

19 ottobre 2002 0:00

Fondi Immobiliari: un paio di cose che pochi sanno...

di AP

Fra le diversità del mercato finanziario italiano rispetto ai mercati finanziari evoluti troviamo sicuramente il mancato sviluppo di Fondi Immobiliari. Vediamo a cosa servono e cosa è necessario conoscere per non restare delusi dall'investimento. Comprendere il meccanismo di questi fondi può anche permetterci di trarne un vantaggio rispetto a chi non ha compreso come funzionano. Vediamo come.

Il principio di un fondo immobiliare è semplice da capire. Una istituzione finanziaria lancia un Fondo Immobiliare con l'obiettivo di raccogliere un certo capitale al fine di investirlo acquistando o costruendo beni immobili (tipicamente complessi industriali/commerciali, ma non solo). Terminata la prima fase di raccolta fondi, i gestori iniziano ad acquistare gli immobili.

Il fondo immobiliare è un **fondo chiuso**. 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.

Questo 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. Ancora una volta la conoscenza può tradursi in profitto, come spesso accade. Ma andiamo con ordine, affronteremo questo argomento (un po' "speculativo") alla fine dell'articolo. Prima vediamo l'uso *proprio* dei fondi immobiliari.

Dov'è il guadagno

Il guadagno di un fondo immobiliare deriva dalla rivalutazione degli immobili contenuti nel fondo e dagli affitti che il fondo stesso riscuote. Punto. Lo studio del mercato immobiliare ci dice che questo mercato può offrire dai 2 ai 4 punti percentuali in più rispetto all'inflazione. Non è certo un mercato che ha l'obiettivo di "costruire" un capitale in modo aggressivo. Costruire un capitale è il mestiere dei mercati azionari. Il mercato immobiliare ha però un grosso pregio: è abbastanza non correlato con i mercati finanziari. I cicli del mercato immobiliare sono molto, ma molto, più lunghi dei cicli dei mercati finanziari. Perché questo sarebbe un grosso pregio? Per il principio della correlazione. Vediamolo

Il portafoglio tridimensionale

I premi Nobel Markowitz e Sharpe che hanno posto le basi teoriche per le moderne tecniche di gestione dei portafogli finanziari hanno introdotto una terza dimensione negli investimenti.

Prima dei loro studi le componenti di un investimento erano essenzialmente il rischio ed il rendimento. Markowitz ha dimostrato che vi è una terza componente che è parimenti (se non più) importante: come i vari investimenti si comportano l'uno in **relazione** all'altro. Per comprenderlo meglio facciamo un esempio del tutto teorico.

Immaginiamoci di avere un titolo che ha un rendimento medio annuo del 12,30% ed una oscillazione del 24,77%, sempre annua. Si comporta come il seguente grafico ([Vedi Figura 1](#)).

Poi abbiamo un secondo investimento che ha un rendimento molto simile (12,87%) ed una oscillazione media annua molto simile (24,78%). Vediamo il grafico: ([Vedi Figura 2](#)).

Questi due titoli sembrano molto simili, non è vero?

Hanno però una qualità eccezionale. Si tratta di una qualità che non è legata ai singoli titoli ma che nasce dall'interazione fra questi due titoli. Presi singolarmente questi due investimenti non hanno niente di particolare ma se costruisco un portafoglio composto dai due titoli riesco a trarre vantaggio da questa loro qualità. Vediamo con un terzo grafico che mostra i due titoli insieme e l'andamento di due portafogli composti dal 50% di un titolo ed il 50% di un altro. ([Vedi Figura 3](#)).

Questi due titoli hanno il grosso pregio di avere un andamento divergente. Tutti e due hanno la stessa tendenza al rialzo di lungo termine, ma nel breve termine, quando uno sale l'altro scende. Questa caratteristica fa sì che il portafoglio composto da entrambi i titoli non ha più l'oscillazione dei singoli titoli e mantiene lo stesso rendimento.

Questo meccanismo ha un ulteriore pregio che deriva dal ribilanciamento del portafoglio. Come si può vedere la linea verde scura mostra l'andamento di un portafoglio ribilanciato. Cioè che mantiene costantemente il 50% del *valore* del titolo A e il 50% del *valore* del titolo B. La linea verde chiara mostra un portafoglio che all'inizio compra una quota del titolo a ed una quota del titolo b e non movimenta più il portafoglio. Ma questo lo vedremo meglio nella sezione dedicata alle Lezioni, non complichiamo troppo le cose, adesso.

Per il momento il concetto importante che volevo sottolineare è che la relazione esistente fra i vari tipi di investimento mi permettono di diminuire il problema delle oscillazioni non diminuendo il rendimento. In pratica si crea un rendimento gratis (nel senso che non si paga con il relativo rischio volatilità). Naturalmente non esistono in natura degli strumenti finanziari che tendono ad essere perfettamente non correlati fra di loro (sarebbe troppo bello) ma ci sono strumenti che sono poco correlati (come le azioni con le obbligazioni) e su questi si possono costruire dei **portafogli efficienti**: cioè portafogli finanziari che hanno il miglior rapporto rischio/rendimento possibile anche considerando l'interazione che i vari strumenti finanziari hanno fra di loro.

L'importanza dei fondi immobiliari

I fondi immobiliari sono degli strumenti finanziari molto importanti non tanto per il loro rendimento "puro" ma per il fatto di essere molto poco correlati con i mercati finanziari mobiliari. Questo conferisce stabilità ai portafogli finanziari che includono un fondo immobiliare (tipicamente per una percentuale che va dal 5% al 15% massimo). Ci sono poi tutta una serie di vantaggi secondari derivanti dal mercato immobiliare che si vedono principalmente nei momenti in cui è necessario giocare "in difesa". Lo sviluppo di fondi immobiliari crea poi dei notevoli vantaggi alle economie dei Paesi che hanno sviluppato questa forma di investimento, ma qui il discorso si farebbe molto lungo.

Quanto vale un fondo immobiliare: comprare e vendere

Una volta compresa qual'è la funzione propria dei fondi immobiliari chiusi, veniamo all'aspetto più tecnico.

Chi ha investito in un fondo immobiliare chiuso non può chiedere il rimborso della quota al fondo ma deve trovare sul mercato qualcuno che gli compri la sua quota. Ma quanto vale la sua quota? A questa domanda si può rispondere in due modi: con il valore reale e con il valore di mercato.

Il valore reale di un fondo immobiliare chiuso sta scritto nel rendiconto che è firmato da un perito che stima il valore effettivo di mercato delle proprietà del fondo immobiliare. Questi rendiconti sono soggetti a tutti gli organi di controllo e si possono considerare come un dato di fatto. Il valore di mercato, però, in Italia, non arriva mai a valorizzare il fondo per tutto il suo valore reale perché non c'è mercato. Come si dice in gergo tecnico: il mercato è poco liquido. C'è carenza di offerta e di domanda.

Questo fatto (che vale anche per i fondi chiusi di tipo mobiliare, di cui parleremo in un altro articolo) genera una situazione di grossa difficoltà per chi vuole vendere la sua quota, ma genera anche delle notevoli opportunità per chi comprende il valore di questi fondi ed ha la giusta prospettiva di investimento.

In Italia, oggi, esistono pochi fondi immobiliari. Sono in tutto una decina sì e no.

Facciamo il caso del primo di questi fondi uscito in Italia un paio di anni fa a 5 euro la quota. Oggi il fondo ha completato tutti i suoi acquisti immobiliari ed ha tutti gli immobili affittati ed un flusso costante e documentato di reddito (superiore al 6% annuo del valore documentato del fondo). Il rendiconto del fondo documenta che il valore reale della quota oggi è di circa 5,6 euro. Quanto la valuta il mercato? 4,25 euro. E' paradossale ma è così. E' chiaro che qui c'è una possibile fonte di guadagno interessante.

Comprereste un immobile già affittato del valore di 500 milioni che vi produce un affitto mensile netto di 2,5 milioni al mese per 375 milioni sapendo che fra 8 anni avrete certamente il controvalore di mercato dell'immobile in contanti? Questo è l'affare che sta facendo chi oggi acquista sul mercato questo fondo immobiliare chiuso.

Ma attenzione! Quando c'è un guadagno sul mercato è buona regola chiedersi: *ma perché, se c'è il guadagno, non c'è nessuno che ne approfitta? Qual è il "costo" di questo guadagno?* Il "costo" di questo guadagno si chiama **liquidabilità dell'investimento**. Chi volesse approfittare di questo guadagno deve essere disposto a "vincolare" (come si diceva molti anni fa) il capitale per 8 anni. Vincolare i soldi, nei mercati finanziari moderni, è una cosa

considerata inaccettabile per la maggioranza del mercato. Ed è giusto che sia così.

Tutto, però, dipende dal prezzo e dalle condizioni personali dell'investitore. In un portafoglio di investimenti di 100 lire può essere assolutamente ragionevole e vantaggioso vincolare 5 lire nel mercato immobiliare ottenendo un extra-rendimento derivante dalla discordanza fra valore reale e prezzo di mercato. La cosa importante, ancora una volta, è conoscere le regole del gioco.

Conclusioni

Abbiamo visto che l'uso proprio dei fondi immobiliari deriva dal buon tasso di non correlazione con gli investimenti finanziari che aggiunge stabilità al portafoglio diminuendo il rischio complessivo. Questa è la principale utilità dei fondi immobiliari.

Attraverso i fondi immobiliari abbiamo scoperto il "*cuore tecnico*" della moderna gestione di un portafoglio finanziario. Ed abbiamo visto come sia importante vedere il portafoglio in un'ottica tridimensionale.

Sfortunatamente, la funzionalità principale dei fondi immobiliari non può essere espressa completamente in Italia poiché il mercato non è affatto liquido (praticamente non esiste) e quindi il prezzo di mercato di questi fondi non segue per niente il valore reale.

Questo dato di fatto, però, crea delle opportunità molto interessanti per chi può vincolare una parte del suo patrimonio a lungo termine (8/10 anni).

Allegato: [Fig1.gif](#)

Allegato: [Fig2.gif](#)

Allegato: [Fig3.gif](#)