

---

**Milano Finanza -**

Numero 222, pag. 8 del 08-11-2003  
di Carla Ferron

Trend immobiliari/ 1 Canoni di affitto in crescita, fondi immobiliari in forte sviluppo: i gestori dei grandi patrimoni previdenziali puntano sul real estate. Conviene seguirli? Ecco come costruirsi un portafoglio diversificando tra case, uffici e strumenti finanziari.

## Un mattone per pensione

La pensione? Gli italiani se la faranno di mattoni. Proprio come fanno da tempo i grandi fondi pensione americani. «Che da sempre investono una quota, compresa tra il 10 e il 15% dei loro asset, in immobili e, segnatamente, in strumenti indiretti», sottolinea Michele Cibrario, amministratore delegato di **Bnl** fondi immobiliari. O come sono impegnati a fare oggi anche i gestori dei grandi enti previdenziali italiani, che, approfittando della crescita dei canoni d'affitto di case e uffici, puntano sulla valorizzazione del patrimonio immobiliare, dismettendo vecchi asset per acquisirne di nuovi. O scoprendo la via dei fondi immobiliari chiusi. Un comportamento che ai privati conviene imitare anche nel fai-da-te?

Il ricorso all'investimento immobiliare per integrare il proprio reddito nel lungo termine è una ricetta già sperimentata con successo dalle stesse famiglie italiane nei lontani anni 50. «Indubbiamente esiste un forte parallelismo», sottolinea Mario Breglia, presidente dell'istituto indipendente di ricerca sul mondo del real estate, «tra l'attuale situazione e quella dell'Italia di allora: negli anni 50, a fronte di un sistema pensionistico limitato, gli italiani approfittarono di tassi di interesse contenuti per indebitarsi e acquistare piccoli appartamenti da mettere a reddito, integrando così le entrate. Oggi, posti di fronte all'annuncio di inevitabili tagli alla previdenza pubblica, è facile prevedere che faranno altrettanto, favoriti, anche in questo caso, dal basso costo del denaro».

**Provato su 37 anni.** Alla luce delle performance prodotte in passato e del suo grado di rischio, il mattone, peraltro, è stato promosso come investimento di lungo termine anche dalla Banca d'Italia: stando alle statistiche elaborate dalla banca centrale, l'investimento immobiliare ha prodotto, su un arco temporale di 37 anni, rendimenti in linea con quelli delle principali attività finanziarie, ma con una volatilità decisamente inferiore. «Tra il 1965 e il 2001», sostiene più in particolare la Banca d'Italia, «i prezzi delle case, depurati dall'inflazione, sono aumentati in media di poco più del 2,5% all'anno. Se si aggiunge il valore del servizio di abitazione, pari all'affitto annuo, si ottiene un rendimento totale nell'ordine del 5% reale annuo». Per il suo calcolo, Bankitalia si è basata su una stima dell'affitto effettivo, al netto delle spese di manutenzione, pari al 2-3% del valore dell'immobile. Ebbene, il 5%

annuo, sempre stando ai conti di via Nazionale, è stato anche il rendimento reale medio delle azioni quotate, l'unica alternativa valida, sotto questo aspetto, al mattone. I titoli di stato nei 37 anni considerati, infatti, hanno reso, al netto dell'inflazione, meno del 2%, mentre il guadagno sui depositi bancari è stato prossimo allo zero.

Promosso, quindi, sul fronte dei risultati, il mattone esce ancora meglio dal confronto con le altre asset class sul fronte del rischio: la volatilità dei rendimenti immobiliari, pari a poco meno del 4% su base annua, è risultata infatti nettamente inferiore sia a quella delle azioni (30%) sia a quella dei titoli di stato (6,5%). «Sia pure con alcune cautele, per la difficoltà di misurazione del rendimento delle case e la valutazione dei rendimenti al lordo della fiscalità, si può ritenere», è il commento di Bankitalia, «che il profilo di rischio-rendimento degli immobili, in relazione a quello delle attività finanziarie, possa avere giustificato, almeno in parte, la scelta delle famiglie italiane di impiegare una quota, anche rilevante, della propria ricchezza in immobili». Proprio alla luce, tuttavia, di questa fetta importante del portafoglio già riservata al mattone, l'attuale consiglio degli esperti è di selezionare i nuovi investimenti limitando il rischio di una concentrazione della componente immobiliare quasi esclusivamente sull'abitazione. Le alternative?

**Laboratorio previdenza.** In termini di rendimenti promessi, i ritorni più elevati, secondo Scenari immobiliari, si registrano nel segmento produttivo e commerciale: laboratori artigianali e negozi offrono un rendimento annuo lordo stimato tra il 7 e l'8%, a fronte del 4-5% delle abitazioni o del 3-3,5% offerto da una casa per le vacanze. Avverte però Breglia: «Mentre nel caso del residenziale non esistono problemi di rivendita e le incognite per chi investe sono essenzialmente legate alla componente canone, con laboratori e uffici il grado di rischio aumenta notevolmente». L'investimento in immobili destinati a uso produttivo o commerciale richiede, quindi, una doppia indagine: sull'immobile, ma anche sulle caratteristiche del segmento e dell'area specifica in cui si colloca, come dimostra anche l'esperienza di questi anni. «I prezzi delle case», sottolinea ancora Breglia, «sono infatti cresciuti in modo più omogeneo rispetto a quelli dei negozi, in cui la forbice tra le zone più interessanti e quelle marginali si è invece ampliata». Senza considerare che, quando si affitta ad artigiani o commercianti, aumenta il rischio di insolvenza del locatario. «In un certo senso, il proprietario dell'immobile», dice il presidente di Scenari immobiliari, «partecipa al rischio-impresa, non sempre facilmente valutabile, visto che il piccolo negozio non si affitta certo a un Benetton».

Come far fronte, allora, alle numerose variabili legate all'investimento immobiliare? «Mutuando il comportamento dell'investitore istituzionale, il privato che decide di acquistare un immobile da mettere a reddito dovrebbe condurre sempre una piccola due diligence, per verificare, oltre che lo stato d'uso del bene e l'esatto valore della location, anche la sua conformità alle norme dal punto di vista amministrativo, dell'edilizia e dell'urbanistica», rispondono gli esperti di Reag, società di consulenza immobiliare che offre, tra l'altro, i propri servizi alla clientela private di Banca Intesa. Tutte problematiche che vengono meno se si decide di puntare su un'altra possibilità: il mattone di carta, rappresentato in primis dai fondi immobiliari chiusi, sponsorizzati dai loro fautori anche a fini previdenziali.

**Futuro di carta.** «Proprio alla luce della forte presenza del mattone reale nel portafoglio delle famiglie italiane», sostiene Cibrario di Bnl fondi immobiliari, «la migliore diversificazione di lungo termine nel real estate, a mio avviso, si ottiene oggi attraverso i fondi immobiliari».

Una posizione con cui concorda Giovanni Colombo, direttore generale di Polis fondi immobiliari sgr: «I fondi chiusi possono essere considerati una risposta efficiente per chi è alla ricerca di investimenti che possano compensare le minori entrate derivanti dal taglio alle pensioni proprio alla luce della loro durata di medio termine».

Da questo punto di vista, un recente studio effettuato da E. Capital partners ha calcolato per i fondi immobiliari chiusi italiani un orizzonte di medio lungo periodo, pari a circa 13 anni, durata correlata alla dinamica del ciclo del mercato stimata intorno ai sette anni.

«Ma in futuro», aggiunge Colombo di Polis «potrebbero essere progettati nuovi fondi con durate di più lungo termine, magari anche a 30 anni».

Un progetto a cui stanno già lavorando in casa Bnl. Racconta Cibrario: «Entro il 2004 lanceremo il nostro primo fondo semiaperto di durata probabilmente trentennale, che consentirà, tuttavia, al sottoscrittore di chiedere il riscatto delle quote al valore del nav, e quindi senza passare dalla borsa, presumibilmente ogni sei mesi». Ed è probabile che altri operatori si apprestino a fare altrettanto. All'investitore, quindi, non resta che attendere: il limite maggiore dei fondi immobiliari italiani, infatti, al momento sembra proprio essere un grado di sviluppo piuttosto limitato. «L'Italia», dice Giampiero Schiavo, director di E. Capital partners, «si colloca solo al quarto posto in Europa, con 18 fondi e una capitalizzazione di mercato al 30 giugno di circa 3,9 miliardi di euro». Uno sviluppo limitato che non ha consentito finora all'investitore di sfruttare fino in fondo uno dei maggiori plus di questi prodotti: la diversificazione su più

segmenti del real estate, compresi settori inavvicinabili per il privato. «Il 60% del patrimonio investito dai fondi italiani è stato finora indirizzato su immobili a uso ufficio e quasi il 70% in edifici ubicati a Milano o a Roma», conferma Schiavo. Che, tuttavia, si dice fiducioso sulle capacità di crescita del mercato. Con quali prospettive per l'investitore privato? «La scelta di fatto avverrà tra due grandi famiglie: tra fondi con un forte dividend yield e prodotti cosiddetti di sviluppo, che puntano cioè sulla rivalutazione finale dell'investimento», risponde Schiavo. Che pronostica anche l'arrivo di fondi di fondi immobiliari. A questo punto, sembra che solo lo scoppio di una bolla immobiliare possa frenare la nuova corsa al mattone da pensione, reale o di carta che sia. Un'ipotesi, tuttavia, a cui Breglia non crede: «Attualmente il consensus è per una crescita lenta ma costante». Tanto più che, per l'esperto, è venuto meno anche lo spettro di un crollo del mercato causato dalle molte dismissioni pubbliche. «Tra diritti di prelazione e ritardi dovuti a una technicalità complessa, sul mercato arrivano 200-300 immobili ogni due tre mesi: lotti troppo piccoli per esercitare una reale influenza sui prezzi». (riproduzione riservata)