

Fondi immobiliari, fra limiti e opportunità

di **Giacomo Morri** - Direttore Master in Real Estate Sda Bocconi e **Paolo Benedetto** - collaboratore Sda Bocconi

Potrebbero rappresentare la strada giusta per gli investitori esteri. In attesa della ripresa economica e di un quadro normativo più stabile

Per molto tempo la proprietà diretta degli immobili ha rappresentato la tipologia convenzionale di investimento. Da diversi anni si sono però sviluppate altre formule giuridico-societarie, come i fondi immobiliari, o le property company, cioè veicoli che detengono portafogli immobiliari e che permettono così una partecipazione indiretta all'investimento nell'asset class immobiliare.

La principale funzione dell'investimento immobiliare indiretto è consentire agli investitori, privati ma anche a istituzioni finanziarie, di beneficiare dell'investimento in immobili con una serie di vantaggi rispetto all'investimento diretto, quali una maggiore diversificazione del rischio, una dimensione dell'investimento inferiore e una gestione professionale.

Qual è lo stato dell'arte e quali sono le prospettive future di ognuna di queste famiglie di fondi? Se la situazione attuale è facilmente delineabile, sulle prospettive future si possono solo fare alcune ipotesi.

Iniziando dai "fondi fiscali", la situazione è abbastanza complessa. È difficile quantificare esattamente il numero e la dimensione

del patrimonio, tuttavia si può stimare che una buona parte degli oltre 200 fondi riservati (esclusi i più noti e destinati a investi-

tori istituzionali) possa rientrare in tale tipologia. Le novità introdotte dalla legge 106/2011 hanno decretato, se non la liquidazione degli esistenti, la fine della convenienza a istituirne nuovi. Per le partecipazioni superiori al 5% la tassazione diventa per trasparenza, cioè in capo all'investitore con la propria aliquota marginale, salvo che non si tratti di un investitore istituzionale rappresen-

tante una pluralità di soggetti, come per esempio un fondo pensione o un'assicurazione.

Le difficoltà dei fondi "retail"

Anche per i fondi destinati al pubblico indistinto la situazione è abbastanza difficile: le quotazioni hanno un forte sconto, in media del 37%, ma con punte fino al 58%. Non può quindi esser-

I fondi immobiliari quotati in Italia

valori in euro e in %

FONDO QUOTATO	NAV RETTIFICATO PER QUOTA 30/06/2011	QUOTAZIONE DI BORSA - MIV 21/09/2011	CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO 21/09/2011	SCONTO SUL NAV RETTIFICATO
Amundi RE Europa	2.162,1	1.010,0	85.701.530	53,29
Amundi RE Italia	2.710,0	1.607,0	107.153.153	40,70
Bnl Portfolio Immobiliare	2.080,9	1.065,0	129.930.000	48,82
Estense - Grande Distribuzione	2.890,6	2.000,0	165.600.000	30,81
Europa Immobiliare 1	2.036,9	840,5	95.311.019	58,74
Fondo Alpha	3.900,9	1.830,0	190.091.250	53,09
Fondo Atlantic 1	601,8	399,9	208.555.848	33,55
Fondo Atlantic 2 - Berenice	429,7	346,2	207.721.039	19,43
Fondo Beta	548,8	480,0	128.867.520	12,54
Fondo Delta	101,2	44,0	92.634.212	56,53
Immobiliare Dinamico	259,0	113,0	166.536.801	56,38
Immobiliarium 2001	4.991,4	3.780,0	98.280.000	24,27
Invest Real Security	2.462,8	1.200,0	67.680.000	51,28
Investietico	2.868,7	2.050,0	126.083.200	28,54
Obelisco	2.284,3	999,0	68.731.200	56,27
Olinda - Fondo Shops	563,6	334,0	174.383.738	40,74
Piramide Globale	69,0	64,5	8.062.500	6,51
Polis	2.110,2	983,0	126.807.000	53,42
Risparmio Immobiliare Uno Energia	9.074,6	9.235,0	73.880.000	-1,77
Securfondo	2.662,1	1.745,0	104.700.000	34,45
Tecla - Fondo Uffici	462,4	366,9	237.233.871	20,66
Unicredito Immobiliare Uno	3.389,8	1.804,0	288.640.000	46,78
Valore Immobiliare Globale	4.819,1	2.500,0	77.125.000	48,12

Fonte: www.fondoimmobiliare.info

ci alcun interesse da parte dei risparmiatori a investire in nuovi fondi: perché, infatti, versare in sottoscrizione 100 euro per una quota che, in Borsa, si acquisterà poco dopo a 73 euro? La soluzione sembrava il fondo "semiaperto", cioè con finestre di sottoscrizione per rimborsare le quote di chi vuole disinvestire utilizzando il capitale delle nuove sottoscrizioni; ma anche questo strumento si è rivelato del tutto inefficace: nei momenti di forte incertezza, quando tutti vogliono disinvestire, il meccanismo si blocca per l'assenza di nuovi investitori.

— ■ —

**TRA GLI STRUMENTI
DI INVESTIMENTO
IMMOBILIARE
INDIRETTO IL PIÙ
IMPORTANTE È IL
FONDO IMMOBILIARE:
SECONDO
ASSOIMMOBILIARE,
IN ITALIA OPERANO 275
FONDI GESTITI DA 70
SGR**

— ■ —

Possibili soluzioni? Il mercato secondario è caratterizzato da estrema illiquidità, e sebbene sia previsto uno specialista che "si impegna a sostenere la liquidità", questo meccanismo non è sufficiente.

La soluzione al problema dello sconto e dell'illiquidità del mercato secondario potrebbe semplicemente essere il riacquisto delle quote da parte del fondo stesso, che porterebbe benefici a tutti. Innanzitutto, grazie alla maggiore liquidità sul mercato e al tendere del prezzo al Nav, il disinvestimento diventerebbe possibile senza la rilevante perdita di oggi. In secondo luogo, la performance del fondo aumenterebbe in quanto il fondo comprerebbe oggi in

media a 73 qualcosa che in realtà vale 100 (se le valutazioni immobiliari sono corrette), nell'interesse sia dei quotisti che rimangono, sia della Sgr che vedrebbe aumentare la propria commissione di performance. Infine, si avrebbe finalmente uno strumento di investimento immobiliare indiretto funzionante: senza sconto sarebbe più facile collocare nuovi fondi immobiliari per il pubblico indistinto, portando così nuovo capitale al settore immobiliare e consentendo ai risparmiatori di investire nell'immobiliare in modo più efficiente.

Infine, i fondi per investitori istituzionali, che rappresentano un'importante quota del mercato, sono oggi concentrati tra meno di una decina di Sgr.

Si tratta di pochi operatori che hanno al proprio interno le necessarie competenze immobiliari e finanziarie per gestire attivamente un patrimonio immobiliare e sono in grado anche di ottenere la fiducia degli investitori istituzionali. Il mercato, tuttavia, ha sofferto molto negli ultimi tempi, oltre che per gli effetti diretti della crisi finanziaria, anche per l'incertezza normativa derivante dalla legge 78/2010, di cui per oltre un anno si è atteso il regolamento attuativo, mai arrivato in quanto la stessa legge è poi stata abrogata dalla legge 106/2011.

Le incertezze degli investitori istituzionali

In conclusione, lo strumento "fondo immobiliare" ha raggiunto una maturità nella normativa e consente un'elevata trasparenza: potrebbe essere la strada giusta per gli investitori esteri. Ma al momento, data la forte incertezza politica e sulle prospettive economiche del Paese, è difficile pensare che vi siano istituzionali stranieri interessati a investire nel mercato immobiliare italiano.

Le tre principali tipologie d'investimento

Tra gli strumenti d'investimento immobiliare indiretto, quello più importante in termini di patrimonio e attività è sicuramente il fondo immobiliare. Sebbene la legge istitutiva dei fondi immobiliari risalga al 1994, i primi strumenti compaiono timidamente soltanto nel 1998 e iniziano a diffondersi con la riforma introdotta dalla legge 410/2001 che, insieme ad altre novità di rilievo, permette ai privati di costituire fondi mediante apporto di beni immobili, possibilità in precedenza riservata ai soggetti pubblici: la disponibilità, all'epoca, di numerosi grandi portafogli in dismissione ha dato vita a una serie di fondi costituiti con apporto, che sono stati collocati anche presso il pubblico indistinto. In seguito, anche grazie alla successiva riforma fiscale introdotta dal DL 269/2003, che riduceva al 12,5% l'intera tassazione gravante sull'investimento (poi portata al 20% nel 2008), lo strumento è diventato di grande interesse per la gestione di patrimoni personali grazie al notevole vantaggio fiscale. Iniziano

così a diffondersi i cosiddetti "fondi familiari", dapprima implicitamente accettati, poi specificamente normati per ridurre la convenienza fiscale (con la legge 133/2008) e, alla fine, di fatto banditi (con la legge 106/2011).

Dopo poco più di un decennio e numerosi cambiamenti nella normativa, in particolare nelle regole fiscali, e con un mercato ormai importante (secondo Assoimmobiliare oggi operano 70 Sgr per 275 fondi approvati), si possono individuare, senza pretesa di una definitiva e scientifica classificazione, almeno tre famiglie di fondi.

Questi i vantaggi

Una prima categoria è rappresentata dai fondi il cui fine principale è il conseguimento di un vantaggio fiscale, siano essi destinati alla gestione di un patrimonio familiare, o con immobili oggetto di sviluppo da parte di operatori professionali. Una seconda sono i fondi per il pubblico indistinto che, per favorire la possibilità di uscita anticipata, devono essere quotati in Borsa. La terza è rappresentata dai fondi per investitori istituzionali, costituiti mediante apporto di beni pubblici o mediante raccolta di denaro.

In attesa che le condizioni macroeconomiche cambino, il fondo potrebbe tuttavia essere utilizzato per la gestione, la valorizzazione e la dismissione dell'ingente patrimonio pubblico, essendo anche una delle finalità per cui lo strumento fu ideato. Lo stesso Ministero dell'Economia e delle Finanze ipotizza, infatti, la costituzione di una Sgr per creare fondi che investiranno in altri fondi gestiti da Sgr pri-

vate. Tali fondi saranno costituiti attraverso l'apporto di immobili pubblici (in alcuni casi locati alle pubbliche amministrazioni) e in progetti di valorizzazione che potranno anche essere proposti da privati. Gli enti previdenziali pubblici dovranno investire almeno il 20% dei fondi disponibili nei fondi costituiti dalla Sgr pubblica, garantendo in tal modo un importante flusso di denaro al settore immobiliare. ■