varia dal 9,6% di Securifondo al 38,7% di Polis (banche popolari), con un addensamento intorno al 20-30 per cento. In definitiva, dunque, chi abbia bisogno di smobilizzare il proprio investimento in un fondo immobiliare, nonostante il legislatore abbia introdotto l'obbligo della quotazione, ci rimette. L'altro lato della medaglia è, però, che chi vuole comprare in Borsa (a patto che poi sia disposto ad attendere la scadenza del fondo) potrebbe trovare delle buo-

ne occasioni. Degli sconti sul Nav, si è detto. Ma c'è anche un altro modo di fare i calcoli: come evidenziato nell'intervista a Tancredi Bianchi di Polis Fondi qui a fianco, è quello di calcolare il rendimento implicito (tecnicamente parlando si tratta dell'Irr) nella sottoscrizione ai prezzi di Borsa e nella riscossione, a scadenza, di un capitale pari al valore iniziale del fondo maggiorato del rendimento target pubblicizzato dal gestore. Così procedendo, si arriva a tassi di rendimento intorno al 10% annuo.

Un aspetto, questo, sottolineato anche dallo stesso Michele Cibrario, amministratore delegato di Bnl Fondimmobiliari, che ha affidato al proprio team la realizzazione di un apposito studio. «L'investitore che mette in portafoglio questo strumento ai valori di mercato attuali — spiega Cibrario — con l'intenzione di mantenerlo fino alla naturale scadenza, beneficia di alcuni rilevanti vantaggi: la durata residua ridotta dell'investimento rispetto al periodo previsto, il superamento del momento "meno produttivo" corrispondente al periodo iniziale della vita del fondo; prezzi di acquisto oggi considerevolmente scontati rispetto ai valori patrimoniali». Ipotizzando che il fondo Bnl Portfolio Immobiliare — ma il ragionamento è lo stesso anche per gli altri fondi — consegua un risultato medio nei dieci anni della sua durata pari al 5,5% annuo composto netto e che, di questo, in media il 3% venga distribuito ai sottoscrittori sotto forma di dividendo, lo studio conclude che «chi avesse acquistato una quota del fondo sul mercato regolamentato a fine giugno 2002 a un prezzo di circa 1.950 euro e fosse intenzionato a mantenerla in portafoglio fino alla scadenza del fondo, potrebbe contare, perdurando le condizioni ipotizzate, su un rendimento pari al 10,43% annuo netto». Un risultato, questo, che dovrebbe essere oggi ancora migliore, visto che la quota è ulteriormente scesa (1.925 euro) e il tempo a scadenza si è ridotto.

Evelina Marchesini

Valori reali e a Piazza Affari

Dati in base alle ultime semestrali

Fondo	Var.% quota dal collocam.	val. 31/12/01	Var.% quota dal collocam.	val. 15/10/02	Valore in Borsa al rispetto al Nav	Sconto %	Fondo	Var.% quota dal collocam.	val. 31/12/01	Var.% quota dal collocam.	val. 15/10/02	Valore in Borsa al rispetto al Nav	Sconto %
Val. Immobiliare Globale (1)	9,86	-0,70	4.250	-25,10			Bni Portfolio Immobiliare (4)	9,60	-0,16	1.925	-29,74		
Securfondo (2)	10,18	-3,79	2.490	-9,60			Polis	9,43	2,62	1.341	-38,73		
Unicredit Immobiliare Uno (3)	5,45	-0,29	1.650	-37,41			Fondo Alpha	49,66	5,89	2.499	-33,21		
							Nextra Sviluppo Immobiliare	6,95	2,91	1.980	-25,95		

(1) distribuito provento di 210 € il 28/2/02; (2) distribuito provento di 163,3 € il 25/4/02; (3) distribuito provento di 62 € il 21/03/02; (4) distribuito provento di 95 € il 28/03/02

Tancredi Bianchi / Polis fondi Sgr

È come uno zero coupon



Per **Tancredi Bianchi** la Borsa sta sottovalutando in modo eccessivo i fondi quotati

«Il fondo immobiliare è un investimento che, essendo di tipo chiuso, va mantenuto fino alla scadenza e, come tale, va valutato. Il problema è che i prezzi borsistici non riflettono un'immagine corretta del profilo di questi prodotti». Tancredi Bianchi, ex presidente dell'Abi e attuale presidente di **Polis Fondi Sgr**, interviene sulla problematica della quotazione dei fondi immobiliari con un approccio strettamente finanziario.

Come andrebbe valutato un fondo immobiliare?

Il concetto è che, sottoscrivendo un fondo immobiliare, nella sua formulazione di base rinunci alla corresponsione di frutti periodici in cambio di una somma capitalizzata alla scadenza. In sostanza, a guardarlo bene, è come uno zero coupon e come tale andrebbe valutato.

Per esempio?

Si parte dal patrimonio iniziale e si considera il rendimento-obiettivo che il

gestore si propone. Sulla base di questo e della durata del fondo, si calcola quello che sarà il patrimonio finale programmato. Raffrontando questo valore con quello della quota in Borsa, si ottiene il tasso di rendimento di questo investimento nell'ipotesi che il patrimonio finale programmato venga raggiunto. Ipotesi, questa, che dovremmo tendere a dare per scontata.

I rendimenti che ne derivano sono alti: resta da chiedersi cosa si possa fare per porre rimedio a questa distorsione del mercato...

Credo che non si debba fare proprio niente, se non comunicare al pubblico dei risparmiatori il modo giusto di fare i calcoli e, se si è interessati a investire in questi prodotti, lo si può fare anche ricorrendo all'acquisto in Borsa. E, in ogni caso, che l'ottica giusta di chi compra è quella di mantenere l'investimento fino alla scadenza.

Ev.M.

Fabio Galli / Assogestioni

Valutare a lungo termine



Per **Fabio Galli** occorre capire se il problema è solo relativo ai primi anni o se si tratta di una distorsione strutturale.

Assogestioni, dopo mesi di silenzi, è finalmente scesa in campo a dire la propria in tema di fondi immobiliari (si veda «Il Sole-24 Ore» del 13 ottobre). Ma cosa ne pensa l'Associazione del complesso tema della quotazione dei fondi stessi? Ne parla Fabio Galli, segretario generale dell'Associazione.

Il nuovo regolamento prevede lo spostamento da 12 a 24 mesi del termine massimo per la richiesta di ammissione a quotazione. Cosa ne pensa Assogestioni?

Ci sembra ragionevole, perché in ogni caso il problema di fondo è che un mercato come il nostro ha ancora bisogno di crescere e non è facile far sì che il gestore abbia investito in maniera significativa in immobili dopo soli 12 mesi. E questo tanto più se le dimensioni dei fondi tenderanno a crescere. Per il risparmiatore, in ogni caso, si tratta di un investimento a lungo termine e non è logico pensare alla liquidazione

dello stesso dopo pochi mesi dalla sottoscrizione delle quote.

Questo aiuterà a ridurre lo sconto esistente tra il valore di Borsa e il Nav?

Difficile dirlo. Di certo, mano a mano che il mercato capirà il prodotto si intensificherà l'interesse e questo dovrebbe venire in aiuto alle quotazioni. Intanto, stiamo cercando di valutare meglio la situazione, e cioè se si tratti di un problema relativo solo alle prime fasi dall'approdo al mercato o di un malessere più esteso.

Si può pensare a qualche forma di sostegno delle quotazioni?

Non di certo da parte delle Sgr, in quanto è vietato. Per altre formule, come quella di uno specialist, va tenuto presente che occorre evitare spese che vadano a gravare poi sui risparmiatori: quello che dobbiamo cercare è il giusto equilibrio tra garanzie e costi.

Ev.M.