

16

Bloomberg  
INVESTIMENTI

13 settembre • 19 settembre 2003

PRIMO PIANO

Portafoglio Pro e contro degli strumenti finanziari che consentono di diversificare nel mattone

# Negli immobili con i fondi

Perché si sente ripetere sempre di più, quasi con una punta di nostalgia, che il vero investimento sicuro resta quello immobiliare? E nell'ottica di una diversificazione del proprio portafoglio, i fondi immobiliari possono rappresentare un'alternativa vantaggiosa all'acquisto diretto di immobili? Prima di rispondere a questi interrogativi vale la pena di fare un confronto generale tra i diversi tipi di investimento. Negli ultimi quattro anni i risparmiatori italiani hanno dovuto fare i conti con non poche delusioni in campo finanziario. E a pagare le perdite maggiori sono stati coloro che si sono fatti trovare maggiormente esposti in Borsa e, in particolare, gli investitori che più avevano puntato nei primi mesi del 2000 su titoli tecnologici. In media, nonostante il recente recupero dai minimi di marzo, gli indici di Borsa continuano ad accusare perdite nel triennio del 45% con punte di -65% per il settore dell'hi-tech.

Ma anche in campo obbligazionario le delusioni cocenti non sono mancate. A cominciare dal '99 quando, a seguito del repentino aumento dei tassi di interesse, molti sottoscrittori scoprirono che si può perdere anche con i fondi obbligazionari euro: nonostante l'assenza del rischio di cambio e l'incremento brusco dei tassi (con il crollo dei prezzi, che vanno in direzione opposta) determinarono perdite, in media, del 2% del valore delle quote su base

**Caratteristiche e rendimenti, vantaggi e rischi dei prodotti specializzati cosiddetti chiusi e degli azionari che investono in titoli immobiliari. Ma nel lungo termine la casa non batte obbligazioni e azioni**

DI GIOIA SCALA

annua. Un'esperienza che si è ripetuta negli ultimi tre mesi con effetti addirittura più acuti: nell'arco di tempo intercorso tra il 16 giugno e il 29 agosto scorsi, pur mantenendo una performance su base annua tra il 2,7 e il 6,5% e fra l'1 e il 3,8% da inizio 2003, i fondi ob-

bligazionario registrati nella scorsa primavera. E non vanno dimenticati né il crack delle obbligazioni dell'Argentina e neppure il bidone dei bond Cirio. In questo contesto non è difficile capire come mai si guardi così tanto agli immobiliari.

Le famiglie italiane sono tornate a guardare con crescente interesse all'investimento immobiliare come al bene rifugio per eccellenza nel campo dei risparmi, grazie soprattutto al consistente recupero dei prezzi degli immobili nell'ultimo triennio. Infatti, sommando il 5% di rivalutazione media delle abitazioni residenziali misurata dall'Osservatorio Tecnocasa per i primi sei mesi del 2003 al 6,5%, messo a segno nel semestre precedente, e riferito al periodo luglio-dicembre 2002, l'incremento dei valori di mercato degli ultimi 12 mesi per gli immobili italiani si colloca intorno all'11,5%.

Così, alla luce del grande bacino di investitori coinvolti, si è voluto verificare se effettiva-

mente l'investimento immobiliare sia quello capace di offrire le migliori soddisfazioni al risparmiatore nel medio-lungo periodo.

## MEGLIO AZIONI, BOND O MATTONI?

Bloomberg Investimenti ha provato a confrontare in un arco di tempo sufficientemente lungo e appropriato (oltre 18 anni, dalla fine del 1984 all'agosto scorso) quanto abbia reso investire direttamente in immobili. Utilizzando l'Indice di Scenari Immobiliari (Istituto indipendente che si occupa di economia del territorio in Italia ed Europa), rappresentativo dei prezzi degli immobili del semi-centro delle grandi città italiane, si può constatare che chi ha comperato una casa nel 1984 e la volesse rivendere oggi incasserebbe il 160% in più rispetto al valore d'acquisto ma soltanto il 21% complessivo in più in termini reali (al netto cioè dell'aumento del costo della vita), pari all'1,03% reale annuo.

Al contrario un investimento in fondi comuni obbligazionari avrebbe reso il 337% lordo, il 103% reale complessivo (ovvero il 3,9% annuo al netto dell'inflazione), mentre quello in fondi azionari avrebbe garantito una rivalutazione totale del 393%, pari a un guadagno del 115% reale complessivo (equivalente a una performance del 4,53% su base annua).

Negli ultimi dieci anni, a fronte di un rialzo nominale medio dei prezzi degli immobi-

li del 30%, si è registrato un incremento dei prezzi al consumo del 32,3% determinando, così, una perdita in valore reale (al netto cioè dell'inflazione) degli immobili dell'1,7%.

La conferma più eloquente proviene da un'elaborazione dell'Osservatorio sul mercato immobiliare di Nomisma, secondo cui in alcune grandi città i prezzi reali del mattone, depurati dall'inflazione, risultano ancora oggi ben al di sotto dei massimi del '92 (ultimo anno record per il mercato immobiliare italiano).

Posto uguale a 100 il prezzo medio degli immobili del '92, a Milano oggi siamo a quota 93,8 mentre a Roma l'indice si attesta a quota 83,4, a Genova a 77,2 e a Palermo a quota 73,5. Tradotto in soldoni, significa che chi ha rogitato un appartamento nel capoluogo lombardo dieci anni fa versando 200 mila euro oggi si ritrova con un valore reale di 187.600 euro, chi lo ha acquistato per la stessa cifra nella capitale potrebbe contare su un valore reale di mercato di 166.800, mentre le quote di 154.400 e 147.000 euro sono per un immobile acquistato rispettivamente nel capoluogo ligure e in quello siciliano.

Numeri che, al di là di ogni ragionamento di breve periodo, dimostrano come non sia affatto vero che l'investimento immobiliare nel lungo termine sia più redditizio rispetto ad altri strumenti finanziari, come i

continua a pag. 18



Gerardo Solaro del Borgo,  
direttore generale  
di Deutsche Bank  
Fondiimmobiliari sgr

bligazionario governati euro a medio-lungo termine hanno accusato perdite che arrivano a sfiorare il 5%.

Quel che è peggio è che molti risparmiatori che avevano subito la batosta obbligazionaria del '99 si sono poi precipitati a investire nel trend ascendente (iniziato a fine '99) della new economy accumulando perdite


**Fondi immobiliari chiusi: i rendimenti**

Data d'inizio	Fondo immobiliare chiuso	Società di gestione	Durata (anni)	Valore iniziale della quota (1)	Rendimento 2001 (2)	Rendimento 2002 (3)	Rendimento 1° sem 2003 (4)
03/31/01	Nextra Sviluppo Immobiliare	Nextra (gruppo IntesaBci)	15	2.500	--	13,38%	4,04%
12/10/01	Michelangelo	Sorgenle sgr	8	100.000	--	10,95%	3,03%
12/19/01	Portfolio Immobiliare Crescita	Bnl Fondi Immobiliari	7	2.500	--	7,03%	2,92%
05/19/00	Bnl Portfolio Immobiliare	Bnl Fondi Immobiliari	10	2.500	7,31%	8,08%	2,75%
06/17/00	Polis	Polis sgr	12	2.000	4,91%	6,62%	2,54%
07/06/00	Piramide globale	Deutsche Bank fondimmobiliari	15	2.000	4,90%	5,52%	2,46%
10/11/01	Nextra Immobiliare Europa	Nextra (gruppo IntesaBci)	15	2.500	--	2,76%	2,14%
02/15/99	Valore immobiliare globale	Deutsche Bank fondimmobiliari	15	5.164,57	5,54%	6,12%	2,09%
03/01/01	Fondo Alpha	Fondi immobiliari Italiani	15	2.500	--	8,92%	2,06%
12/09/99	Securfondo	Beni Stabili gestioni sgr	15	2.500	7,85%	7,83%	1,78%
12/09/99	Unicredito Immobiliare Uno	Unicredit	15	2.500	5,10%	5,10%	1,38%
06/14/02	Immobillium 2001	Beni Stabili gestioni sgr	15	5.000	--	2,67% (4)	1,32%

Note: (1) in milioni di euro; (2) in base ai dati di bilancio dell'intero anno 2001; (3) in base ai dati di bilancio dell'intero anno 2002; (4) in base ai dati di bilancio del primo semestre 2003

Fonte: elaborazione Bloomberg Investments

segue da pag.16

fondi comuni obbligazionari e azionari (tra l'altro, si potrebbe dimostrare lo stesso anche per i titoli di Stato, le obbligazioni e i fondi bilanciati).

Resta la curiosità di scoprire, in tutti i casi, come sfruttare le opportunità che pure offre il settore immobiliare evitando però il possesso diretto di immobili per puntare sugli strumenti finanziari alternativi. Che poi sono, principalmente, i fondi anche se esistono altre possibilità messe a disposizione dall'ingegneria finanziaria. E nel settore immobiliare ne esistono di due tipi: chiusi e aperti.

**COME FUNZIONANO I FONDI CHIUSI**

Si tratta degli strumenti finanziari alternativi all'investimento diretto in immobili senza dubbio di gran lunga i più diffusi tra i risparmiatori italiani. La loro caratteristica è quella di partire con patrimonio prestabilito che non può essere

incrementato con la raccolta di altre sottoscrizioni. In pratica l'emittente (ovvero la sgr), una volta predisposto il prospetto informativo, nel quale dovrà specificare strategie d'investimento, obiettivi e rendimento

Il diritto di rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti soltanto a scadenze predeterminate.

Pertanto durante il periodo di vita del fondo (che, tra quelli attualmente in commercio in

mercato secondario. Disinvestire prima della scadenza è pertanto non facile e spesso nemmeno conveniente.

La liquidità dell'investimento resta ancora uno dei problemi aperti dei fondi immobiliari

**Fondi immobiliari chiusi Italiani: in Borsa lo sconto supera il 30%**

Fondo immobiliare chiuso	Società di gestione	Valore di bilancio (Nav) al 30/06/03	Valore di Borsa	Sconto rispetto al Nav (1)
Nextra Sviluppo immobiliare	Nextra (gruppo IntesaBci)	2986,91	1982,00	-33,64%
Unicredito Immobiliare Uno	Unicredit fondi	2701,58	1835,00	-32,08%
Fondo Alpha	Fondi Immobiliari Italiani	3545,85	2466,00	-30,45%
Bnl Portfolio immobiliare	Bnl Fondi Immobiliari	2888,07	2119,00	-26,63%
Portfolio Immobiliare Crescita	Bnl Fondi Immobiliari	2752,80	2033,00	-26,15%
Polis	Polis sgr	2271,83	1782,00	-21,56%
Securfondo	Beni Stabili gestioni sgr	2885,62	2470,00	-14,40%
Valore immobiliare globale	Deutsche Bank fondimmobiliari	5744,00	4970,00	-13,47%
Piramide globale	Deutsche Bank fondimmobiliari	2291,00	2000,00	-12,70%

Note: (1) differenza tra il prezzo di Borsa al 29/8/2003 e l'ultimo valore di bilancio della quota (al 30/6/2003)

Fonte: elaborazione Bloomberg Investments

atteso, lo presenta al mercato per raccogliere i capitali. Successivamente, al raggiungimento dell'importo prefissato (per esempio 150 milioni di euro) chiude le sottoscrizioni.

Italia, è compreso tra 7 e 15 anni), la liquidabilità dell'investimento può avvenire solo con la vendita a terzi delle quote, eventualmente frutto della negoziazione delle stesse su un

chiusi. In base alle prime analisi di mercato, il numero di quote scambiate sul mercato risulta essere molto limitato, anche perché quando avvengono gli scambi il prezzo risulta essere

sempre molto al di sotto del valore di bilancio. Da un confronto della media dei prezzi a cui sono avvenuti gli scambi e i valori che emergono dalle relazioni semestrali, risulta che le quote sono state cedute con uno sconto che oscilla tra il 20 e il 30%.

Gli otto fondi immobiliari chiusi quotati in Piazza Affari trattano attualmente con uno sconto medio del 23,5%: la loro quota, cioè, viene scambiata a un prezzo del 23,5% inferiore a quello ufficiale di bilancio al 30 giugno 2003. Le punte massime di sconto superano il 30% (nel caso dei fondi Nextra Sviluppo immobiliare, Unicredito immobiliare uno e Fondo Alpha), mentre quelle meno penalizzanti si attestano sotto il 15% (Securfondo, Valore immobiliare globale, Piramide globale).

Quest'ultima constatazione conferma ancora una volta la natura di investimento di lungo termine dei fondi immobiliari chiusi, la cui compravendita prima della scadenza sembra essere un'eventualità destinata più a investitori istituzionali che potrebbero avere interesse a smobilizzare partecipazioni di portafoglio nel quadro di strategie d'investimento più complesse, piuttosto che al piccolo risparmiatore.

In conclusione i fondi immobiliari chiusi rappresentano la risposta (o, meglio, l'alternativa) finanziaria al bisogno di immobili in portafoglio. Permettono infatti di frazionare l'investimento su più immobili, evitando gli oneri tipici del possesso diretto (dichiarazioni e pagamenti Ici e Irpef, canoni di affitto, spese condominiali e di manutenzione e così via).

I fondi immobiliari chiusi, collegando il rendimento finanziario dell'investimento all'andamento del comparto immobiliare, caratterizzato da cicli più lunghi, bassa volatilità e limitato rischio patrimoniale, sono rivolti a quei risparmiatori che danno una priorità alla salvaguardia del capitale investito.

Peraltro, svolgono una funzione stabilizzatrice e di garanzia nell'ambito del processo di diversificazione patrimoniale. Per contro, presentano una durata lunga d'investimento (di norma dieci anni, con punte minime e massime rispettivamente di 7 e 15 anni), una difficoltà di smobilizzo anche nel caso siano quotati in Borsa e rendimenti allineati a quelli dei titoli di Stato o solo di poco superiori (vedi tabella dei rendimenti).

Occorre tuttavia distinguere tra i fondi immobiliari chiusi

## Fondi azionari specializzati sul settore immobiliare: i rendimenti

Nome del fondo	Società di gestione	Telefono	Variazione in euro dal 4/9/2002			
			Da inizio anno	1 anno	3 anni	5 anni
Morgan Stanley Asian Property A	Morgan Stanley sicav	02-76335501	29,3	8,3	-26,2	87,5
Morgan Stanley US Property A	Morgan Stanley sicav	02-76335501	19,7	8,3	14,5	72,8
Ing real estate fund	Ing Investment Manag. Italia	800-300500	14,3	8,7	-5,4	
Abn Amro Global Property Equity Fund	Abn Amro Funds	02-724001	14,1	7,5	-1,6	
Nextra Azioni Immobiliari	Nextra I. m. sgr	02-88101	13,3	5,8	-1,4	37,5
Azilioni real estate	Azilioni sgr	800-918189	12,5	9,2	0,0	
Gestfond Az. Edilizia	Gestfond Fondi sgr	800-374553	12,3	6,8		
Euromobiliare real estate equity	Euromobiliare a. m. sgr	02-62041	11,6	4,9	-14,7	
CS-L EF Europ. Property	C. Suisse a. m. Lux	147-885885	10,6	5,6		
Ducato Sei Immobiliare	Montepaschi a. m. sgr	800-819991	10,5	3,4	-6,0	
Henderson european property	Henderson Investors Horizon F.	00352-346622210	9,9	10,6	12,9	60,1
Ing Invest European Real Estate	Ing Investment Management	800-300500	8,6	8,0		
Bn property stock	Banco Napoli a. m. sgr	800-486019	8,0	0,1	-19,5	
M. Stanley European ex UK Property A	Morgan Stanley sicav	02-76335501	7,4	10,0		
Morgan Stanley European Property A	Morgan Stanley sicav	02-76335501	6,9	5,0	10,9	45,2
<b>MEDE DI CATEGORIA</b>			<b>12,0</b>	<b>6,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>60,6</b>

Fonte: statistiche Bloomberg Investment

in fase di collocamento e quelli già quotati. I primi presentano, come abbiamo visto, molti elementi a sfavore per il piccolo risparmiatore. Gli stessi elementi che giocano a sfavore anche nel caso dei fondi immobiliari quotati nei quali, però, sono spesso presenti due vantaggi. Il primo consiste nell'acquistare un fondo già avviato, che opera da due o tre anni, che ha già completato (o sta per farlo) le acquisizioni in portafoglio e che ha chiuso uno o più esercizi.

Come si può constatare dalla tabella nella pagina precedente, i rendimenti conseguiti nel 2001 e nel 2002 dai fondi immobiliari, che sono al netto delle componenti fiscali, sono interessanti: in media nel 2001 si sono attestati al 5,94% netto (ovvero il 6,78% lordo) mentre l'anno scorso sono balzati al 7,48% netto (cioè l'8,55% lordo) frenando un po', invece, nel primo semestre 2003 (+2,4% netto). Dati che nel loro insieme confermerebbero la possibilità di centrare l'obiettivo di raggiungere, e forse persino di superare, il target del 5% annuo negli anni a venire.

In secondo luogo acquistare oggi un fondo immobiliare chiuso a sconto rispetto al valore di bilancio potrebbe rappresentare un vantaggio a scadenza. Si supponga di acquistare oggi una quota di un fondo immobiliare quotato con lo sconto del 23,5% (pari alla media di mercato) rispetto al valore di bilancio; si immagini che il rendimento medio annuo della gestione del fondo si attesti al 5% per i prossimi dieci anni: alla scadenza, nel 2013, il rendimento annuo composto che si realizzerebbe sarebbe pari al 7,85%.

Anche in questa ipotesi, tuttavia, chi vi investe lo deve fare dedicando una piccola parte

dei risparmi di cui non ha bisogno per i prossimi dieci anni perché soltanto tenendoli fino a scadenza è possibile sfruttarne in pieno le loro potenzialità di rendimento. In caso contrario, la vendita in Borsa prima della scadenza potrebbe comportare perdite anche cospicue vista la loro scarsa liquidità.

#### L'ALTERNATIVA DEGLI AZIONARI

Esiste anche un'altra soluzione di investimento alternativa sia all'acquisto diretto in immobili, sia alla sottoscrizione di fondi immobiliari chiusi. Ovvero quella di sottoscrivere un fondo comune, o un comparto di sicav, specializzato sul settore immobiliare di Borsa. In questo caso il risparmiatore

scommette sulla rivalutazione delle azioni del settore immobiliare senza dover sostenere gli oneri tipici del possesso di immobili, direttamente o tramite fondi chiusi.

In pratica, proprio come av-



Giovanni Di Corato,  
responsabile dell'area  
Real Estate di Nextra sgr

viene per qualsiasi altro settore di Borsa, nel comparto azionario immobiliare sono le singole imprese quotate a dettare l'andamento del settore, in funzione dei loro conti economici, dello stato patrimoniale, delle plusvalenze e minusvalenze realizzate e, soprattutto, dei loro profitti e perdite. Ed è a questi parametri che deve guardare il risparmiatore, disinteressandosi di manutenzione, affitti, dichiarazioni Ici e Irpef, tipici invece del possesso diretto o indiretto di immobili.

Inoltre non è obbligato a vincolarsi per 10 o 15 anni a un investimento finanziario come, di fatto, avviene nel caso si opti per un fondo immobiliare chiuso. Investire in fondi immobiliari aperti presenta peraltro due

vantaggi pratici non secondari: quello di poter partecipare alla rivalutazione del settore immobiliare senza disporre necessariamente di grandi capitali e quello relativo alla comodità del disinvestimento.

Infatti il possessore di quote di un fondo o un comparto di sicav azionario immobiliare può, in qualsiasi giorno di Borsa aperta, rivendere le sue quote senza alcun problema di prezzo. Il rovescio della medaglia è invece rappresentato dalla volatilità: poiché si tratta di fondi azionari, l'oscillazione del valore della quota è senz'altro più marcata di quanto non lo siano le quotazioni di un immobile o quelle di un fondo immobiliare chiuso.

Inoltre le variazioni di prezzo dei titoli del settore immobiliare non è molto divergente da quella del resto del mercato, in quanto più che le quotazioni degli immobili contano i risultati di bilancio delle società che non sempre viaggiano in parallelo con il trend del mercato immobiliare.

#### QUANTI METTERE IN PORTAFOGLIO

In conclusione, i fondi immobiliari aperti rappresentano una diversificazione della componente azionaria di portafoglio e non certo un'alternativa ai titoli a reddito fisso. La loro volatilità, per quanto tra le più contenute tra tutti i settori di Borsa, resta decisamente superiore a quella di un prodotto obbligazionario e di un portafoglio bilanciato in titoli azionari e in titoli a reddito fisso.

Il loro uso, nell'ambito del giardinetto azionario, dovrebbe aumentare in relazione ai momenti di maggiore recessione e diminuire sensibilmente in quelli di maggiore espansione economica.