



dott. **Roberta Rossi**

consulente finanziario indipendente



FONDI IMMOBILIARI: MATTONE A PREZZI SCONTATI O TRAPPOLA? (23/04/2010)

Quale futuro per il mattone in salsa finanziaria? I fondi immobiliari sono un'occasione d'investimento? Che cosa sta succedendo al settore? Lo spettro della crisi dei subprime è ritornato ad aleggiare in questi giorni con lo scandalo che ha coinvolto la banca d'affari Goldman Sachs e una vicenda oscura legata a un'indagine aperta dalla Sec, ossia la Consob statunitense, che ha accusato di frode una delle più grandi banche d'affari del mondo per aver creato e venduto prodotti legati ai famigerati mutui subprime in modo poco trasparente.

Era il dicembre 2006 e allora Goldman Sachs con una scelta dei tempi quasi perfetta per ridurre il rischio esposizione nei confronti del sistema immobiliare americano, iniziò a vendere massicciamente titoli strutturati con sottostante mutui subprime, dando il via ad una miriade di scommesse sul crollo dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti (sottoscrivendo credit default swap) girando così la "polpetta avvelenata" ad altre istituzioni e risparmiatori. A guadagnare da questa operazione la stessa Goldman Sachs John A. Paulson, manager di un hedge fund che è diventato fra i più grandi del mondo (facendo balzare la sua ricchezza personale alle stelle), che, proprio grazie all'operazione "Abaco" di Goldman, avrebbe incassato 3,7 miliardi di dollari.



Passata la tempesta i prezzi degli immobili negli ultimi mesi hanno ricominciato a stabilizzarsi e il **grafico sopra dice più di mille parole**. Negli Stati Uniti, infatti, indica con chiarezza quanto sia stata violenta la bufera che si è abbattuta sul mercato immobiliare statunitense, evidenziando anche come l'ascesa precedente (dopata da speculazione e mutui concessi allegramente) sia stata esagerata.

Il grafico, infatti, mostra come il prezzo deflazionato di una casa unifamiliare è stato per due decenni intorno ai 150.000-175.000 dollari mentre dall'inizio del 2000 si è assistito alla "bolla" che ha portato le quotazioni fino a 260.000 dollari, mettendo fuori mercato molte famiglie desiderose di acquistare una casa. Ed è significativo che il crollo delle quotazioni immobiliari (parliamo in questo grafico del mercato americano) ha riportato i prezzi

sulla ...terra, **riportandoli alle quotazioni medie del decennio precedente con una correzione quasi “chirurgica” rispetto allo strappo precedente.**

Sulla situazione del mercato immobiliare italiano e delle prospettive [abbiamo parlato nel precedente articolo](#), intervistando Leo Civelli, ceo di **Reag Europe e amministratore delegato Reag Italia**, società di consulenza immobiliare leader in Italia e in Europa (appartenente al gruppo American Appraisal)

Può essere interessante in questo report analizzare il mercato dei fondi immobiliari per capirne possibili sviluppi e tracciarne un bilancio e analizzare le prospettive del settore. Dal loro avvio nel lontano 1999, **i fondi immobiliari italiani hanno registrato una performance media annua del 5,84%.**

Poco più di quanto hanno reso i titoli di stato ma considerato il decennio horribilis che hanno avuto i mercati azionari il “rifugio” nell’immobiliare non è stato malvagio per quanto il rendimento ottenuto è stato sicuramente inferiore agli obiettivi di rendimento dichiarati nei regolamenti dei vari fondi.

Secondo le rilevazioni di Banca d’Italia i fondi immobiliari operativi risultano ben 267, a fronte di 63 SGR attive, di cui 16 non specializzate, ma quelli quotati sono solo 23 dopo l’avvenuta (e contestata) liquidazione del fondo Portfolio Immobiliare Crescita, a giugno del 2009.

Può essere un affare investirci sopra considerando che sono **mediamente a sconto del 31,5% rispetto al valore stimato**? E le stime sono affidabili? Come funzionano e cosa occorre assolutamente sapere su questi strumenti? Rispondiamo a tutti quesiti, offrendo un’analisi della situazione del mercato immobiliare (e non solo dei fondi) in questo Report molto ricco e documentato che contiene anche un’intervista approfondita con uno dei massimi esperti italiani: **Carlo Mazzola**, presidente di Norisk.

Luci e ombre sul mercato immobiliare

E potrebbe essere considerato significativo che il money manager (John A. Paulson) che più di tutti al mondo ha guadagnato dal crollo immobiliare (scommettendo pesantemente sopra), ora vede rosa, dicendo che la caduta dei prezzi immobiliare si sta per arrestare. *“E gli ultimi saranno i primi: la California, la prima ad aver sofferto, sarà la prima a risollevarsi” sostiene.*

I prezzi nello stato governato da Arnold Schwarzenegger hanno, infatti, fermato la loro discesa oltre sei mesi fa e i dati più recenti dimostrano che ora sono in crescita dell’8-10%. A livello nazionale, ha ricordato Paulson, un simile incremento è atteso l’anno prossimo.

Ma gli strascichi della crisi immobiliare alle spalle sono ancora nell’aria ed è di queste settimane l’annuncio da parte della banca d’affari Morgan Stanley che il proprio fondo immobiliare con un nome faraonico Msref VI (dal valore di 8,8 miliardi di dollari, quindi non proprio bruscolini) potrebbe perdere due terzi del valore.

Vi è da ricordare che negli ultimi 20 anni la divisione immobiliare di Morgan Stanley è stata tra i maggiori acquirenti di immobili nel mondo, con operazioni dal 1991 per complessivi 194 miliardi di dollari grazie ai fondi raccolti presso fondi pensione, fondazioni universitarie e investitori esteri.

Da tempo Morgan Stanley starebbe cercando di uscire da molte operazioni imbastite con questo fondo per limitare le perdite dei complessi investimenti immobiliari sparsi nel mondo ma non è facile poiché il fondo ha in essere svariati miliardi di dollari impegnati in garanzie che non possono essere smontate facilmente. **Una situazione che accomuna molti hedge fund immobiliari i cui investimenti a leva con un mercato in picchiata hanno evidenziato il lato negativo di questi investimenti in un mercato dove la domanda si è rarefatta quasi completamente.**

La situazione sul mercato si mantiene quindi incerta fra luci e ombre, incertezze e opportunità. Nel 2009 la crescita delle quotazioni ha toccato alcune aree metropolitane dell’America Latina e dell’Asia. Ma anche gli stati più penalizzati dalla crisi come Florida, California e Arizona. Il prezzo medio delle case a Miami è caduto del 38% dai massimi raggiunti nel secondo trimestre del 2007. Nell’area di Miami, i permessi per nuove costruzioni hanno subito un crollo del 77,46% nel periodo febbraio 2007-febbraio 2010. Una caduta che è stata alimentata anche dall’impennata del tasso di disoccupazione, schizzato fino all’11% mentre in Arizona il calo ha toccato il 37% con evidenti ripercussioni sul mercato immobiliare.



In un report di recente pubblicazione curato dalla società Knight Frank, specializzata nella consulenza nel settore immobiliare, si sostiene che il 2010 potrebbe riservare alcune sorprese positive per il settore. Nello stesso studio, si sottolinea che il 2009 si è chiuso con risultati negativi per i mercati dei paesi sviluppati: il deprezzamento ha coinvolto il 75% degli immobili che hanno una valutazione superiore al milione di dollari. Per l'anno in corso, i miglioramenti dovrebbero arrivare dai mercati dei paesi emergenti. In America Latina e nell'area Asia-Pacifico, **la rivalutazione media delle quotazioni sperimentata nel 2009 si è posizionata all'interno del range +7%-+17%.**

Le rivalutazioni più consistenti (in media il 52%) sono state registrate a Shanghai. Al contrario, l'area che ha subito il deprezzamento più intenso è stata quella medio-orientale, guidata da Dubai con un calo del 45%. Nello studio si evidenzia che gli investimenti immobiliari rappresentano una delle grandi scommesse effettuate dalle grandi fortune per il 2010. Dopo la crisi che ha scosso il settore durante il biennio 2008-2009, molti gestori di grandi patrimoni credono che sia giunto il momento di puntare nuovamente su questo settore, e sembrano intenzionati a farlo con forza in immobili dei mercati emergenti e delle zone di primo livello delle grandi città.

Il mercato italiano dei fondi immobiliari

Sulla situazione del mercato immobiliare italiano e delle prospettive [abbiamo parlato nel precedente articolo](#), intervistando Leo Civelli, ceo di **Reag Europe e amministratore delegato Reag Italia**, società di consulenza immobiliare leader in Italia e in Europa (appartenente al gruppo American Appraisal) Può essere interessante in questo report analizzare il mercato dei fondi immobiliari per capirne possibili sviluppi e tracciarne un bilancio.

Dal loro avvio nel lontano 1999, i fondi immobiliari hanno registrato una performance media annua del 5,84%. Poco più di quanto hanno reso i titoli di stato ma considerato il decennio horribilis che hanno avuto i mercati azionari il "rifugio" nell'immobiliare non è stato malvagio per quanto il rendimento ottenuto è stato sicuramente inferiore agli obiettivi di rendimento dichiarati nei regolamenti dei vari fondi.

RENDIMENTO MEDIO FONDI IMMOBILIARI

anno	performance
2007	+19,1%
2008	+2,3%
2009	+15,8%

Fondi immobiliari e stato dell'arte

Secundo le rilevazioni di Banca d' Italia i fondi immobiliari operativi risultano ben 267, a fronte di 63 SGR attive, di cui 16 non specializzate, ma quelli quotati sono solo 23 dopo l'avvenuta (e contestata) liquidazione del fondo Portfolio Immobiliare Crescita, a giugno del 2009.

Nel 2009 i fondi immobiliari quotati hanno archiviato l'anno con un rendimento del +15,8% e si è ridotto anche il persistente divario tra quotazioni e valori di bilancio (il cosiddetto sconto), che **caratterizza il mercato secondario dei fondi chiusi immobiliari, passando dal -40% al -33% medio.**

Elevati livelli di sconto che rendono potenzialmente appetibile l'investimento per coloro che cercano opportunità d'impiego di medio/lungo termine, con un interessante rapporto rischio/rendimento. Ma anche differenze da valutare con attenzione poichè sbagliare la valutazione temporale dell'investimento, perchè chi vuole smobilizzare anticipatamente l'investimento rispetto alla naturale scadenza del fondo, può andare incontro a cocenti delusioni.

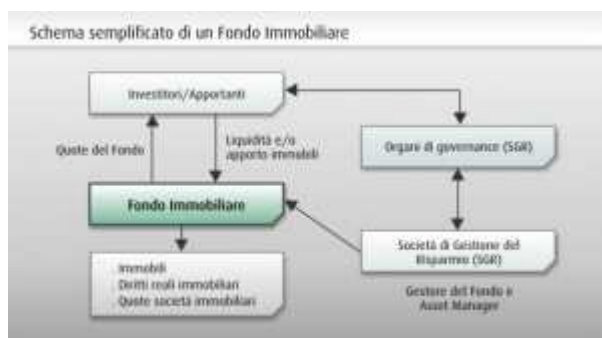
Considerato anche che le società che gestiscono i fondi immobiliari hanno nel regolamento la possibilità di prorogare di alcuni anni il termine di rimborso nel caso in cui le condizioni dei mercati non consentano di liquidare il patrimonio agevolmente e/o ai prezzi indicati nelle stime. **Inoltre, in previsione di dover affrontare una situazione critica di mercato in prossimità della scadenza del fondo, tutti i gestori possono chiedere a Banca d'Italia la concessione di un periodo di grazia, massimo di tre anni, per completare un piano di dismissioni già avviato.**

Dall'analisi dei rendiconti di fine 2009 emerge una forte attenzione sulla qualità del portafoglio: se un immobile ha locatari affidabili che pagano canoni congrui, la svalutazione è stata contenuta. Canoni incassati che però possono essere "tosati" dalle commissioni di gestione prelevate dalle Sgr e dagli oneri pagati alle banche per i finanziamenti in essere. Tutte variabili a cui bisogna prestare attenzione quando si decide di acquistare un fondo immobiliare.

Fra i comparti dei fondi immobiliari a soffrire di più è stato quello della logistica, mentre gli uffici hanno sostanzialmente tenuto, soprattutto nelle grandi città metropolitane. Hanno retto anche i complessi commerciali, anche se restano delle situazioni critiche nelle realtà di provincia.

Il primo consiglio è quindi quello di guardare che tipo di immobili sono presenti nel portafoglio del fondo insieme alla sostenibilità del debito.

Il settore peraltro è al centro delle attenzioni delle Autorità di regolamentazione del mercato (che vuole ridefinire i parametri che presidiano l' utilizzo della leva finanziaria a tutela dei risparmiatori) mentre sembra in atto anche un'operazione di concentrazione fra i big del settore con una serie di operazioni di consolidamento. Espansione delle attività gestite e razionalizzazione di costi sono i due dettami che stanno generando un grande fermento fra le sgr immobiliari.



I fondi immobiliari si caratterizzano per il fatto di investire il proprio patrimonio – del tutto o in parte – sul mercato immobiliare, attraverso l'acquisto di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari. Sono previste tre tipologie di prodotti – fondi ordinari, fondi ad apporto e fondi misti – a seconda

delle modalità di sottoscrizione delle quote e di conferimento dei beni immobili di proprietà all'interno del patrimonio del fondo.

La caratteristica fondamentale dei fondi immobiliari è quella di trasformare gli investimenti immobiliari, che per essere commercializzati richiedono tempi più lunghi degli investimenti mobiliari, in attività finanziarie (quote) che consentono di generare liquidità senza che l'investitore debba acquisire direttamente un immobile.

I fondi immobiliari sono esclusivamente di tipo chiuso e si definiscono così perché il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate.

Questo significa che non è possibile avere il rimborso della quota come accade nei normali fondi di investimento (che si definiscono aperti). Questo è abbastanza intuitivo poiché mentre nei fondi comuni di investimento il gestore può liquidare gli investimenti finanziari immediatamente, in un fondo immobiliare il gestore non può certo vendere un fabbricato in tempo reale.

Questo, sottolineano gli esperti, è il primo concetto importante da comprendere prima di sottoscrivere un fondo immobiliare.

La mancata percezione di questa realtà è fonte di grosse delusioni per alcuni investitori e può essere fonte di un buon profitto per chi comprende le regole del gioco.

Essi si caratterizzano, quindi, per avere un patrimonio inizialmente predefinito (variabile per effetto delle normali variazioni di valore, connesse all'apprezzamento/deprezzamento dei beni che lo costituiscono, e di entità, connesse all'attività di gestione, nonché eventualmente per effetto delle nuove sottoscrizioni e dei nuovi rimborsi a scadenze predeterminate, consentiti dalle recenti innovazioni normative introdotte in materia), suddiviso in un numero predeterminato di quote.

Le quote possono essere sottoscritte, nei limiti della disponibilità, solo durante la fase di offerta (limitata temporalmente) ed il rimborso avviene di norma solo alla scadenza, ferma la possibilità di acquistarle o venderle in un mercato regolamentato (come avviene in Borsa che è il cosiddetto mercato secondario) nel caso siano ivi negoziate.

La quotazione in un mercato regolamentato, prevista dalla legge, dovrebbe assicurare una facile e veloce liquidabilità del capitale investito nel caso non si voglia attendere la scadenza del fondo. I partecipanti a un fondo immobiliare possono, infatti, sempre rientrare in possesso dei capitali investiti, maggiorati degli eventuali capital gain o penalizzati dal market discount, cioè dal differenziale che esiste tra il prezzo di mercato e il valore patrimoniale della quota indicato in sede di relazione semestrale e di rendiconto annuale.

Scriviamo "dovrebbe" poiché l'analisi dell'andamento degli scambi dei fondi immobiliari a Piazza Affari dimostra come questo mercato sia molto ristretto con pochissimi scambi. Meno di 30 milioni di euro al mese ovvero considerato il patrimonio complessivo dei fondi immobiliari il rapporto fra volume giornaliero degli scambi e la capitalizzazione di Borsa dei fondi si aggira intorno allo 0,01%! **(il turnover annuo è del 3% circa, una percentuale irrisoria)** e quindi il prezzo di Borsa dei fondi immobiliari scaturisce quindi da scambi che interessano una parte molto contenuta del flottante e pertanto sono spesso da considerare, secondo alcuni esperti, scarsamente significativi.

Riportando la discussione sul fatto che la sottoscrizione di quote di fondi immobiliari costituisce e deve essere compresa come la partecipazione ad un piano di investimento di medio lungo periodo e la "finestra" della possibilità di poter dismettere anticipatamente il fondo immobiliare tramite la negoziazione in Borsa deve essere considerato un piano B estremo..

In pratica il valore di mercato, però, non arriva mai a valorizzare il fondo per tutto il suo valore reale perché come si dice in gergo il mercato è poco liquido. C'è carenza di offerta e di domanda.



Il guadagno di un fondo immobiliare deriva dalla rivalutazione degli immobili contenuti nel fondo e dagli affitti che il fondo stesso riscuote. Lo studio passato del mercato immobiliare ci dice che questo mercato può offrire dai 2 ai 4 punti percentuali in più rispetto all'inflazione ma in termini di rendimenti finanziari niente è certo per il futuro come hanno confermato in pieno gli ultimi anni dove anche la "famosa" de correlazione del mercato immobiliare rispetto a quello finanziario si è mostrata una teoria da bar.

Inoltre va sempre considerata attentamente in un fondo immobiliare la struttura dei costi oltre che il tipo, qualità e canoni degli immobili posseduti. Le società che lanciano e poi gestiscono i fondi immobiliari non lo fanno certo per beneficenza ed evidentemente un forte peso delle commissioni di gestione va ad abbassare il rendimento finale del risparmiatore.

Ma come si stabilisce il valore di un fondo immobiliare? Esistono quindi due valori: quello teorico (il cosiddetto Nav, net asset value) e quello di mercato. Il valore teorico di un fondo immobiliare chiuso sta scritto nel rendiconto che è firmato da esperti indipendenti del fondo che stimano il valore effettivo di mercato delle proprietà del fondo immobiliare. Questi rendiconti sono soggetti all'esame di tutti gli organi di controllo e dovrebbero indicare (**confidando che non esistano conflitti d'interesse fra valutatore e valutato e che chi effettua la perizia non dia numeri a caso troppo ottimistici**) il valore di presumibile realizzo nell'ipotesi che il fondo venga liquidato nel momento in cui viene fatta questa valutazione (che avviene semestralmente e non è quindi qualcosa di statico visto che l'andamento del mercato fluttua).

Nella valutazione di un fondo immobiliare va naturalmente considerata anche la distribuzione degli eventuali dividendi avvenuta nel periodo e non semplicemente, la differenza tra il prezzo di collocamento (o di acquisto) e la quotazione successiva. Nel caso dei fondi immobiliari i dividendi, quando sono previsti, hanno nel tempo un peso molto rilevante per la natura stessa dell'investimento immobiliare (il dividend yield, rendimento percentuale della cedola, può essere anche dell'ordine del 5%).

Il parere dell'esperto sui fondi immobiliari quotati in Italia: parla Carlo Mazzola, presidente di Norisk

Dalla disamina precedente l'equazione che vede i fondi a forte sconto come maggiori opportunità di guadagno non è proprio esatta è occorre fare quindi diversi distinguo e valutazioni sul mercato e sulle società di gestione. E per far questo ne parliamo con **Carlo Mazzola** di [Norisk](#), una delle società di consulenza finanziarie indipendenti maggiormente specializzate in Italia su questi strumenti (e non solo) e che oltre a privati investitori vanta fra i suoi clienti banche, società immobiliari e di consulenza del settore.



Carlo Mazzola, consulente per investitori istituzionali e docente a contratto presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, è socio fondatore e presidente di NORISK. Dopo la laurea in economia politica presso l'Università Bocconi ha ottenuto un Master in economia e finanza all'università di Warwick.

Ecco le sue risposte alle nostre domande ([vedi sotto](#)) che indica lo stato dell'arte del settore ovvero tutti i dati essenziali da conoscere su ciascun fondo quotato: la scadenza, il valore teorico (Nav), il patrimonio netto, il controvalore settimanale, lo sconto rispetto al valore teorico, il dividendo, il rendimento immediato ed effettivo, il rendimento annuo dal collocamento e da inizio 2010.

NORISK

studi & analisi finanziarie

Nome fondo & scadenza	NAV (*)	% asset investito	Patrimonio netto (milioni euro)	Prezzo	Controvalore settimanale (euro) (1)	Sconto	Dividendo	Rend. immediato	Rend. effettivo	Rendimento annuo da collocamento (prezzo)	Rendimento annuo da collocamento (NAV)	Rendimento 1 settimana	Rendimento 2010
Beni Stabili - Immobiliare 2001 (12/2017)	5.157	82,1%	138	4.000	129.400	-22,4%	144,8	3,62%	6,06%	1,44%	4,12%	-2,44%	-3,42%
Beni Stabili - Invest Real Security (12/2013)	2.459	96,5%	139	1.299	15.389	-47,2%	44,4	3,42%	26,88%	-6,38%	2,10%	1,33%	4,34%
Beni Stabili - Securfondo (12/2014)	2.905	93,6%	188	2.233	53.856	-23,1%	22,5	1,01%	9,33%	4,25%	6,16%	3,72%	6,27%
BNL Portfolio Immobiliare (12/2013)	2.427	92,3%	314	1.650	100.036	-32,0%	50,0	3,03%	13,01%	0,25%	3,29%	1,10%	4,94%
BNL Estense grande distribuzione (12/2013)	2.760	95,5%	238	2.099	104.699	-24,0%	110,0	5,24%	13,78%	1,37%	4,89%	-0,78%	1,34%
Aedes BPM Investistico (12/2012)	2.749	94,7%	179	1.930	182.316	-29,8%	164,0	8,50%	21,49%	0,96%	4,56%	-1,43%	27,98%
DB - Piramide Globale (12/2015)	367	77,3%	46	299	81.346	-18,6%	0,0	0,00%	23,16%	5,94%	6,21%	0,17%	0,17%
DB - Valore immobiliare globale (12/2014)	5.098	92,0%	166	3.900	89.349	-23,5%	217,1	5,57%	14,10%	2,28%	4,00%	1,30%	8,04%
Fimit - FondoAlpha (06/2015)	3.875	93,0%	408	2.568	263.356	-33,7%	104,8	4,08%	15,32%	7,42%	10,98%	2,68%	9,45%
Amundi RE Italia (12/2016)	2.813	86,3%	199	1.530	186.805	-45,6%	175,0	11,44%	16,47%	0,73%	5,74%	2,00%	22,03%
Amundi RE Europa (12/2016)	2.098	79,4%	180	1.050	116.116	-49,9%	20,0	1,90%	14,40%	-5,97%	0,60%	0,48%	9,01%
Olinda Fondo Shops (12/2011)	599	93,7%	338	382	324.421	-36,2%	37,8	9,90%	31,26%	4,65%	11,60%	4,09%	35,12%
Polis (12/2012)	2.183	90,9%	287	1.341	174.552	-38,6%	45,0	3,36%	23,60%	0,21%	4,21%	1,21%	12,80%
Tecfa Fondo uffici (12/2011)	553	97,6%	377	440	39.422	-20,4%	60,9	13,83%	18,10%	15,73%	18,88%	0,70%	11,98%
Sorgente - Caravaggio (12/2012)	3.176	92,1%	153	2.321	150.347	-26,9%	0,0	0,00%	15,10%	-1,18%	3,90%	0,04%	-2,48%
Unicredit Immobiliare 1 (12/2014)	3.589	87,0%	581	1.990	544.396	-44,6%	40,3	2,03%	15,80%	0,49%	5,62%	2,32%	4,15%
FA - Atlantic 2 Benenice (12/2012)	461	88,6%	316	360	16.533	-21,9%	31,9	8,85%	14,55%	12,82%	16,06%	1,25%	2,32%
Fimit - FondoBeta (02/2011)	586	78,6%	160	620	27.337	5,9%	21,9	3,52%	0,20%	11,45%	11,04%	-1,60%	-0,89%
FA - Atlantic 1 (12/2013)	635	96,7%	343	440	340.348	-30,7%	31,5	7,16%	16,56%	2,74%	11,61%	-0,90%	7,47%
Investire Immobiliare - Obelisco (12/2015)	2.267	91,4%	156	1.135	13.675	-49,9%	50,0	4,41%	16,16%	-13,31%	0,66%	-0,87%	6,18%
Vegasset - Europa Immobiliare 1 (12/2014)	1.982	96,8%	230	940	29.507	-52,6%	50,0	5,32%	21,80%	-12,11%	-0,94%	0,53%	16,30%
Fimit - FondoDelta (12/2014)	92	78,2%	193	37	180.798	-59,5%	0,0	0,00%	24,22%	-25,91%	-2,58%	-0,40%	-2,98%
Risparmio Immobiliare 1 Energia (12/2018)	9.813	96,8%	47	10.178	0	3,7%	0,0	0,00%	-0,42%	0,46%	-0,49%	0,00%	0,00%
MEDIA DEI RENDIMENTI										0,36%	5,75%	0,63%	7,83%
DEVIANZA STANDARD										8,75%	5,28%	1,61%	9,62%

L'intervista...

Domanda: L'investimento immobiliare tramite fondi è consigliabile? Quali sono le avvertenze d'uso indispensabili?

Carlo Mazzola: "Ritengo che siano un ottimo strumento ideale per diversificare, basti pensare che sono sufficienti poche centinaia di euro per acquistare una quota di un buon fondo, la media è intorno a poco più di 2000 euro. Al contrario, un investimento diretto anche minimo comporta un esborso di almeno cinquantamila euro, pensiamo ad un monolocale fuori porta..."

Ovviamente "essendo di carta" non si può toccare e questo piace poco agli italiani...

Purtroppo l'analisi di un bilancio immobiliare non è banale, ma invito chi si avvicina a questi prodotti a valutare lo sconto rispetto al valore patrimoniale: cioè la differenza tra quanto valgono sul mercato e qual è la valutazione di bilancio, spesso si trovano occasioni di sconto nell'ordine del 40%...

Penso che un paragone utile sia come l'acquisto di una casa occupata che spesso ha un prezzo inferiore a quelle libere: nel caso dei fondi se le dismissioni avverranno a prezzo di bilancio, si sarà fatto un ottimo affare... il parallelo è la casa occupata che l'inquilino libera all'improvviso e ci permette di venderla a mercato.

Esiste comunque una discreta informazione disponibile su questi prodotti: come norisk redigiamo un report settimanale sul nostro sito (www.norisk.it), ma anche la stampa specializzata li analizza con regolarità

Domanda: Come è andata finora a chi ci ha creduto: quale bilancio trarre?

Mazzola: "Fino ad oggi si tratta di un mondo a due facce, perchè i bilanci riportano incrementi interessanti, la media di tutti i fondi è del 5,7% annuo. Purtroppo i prezzi di borsa sono molto distanti ed infatti la media è solo marginalmente superiore allo 0: un risicato 0,2% annuo.

Tuttavia è doveroso fare alcune precisazioni perchè all'interno dei fondi le differenze sono notevoli ed i fondi ad apporto, quelli che hanno conferito gli immobili e non li hanno comprati sul mercato, hanno offerto performance decisamente positive, tutte in "doppia cifra", gli altri hanno fatto peggio, complice il mercato più difficile e costi spesso elevati che penalizzano il rendimento. Crediamo che la "forbice" tra rendimento di borsa e rendimento "sulla carta" sia destinato a chiudersi nei prossimi anni quanto i fondi andranno in liquidazione, anche se non si otterranno i valori pieni, le soddisfazioni per i sottoscrittori che si avvicinassero adesso saranno notevoli".

Domanda: Pochi sono ancora quelli che sono arrivati al termine: quello che è successo con Bnl Immobiliare Crescita pensi che sia stato un episodio o qualcosa di più?

Mazzola: *“Premesso, che essendo il presidente dell’associazione Tutela Sottoscrittori Fondo Portfolio Immobiliare Crescita, ATPIC, sono in conflitto nel rispondere in quanto faremo causa alla sgr per come è stato gestito il fondo, non posso in questa sede entrare nei dettagli della citazione, ma crediamo che la SGR abbia venduto male ed in fretta un patrimonio eccellente creando un danno notevole ai quotisti. E’ irrealistico pensare di vendere in pochi mesi immobili per 300 mln di euro, paradossalmente anche mia nonna sa che per vendere bene la casa serve tempo per non essere strozzati dai compratori. Vedremo il giudice cosa deciderà ... depositeremo l’atto di citazione a breve, ma non abbiamo fretta anche conoscendo i tempi della giustizia. A livello di settore, ritengo che il caso Crescita servirà a far sì che i piani di dismissioni vengano fatti per tempo e con rigore. Le altre sgr fino ad oggi lo hanno fatto procedendo a dismissioni graduali “da buoni padri di famiglia”.*

Domanda: La liquidabilità di questi strumenti non è eccezionale; si potrebbe fare qualcosa per migliorarla? Che peso potrebbe assegnare a questi strumenti un risparmiatore medio se esiste ...nella realtà ? E quanti averne in carico: uno, nessuno, centomila...?

Mazzola: *“Sì sono strumenti poco liquidi, gli scambi settimanali, sono nell’ordine dei 3 milioni di euro. Con un po’ di pazienza si possono costruire portafogli diversificati e di importi elevati, perchè spesso l’offerta si presenta solo quando c’è la domanda. Ritengo che siano più liquidi di quanto si possa credere: la strategia ideale secondo me è l’acquisto adesso e la detenzione fino alla scadenza, incassando dividendi e rimborsi. La diversificazione eccessiva non premia a mio avviso, mi concentrerei su cinque o sei prodotti al massimo distribuiti su scadenza diverse tra il 2011 ed il 2014”.*

Domanda: Oggi molti fondi hanno sconti sulla carta del 30-40% rispetto al Nav. Una ghiotta occasione o questi numeri dicono che le stime sono un po’ più ottimistiche di quello che valgono veramente. C’è da fidarsi in particolare di queste perizie: il problema del conflitto d’interessi esiste anche in questo settore?

Mazzola: *“Come accennato in precedenza, si tratta di un mercato di venditori e quindi i prezzi sono decisamente inferiori alle valutazioni. Ad oggi, con l’esclusione di BNL Crescita che riteniamo un caso isolato, tutte le vendite sono avvenute intorno al Nav o a valori superiori. Ricordo che ogni sei mesi le valutazioni vengono aggiornate e fornite da una società indipendente, ci sono dei limiti oggettivi ma non possiamo assolutamente pensare che si tratti di numeri buttati lì per caso.... Il bilancio è sempre il bilancio!”.*

Domanda: I fondi Fimit (Alpha, Beta, Delta) e il suo amministratore sono stati al centro di molte notizie: dalla possibile fusione con Pirelli Real Estate alle intercettazioni al suo amministratore fino alle ispezioni della Banca d’Italia. Tutto sotto controllo? E quello che è emerso nelle intercettazioni riguardo l’incasso degli affitti dagli enti pubblici è un problema forse sottovalutato?

Mazzola: *“Chi opera molto è sempre sotto i riflettori, non posso dare giudizi su eventuali azioni contro Fimit, quello che posso dire è che ad oggi i fondi Alfa e Beta hanno garantito agli investitori ottime soddisfazioni. Sicuramente lo Stato non è un pagatore puntuale ma mi risulta che i canoni seppur con ritardo vengano incassati è più un problema di liquidità che di solvibilità, il che per un investimento immobiliare è sicuramente penalizzante ma non drammatico, i casi gravi sono altri...”*

Consob ha recentemente presentato un quaderno di ricerca sulle valutazioni immobiliari, sicuramente il settore è sotto il vigile controllo delle Autorità, quali possano essere gli effetti onestamente non posso dirlo, spesso il sistema procede per inerzia senza grossi cambiamenti....

Ritengo che entro la metà del 2011 avremo un quadro dettagliato dei player effettivi del settore adesso, complice la recente crisi, è tutto un po’ ingessato”.

Domanda: Si è parlato recentemente dell’anomalia di molti fondi immobiliari che pagano dividendi nonostante risultati negativi, contro il loro stesso regolamento ma con il silenzio della Banca d’Italia. Come giudichi questo?

Mazzola: *“I risultati negativi sono spesso dovuti a minusvalenze, sulla carta, derivanti dalla valorizzazione degli immobili, vorrà dire che al momento della liquidazione del fondo si incasserà un po’ meno, non credo sia un fattore coos grave. Anzi i risparmiatori hanno sempre premiato i fondi che sono stati generosi come*

distribuzione di proventi, ovviamente se ben reinvestiti sarebbe meglio che restassero nel fondo, ma per essere piazzati in titoli di Stato è meglio farlo da soli tra l'altro risparmiando le commissioni di gestione”.

Domanda: Come si dovrebbe giudicare un fondo immobiliare interessante; cosa guardare e quali sono secondo te i più interessanti e che potrebbero regalare le migliori soddisfazioni salvo....fatti imprevedibili...

Mazzola: “La prima considerazione che espongo sempre è di tenere a mente che comprando coos a sconto, potremmo aspettarci qualche sorpresa negativa, ma può starci nel prezzo... tendiamo a preferire fondi con durata residua breve, che non abbiano molto debito e con immobili interessanti, per farti due nomi: Olinda Fondo shops e Unicredito immobiliare 1. Comunque ogni prodotto hanno una sua storia e particolarità , puoi trovare spunti di investimento interessanti in almeno la metà dei prodotti quotati a Borsaitaliana. Chi si avvicina al settore deve chiedersi prima quali siano i propri obiettivi di investimento come rendimento e durata...

Domanda: I costi di questi strumenti sono giudicati spesso elevati e la gestione opaca: cosa ne pensi?

Mazzola: “*I costi dei fondi sono una certezza (come le tasse!). sono prodotti onerosi, in media almeno l'1,5% all'anno sul valore dell'investito. Questi oneri decurtano inevitabilmente la performance finale per il risparmiatore. Ti lascio due cifre interessanti a fronte di 5,245,774,000 euro raccolti dall'inizio dai fondi, gli oneri pagati, a fine 2009, sono stati pari a 878,020,000 : siamo a circa il 17%! soldi che il risparmiatore ha dato alla sgr, sicuramente il soggetto che ha guadagnato di più rischiando di meno. Vedremo alla scadenza per ogni singolo prodotto...*

Non si capisce quanto venga retrocesso dalla sgr ai collocatori, confermando come in Italia spesso i prodotti vengano poi uccisi dalla distribuzione che si fa remunerare in modo elevato. Per “Bnl Crescita” abbiamo il dato definitivo: a fronte di una raccolta di 173 milioni di euro gli oneri sono stati di 37,4 milioni di euro ed il guadagno per gli investitori 55,7: questo vuol dire che la sgr ha guadagnato quasi un terzo dell'utile complessivo, ma sui soldi degli investitori...

Per chi acquista in sottoscrizione i costi sono certi i rendimenti molto incerti, avvicinandosi sul secondario i margini di rischio sono inferiori, basti pensare che fondi collocati a 2500 euro dieci anni fa, oggi scambiano intorno a 2000 ed i valore degli immobili sono saliti...”.