

BRUSCA FRENATA NEL SECONDO SEMESTRE DEL 2008 A CAUSA DELLA GENERALE CRISI DEI MERCATI

I fondi immobiliari italiani in mezzo al guado

Enrico Biasi

L'ultimo rapporto di Assogestioni e Ipd (Investment Property Databank), basato sull'analisi di 135 fondi immobiliari di 27 società di gestione del risparmio a fine 2008, fornisce un esauriente spaccato e utili elementi di riflessione circa lo stato dell'arte e le

1. Sono 135 i fondi immobiliari operativi alla fine del 2008 censiti da Assogestioni/Ipd
2. Dominano gli strumenti riservati a investitori qualificati (110) e quelli ad apporto (107)
3. I veicoli speculativi costituiscono quasi un quinto dello stock di prodotto globale

tendenze di un'industria italiana sempre più caratterizzata. Qualche dato di sintesi consente di inquadrare i tratti distintivi di uno stock in evoluzione. Malgrado una temperie sfavorevole, sia il patrimonio (attestatosi a 20.168,3 milioni di euro) sia il volume delle attività (pari a 34.626 milioni) sono cresciuti, rispettivamente, del 6,1% e del 10,7% su base annua, seppure



Il centro commerciale Le Grange a Piedimonte San Germano (Fr)

con un sensibile rallentamento nel secondo semestre (+0,5% e +4,2% in rapporto a giugno). I flussi di raccolta hanno denotato una marcata contrazione, fermandosi a 501,3 milioni. Tredici i nuovi veicoli divenuti operativi, tutti riservati a investitori qualificati e ad apporto, tranne uno, a conferma dell'irreversibilità di un trend consolidatosi nel corso di una fase espansiva che ha presto visto affievolirsi la spinta propulsiva dei prodotti retail (destinati cioè alla generalità degli investitori) e di tipo ordinario (ovvero a raccolta). Le cifre sono eloquenti. Giunti a quota 110 unità, con un patrimonio di 13.786,4 milioni e un attivo di 25.266,1 milioni, gli strumenti riservati rappresentano l'81,5% del totale, nonché il 68,3% del patrimonio e il 72,9% delle attività. I fondi retail sono invece 25, con un patrimonio di 6.382

milioni e un attivo di 9.360 milioni. I 107 veicoli ad apporto costituiscono il 79,3% dell'offerta, il 72% del patrimonio e il 78,8% delle attività, con un patrimonio di 14.520,7 milioni e un attivo di 27.300 milioni. I 28 fondi ordinari hanno per contro un patrimonio di 5.647,6 milioni e un attivo di 7.326,3 milioni. Una supremazia schiacciante, quindi, da entrambi gli angoli visuali (destinatari delle quote e modalità di costituzione), che non mancherà di rafforzarsi ancora in prospettiva. Una nota in margine meritano i fondi speculativi, autorizzati a partire dalla seconda metà del 2005, ormai vicini al 20%, con un patrimonio di oltre 1.600 milioni e attività per quasi 5 miliardi. En passant, il 23% dell'indebitamento complessivo (oltre 2,9 miliardi) è legato a tale tipologia, che può derogare ai limiti previsti per

l'assunzione di prestiti, superando la soglia del 60% del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni societarie. In proposito, si è fatto ricorso alla leva nell'83% dei casi e il suo grado di utilizzo (ossia il rapporto tra quanto ciascun fondo si è indebitato e quanto avrebbe potuto potenzialmente indebitarsi) è passato dal 68% del 2007 al 72%. Infine, sul piano dell'asset allocation, la ripartizione per area geografica vede prevalere nettamente il nord-ovest (46,2%, in crescita di oltre 2 punti percentuali rispetto al giugno scorso), seguito da centro (31,3%, pressoché stabile), nord-est (10,8%, una percentuale sostanzialmente invariata) e da sud e isole (9,5%, in calo dell'1,2%), mentre l'estero arretra al 2,2%. Quanto alle destinazioni d'uso, primeggiano sempre gli uffici (58,3% per i fondi retail e 49,1% per i riservati), mentre il settore commerciale si conferma al secondo posto (23,4% e 14,6%), grazie anche a 14 prodotti specializzati.



• L'industria italiana dei fondi immobiliari ha raggiunto un sufficiente grado di maturità

• I fondi retail sono diventati una componente vieppiù marginale nel panorama dell'offerta

FONDI E MERCATO

Abbiamo rilevato in precedenza che le valutazioni degli esperti indipendenti hanno cominciato a manifestare la consapevolezza delle difficoltà del real estate, quantunque in generale i valori degli asset siano stati rivisti al ribasso con una certa parsimonia. Fanno peraltro eccezione i veicoli con un'esposizione paneuropea: Caam Re Europa ha perso in dodici mesi il 30,7% in conseguenza del tracollo del mercato inglese e Vegagest Europa immobiliare 1 (-15,9%) ha registrato minusvalenze non realizzate dovute anche alla mancata copertura del rischio cambio. Secondo l'Indice pubblicato da Ipd nel marzo 2009, i risultati di fine anno in termini di total return semestrale sono di segno negativo per tutti i gruppi analizzati, ovvero fondi ordinari (-2,7%), ad apporto (-1,1%), diversificati (-2,2%) e specializzati (-1,5%). Del resto, la discesa dei prezzi in atto ha un impatto trasversale e le prossime valutazioni non potranno che recepire in ulteriore misura le conseguenze del mutato clima. Senza dimenticare però che l'effettivo valore di un immobile è quello definito in sede di compravendita. A titolo esemplificativo, agendo per conto di Portfolio Immobiliare Crescita (in liquidazione a seguito del rigetto di Bankitalia della richiesta di concessione di un periodo di grazia, presentata fuori tempo massimo), Bnp Paribas Reim Sgr p.A. (ex Bnl Fondi Immobiliari) ha ceduto a Mediolum Gestione Fondi Sgr p.A. un immobile a uffici ubicato a Corsico (Mi), confluito nel fondo Mediolum Real Estate. L'operazione è stata conclusa a un prezzo di 23 milioni, facendo realizzare una plusvalenza pari a 3.335.225 euro relativamente al costo storico (+16,96%), però con un -8,37% sul valore di stima al 31 dicembre 2008. E la successiva vendita dell'edificio sito a Roma, in via Cristoforo Colombo 424/428, per 83,5 milioni, a fronte di una plusvalenza di 22.371.544 euro (+36,6%), ha determinato uno sconto analogo (-7,2%). Mentre scriviamo, si attendono gli esiti del completamento della procedura di dismissione dei restanti cespiti: in pri-

mis, da parte dei circa 12.000 quotisti, ansiosi di sapere quanto riusciranno a portare a casa. Comunque vada, non sarà un successo. Ma è inevitabile che certi nodi vengano al pettine. Situazioni con venature patologiche comprese.

IL PARADIGMATICO CASO DE "LE GRANGE"

Concludiamo con un illuminante estratto dal rendiconto di Unicredito Immobiliare Uno (Pioneer Investments), concernente il centro commerciale integrato Le Grange, localizzato a Piedimonte San Germano (Fr).

"Nel corso del primo semestre 2008, Iperstanda ha chiuso l'ipermercato risolvendo unilateralmente il contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato con Emporikon srl (società integralmente controllata dal fondo). Il 20 dicembre 2008 si è positivamente conclusa la trattativa con il Gruppo Mida 3 srl finalizzata alla sostituzione di Iperstanda, precedente conduttore dell'ancora alimentare del centro commerciale, con l'insegna Iperfamila. Emporikon ha, inoltre, deliberato una serie di iniziative commerciali finalizzate a sostenere gli operatori del centro a fronte della temporanea

chiusura dell'ipermercato nonché una serie di iniziative promo-pubblicitarie, finalizzate alla fidelizzazione della clientela e all'ampliamento del bacino d'utenza. La valutazione degli esperti indipendenti al 31 dicembre 2008 risente della contrazione nella redditività attesa derivante sia dalla sostituzione dell'ancora alimentare sia dagli spazi non affittati nonché della contrazione dell'affluenza anche per effetto dell'attuale situazione congiunturale. (...) Il centro di Piedimonte subisce una forte svalutazione a causa di diversi fattori interni ed esterni: la congiuntura estremamente negativa che va a influenzare una struttura commerciale giovane su un bacino d'utenza a basso reddito; la presenza di tre nuovi competitor nell'area di riferimento con una sovrabbondanza di offerta; la mancanza improvvisa di un'ancora alimentare che ha innescato la chiusura di numerose unità commerciali. Di conseguenza le prospettive reddituali legate al rinnovo dei contratti esistenti vanno a posizionarsi su valori che sono vicini al 50% rispetto a quelli iniziali, portando a un conseguente quasi dimezzamento del valore del centro utilizzando la metodologia valutativa del Dcf (discounted cash flow: metodo dei flussi di cassa attualizzati, ndr)". Continuiamo così, facciamoci del male!

Performance dei fondi in arretramento

(dati in %)

NAV TOTAL RETURN (variazione %)	6 MESI	12 MESI	3 ANNI (annualizzato)
Indice fondi ordinari	-2,7	-1,6	5,2
Indice fondi ad apporto	-1,1	2,3	7,6
Indice fondi diversificati	-2,2	0,2	4,8
Indice fondi specializzati	-1,5	0,8	8,1
Indice tutti i fondi	-1,8	0,6	6,4

L'Indice Fondi Immobiliari Italiani Ipd è calcolato tramite media ponderata delle performance dei singoli veicoli monitorati (31 in totale). La ponderazione viene effettuata sulla base del più recente Nav (net asset value) semestrale. Per maggiori informazioni e approfondimenti, si rimanda alla lettura integrale del documento, disponibile sul sito www.ipd.com

Fonte: Ipd Indice Fondi Immobiliari Italiani Risultati al 31 dicembre 2008

Valori in calo per tutte le categorie

(dati in %)

	TOTAL RETURN (%)	INCOME RETURN (%)	CAPITAL GROWTH (%)
Tutti gli immobili	2,0	5,4	-3,3
Commerciale	0,0	5,4	-5,1
Uffici	2,9	5,0	-2,0
Industriale	2,9	6,6	-3,5
Altro	5,0	6,0	-0,9

L'Indice Immobiliare Italiano Annuale Ipd misura il rendimento degli immobili a reddito nel periodo che intercorre tra due valutazioni fornite dagli esperti indipendenti. Nel 2008 il total return (rendimento complessivo) è stato pari al 2,0%, risentendo di un capital growth (variazione del valore di mercato in rapporto al capitale investito) di segno negativo, con un income return (rendimento da locazioni) in linea con l'anno precedente

Fonte: Ipd Indice Immobiliare Italiano Annuale Risultati al 31 dicembre 2008



Le Grange: crisi e bacino a basso reddito hanno contribuito a ridimensionare il valore del centro