

Fondi immobiliari quotati. L'analisi degli scostamenti tra le valutazioni di mercato e i valori degli asset riportati a bilancio

# Cosa guida gli sconti in Borsa

Anche le strategie di diversificazione rientrano tra le cause alla base del fenomeno

Sconti fino al 60%. È questa l'offerta che da quasi un decennio campeggia, quasi del tutto inosservata, sulla vetrina dei fondi immobiliari a Piazza Affari. Un mercato caratterizzato da quotazioni che sistematicamente non riflettono i valori degli asset iscritti a bilancio e che, a prima vista, rappresentano una straordinaria opportunità d'investimento: in pratica, con lo sconto si può comprare a 40-50 un portafoglio che sulla carta vale 100. Tuttavia, i fondi chiusi immobiliari non hanno mai attirato l'attenzione del grande pubblico e gli scambi in Borsa continuano a scarseggiare. Si tratta, quindi, di un mercato con scarsa efficienza informativa, che stenta a riflettere nei prezzi e nei volumi le informazioni note sui fondi.

Le analisi di operatori professionali e gli studi accademici hanno via via individuato negli anni una pluralità di fattori che influirebbero sulla quotazione a sconto, senza però esplicitare in maniera chiara e definitiva le

cause, spesso correlate, del fenomeno. Ultimo in ordine di tempo è il lavoro svolto sul tema da uno staff di ricerca della facoltà di Economia dell'Università di Parma. «Per la letteratura - afferma **Claudio Cacciamani**, professore di economia degli intermediari finanziari e coordinatore del gruppo di lavoro - uno dei principali fattori sottostanti allo sconto che si determina in Borsa risiede nei limiti del metodo utilizzato per il calcolo del Nav (net asset value). Le criticità di questo modello sono l'"ottimismo" o il "pessimismo" dei valutatori nell'effettuare la valorizzazione di portafoglio, il timore che queste figure non siano del tutto autonome e il lag temporale, di sei mesi, tra una rilevazione peritale e quella successiva. Ciò può generare una sorta di stagionalità dei valori. Inoltre, il Nav non considera l'impatto che il grado di indebitamento ha sul rischio dell'investimento e, quindi, sul valore della quota. Infine, il Nav non coglie l'aspetto reddituale legato ai ricavi derivanti dalla prestazione di servizi accessori e strumentali alla normale attività di gestione immobiliare delle Sgr». Tutte problematiche su cui hanno puntato i riflettori anche Banca d'Italia e Consob: da alcuni mesi le authority sono alla ricerca di una linea di condotta condivisa, che tarda, però, ad arrivare.

Alla base degli elevati sconti c'è anche la scarsa liquidità del

listino, nel quale le quote dei fondi sono negoziate con volumi spesso irrisori. Secondo alcuni studi ci sarebbe anche una correlazione tra le quantità scambiate e i proventi distribuiti. Inoltre, i fondi che presentano una maggiore redditività da canoni di locazione (*cap rate*), sarebbero premiati da uno sconto inferiore. Un disallineamento che, con l'approssimarsi della scadenza, dovrebbe tendere a zero. «Il divario tra prezzi delle quote e valori di bilancio - spiega **Cacciamani** - potrebbe essere frutto delle attese del mercato sull'effettivo incasso delle plusvalenze nel lungo periodo. Tuttavia, la verifica empirica individua solo una debole relazione tra lo sconto sul Nav e la durata residua del fondo. Osservando, invece, l'asset allocation delle singole classi di fondi si nota che, in linea generale, esse adottano pressoché la stessa strategia di diversificazione, con l'eccezione delle prime due fasce, cioè di quelle che presentano uno sconto inferiore rispetto alle altre. Ciò conduce alla conclusione che potrebbe esserci un legame tra gli sconti sul Nav e l'asset allocation dei fondi». La strategia di diversificazione entra, quindi, di diritto nella lunga lista di probabili fattori che generano lo sconto sul Nav.

pagina a cura di  
**Gianfranco Ursino**  
g.ursino@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Gli indicatori

Relazione tra variabile sconto in Borsa rispetto al Nav, vita residua e asset allocation dei fondi immobiliari quotati

Classi di sconto	Fondo	Sconto (in %)*	Durata residua**	Suddivisione per destinazione d'uso degli immobili in portafoglio a fine 2008. Valori in percentuale
<10%	Fondo Beta	0,54	3	Uffici (60,9), turistico-ricreativo (24,7), commerc. (1,1), altro (13,3)
	Rreef Piramide Globale	14,45	0	Commerciale (100)
10-20%	Sorgente Caravaggio	16,21	4	Comm. (35), uffici (30), residenziale (25), turistico-ricreativo (10)
	Bnl Estense Grande Distribuz.	17,77	5	Commerciale (100)
	Beni Stabili Immobilium 2001	20,30	9	Uffici (65), logistica (35)
20-30%	Bnl Portfolio Imm. Crescita	22,89	0	Uffici (77,1), commerciale (22,9)
	Beni Stabili Securfondo	27,07	6	Uffici (59), commerc. (27), logistica (7), turistico-ricr. (3), altro (4)
	Pirelli Re Tecla F. Uffici	35,59	3	Uffici (97), industriale (3)
30-40%	Rreef Valore Imm. Globale	36,51	6	Uffici (54), logistica (31), commerciale (15)
	FA Atlantic 2 Berenice	38,55	4	Uffici (86), altro (14)
	Fimit Fondo Alpha	48,53	7,5	Uffici (73,7), logistica (9,8), commerciale (4), altro (12,5)
40-50%	Bnl Portfolio Immobiliare	49,36	2	Uffici (58,5), commerciale (28,9), logistica (12,6)
	Aedes Bpm Investietico	52,25	4	Uffici (49,2), Rsa (42,1), commerciale (5,6), logistica (3,1)
	FA Atlantic 1	54,24	5	Uffici (78), commerciale (22,0)
	Beni Stabili Invest Real Sec.	55,92	5	Commerciale (51), uffici (43), logistica (6)
	Pirelli Re Olinda F. Shops	56,65	3	Commerciale (87,7), uffici (12,3)
	Caam Sviluppo Immobiliare	57,00	8	Uffici (60,8), commerciale (15,9), tur.-ricr. (14,7), logistica (8,6)
	Polis	57,16	4	Uffici (61,7), logistica (21,1), tur.-ricr. (9), comm. (6,1), altro (2,1)
50-60%	Vegagest Europa Immob. 1	57,85	6	Uffici (44,3), logist. (24,9), comm. (24,1), Rsa (4,2), altro (2,5)
	Unicredit Immobiliare Uno	57,96	6	Uffici (55,8), comm. (19), logistica (13,3), tur.-ricr. (8,4), resid. (3,5)
	Caam Immobiliare Europa	58,65	8	Uffici (84,2), commerciale (10,7), logistica (5,1)
	Investire Imm. Obelisco	61,05	7	Uffici (89,4), logistica (10,6)
>60%				

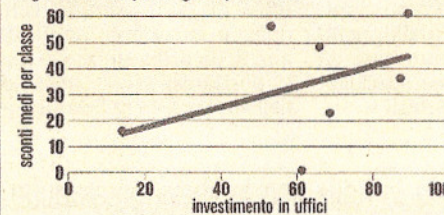
\*Differenza tra il valore contabile della quota e il prezzo di Borsa nel periodo 1/1/08-30/6/09; \*\*in anni

Fonte: facoltà di Economia dell'Università di Parma

## LO STUDIO DELL'UNIVERSITÀ DI PARMA

### UFFICI SCONTATI

Incremento dello sconto sul Nav al crescere del peso degli "uffici" nei portafogli. In percentuale



### Un intreccio di variabili

■ Per verificare l'esistenza di una correlazione tra lo sconto sul Nav e alcune caratteristiche dei fondi immobiliari, la ricerca divide in sette classi i fondi quotati, utilizzando come fattore di classificazione lo sconto. Ciò al fine di verificare se all'interno di ogni gruppo i fondi con livello di sconto simile abbiano le stesse caratteristiche, effettuando, poi, un confronto tra le varie classi. Dall'analisi emerge una possibile debole relazione dello sconto con la durata residua e l'asset allocation del fondo. In particolare, lo studio evidenzia una relazione diretta tra il peso degli immobili a uso uffici in portafoglio e il valore dello sconto sul Nav delle diverse classi di fondi.