

La performance dei fondi immobiliari in Italia

Real estate funds' performance in the Italian market

Il mercato dei fondi immobiliari italiani ha avuto negli ultimi anni fasi altalenanti con ripercussioni sia sul numero di nuovi prodotti offerti sia sulla performance ottenuta dai sottoscrittori. Diventa dunque fondamentale stabilire validi criteri di misurazione della performance, in particolare attraverso l'analisi del valore creato con l'income return e la capital growth e attraverso lo studio della performance ottenuta dal singolo quotista.

Gianluca Mattarocci

Università di Roma Tor Vergata

The market for Italian real estate funds has been characterized in recent years by fluctuations affecting both the number of new products and their performance. It is therefore important to establish criteria for measuring the funds' performances, based on the income return and capital growth and on the analysis of the performance achieved by the single investor.

1 Introduzione

Il fondo immobiliare è un veicolo di investimento collettivo del risparmio che investe almeno due terzi del patrimonio complessivo in beni immobili, diritti reali immobiliari ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori e partecipazioni in società immobiliari e quote di fondi immobiliari anche esteri. In funzione di tali caratteristiche dell'attivo, lo strumento si caratterizza per un basso livello di liquidità (se si esclude la possibilità di negoziare la quota nel secondario) e per un orizzonte temporale solitamente di medio-lungo termine (Hoesli, Morri, 2010).

Il rendimento di un fondo immobiliare può essere esaminato adottando la prospettiva del gestore, e considerando quindi il rendimento delle attività incluse nel portafoglio del fondo oppure seguendo la logica del quotista e concentrando l'attenzione sulle remunerazioni che verranno corrisposte nel tempo a titolo di rimborso o provento distribuito (Cervone, 2012). Nel primo caso gli approcci solitamente adottati nel mercato tendono a focalizzare l'attenzione sulla sola gestione immobiliare e a evidenziare le caratteristiche distin-

tive delle diverse tipologie di flussi di cassa generati distinguendo tra capital growth e income return. Nel secondo caso la logica adottata considera le remunerazioni pagate ai sottoscrittori, indipendentemente dalle fonti che sono state utilizzate per il pagamento dei dividendi e dei rimborsi ai quotisti, e calcola delle misure periodali di rendimento per il quotista.

Nei paragrafi successivi vengono considerate le due logiche di valutazione dei fondi immobiliari presentando i criteri di misurazione dell'income return e della capital growth sul singolo investimento immobiliare diretto incluso nel portafoglio di un veicolo di investimento immobiliare indiretto (primo e secondo sottoparagrafo del paragrafo 2) e considerando la logica del quotista e gli approcci di misurazione del rendimento del fondo (primo sottoparagrafo del paragrafo 3). Considerando un campione di fondi immobiliari italiani raccolto da *Scenari Immobiliari*¹, viene presentata una verifica empirica sul mercato italiano per misurare la rilevanza delle diverse tipologie di rendimento (rendimento del portafoglio e rendimento per il quotista) e verificare se esista o meno una relazione tra le singole misure e la tipologia di fondo esaminato (rispettivamente, terzo sottoparagrafo del

Keywords: fondi immobiliari, income return, capital growth, performance di mercato

Jel codes: G23, G12

¹ Scenari Immobiliari redige annualmente un rapporto sui fondi immobiliari in Italia e all'estero raccogliendo le informazioni necessarie dalle singole Sgr che decidono di aderire al progetto. Per maggiori dettagli sulla composizione del campione utilizzato si rinvia alla tabella presentata in appendice.

paragrafo 2 e secondo sottoparagrafo del paragrafo 3). Nell'ultimo paragrafo sono presentate alcune brevi conclusioni.

2 Le componenti di rendimento degli immobili in un portafoglio

Il risultato conseguito dall'investimento in immobili dipende dalla sua capacità di produrre reddito tramite la cessione in locazione e dalla variazione registrata del suo valore su un orizzonte temporale pre-definito. Le due componenti del risultato complessivo generato dall'investimento non mostrano sempre un andamento correlato e i migliori investimenti selezionati sulla base della prima componente spesso non sono i migliori dal punto di vista della seconda (e viceversa) (Duncan, 2004). In un'ottica di portafoglio l'analisi di ambedue i profili di rendimento e dei fattori esterni che possono avere effetti su l'una o l'altra fonte di reddito dell'investimento permette di valutare in modo più corretto la rischiosità complessiva dell'investimento realizzato.

Income return. L'income return di un immobile è dato dal rapporto tra la sommatoria dei flussi in entrata netti generati nell'orizzonte temporale (solitamente annuale) rispetto al valore dell'unità immobiliare all'inizio del periodo (i.a. Geltner, Miller, 2001). In formule:

$$Income Return_t = \frac{FCN_t}{V_{t-1}} \quad (1)$$

dove l'income return considera la sommatoria di tutti i flussi di cassa generati dall'investimento durante l'anno t (FCN_t) rispetto al valore dell'immobile a inizio anno V_{t-1} . L'entità dei flussi di cassa netti generati nel singolo periodo dipende dagli importi corrisposti a titolo di canone di locazione e dai costi (ordinari e straordinari) sostenuti dall'investitore durante il periodo.

Evidenze empiriche internazionali hanno dimostrato come nei principali mercati mondiali esistano differenze significative nell'income return generato dagli immobili di diversa tipologia e/o ubicati in aree geografiche diverse (Jackson, White, 2005). In una logica di portafoglio, la mancan-

za di correlazione tra l'andamento degli income return potrebbe rendere vantaggiosa una strategia di diversificazione geo-settoriale ma tali benefici potrebbero essere vanificati dai maggiori costi legati alla gestione di immobili così diversi (Capozza, Seguin, 1999).

L'entità dei flussi periodici generati dall'investimento è, inoltre, influenzata positivamente dalla dimensione dell'investimento immobiliare e tale principio è valido sia per il singolo investimento immobiliare che per un portafoglio di immobili. I maggiori flussi sono legati al conseguimento di economie di scala su alcune voci di costo legate alla gestione e, di conseguenza, alla diminuzione dell'incidenza sulla singola unità immobiliare della quota di pertinenza dei costi fissi (Hartzell et al., 1986).

La politica di finanziamento dell'investimento immobiliare non è irrilevante al fine di valutare i flussi di cassa netti generati dall'investimento perché il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale da corrispondere alla banca rappresentano una voce di uscita che si manifesterà a date prefissate e diminuirà l'importo dei flussi di cassa netti disponibili (Giannotti, Mattarocci, 2009).

A parità di altre condizioni, al diminuire del numero di locatari presenti in un immobile i ricavi netti da locazione crescono visto che la gestione dei rapporti tra il locatore e i locatari è meno complessa e costosa anche se la dipendenza economica del risultato prodotto dall'immobile nel periodo rispetto alla situazione del singolo locatario aumenta (Kurzrock et al., 2009).

Le caratteristiche dei contratti di locazione (clausole di break option, durata, ecc) possono determinare un differente grado di prevedibilità dei flussi legati ai canoni di locazione degli immobili. Se, ad esempio, i contratti sono stipulati per orizzonti temporali medio-lunghi, la variabilità del reddito prodotto dall'immobile risulta solitamente molto ridotta (McGreal et al., 2009) poiché si può assistere a variazioni soltanto in presenza di costi/spese inattese oppure al manifestarsi dell'inadempienza temporanea o permanente di uno o più locatari.

Capital growth. La capital growth (o capital appreciation) misura il guadagno o la perdita in conto capitale per l'investimento.

stutore legato alla variazione del valore dell'immobile su un orizzonte temporale predefinito. L'approccio standard di valutazione adottato prevede il calcolo dell'indicatore su un orizzonte temporale annuale sulla base della seguente formula (i.a. Geltner, Miller, 2001):

$$Capital\ Growth_{it} = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}} \quad (2)$$

dove il rendimento è calcolato come semplice rapporto tra la variazione (positiva o negativa) di valore registrata nell'anno ($V_t - V_{t-1}$) e il valore dell'immobile a inizio periodo (V_{t-1}).

In una logica di portafoglio è necessario considerare le dinamiche della capital growth di tutti gli immobili inclusi in portafoglio e identificare le caratteristiche che spiegano eventuali differenze nel suo andamento. Se nel periodo osservato sono state realizzate nuove cessioni o acquisizioni di immobili è necessario tenerle in considerazione nella valutazione del risultato complessivo della gestione di portafoglio nell'anno considerato.

Le evidenze empiriche disponibili hanno studiato la relazione tra la performance del mercato e i fattori macro-economici (ciclo economico, disoccupazione, ecc.) e hanno dimostrato come la crescita del valore delle attività immobiliari dipenda anche dalla tipologia e dalla localizzazione geografica dell'immobile e da alcune caratteristiche specifiche della singola unità immobiliare.

L'analisi della performance dei mercati immobiliari delle principali economie mondiali ha evidenziato la presenza di una forte correlazione tra l'andamento dei valori degli immobili nelle diverse aree geografiche, spesso superiore alla correlazione legata alla componente di income return (Pagliari et al. 1997). Lo studio delle singole aree all'interno di ciascun paese ha evidenziato la possibilità di ridurre la variabilità della capital growth di un portafoglio di immobili investendo in immobili posizionati in aree con caratteristiche diverse (McGreal et al., 2006).

Tra le caratteristiche specifiche del singolo immobile che possono determinare una variazione della capital growth, non esistono evidenze univoche sulla relazione tra tipologia di immobile e capital growth; l'unico aspetto generalizzabile

è legato alla dimensione della singola attività reale nel portafoglio di investimento. Al crescere del peso di un immobile aumenta la concentrazione del portafoglio e solitamente il trade-off tra valore atteso e variabilità della capital growth tende a peggiorare (Ziering, McIntosh, 1999).

Le evidenze sul mercato italiano. L'analisi della performance ottenuta dagli immobili in cui hanno investito i fondi immobiliari italiani può essere realizzata considerando i dati pubblicati nei loro rendiconti annuali e raccogliendo da essi le informazioni necessarie per la costruzione dei due indici precedentemente proposti. La tavola 1 presenta alcune statistiche descrittive sul mercato dei fondi immobiliari italiani.

Il rendimento derivante dalla locazione (income return) degli immobili gestiti dai fondi immobiliari è in media pari a poco meno del 6% su un orizzonte temporale annuale anche se tale risultato è fortemente variabile nel tempo (range di variazione pari a poco meno di 8 punti percentuali). Se si esclude il biennio 2003-2004, per ciascun anno il confronto tra vari fondi attivi nel mercato evidenzia una variabilità dei risultati piuttosto ridotta e tale variabilità è diminuita nel tempo fino ad assestarsi a valori prossimi all'1%. I disallineamenti tra il valore medio e il valore mediano sono piuttosto contenuti (in media di poco superiori allo 0,3%) e la diffe-

Tavola 1

Statistiche descrittive su income return e capital growth per i fondi immobiliari italiani

Periodo osservato	N. fondi	Income return			Capital growth		
		Media	Mediana	Dev. St.	Media	Mediana	Dev. St.
2001-2002	12	10,70%	10,70%	0,00%	10,26%	10,26%	3,92%
2002-2003	15	10,27%	10,27%	0,35%	17,81%	17,81%	4,79%
2003-2004	18	3,18%	7,93%	9,68%	33,78%	22,30%	91,42%
2004-2005	26	9,60%	7,97%	3,29%	11,52%	7,34%	11,03%
2005-2006	35	8,43%	9,08%	1,69%	6,85%	2,02%	13,38%
2006-2007	40	6,44%	6,40%	2,03%	5,63%	1,76%	23,07%
2007-2008	45	3,95%	3,75%	0,77%	-0,46%	1,43%	39,50%
2008-2009	47	3,44%	3,28%	0,95%	7,19%	3,61%	18,37%
2009-2010	48	3,73%	3,65%	0,67%	1,62%	0,86%	52,56%
2010-2011	48	3,71%	3,66%	0,85%	-2,82%	-3,48%	37,33%

FONTE: ELABORAZIONE SU DATI SCENARI IMMOBILIARI

renza registrata è spesso positiva a testimonianza della maggiore presenza di rendimenti anomali negativi rispetto a quelli positivi.

L'analisi della variazione del valore degli immobili (capital growth) evidenzia un incremento annuale del valore del portafoglio di circa il 7% con una variabilità del risultato nell'orizzonte temporale considerata molto superiore rispetto alla variabilità legata all'income return (range di variazione pari a circa il 38%). In ciascun anno, la capital growth dei portafogli gestiti risulta molto eterogenea e negli ultimi anni, a causa della grave crisi che ha colpito il settore immobiliare italiano, si registrano frequentemente perdite derivanti dal deprezzamento degli immobili detenuti in portafoglio. I disallineamenti tra il valore medio e il valore mediano sono abbastanza rilevanti (in media di poco superiori al 2%) e la differenza registrata è spesso negativa a testimonianza della maggiore presenza di rendimenti anomali positivi rispetto a quelli negativi.

I risultati ottenuti risultano fortemente eterogenei e dimostrano il ruolo rilevante delle componenti specifiche degli immobili sulle performance del fondo considerato. Il ruolo di tali caratteristiche risulta già evidente da una semplice analisi dell'andamento dei fondi riclassificati in macro-categorie sulla base della modalità di costituzione del patrimonio, del meccanismo di remunerazione dei sottoscrittori e della tipologia di investitori serviti. La tavola 2 sintetizza tali risultati medi ottenuti dalle diverse categorie di fondi.

L'analisi del reddito generato periodicamente dagli immobili detenuti in portafoglio evidenzia mediamente una maggiore redditività da locazione per i fondi ad apporto rispetto ai fondi ordinari. Tale risultato è coerente con le caratteristiche del portafoglio apportato che spesso si compone di immobili già locati a controparti di elevata qualità che

Tavola 2

Income return e capital growth nel periodo 2001-2011 classificati per tipologia di fondo (valore medio e deviazione standard)

	Costituzione patrimonio		Tipologia sottoscrittori		Politiche di Remunerazione		
	Apporto	Ordinario	Retail	Riservato	Distribuzione	Accumulazione	Misto
Income return							
2001-2002	10,13%	4,74%	5,28%	n.d.	1,03%	9,68%	9,31%
2002-2003	6,72%	9,23%	8,23%	14,00%	9,23%	7,65%	10,51%
2003-2004	8,77%	7,02%	7,47%	5,50%	5,12%	9,75%	9,00%
2004-2005	5,36%	6,70%	6,33%	6,16%	5,29%	6,79%	8,81%
2005-2006	4,38%	2,94%	3,12%	4,36%	3,84%	2,02%	4,42%
2006-2007	4,50%	2,37%	3,11%	3,48%	3,74%	0,51%	3,97%
2007-2008	4,65%	2,92%	3,23%	4,40%	4,00%	2,57%	3,05%
2008-2009	4,54%	3,01%	3,27%	4,25%	3,85%	2,79%	3,32%
2009-2010	4,20%	2,66%	3,02%	3,76%	3,86%	2,12%	2,21%
2010-2011	4,13%	2,61%	3,07%	3,66%	3,92%	1,57%	2,04%
<i>M</i> 2001-2011	5,74%	4,42%	4,61%	5,51%	4,39%	4,54%	5,66%
<i>σ</i> 2001-2011	0,02	0,02	0,02	0,03	0,02	0,04	0,03
Capital growth							
2001-2002	19,98%	38,69%	36,82%	n.d.	36,23%	57,22%	7,70%
2002-2003	10,38%	15,54%	21,15%	-20,72%	15,10%	12,05%	19,48%
2003-2004	2,40%	-10,56%	6,36%	-85,20%	-23,19%	2,73%	7,83%
2004-2005	0,57%	18,31%	8,88%	23,65%	3,70%	22,03%	21,87%
2005-2006	-9,56%	14,96%	9,31%	-2,84%	-2,59%	10,69%	27,62%
2006-2007	4,04%	26,44%	14,56%	23,86%	14,47%	15,80%	30,71%
2007-2008	-2,96%	4,55%	0,64%	4,23%	7,11%	-15,60%	0,31%
2008-2009	-5,04%	1,11%	-2,84%	2,26%	-0,30%	-4,51%	-2,68%
2009-2010	-2,50%	-2,67%	-4,09%	-0,04%	-0,40%	-5,39%	-9,29%
2010-2011	28,74%	-0,38%	-2,11%	35,48%	-1,52%	82,45%	-1,08%
<i>M</i> 2001-2011	1,29%	4,81%	4,19%	-8,30%	1,20%	5,52%	3,61%
<i>σ</i> 2001-2011	0,09	0,11	0,10	0,31	0,15	0,13	0,09

Fonte: ELABORAZIONE SU DATI SCENARI IMMOBILIARI

l'apportante conferisce al fondo ad esempio per gestire eventuali problemi di liquidità (Cacciamani, Ielasi, 2012) o per razionalizzare la sua attività concentrando le risorse disponibili solo sul suo core business (Cesarini, 2003). I flussi di cassa legati ai canoni di locazione corrisposti sono, quindi, abbastanza elevati e poco variabili nell'orizzonte temporale considerato.

I fondi destinati a investitori specializzati sono caratterizzati da un maggiore livello di rischio che gli investitori si aspettano sia remunerato con un maggiore rendimento atteso. L'analisi della redditività di locazione evidenzia che in media i portafogli indirizzati agli investitori istituzionali offrono un income return superiore, rispetto ai fondi retail, di quasi un punto percentuale.

Nel caso dei fondi a distribuzione dei proventi il gestore dovrebbe preferire investimenti che permettano di creare un importo di flussi di cassa periodale più stabile nel tempo. L'analisi dei dati relativi al mercato italiano evidenzia come i gestori che adottano una politica di retribuzione periodica dei quotisti scelgano solitamente investimenti poco rischiosi con una redditività da locazione non troppo elevata, mentre la ricerca del massimo income return sia solitamente un obiettivo perseguito dai fondi che adottano soluzioni miste per la remunerazione dei quotisti.

Dal punto di vista della crescita di valore del portafoglio gestito, i fondi ad apporto ottengono in conferimento investimenti caratterizzati da ampie potenzialità di apprezzamento nel tempo e il guadagno ottenuto è mediamente più che doppio rispetto a quello che riescono a ottenere i fondi ordinari.

I portafogli offerti a investitori istituzionali rispetto a quelli retail si caratterizzano per una minore capacità di incrementare il valore delle attività gestite e mediamente la crescita di valore annuale nel periodo esaminato risulta negativa (-2,75%). Tale risultato può essere considerato una conseguenza della natura dei fondi istituzionali che includono la totalità dei fondi a sviluppo scambiati in Italia e, di conseguenza, durante fasi di crisi di mercato per tali fondi può risultare ottenere le performance attese dall'investimento.

Coerentemente con le attese, i fondi che non corrispondono periodicamente proventi ai propri sottoscrittori sono quelli che riescono a ottenere un buon rendimento per i quotisti soprattutto attraverso la crescita di valore dell'attivo gestito. Nel caso dei fondi che adottano soluzioni miste di remunerazione dei sottoscrittori la capital growth è più del doppio rispetto ai fondi a distribuzione mentre nel caso dei fondi ad accumulazione pura la crescita di valore è mediamente superiore di oltre quattro volte rispetto ai fondi a distribuzione.

3 Le misure della performance dei fondi basate sui dati di mercato

Nell'investimento immobiliare indiretto, il risultato conseguito dall'investitore dipende dall'effetto delle politiche di investimento e di gestione sul valore delle quote detenute dall'investitore e dalle eventuali remunerazioni periodiche corrisposte dai fondi.

La misurazione della performance di mercato deve essere basata non soltanto sul valore delle attività sottostanti in cui investe il fondo quanto sulle politiche di remunerazione che esso intende adottare durante la sua vita e, quindi, occorre considerare nell'ottica del quotista i risultati che possono essere ottenuti dall'investimento nel fondo.

La costruzione delle misure di rendimento. La valutazione del rendimento di mercato di un veicolo di investimento viene realizzata considerando la variazione di prezzo della quota e i flussi in entrata per il sottoscrittore nell'orizzonte temporale considerato. Coerentemente con gli altri fondi di investimento chiusi, i flussi per il sottoscrittore derivanti dalla detenzione di una quota di fondo sono identificabili nei flussi di dividendi pagati periodicamente e nei flussi derivanti dalla politica di rimborso del capitale (Asso-gestioni, 1999).

Il rendimento di un fondo calcolato sull'orizzonte temporale annuale è dato da:

$$R_{it} = \frac{V_{it} - V_{it-1} + Rem_{it}}{V_{it-1}} \quad (3)$$

dove V_{it} è il valore della quota i all'anno t , Rem_{it} è l'importo delle remunerazioni periodiche pagate dal fondo i nell'orizzonte temporale annuale al singolo sottoscrittore.

Il valore della singola quota viene definito come rapporto tra il valore di mercato delle attività del fondo ai prezzi di mercato al netto delle passività rispetto al numero di quote in circolazione (Grande, 2005). Nel caso in cui il fondo sia quotato sul mercato il valore di mercato delle quote normalmente non corrisponde al valore contabile dell'attivo al netto dell'indebitamento assunto (Nav), dal momento che normalmente il fondo è quotato a sconto (i.a. Giannotti, 2010). Evidenze em-

piriche sul mercato italiano hanno mostrato come tale anomalia del mercato sia legata alla durata media-lunga dell'investimento, alla scarsa liquidità dello strumento e al rischio di stime troppo ottimistiche del valore degli immobili da parte degli esperti indipendenti (Cacciamani, Ielasi, 2006).

La principale componente della remunerazione corrisposta durante la vita dell'investimento per tutti i fondi a distribuzione dei proventi è rappresentata dall'importo dei dividendi pagati nei singoli anni definito in funzione del risultato prodotto nel periodo (Giannotti, Mattarocci, 2009). La frequenza di pagamento all'interno dell'anno viene definita dal regolamento del fondo e i fondi italiani di solito prevedono un pagamento con frequenza annuale, semestrale o addirittura trimestrale (Assogestioni, semestri vari). Nella formula precedentemente presentata il dividendo deve essere considerato pro quota e deve essere sommato al numeratore nel periodo in cui si manifesta il flusso.

Il fondo può stabilire nel regolamento di procedere durante la sua vita a realizzare rimborsi parziali del capitale versato dai sottoscrittori anche modificando la sua struttura finanziaria e aumentando (entro i limiti stabiliti dalla legge) il livello di utilizzo della leva finanziaria (Giannotti, 2005). Il pagamento dei rimborsi pro quota ai sottoscrittori può essere pianificato oppure rappresentare una conseguenza delle condizioni di mercato che deve affrontare la Sgr che non le permettono di identificare investimenti che creino valore per i quotisti. Indipendentemente dalle motivazioni sottostanti al rimborso, il flusso legato al rimborso rappresenta un'entrata da considerare al numeratore della formula utilizzata per calcolare il rendimento periodale del fondo.

Le evidenze sul mercato italiano. La misurazione della performance per il sottoscrittore può essere realizzata considerando sia i fondi quotati nei mercati regolamentati che i fondi non quotati e utilizzando come parametro di riferimento per ambedue il valore della quota pubblicato sul rendiconto annuale del fondo.

Tale analisi permette di valutare il rendimento complessivo del settore e la coerenza rispetto al rendimento atteso dagli investitori sulla base del rendimento dichiarato dal gestore.

Considerando anno per anno i fondi censiti da *Scenari Immobiliari* sono state costruite delle statistiche descrittive sulla performance dei fondi italiani sull'orizzonte temporale 2001-2011 (tavola 3).

I fondi immobiliari italiani hanno attraversato negli anni fasi di mercato altalenante che hanno determinato una forte variabilità di risultati nell'ultimo decennio dei risultati conseguiti. Indipendentemente dalla fase di mercato considerata, il migliore fondo disponibile sul mercato ha sempre ottenuto rendimenti positivi e soltanto in uno dei bienni considerati (2009-2010) il valore medio e il valore mediano della performance conseguita sono stati negativi. Il confronto tra il valore medio e il valore mediano supporta la tesi già dimostrata in letteratura che il rendimento di strumenti di investimento immobiliare indiretto non può essere approssimato con una distribuzione normale (i.a. Ward, French, 1997) visto che il differenziale tra il valore medio e il valore mediano risulta in alcuni anni anche superiore a un punto percentuale.

Tavola 3

Le performance per i quotisti nel periodo 2001-2011

	N. fondi	Rendimento conseguito				Spread rispetto a rendimento dichiarato*	
		Media	Mediana	Massimo	Minimo	Media	% sotto-performanti
2001-2002	12	6,16%	6,16%	7,55%	4,78%	1,41%	50,00%
2002-2003	15	7,42%	6,41%	12,68%	2,73%	1,77%	33,33%
2003-2004	18	6,11%	5,68%	14,13%	-0,12%	-0,31%	57,14%
2004-2005	26	0,90%	4,90%	42,54%	-0,94%	-0,41%	60,00%
2005-2006	35	10,88%	6,11%	29,75%	-14,98%	7,96%	35,71%
2006-2007	40	7,22%	6,00%	16,95%	0,27%	0,95%	64,71%
2007-2008	45	8,06%	7,15%	23,68%	-3,82%	0,48%	42,86%
2008-2009	47	1,74%	1,17%	16,84%	-15,34%	-4,75%	86,96%
2009-2010	48	-1,08%	-0,99%	21,03%	-14,61%	-7,80%	100,00%
2010-2011	48	2,38%	3,28%	12,76%	-9,07%	-3,89%	80,77%

FONTE: ELABORAZIONE SU DATI SCENARI IMMOBILIARI

* Nell'analisi dello spread rispetto al rendimento dichiarato sono stati considerati soltanto i fondi per i quali il gestore dichiara esplicitamente un rendimento obiettivo.

Il risultato massimo conseguito nel periodo è cresciuto con il passare del tempo e si è assestato su valori superiori al 10% con quattro bienni in cui si è registrato per alcuni fondi un rendimento anche superiore al 20%. Relativamente ai peggiori investimenti di ciascun biennio, in sette dei periodi considerati la performance è risultata negativa a causa di una forte diminuzione del valore delle quote. Il differenziale tra le performance dei fondi migliori e di quelli peggiori è cresciuto nel tempo passando da un valore prossimo al 3% (biennio 2001-2002) a valori superiori al 30% nei periodi di crisi più acuta del mercato (bienni 2009-2010 e 2010-2011).

L'analisi delle differenze del rendimento conseguito dai fondi rispetto al rendimento obiettivo dichiarato al momento del collocamento evidenzia una buona capacità del mercato di conseguire gli obiettivi dichiarati fino al 2007 ma al manifestarsi della crisi finanziaria molti dei fondi nel campione non sono stati più in grado di perseguire tali risultati minimi. Lo spread medio fino al 2007 era infatti pari a oltre l'1,6% mentre nel triennio 2008-2011 esso è risultato pari a oltre il -5% e la percentuale dei fondi che non sono stati in grado di raggiungere gli obiettivi dichiarati è quasi raddoppiata passando dal 49 all'89%.

L'analisi della performance conseguita dai quotisti dei fondi può essere ulteriormente approfondita considerando la relazione esistente tra tipologia di fondo e rendimento conseguito (tavola 4).

Il rendimento conseguito dai quotisti di un fondo ad apporto, coerentemente con quanto evidenziato dall'analisi dell'income return e della capital growth, è superiore rispetto a quello conseguito dai fondi ordinari. Nell'orizzonte temporale considerato, la differenza di rendimento media è pari a circa il 5% e tale differenza è cresciuta nel tempo passando da valori pari all'1% nel biennio 2001-2002 fino a un differenziale pari a circa il 5% nel biennio 2010-2011.

Il confronto tra fondi retail e riservati evidenzia come il

Tavola 4

Le performance media per i quotisti nel periodo 2001-2011 classificate per tipologia di fondo

	Conferimento immobiliare		Tipologia sottoscrittori		Politiche di Remunerazione		
	Apporto	Ordinario	Retail	Riservato	Distribuzione	Accumulazione	Misto
2001-2002	7,43%	6,16%	6,16%	n.d.	6,19%	4,78%	7,55%
2002-2003	8,55%	7,28%	7,42%	13,69%	7,32%	5,90%	9,21%
2003-2004	6,34%	6,09%	5,15%	11,41%	5,70%	6,26%	6,73%
2004-2005	5,74%	0,30%	6,56%	-27,40%	-4,29%	11,86%	2,92%
2005-2006	23,97%	5,16%	5,60%	29,89%	15,58%	2,09%	8,80%
2006-2007	7,82%	6,97%	7,00%	8,00%	7,81%	8,73%	3,40%
2007-2008	12,31%	5,35%	6,83%	10,84%	8,70%	7,87%	5,67%
2008-2009	5,03%	-0,26%	0,92%	3,69%	2,59%	-0,61%	1,07%
2009-2010	2,03%	-3,37%	-2,57%	1,42%	-0,82%	-0,11%	-3,46%
2010-2011	5,07%	0,39%	1,41%	4,00%	3,59%	-0,28%	0,66%
<i>M</i>	8,43%	3,41%	4,45%	6,10%	5,24%	4,65%	4,26%
<i>σ</i>	0,06	0,04	0,03	0,15	0,05	0,04	0,04

Fonte: ELABORAZIONE SU DATI SCENARI IMMOBILIARI

maggior rischio assunto da quest'ultimi si rifletta in un maggior rendimento della strategia di investimento che mediamente offre un rendimento di quasi due punti percentuali superiore. A fronte di tale beneficio di extra-rendimento, la variabilità del rendimento annuale è molto più rilevante (circa sei volte rispetto ai fondi retail) e anche se lo spread tra i rendimenti conseguiti dalle due tipologie di fondi si è ridotto nel periodo considerato.

I fondi a distribuzione dei proventi rappresentano la soluzione che offre nel periodo considerato il rendimento in media superiore, seguiti dai fondi di accumulazione e infine da quelli misti anche se il differenziale tra le diverse tipologie di fondi è inferiore a un punto percentuale. Il confronto delle performance conseguite nei diversi anni evidenzia però andamenti altalenanti e non sempre i fondi a distribuzione rappresentano lo strumento che offre un rendimento più elevato per i quotisti.

Lo studio delle performance conseguite dalle varie tipologie di fondi può essere ulteriormente approfondita considerando lo spread rilevato rispetto al rendimento dichiarato (tavola 5).

Tavola 5

Lo spread rispetto al rendimento dichiarato per i quotisti nel periodo 2001-2011 classificato per tipologia di fondo

	Conferimento immobili		Tipologia sottoscrittori		Politiche di Remunerazione		
	Apporto	Ordinario	Retail	Riservato	Distribuzione	Accumulazione	Misto
2001-2002	2,35%	1,41%	1,41%	n.d.	-1,38%	-0,22%	3,05%
2002-2003	2,55%	1,61%	1,77%	n.d.	0,26%	1,41%	8,18%
2003-2004	0,34%	-0,42%	-0,31%	n.d.	-2,24%	-0,05%	3,42%
2004-2005	-0,01%	-0,51%	-0,41%	n.d.	-0,60%	5,65%	-2,06%
2005-2006	20,35%	1,08%	1,71%	45,48%	11,06%	-1,98%	5,29%
2006-2007	0,34%	1,21%	1,92%	-3,54%	1,78%	-1,49%	-0,72%
2007-2008	4,36%	-1,46%	0,46%	0,56%	0,66%	-1,83%	0,98%
2008-2009	-2,81%	-5,79%	-4,83%	-4,47%	-4,84%	-5,68%	-3,70%
2009-2010	-6,49%	-8,55%	-8,00%	-7,30%	-7,69%	-9,80%	-6,84%
2010-2011	-2,38%	-4,69%	-3,37%	-5,06%	-3,38%	-6,89%	-3,18%
<i>M</i>	1,86%	-1,61%	-0,96%	4,28%	-0,64%	-2,09%	0,44%
<i>σ</i>	0,07	0,04	0,03	0,20	0,05	0,04	0,05

FONTE: ELABORAZIONE SU DATI SCENARI IMMOBILIARI

Nell'analisi dello spread rispetto al rendimento dichiarato sono stati considerati soltanto i fondi per i quali il gestore dichiara esplicitamente un rendimento obiettivo

I fondi ad apporto rispetto a quelli ordinari rappresentano gli strumenti di investimento che hanno permesso di ottenere in media sempre risultati positivi rispetto al benchmark dichiarato anche se durante la crisi ambedue le tipologie di fondi hanno sofferto in modo significativo della congiuntura negativa del mercato immobiliare.

I fondi riservati hanno dimostrato (soprattutto prima del manifestarsi della crisi finanziaria) una maggiore capacità di battere il benchmark di rendimento dichiarato anche se la variabilità del risultato conseguito è risultata molto più elevata rispetto ai fondi retail.

L'analisi delle politiche di remunerazione evidenzia come i fondi che hanno adottato un modello di distribuzione misto abbiano offerto con maggiore frequenza la possibilità di ottenere risultati pari al benchmark dichiarato mentre i fondi ad accumulazione sono i veicoli di investimento che più frequentemente hanno avuto problemi con i rendimenti dichiarati.

4 Conclusioni

La misurazione della performance di un qualsiasi strumento finanziario può essere realizzata con metodologie che dipendono dagli obiettivi perseguiti dall'indagine e dal soggetto che effettua la valutazione dell'investimento.

Nel caso dei fondi immobiliari gli approcci alternativi che si possono seguire sono l'analisi del valore creato del portafoglio gestito attraverso l'income return e la capital growth oppure lo studio della performance ottenuta dal singolo quotista.

Lo studio delle forme di reddito corrisposto dagli immobili in portafoglio evidenzia una maggiore variabilità del rendimento derivante dalla capital growth rispetto all'income return ed esistono forti differenze nei risultati conseguiti per ambedue le componenti di reddito in funzione

delle caratteristiche del fondo.

L'analisi del rendimento per il quotista evidenzia una forte variabilità nel tempo e una performance particolarmente negativa durante il periodo della crisi finanziaria. I risultati conseguiti, confrontati con il rendimento obiettivo dichiarato, hanno inoltre dimostrato in molti casi l'incapacità dei fondi di ottenere gli obiettivi di rendimento dichiarati.

L'analisi del rendimento del portafoglio gestito e del rendimento per il quotista dovrebbe portare a identificare sempre gli stessi fondi perché i migliori investimenti nel portafoglio dovrebbero determinare un maggiore apprezzamento della quota del fondo. L'analisi del valore delle singole quote ha evidenziato risultati solo in parte coerenti con le performance conseguite dai singoli immobili in portafoglio dimostrando come il valore delle singole quote non rispecchi sempre l'andamento delle diverse componenti di reddito per il portafoglio di immobili gestito.

Appendice

Tavola A

I Fondi censiti da Scenari Immobiliari classificati per data anno di costituzione

Fondo	Anno di avvio	Fondo	Anno di avvio
Securfondo	1999	Caravaggio	2004
Unicredito Immobiliare Uno	1999	Antares	2005
Valore Immobiliare Globale	1999	Atlantic 2 - Berenice	2005
BNL Portfolio immobiliare	2000	Immobiliare Dinamico	2005
Polis	2000	Nicher Real Estate	2005
Piramide Globale	2000	Obelisco	2005
Amundi RE Europa	2001	Patrimonio Uno	2005
Amundi RE Italia	2001	Spazio Industriale	2005
Fondo Alpha	2001	Dolomit	2005
Michelangelo	2001	Teodora	2005
BNL Portfolio immobiliare crescita	2001	Armillia	2006
Sviluppo Immobiliare	2001	Atlantic 1	2006
Immobiliarium 2001	2002	Delta Immobiliare	2006
Investietico	2002	Mediolanum Real Estate	2006
Investire residenziale 1	2002	Baglioni	2006
Estense - Grande Distribuzione	2003	Clesio	2007
Invest Real Estate Security	2003	Fedora	2007
Investire residenziale 2	2003	Fondo Immobiliare Pubblico Regione Siciliana	2007
Clarice - Fondo Light Industrial	2004	Pegaso Real Estate	2007
FIP - Fondo Immobili Pubblici	2004	Socrate	2007
Fondo Beta	2004	Cosimo I	2008
Olinda - Fondo Shops	2004	Fondo Immobiliare Enti Previdenza dei Professionisti	2008
Pirelli RE Office fund CLOE	2004	Athens RE fund	2009
TECLA fondo uffici	2004	Moro Real Estate	2011
Tikal RE fund	2004		

FONTE: ELABORAZIONE SU DATI SCENARI IMMOBILIARI

BIBLIOGRAFIA

- Assogestioni** (1999), *Misurazione dei rendimenti: una rassegna delle tecniche più diffuse*, disponibile su www.assogestioni.it (consultato il 30/09/2012).
- (semestri vari), *Fondi immobiliari italiani*, disponibile su www.assogestioni.it (consultato il 30/09/2012).
- Cacciamani C., Ielasi F.** (2006), «I fondi immobiliari retail quotati: andamento e prospettive», in C. Giannotti (a cura di), *La gestione del fondo immobiliare. Rischio, diversificazione e pianificazione*, Egea, Milano.
- (2012), «I fondi immobiliari ad apporto specializzati: caratteristiche, opportunità e vincoli», in C. Cacciamani (a cura di), *I fondi immobiliari ad apporto specializzati*, Egea, Milano.
- Capozza D.R., Seguin P.J.** (1999), «Focus, Transparency and Value: the REIT Evidence», in *Real Estate Economics*, vol. 27, pp. 587-619.
- Cervone S.** (2012), «Performance dell'immobiliare e dei fondi immobiliari» in C. Cacciamani (a cura di), *Fondi immobiliari ad apporto specializzato*, Egea, Milano.
- Cesarini F.** (2003), «La valorizzazione degli attivi immobiliari e la redditività della banca», in F. Cesarini (a cura di), *Banca e finanza immobiliare*, Bancaria Editrice, Roma.
- Duncan B.** (2004), «Annual and 18 Month History of Retail Property Performance», in *Journal of Retail & Leisure Property*, vol. 4, pp. 63-74.
- Geltner D., Miller N.G.** (2001), *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, South-Western Publishing, Mason.
- Giannotti C.** (2005), «La leva finanziaria nei fondi immobiliari ad apporto privato: vincoli, opportunità e rischi», in *Bancaria*, vol. 61, pp. 82-96.
- (2010), «Il risk management nelle Sgr immobiliari tra regole, stato dell'arte e sfide aperte», in *Economia e Diritto del Terziario*, vol. 3, pp. 537-547.
- Giannotti C., Mattarocci G.** (2009), «How to Evaluate Risk for Italian Real Estate Funds», in *Journal of European Real Estate Research*, vol. 2, pp. 132-150.
- Grande G.** (2005), *I fondi immobiliari italiani: una prima valutazione del loro rendimento di borsa*, mimeo.
- Hartzell D., Heckman J., Miles M.** (1986), «Diversification categories in investment real estate», in *Areuea Journal*, vol. 14, pp. 230-254.
- Hoesli M., Morri G.** (2010), *Investimento immobiliare. Mercato, valutazione, rischio e portafoglio*, Hoepli, Milano.
- Jackson C., White M.** (2005), «Challenging Traditional Real Estate Market Classifications For Investment Diversification», in *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol. 11, pp. 307-321.
- Kurzrock B.M., Rottke N.B., Schiereck D.** (2009), «Factors that Influence the Performance of Office Properties», in *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol. 15, pp. 59-73.
- McGreal S., Adair A., Berry J.N., Webb J.R.** (2006), «Institutional Real Estate Portfolio Diversification in Ireland and the UK», in *Journal of Property Investment and Finance*, vol. 24, pp. 136-149.
- McGreal S., Adair A., Webb J.R.** (2009), «Optimal Diversification in US/UK Private Real Estate Only Portfolios: The Good, the Bad, and the Uncertain», in *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol. 15, pp. 87-93.
- Pagliari J., Webb J.R., Canter T.A., Lieblich F.** (1997), «A Fundamental Comparison of International Real Estate Returns», in *Journal of Real Estate Research*, vol. 13, pp. 317-348.
- Ward C., French N.** (1997), «The Valuation of Upwards-only Rent Reviews: an Option Pricing Model», in *Journal of Property Valuation and Finance*, vol. 15, n. 2, pp. 171-182.
- Ziering B., McIntosh W.** (1999), «Property Size and Risk: Why Bigger is not Always Better», in *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol. 5, pp. 105-112.