

FONDI IMMOBILIARI CHIUSI | COSÌ I GESTORI SI PREPARANO A UN RIDIMENSIONAMENTO DEL MERCATO

E se scoppia la bolla? Ci spostiamo

Negli ultimi due anni hanno reso in media l'8%. Superando di oltre il 2% gli obiettivi di performance. Ma il risultato è legato al boom del mattone, soprattutto in Italia. E adesso che la casa sta tirando il fiato, puntano sulle aree dismesse. Ma sono pronti ad andare all'estero.

Fino a oggi hanno mantenuto le promesse, superando le aspettative di rendimento dichiarate in fase di sottoscrizione: nel biennio 2002-2003, i fondi immobiliari chiusi, cioè i prodotti finanziari maggiormente in voga tra chi vuole puntare sul mercato del mattone, hanno guadagnato in media attorno all'8% ogni 12 mesi. Un risultato di circa due punti e mezzo superiore agli obiettivi iniziali di rendimento che il fondo deve dichiarare e che in media sono tra il 5 e il 5,5% annuo. Ma questa performance è figlia di un periodo particolarmente vivace per l'intero comparto del mattone, soprattutto in Italia. In base alle rilevazioni della società di ricerche indipendente Scenari immobiliari, infatti, tra il 2002 e il 2003 il settore è salito del 6,6% globalmente, con un +7,2% medio per il residenziale e un più modesto, ma pur sempre significativo, 6% del commerciale, su cui questi fondi puntano maggiormente.

Oggi, però, dopo tre anni la crescita del mercato sta rallentando e gli analisti stimano che si attesterà nel 2004 su un più modesto 3,9% globale (residenziale e commerciale). E c'è chi ipotizza il rischio di una bolla immobiliare, cioè di un improvviso crollo dei prezzi, a partire dal 2005. Quali saranno gli effetti sulla performance dei fondi? *Economy* lo ha chiesto a cinque gestori di fondi immobiliari chiusi italiani con un patrimonio medio di circa 250 milioni di euro, ordinati per data di quotazione (vedere schede da pagina 83 a pagina 85). Il risultato? I money manager non credono allo sboom delle quotazioni, ma si dichiarano pronti a diversificare gli investimenti in altri Paesi europei per sfuggire al ridimensionamento dei prezzi in Italia.

Polis

È gestito da Gianni Colombo di Polis fondi immobiliari. È quotato dall'aprile del 2001 e ha una durata di 12 anni.



A destra, Gianni Colombo, direttore generale di Polis sgr, con il team.

PRO Ha adottato una politica di copertura dal rischio di scoppio della bolla immobiliare. La strategia è l'allargamento della superficie edificabile di lotti già acquisiti, per aumentarne la redditività.

CONTRO Il patrimonio del fondo è concentrato nella zona di Milano, dove i prezzi sono già ai massimi e rischiano un arretramento. Non c'è, per ora, l'intenzione di diversificare in altre aree.

Ha un obiettivo di rendimento del 5% annuo composto e investe in edifici commerciali, industriali e alberghieri. La commissione di gestione è dell'1,5%; quella di sottoscrizione va dallo 0,5 al 3% a seconda dell'importo. La commissione di performance è sul 20% del risultato oltre l'obiettivo di rendimento.

Bni portfolio Imm.

Gestito da Michele Cibrario di Bni fondi immobiliari sgr. È quotato dal gennaio 2002 e dura dieci anni.

PRO Fin dall'inizio ha seguito un'attenta politica di diversificazione territoriale. E adesso c'è l'intenzione di uscire dai confini nazionali, andando a caccia di nuovi investimenti in Europa.

CONTRO Ha adottato una politica molto attiva e questo ha fatto crescere l'indebitamento in rapporto alla capitalizzazione del fondo in Borsa, che attualmente si attesta intorno al 60%.

L'obiettivo di rendimento è del 3% annuo composto oltre l'inflazione. Investe in superfici commerciali e aree logistiche. Il costo di gestione è dell'1,8%, quello di sottoscrizione va dallo 0,5 al 3%. La commissione di performance è sul 20% oltre l'obiettivo.



Michele Cibrario di Bni fondi immobiliari sgr (gruppo Bni).

PRESTO SARANNO MESSI ALLA PROVA DAL MERCATO

› Mantengono le promesse

Hanno superato di almeno due punti percentuali l'obiettivo di performance. Gli immobili però stanno frenando (per la prima volta dalla nascita di questi fondi) e il rendimento si ridimensionerà.

› Non è conveniente venderli

I fondi chiusi hanno una durata media di dieci anni. Sono adatti a chi ha un obiettivo di lungo periodo perché rivenderli prima in Borsa (sono quotati al Mta) significa perdere sul capitale.

► **I tassi ai minimi fanno ben sperare.** I gestori, infatti, si attendono un rallentamento delle quotazioni, ma non credono che si arriverà allo scoppio di una bolla immobiliare in Italia. «Il mercato ha ancora margini di crescita, perché non ci sono le condizioni economiche per un rallentamento» dice Gerardo Solaro Del Borgo, direttore generale di Deutsche Bank fondi immobiliari.

Su questa linea anche Giovanni Di Corato, responsabile dell'area real estate di Nextra: «Non ci sono le condizioni per un brusco arretramento dei prezzi» afferma l'esperto «visto che i tassi d'interesse sono ai minimi e spingono la domanda di mutui ipotecari. Inoltre, la fiducia delle famiglie in una ripresa dell'economia è ancora bassa e il mattone continua a essere percepito come un va-

lido rifugio per ripararsi dalle insidie dei mercati finanziari».

Per Andrea Musso, responsabile dei fondi immobiliari di Pioneer, comunque, le uniche città che potrebbero correre il rischio dello scoppio di una bolla sono Roma e Milano. «Se lasciamo fuori queste due metropoli» aggiunge Musso «ci sono ancora molte occasioni d'investimento in Italia. Ed è proprio qui che stiamo indirizzando la nostra attenzione, soprattutto sugli edifici destinati al settore terziario e sui progetti di riqualificazione urbana legati al recupero delle aree industriali dismesse».

Ma al di là dei dubbi sullo sbom dei prezzi, quel che è certo è che i gestori hanno già cominciato a prendere contromisure per difendere portafoglio e performance. Una delle strade, per esem-

pio, è quella di puntare sulla riqualificazione di aree industriali come fanno Pioneer e Deutsche Bank immobiliare, mentre un'altra via sta nella diversificazione verso l'estero. Ha deciso di seguire questa strategia Michele Cibrario, direttore generale di Bnl fondi immobiliari, il cui prodotto sta facendo leva sull'indebitamento pur di andare fuori dai confini italiani. E lo fa in maniera più spinta Di Corato di Nextra i.m. che ha proprio come obiettivo del fondo quello di spostarsi da un mercato all'altro per mettersi al riparo dalla crisi dei prezzi. **Invece, il fondo Polis ha deciso di ampliare la superficie edificabile di lotti già acquisiti per aumentarne la redditività.**

Non sarà come nel '90. Se i manager dei fondi fanno gli scongiuri di fronte all'i-

Unicredit Imm. Uno

È gestito da Andrea Musso di Pioneer i.m. sgr (gruppo Unicredit Italiano). È quotato da giugno 2001. Dura 15 anni.



Terzo da sinistra, Andrea Musso, responsabile fondi Immobiliari Pioneer.

PRO Ha come obiettivo di investimento immobili a uso commerciale e per la logistica, che in Italia hanno ancora buoni margini di apprezzamento. Adotta una buona diversificazione territoriale.

CONTRO Nonostante che i prezzi del mercato italiano abbiano corso molto nell'ultimo triennio, il gestore del fondo preferisce restare in Italia e non ha in programma investimenti all'estero.

Ha un obiettivo di rendimento del 5% annuo composto. Investe in superfici commerciali e industriali. Il costo di gestione è dell'1,5% del valore delle attività più un 1% il primo anno; quello d'ingresso va dall'1 al 4% a seconda dell'importo. La commissione di performance è il 20% del risultato oltre l'obiettivo.

FOTO: ALESSANDRO TONATTO/ROBERTA SPINO

INVESTONO NEI TITOLI QUOTATI DI SOCIETÀ IMMOBILIARI E DI COSTRUZIONI

Con i fondi aperti si compra la Borsa

Performance al 10% - Oltre alla sottoscrizione dei fondi chiusi che investono in immobili, c'è una seconda via per puntare sul mercato del mattone. L'alternativa è rappresentata dai fondi immobiliari aperti, che investono in azioni di società attive nel comparto real estate e finora hanno raccolto solo 80 milioni di euro di patrimonio. I prodotti di questo tipo, italiani e stranieri, hanno vissuto un ultimo trimestre da incorniciare: dal novembre 2003 fino al 20 febbraio 2004 hanno guadagnato in media circa il 10%, con punte del 19% toccate dai gestori migliori.

Gli italiani che si sono distinti per rendimento a tre mesi sono Ducato Immobiliare (Montepaschi a.m.) che ha reso il 10,5% (23% a un anno) e Azimut real estate (Azimut sgr) che ha guadagnato l'8,9% (+25% a un anno). Tra gli stranieri, il migliore a tre

PRO E CONTRO

Facili da liquidare
Si possono vendere come un normale fondo azionario.
Costi elevati
La commissione di gestione media è dell'1,88%.

mesi è Morgan Stanley property fund (-19,2% e +35% a un anno) e Credit Suisse equity properties (+13,5% e +41% a un anno). La spinta principale è arrivata dalla ripresa delle Borse che, anche nel settore delle costruzioni, ha fatto lievitare i prezzi dei titoli delle società quotate. Ma anche la diversificazione del portafoglio ha dato un grande contributo. Scorrendo la lista dei titoli preferiti dai money manager, si notano infatti quasi sempre nomi di società straniere. Come l'americana Equity office properties, che opera

prevalentemente negli Stati Uniti. Oppure, la cinese Cheung Kong che ha sede a Hong Kong e concentra le proprie attività nel Sud-Est asiatico. E in Europa? Il mercato preferito è la Spagna e il titolo più gettonato è Acciona, attiva nel settore delle costruzioni e dell'intermediazione. Inoltre, bisogna ricordare che i fondi immobiliari aperti, a differenza di quelli chiusi, offrono ai sottoscrittori un vantaggio non trascurabile: come tutti i prodotti azionari, permettono infatti di liquidare immediatamente il capitale investito e sono dunque adatti a chi ha un obiettivo di rendimento anche nel breve periodo. Le commissioni di gestione dei fondi immobiliari aperti sono in media dell'1,88%. In genere non esistono commissioni d'uscita, mentre quelle di ingresso si aggirano mediamente sul 2,6%.

(a.t.)

potessi di un crollo dei prezzi del mattone, non si può dimenticare che il mercato ha già vissuto in passato fasi di crisi prolungata. Come nella seconda metà degli anni 90, quando il comparto entrò in una spirale negativa terminata nel 2000. Basti pensare che soltanto oggi, dopo tre anni al galoppo, i valori al metro quadrato sono tornati agli stessi livelli del 1992. E l'eventualità che un fenomeno simile a quello del decennio scorso si possa ripetere non può che allarmare i sottoscrittori dei fondi immobiliari chiusi, che hanno una vita media lunghissima, in media di dieci anni. E se nel 2014 i prezzi di mercato fossero uguali o inferiori a quelli attuali? «È difficile che si verifichi un'ipotesi di questo tipo» afferma Mario Breglia, direttore di Scenari immobiliari. «La crisi degli anni 90, infatti, avvenne per

cause eccezionali e irripetibili, prima fra tutte un'elevata inflazione che in precedenza aveva portato i prezzi delle abitazioni alle stelle».

Nel breve rendimenti ridimensionati. Allora cosa deve aspettarsi un sottoscrittore? Se è vero che gli addetti ai lavori non credono al rischio bolla, chi ha già in portafoglio quote di questi prodotti ha ben pochi strumenti a disposizione per prevenire un eventuale crollo dei prezzi o un possibile ridimensionamento dei rendimenti nel breve. E questo anche perché è difficile quantificare in termini percentuali l'impatto del rallentamento del mercato che dipende soprattutto dalla strategia di portafoglio adotta-

8%

È la media annua di rendimento dei fondi chiusi nell'ultimo biennio

ta da ogni gestore. Quindi, se il mercato italiano nel 2004 frenerà mediamente del 2,7% non è detto che le quotazioni dei diversi fondi ne risentano in egual misura. Così per il sottoscrittore l'unica soluzione è

quella di rivendere le sue quote in Borsa (i fondi immobiliari chiusi sono quotati al Mta), tenendo conto che tutti i fondi già esistenti sono oggi scambiati con uno sconto tra il 10 e il 30% rispetto al loro *net asset value*, cioè il valore del patrimonio immobiliare meno i debiti finanziari. I risparmiatori che avessero intenzione di cedere i prodotti prima della scadenza, quindi, sono necessariamente obbligati ad affrontare perdite sul capitale. Chi, invece, vuole entrare adesso in un fondo chiuso deve tenere conto della sua durata e degli obiettivi di rendimento dichiarati. Tutti i fondi immobiliari chiusi, infatti, si presentano al collocamento dichiarando un obiettivo di rendimento annuo. Si tratta di una performance, elaborata in base alle previsioni della società di gestione, che ha valore puramente indicativo e i gestori non hanno comunque l'obbligo di rispettarla (la media è del 5-5,5% annuo). La rivalutazione del patrimonio immobiliare, invece, è basata su un meccanismo di capitalizzazione composta delle plusvalenze realizzate. Per esempio, se un fondo ha un valore iniziale di 100 e una performance attesa del 5%, nel caso rius-

scisse a mantenere le promesse, dovrebbe registrare un valore di 105 dopo i primi 12 mesi di vita. Per l'anno successivo, l'obiettivo di rendimento diventa il 5% di 105, ovvero il 5,25%, mentre il valore del patrimonio immobiliare dovrebbe raggiungere 110,25. E così via fino al termine della vita del fondo. Senza dimenticare che al momento del rimborso delle quote, le società di gestione applicano di solito una commissione del 20% sulle sovraperformance realizzate negli anni passati. Vale a dire: se il patrimonio del fondo risulta superiore al valore finale previsto in sede di collocamento, il 20% della differenza finisce nelle casse della società di gestione.

di Andrea Telara

Nextra Imm. Europa

È gestito da Giovanni Di Corato di Nextra I.m. sgr (gruppo Banca Intesa). È quotato dal giugno 2002 e dura 15 anni.

PRO Investe in tutti i principali Paesi europei ed è molto attento alla rotazione di portafoglio in base all'andamento del mercato immobiliare, mettendosi al riparo dallo sbom dei prezzi.

CONTRO Essendo presente in molti mercati diversi, ha commissioni di gestione più alte rispetto alla media del mercato dei fondi chiusi, a fronte di un rendimento obiettivo in linea con i concorrenti.

L'obiettivo di rendimento è del 3% annuo composto oltre l'inflazione. Investe in superfici commerciali e industriali. Il costo di gestione è dell'1,98% all'anno; quello d'ingresso va dall'1% al 4%. La commissione di performance è il 20% del risultato oltre l'obiettivo.



A sinistra, Giovanni Di Corato di Nextra I.m. con il suo team.

Piramide globale

È gestito da Gerardo Solaro Del Borgo di Deutsche Bank fondi immobiliari sgr. È quotato da novembre 2002 e dura 15 anni.



In alto, Gerardo Solaro Del Borgo, d.g. di Deutsche Bank fondi immobiliari sgr.

PRO Adotta una politica d'investimento oculata che punta decisamente su edifici del settore terziario che presentano grandi potenzialità di sviluppo. È ben diversificato sul territorio italiano.

CONTRO La liquidità derivante dal collocamento in Borsa avvenuto nel 2002 è terminata. E per questo per crescere il fondo ha cominciato da quest'anno a fare ricorso all'indebitamento.

L'obiettivo di rendimento è del 3% annuo composto oltre l'inflazione. Investe in uffici, superfici commerciali e hotel. Il costo di gestione è dell'1,7% per i primi tre anni, dell'1,5% per i successivi; quello d'ingresso va dallo 0,5 al 3%. Il costo di performance è il 20% del risultato oltre l'obiettivo.