

NAV, TIR, QUOTAZIONE: QUANTO RENDE DAVVERO UN FONDO IMMOBILIARE

Uno studio sulle performance prende in considerazione i prodotti italiani quotati. Per mettere in discussione giudizi troppo basati sul prezzo di Borsa e sullo sconto rispetto al valore della quota



**Valter
Mainetti**
SORGENTE SGR

AMMINISTRATORE DELEGATO

■ a cura di Sorgente sgr

Sul tema del rendimento dei fondi immobiliari quotati, cui *Investire* ha dedicato un articolo nel numero di febbraio 2008, Sorgente sgr ha effettuato uno studio sulla performance dei fondi immobiliari in Italia. Lo studio si è concentrato sui fondi quotati a raccolta, non prendendo volutamente in considerazione i fondi ad apporto, sia pubblico che privato, nell'assunto che quest'ultima tipologia di prodotti presenta forti peculiarità suscettibili di viziare il confronto tra gli indicatori. Ecco il risultato della ricerca.

«La pubblicazione delle performance dei fondi di investimento immobiliare quotati da parte della stampa, anche economica, si concentra sulla rappresentazione dell'andamento del corso del titolo in Borsa, evidenziandone il progresso giornaliero, mensile, annuale, dal collocamento e lo sconto sul NAV (Net Asset Value).

L'informazione che viene in tal modo resa, è estremamente parziale, quando non addirittura distorsiva della realtà delle situazioni dei fondi, in quanto tali indicatori variano notevolmente in funzione dei tempi di rilevazione dei prezzi di Borsa.

GUARDARE GLI INDICI

I commenti di stampa assegnano una grande rilevanza alle misurazioni di rendimento fatte sul corso dei titoli, riservando scarsa o nulla attenzione agli indici di performance propri dei fondi immobiliari, tra i quali spicca il Tasso Interno di Rendimento (TIR), metodo prescritto dalla Banca d'Italia nell'ambito della normativa di riferimento sui Fondi di Investimento (Cfr.

Provvedimento Banca d'Italia 14.04.2005), riconosciuto dalle associazioni di categoria (Assogestioni), utilizzato dalla comunità finanziaria nell'ambito dell'analisi fondamentale dei rendiconti di gestione dei Fondi (Scenari Immobiliari - Aiaf).

Il punto che merita evidenza riguarda proprio l'enfasi attribuita ad un andamento di Borsa quale indicatore di performance, che è ingiustificato alla luce sia delle caratteristiche di questo segmento del mercato regolamentato, sia di quelle proprie di questa tipologia di investimento.

SCAMBI MINIMI

In primo luogo occorre evidenziare l'inesistente spessore del mercato che determina una non rappresentatività dei corsi di Borsa. Questa evidenza è immediatamente leggibile nel rapporto medio tra il volume giornaliero degli scambi e la capitalizzazione di Borsa dei fondi che si mantiene per il 2007 al di sotto dello 0,035%; se spostiamo l'osservazione sull'intero anno questo rapporto esprime un valore medio dell'8,6%.

L'esiguità di queste percentuali è di immediata percezione se si pensa che le società immobiliari quotate presentano rapporti 10 volte maggiori (ad esempio, nel 2007 Pirelli Re Spa presenta un rapporto del 98,4%, Beni Stabili Spa del 121,2%, ed Aedes Spa del 54,1%).

Il prezzo di Borsa dei Fondi scaturisce quindi da scambi che interessano una parte molto contenuta del flottante e pertanto sono scarsamente significativi.

Questo porta ad un argomento più ampio che riguarda le caratteristiche intrinseche del prodotto. La sottoscri-

zione di quote di fondi immobiliari costituisce e deve essere compresa come la partecipazione ad un piano di investimento di medio lungo periodo, la cui qualità e rendimento vanno misurati con altri strumenti analitici.

Si è fatto riferimento al tasso interno di rendimento, che consente di rappresentare la performance annuale del Fondo dal suo avvio considerando il valore iniziale della quota al collocamento, le distribuzioni e l'ultimo valore disponibile del NAV, valorizzato in corrispondenza di date di rilevazione periodiche: il 30 giugno e il 31 dicembre di ciascun anno.

IL VALORE DEGLI IMMOBILI

Le modalità per la determinazione del NAV sono disciplinate dalla Banca d'Italia che definisce, nell'ambito del citato Provvedimento del 14.04.2005, i criteri di valutazione dei beni e dei valori in cui è investito il patrimonio del Fondo. Con particolare riguardo ai Fondi Immobiliari, la Banca d'Italia prescrive che il valore degli asset immobiliari in cui è investito il patrimonio del Fondo sia determinato attraverso perizie rilasciate da Esperti Indipendenti, per i quali sono forniti specifici requisiti professionali.

La valorizzazione al fair value di tali asset, da parte degli Esperti Indipendenti, rappresenta un decisivo elemento di garanzia sull'attendibilità del valore della quota del Fondo e avviene all'interno di una più ampia cornice di tutele assicurate, tra l'altro, dall'intervento della Banca Depositaria del Fondo – che assolve precise funzioni di vigilanza sul calcolo del valore della quota – e della società incaricata della revisione contabile, che verifica le informazioni alla base dei rendiconti sulla scorta di linee guida raccomandate dalla Consob.

ANCHE GLI ANNI HANNO UN PESO

Il riferimento al TIR deve essere ovviamente integrato da altre informazioni sul Fondo che permettono di apprezzare il rischio finanziario associato a questo rendimento. In particolare, è interessante combinare la misura di rendimento agli anni trascorsi dall'avvio del fondo. È intuitivo che un certo

livello di performance mantenuto per più esercizi ha una affidabilità più alta rispetto ad un rendimento che riguarda una gestione avviata di recente.

Specularmente è interessante guardare al tempo a scadere per la liquidazione del Fondo; anche qui è intuitivo che quanto più prossima è tale data, tanto più affidamento si può fare sul realizzo del rendimento maturato.

QUANTO CONTA LO SCONTO

In conclusione, vale la pena spendere qualche parola sulla dibattuta questione dello sconto. Lo sconto sul NAV mette in relazione due grandezze: l'una, il prezzo di Borsa, che dà la garanzia dell'effettivo incrocio della domanda e dell'offerta, con i forti limiti di rappresentatività legati alla sottigliezza di questi scambi; l'altro, il NAV del Fondo, la cui determinazione è circondata dalle tutele di cui si è detto.

Una prima osservazione va fatta sull'elevata discrezionalità applicabile nella rilevazione proprio del prezzo di Borsa, che varia quotidianamente e in misura anche rilevante.

“ Le modalità per la determinazione del NAV sono disciplinate dalla Banca d'Italia che definisce i criteri di valutazione dei beni e dei valori in cui è investito il patrimonio del fondo ”

Muovendo su una base seria di ragionamento preme fare due riflessioni:

lo sconto sul Nav è portatore di un qualche valore segnaletico solo se i termini rapportati sono rilevati a date omogenee. E, poiché il Nav è determinato al 30 giugno ed al 31 dicembre, tale rapporto può essere istituito con prezzi rilevati al 30 giugno e 31 dicembre, ovvero con medie ponderate sull'arco del semestre;

dal momento che il Nav, per le modalità con cui è determinato, esprime il fair value del patrimonio del Fondo, il fatto che il mercato di Borsa quoti a sconto su tale valore è fisiologico. In effetti il NAV rappresenta la stima del risultato attuale e potenziale del fondo immobiliare, rispetto al quale non si dà metodologicamente un goodwill ulteriormente apprezzabile. L'investitore che cede in Borsa quote di fondi immobiliari compie una scelta di uscire in via anticipata da un piano di investimento che sviluppa il pieno valore, comunicato dal NAV nel medio lungo periodo, e tale scelta non può che soffrire uno sconto.

Nell'impianto normativo e tecnico finanziario che assiste il Fondo Immobiliare, la quotazione in Borsa è un quid pluris, una possibilità in più di rendere liquido un investimento per sua natura non liquido.

Su tale possibilità in più non si dovrebbe basare la valutazione di performance del prodotto.

CONFRONTIAMO I NUMERI

Il frutto dello studio di Sorgente Sgr è sintetizzato nella tavola delle pagine successive che raccoglie ed espone gli elementi citati per fornire un quadro di riferimento essenziale ad una comparazione di performance dei fondi Immobiliari quotati ordinari.

La tavola riporta un compendio delle caratteristiche generali del fondo, gli ultimi due valori al NAV rilevati, i prezzi di riferimento di Borsa corrispondenti con un'analisi dei volumi di scambio (media giornaliera e totale anno), un'analisi dello sconto, ivi incluso un indicatore al 31/12/2007 che rapporta il prezzo al 31/12 con l'ultimo valore di NAV disponibile ed il calcolo del tasso interno di rendimento. ■

IMMOBILI

ANALISI

	ANAGRAFICA						NAV			
	Durata (anni)	Avvio / Collocamento	Durata dell'avvio (anni)	Scadenza	Durata residua (anni)	Valore Sottoscrizione della quota	Valore quota al 31.12.2006	Valore quota al 30.06.2007	Quotazione Borsa 31.12.2006	Quotazione Borsa 30.06.2007
						a	b	c	d	
BNL PORTOFOLIO IMMOBILIARE	10	19-05-2000	7,6	2010	3	2.500	3.109,46	3.022,98	2.218,00	2.516,00
CAAM RE EUROPA	15	11-10-2001	6,2	2016	9	2.500	2.886,25	2.899,92	1.498,98	1.900,00
CAAM RE ITALIA	15	31-03-2001	6,8	2016	9	2.500	3.258,44	3.253,26	2.070,00	2.230,00
CARAVAGGIO	8	22-01-2004	3,9	2012	5	2.500	3.141,00	3.235,62	2.750,00	2.543,00
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	10	10-06-2003	4,6	2013	6	2.500	2.806,14	2.815,13	2.510,00	2.280,00
EUROPA IMMOBILIARE 1	10	1-12-2004	3,1	2014	7	2.500	2.878,21	2.796,56	2.510,00	2.285,98
IMMOBILIUM 2001	15	14-06-2002	5,6	2017	10	5.000	5.917,42	5.856,69	3.528,00	4.200,00
INVEST REAL SECURITY	10	29-09-2003	4,3	2013	6	2.500	2.742,24	2.814,42	1.775,00	2.190,00
INVESTIETICO	10	1-03-2002	5,8	2012	5	2.500	2.989,16	2.945,03	1.967,00	2.216,00
OBELISCO	10	29-12-2005	2	2015	8	2.500	2.901,77	2.811,68	2.165,00	2.200,00
PIRAMIDE GLOBALE	15	6-07-2000	7,5	2015	8	2.000	2.390,86	2.489,68	1.568,88	1.820,03
POLIS	12	17-06-2000	7,5	2012	5	2.000	2.475,43	2.454,29	1.839,00	1.834,99
PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	7	19-12-2001	6	2008	1	2.500	3.616,90	3.640,47	3.002,00	3.260,01
SECURFONDO	15	9-12-1999	8,1	2014	7	2.500	3.242,08	3.247,70	2.510,00	2.510,00
UNICREDITO IMMOBILIARE UNO	15	9-12-1999	8,1	2014	7	2.500	3.419,98	3.457,21	2.222,00	2.529,00
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	15	15-02-1999	8,9	2014	7	5.165	5.897,25	5.871,82	3.799,99	4.200,00
MEDIA										
MINIMO										
MASSIMO										

"Fonti:

- Scenari Immobiliari: I Fondi Immobiliari in Italia e all'Estero 2007 (dati anagrafici;a;b;o);
- Bloomberg (c; d; e; f);
- Elaborazioni Sorgente Sgr su dati Bloomberg (g; h)."

I fondi immobiliari quotati a confronto

BORSA					SCONTO								TIR	
Quotazione Borsa 31.12.2007	Quotazione Borsa 23.01.2008	Media giornaliera volumi scambiati Capitalizzazione 2007	Rank	Media giornaliera volumi scambiati Capitalizzazione 2007	Sconto al 31.12.2006	Rank	Sconto al 30.06.2007	Rank	Sconto al 31.12.2007 (Base NAV 30.06.2007)	Rank	Sconto al 23.01.2008 (Base NAV 30.06.2007)	Rank	TIR al 30.06.2007	Rank
e	f	g		h	$i=(c-a)/a$		$l=(d-b)/b$		$m=(e-b)/b$		$n=(f-b)/b$		o	
2.320,00	2.230,00	0,03%	9	8,27%	-28,67%	8	-16,77%	2	-23,25%	8	-26,23%	7	5,75%	11
1.800,00	1.645,11	0,09%	1	23,55%	-48,06%	16	-34,48%	16	-37,93%	15	-43,27%	15	4,56%	15
2.245,00	2.181,01	0,07%	2	17,70%	-36,47%	14	-31,45%	15	-30,99%	14	-32,96%	10	7,67%	4
2.950,00	2.650,00	0,00%	16	0,82%	-12,45%	2	-21,41%	5	-8,83%	1	-18,10%	3	7,79%	3
2.500,00	2.350,00	0,01%	13	2,57%	-10,55%	1	-19,01%	4	-11,19%	2	-16,52%	2	5,83%	10
2.118,00	1.931,17	0,01%	14	2,39%	-12,79%	3	-18,26%	3	-24,26%	9	-30,94%	9	7,04%	6
4.850,00	4.702,00	0,04%	5	10,66%	-40,38%	15	-28,29%	13	-17,19%	4	-19,72%	4	5,60%	13
1.960,01	1.863,00	0,02%	11	3,79%	-35,27%	12	-22,19%	7	-30,36%	12	-33,81%	12	4,94%	14
2.060,00	1.936,00	0,04%	6	10,62%	-34,20%	9	-24,75%	9	-30,05%	11	-34,26%	13	5,67%	12
2.248,88	2.243,00	0,01%	15	2,08%	-25,39%	6	-21,75%	6	-20,02%	5	-20,23%	5	11,42%	1
1.350,00	1.390,00	0,04%	7	8,78%	-34,38%	10	-26,90%	12	-45,78%	16	-44,17%	16	5,83%	9
1.754,90	1.640,00	0,03%	8	8,42%	-25,71%	7	-25,23%	10	-28,50%	10	-33,18%	11	5,99%	8
3.220,02	3.301,01	0,05%	4	13,44%	-17,00%	4	-10,45%	1	-11,55%	3	-9,32%	1	8,17%	2
2.500,00	2.448,00	0,01%	12	3,24%	-22,58%	5	-22,71%	8	-23,02%	7	-24,62%	6	7,36%	5
2.400,00	2.195,00	0,06%	3	13,99%	-35,03%	11	-26,85%	11	-30,58%	13	-36,51%	14	6,66%	7
4.549,00	4.220,00	0,03%	10	7,25%	-35,56%	13	-28,47%	14	-22,53%	6	-28,13%	8	4,34%	16
		0,03%		8,60%	-28,41%		-23,69%		-24,75%		-28,25%		6,54%	
		0,00%		0,82%	-48,07%		-34,48%		-45,78%		-44,17%		4,34%	
		0,09%		23,55%	-10,55%		-10,45%		-8,83%		-9,33%		11,42%	