



saggi

siamo in: [Homepage](#) / [archivio](#)

working paper

autori

archivio

N° 1 2008

di Lorenzo Caselli



L'azionariato dei lavoratori e il futuro del sindacato

recensioni

segnalazioni

eventi

link

saggi

⇒ Giuseppe Bertoli

Globalizzazione dei mercati e sviluppo dell'economia cinese

⇒ Barbara Alemanni

Finanza comportamentale: presupposti teorici e approcci in letteratura

⇒ Valentino Gandolfi

L'impatto competitivo delle tecnologie wireless nei processi aziendali

⇒ Liana Fadda

Vari aspetti dell'outsourcing logistico in ambito supply chain

working paper

⇒ Pier Maria Ferrando

L'evoluzione del business model dei Logistics Service Provider e la riorganizzazione delle supply chain. Un framework teorico

⇒ Sonia Ruggiero

Caratteri e tendenze evolutive del business model dei Logistics Service Provider

⇒ Claude Origet du Cluzeau

L'attractivite touristique des grandes metropoles europeennes

⇒ Agostino Massa

Youths and Atypical Work in Italy: The Uneven Path to Occupational Stability

⇒ Annalisa Ferrari

Il puzzle dei fondi immobiliari quotati italiani: evidenze dalle prime OPA sul segmento MTF di Borsa Italiana



scarica il plug-in gratuito Acrobat Reader

[< indietro](#)



Il puzzle dei fondi immobiliari quotati italiani: evidenze dalle prime OPA sul segmento MTF di Borsa Italiana¹

Annalisa Ferrari²

Sommario: 1. Introduzione – 2. Review della letteratura – 3. Metodologia – 4. Campione – 5. Le prime evidenze empiriche – 6. Discussione – 7. Conclusioni – Bibliografia

Abstract

The observation of the Italian Funds Market shows that the real estate closed-end funds trade at an average discount on the Net Asset Value (NAV). This paper enters the wide international debate about closed-end fund puzzle. As regards to the Italian market, anecdotal and empirical surveys stress that the main reasons of this phenomenon are referred to the structural characteristics of the market (the scarce outstanding shares of the Italian real estate funds market, the poor liquidity of the secondary market, the low interest in dealing shown by institutional investors, etc), to the peculiarities of real estate funds (the holding discount, the low disclosure on corporate governance of management companies, etc) and to the features of the underlying real estate assets (the fairness of the independent expert evaluations, the real estate systematic risk, etc). This paper argues these assumptions in the light of the recent takeover bids on the Italian real estate funds market: the one on Tecla Fund and Berenice Fund managed by Pirelli RE SGR and the one on Beta Fund managed by Fimit SGR. Working out an empirical research on a database of the whole segment of the Italian real estate funds, this paper observes the discount tendency during the takeover bid periods and puts in evidence some specific signals shown by the market.

¹L'articolo è stato sottoposto a referaggio da parte del Comitato Scientifico della rivista Impresa Progetto.

²Fatta salva la propria totale responsabilità per quanto espresso, l'Autore desidera ringraziare Marco Di Antonio per i preziosi consigli in fase di stesura del lavoro.

1. Introduzione

Il comparto della finanza immobiliare evidenzia ormai da alcuni anni una notevole dinamicità grazie, tra l'altro, alla peculiarità dello stesso di offrire sul mercato forme di allocazione del risparmio capaci di soddisfare la funzione-obiettivo degli investitori sia *retail* sia istituzionali. In particolare, in Italia, i fondi immobiliari quotati rappresentano una delle componenti più recenti e innovative del processo di finanziarizzazione del settore immobiliare: tali strumenti sono rappresentati da fondi chiusi o semichiusi il cui patrimonio, gestito da una Società di gestione del Risparmio, è investito tipicamente per almeno 2/3 in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari³.

La letteratura in argomento (Merola, 2005, Cacciamani, 2006) evidenzia, però, che l'osservazione del mercato mostra la presenza di un generico elevato sconto dei prezzi di Borsa rispetto al valore patrimoniale netto (*Net Asset Value - NAV*) del fondo in tutte le diverse tipologie di prodotti quotati.

L'attenzione del mondo scientifico e di quello degli operatori è, quindi, volta a comprendere perché di fronte ad una crescita stabile e forte del settore immobiliare, sul mercato esista una sistematica sottovalutazione (o sconto) del valore di mercato delle quote dei fondi immobiliari. In particolare, con riferimento al comparto dei fondi chiusi immobiliari quotati di diritto italiano, finora, sia la letteratura sia gli esperti del settore hanno induttivamente individuato alla base di tale fenomeno le seguenti possibili motivazioni:

- lo scarso flottante che caratterizza il segmento immobiliare del Mercato Telematico dei Fondi (MTF);
- il ruolo degli esperti indipendenti⁴ e l'efficacia delle valutazioni degli stessi (sulla cui congruità pesano i dubbi di parte degli investitori);
- l'*holding discount*, ovvero il fenomeno per il quale il prezzo di borsa delle quote dei fondi chiusi risente della percezione dell'investitore in relazione alle reali possibilità di liquidare la quota e rientrare dall'investimento in tempi brevi e senza perdite;

³Questo in linea generale, infatti, tale limite può essere ridotto al 51% nel caso il patrimonio sia investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione di beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca.

⁴La normativa in materia stabilisce che le SGR comunichino al mercato, con cadenza semestrale, la valutazione del valore contabile netto della quota del fondo chiuso immobiliare quotato. Tale valutazione viene effettuata da uno specifico soggetto, incaricato dalla SGR stessa, denominato appunto esperto indipendente che deve, sempre ai sensi della vigente normativa, possedere specifiche caratteristiche di professionalità e onorabilità. Tema estremamente dibattuto sono proprio i criteri utilizzati dagli esperti indipendenti al fine di determinare il valore contabile netto della quota: a causa delle caratteristiche di unicità dei beni immobili ad oggi non sono state identificate metodologie di valutazione universalmente condivise ed utilizzate ma solo principi generali cui i soggetti incaricati delle valutazioni devono attenersi. Ciò evidentemente acuisce la componente soggettiva delle valutazioni espresse e comunicate al mercato.

- il rischio generico di un'inversione di tendenza del mercato immobiliare (sottostante), e quindi dei valori stimati per il NAV;
- la scarsa trasparenza e/o chiarezza delle politiche di gestione della SGR.

Tali motivazioni, pur avendo un chiaro e forte fondamento logico, non sono supportate ad oggi da verifiche empiriche che ne esplicitino il ruolo nella spiegazione della quotazione a sconto sulla quale quindi il dibattito scientifico resta aperto. In tale contesto, un importante spunto di riflessione e analisi è offerto dagli eventi rappresentati dalle prime due offerte pubbliche di acquisto (OPA), volontarie e totalitarie, ex art. 102 TUF, in ambito immobiliare fatte registrare dal mercato italiano. La prima OPA è stata condotta sui fondi Tecla e Berenice, gestiti da Pirelli RE SGR, da parte della società Gamma RE BV detenuta da Pirelli RE e Morgan Stanley (vedi Tabella 1).

Tabella 1: OPA sui fondi immobiliari chiusi Tecla e Berenice – Pirelli RE SGR - Cronologia

Data	Evento
22/05/2007	annuncio OPA dell'offerente Gamma RE BV sui fondi Tecla e Berenice
09/06/2007	pubblicazione offerta dell'offerente Gamma RE BV sui fondi Tecla e Berenice con corrispettivo rispettivamente pari a euro 540 e euro 590
11/06/2007 – 02/07/2007	periodo per adesione OPA Gamma RE BV sui fondi Tecla e Berenice (la chiusura inizialmente fissata al 02/07 è stata prorogata al 05/07)
18/06/2007	annuncio contro offerta da parte dell'offerente Zwinger Opco con corrispettivo pari a euro 650 per quota di entrambi i fondi
20/06/2007	pubblicazione contro offerta dell'offerente Zwinger Opco sui fondi Tecla e Berenice
20/06/2007	rilancio di Gamma RE BV sui fondi Tecla e Berenice con corrispettivo rispettivamente pari a euro 678 e euro 685
21/06/2007	rilancio di Zwinger Opco sui fondi Tecla e Berenice con corrispettivo rispettivamente pari a euro 680 e euro 725
26/06/2007	annuncio dell'offerente Gamma RE BV di non procedere a rilanci sul fondo Berenice
26/06/2007	annuncio dell'offerente Zwinger Opco di non procedere a rilanci sul fondo Tecla (la CONSOB non aveva ammesso il rilancio di 680 euro sui 678 euro di Gamma RE BV)
03/07/2007	annuncio dell'offerente Gamma RE BV del non perfezionamento della propria OPA sul fondo Berenice
06/07/2007	annuncio dell'offerente Gamma RE BV del perfezionamento della propria OPA sul fondo Tecla (corrispettivo euro 678 per quota)
06/07/2007	annuncio OPA dell'offerente Galante S.a.r.l. sul fondo Berenice con corrispettivo pari a euro 760
11/07/2007	rilancio dell'offerente Zwinger Opco sul fondo Berenice con corrispettivo pari a euro 762
12/07/2007	pubblicazione offerta dell'offerente Galante S.a.r.l. sul fondo Berenice
11/07/2007	rilancio dell'offerente Galante S.a.r.l. sul fondo Berenice con corrispettivo pari a euro 770
18/07/2007	rilancio dell'offerente Zwinger Opco sul fondo Berenice con corrispettivo pari a euro 771

23/07/2007	rilancio dell'offerente Galante S.a.r.l. sul fondo Berenice con corrispettivo pari a euro 774
25/07/2007	ulteriore rilancio dell'offerente Galante S.a.r.l. sul fondo Berenice con corrispettivo pari a euro 827
25/07/2007	ulteriore rilancio dell'offerente Zwinger Opco sul fondo Berenice con corrispettivo pari a euro 913
08/08/2007	Adesione di Gamma RE BV all'OPA sul fondo Berenice da parte dell'offerente Zwinger Opco con corrispettivo pari a euro 913
09/08/2007	annuncio dell'offerente Galante S.a.r.l. del non perfezionamento della propria OPA sul fondo Berenice
09/08/2007	annuncio dell'offerente Zwinger Opco del perfezionamento della propria OPA sul fondo Berenice (corrispettivo euro 913 per quota)

Fonte: nostra rielaborazione su dati Banca d'Italia.

La seconda OPA è stata condotta sul fondo Beta, gestito da Fimit SGR, da parte di Chrysalis Spa (vedi Tabella 2)

Tabella 2: OPA sul fondo immobiliare chiuso Beta – Fimit SGR - Cronologia

Data	Evento
26/07/2007	annuncio OPA dell'offerente Chrysalis Spa sul fondo Beta
27/07/2007	pubblicazione offerta dell'offerente Chrysalis Spa sul fondo Beta con corrispettivo pari a euro 1.213,58
20/08/2007 – 21/09/2007	periodo per adesione OPA Chrysalis Spa sul fondo Beta
12/09/2007	adesione all'OPA dell'offerente Chrysalis Spa di INPDAP proprietario del 30% delle quote del Fondo Beta
21/09/2007	annuncio dell'offerente Chrysalis Spa del perfezionamento della propria OPA sul fondo Beta con corrispettivo pari a euro 1.213,58

Fonte: nostra rielaborazione su dati Banca d'Italia.

L'obiettivo della ricerca è quello di indagare l'impatto dei sopra citati eventi con riferimento al fenomeno della quotazione a sconto dei 22 fondi immobiliari chiusi quotati di diritto italiano attualmente negoziati nel comparto MTF di Borsa Italiana. Nella sua parte finale, il presente studio definisce alcune prime conclusioni in ordine agli obiettivi della ricerca e fornisce nuovi spunti per analisi successive.

2. Review della letteratura

L'analisi della quotazione a sconto dei fondi immobiliari italiani si inserisce nel più ampio filone di ricerca scientifica relativo al fenomeno dello sconto dei fondi chiusi.

Il tema della quotazione a sconto delle quote sul mercato, rispetto al valore contabile delle stesse, con riferimento ai fondi chiusi (c.d. *closed-end fund puzzle*) è noto e ampiamente dibattuto in letteratura a livello internazionale.

L'analisi della letteratura, nazionale e internazionale, in argomento ha evidenziato due approcci alternativi nel tentativo di spiegare il fenomeno in esame: uno tipicamente razionale e un approccio di natura motivazionale.

L'approccio di tipo razionale ipotizza che lo sconto rispetto al NAV dipenda da specifiche caratteristiche tecniche dei fondi.

In tale contesto alcuni dei modelli proposti, attraverso analisi multivariate, ricercano nella composizione/diversificazione del portafoglio, nell'effetto dei problemi di agenzia e nell'entità dei compensi del management le variabili capaci di spiegare il *puzzle* dei fondi chiusi (Youngsoo, Bong Soo, 2007). In particolare i compensi del management sono identificati quale variabile esplicativa della quotazione a sconto/premio dei fondi chiusi in relazione al fatto che, se gli investitori sono disposti a pagare un premio sul NAV per acquistare quote di fondi chiusi dotati, in fase di avvio, di manager molto qualificati, la possibilità che tale management, attirato altrove da maggiori guadagni, cambi SGR fa sì che, in realtà, il fenomeno del premio sul NAV abbia vita breve e si trasformi velocemente in uno sconto⁵ (Berk, Stanton, 2004). Altri studi sull'impatto dei compensi del management identificano come variabile rilevante anche la tipologia di contratto che lega i manager alla SGR (Berk, Stanton, 2007). Ulteriori indagini⁶ identificano nel *trade-off* tra il vantaggio di liquidità dello strumento fondo chiuso (rispetto al suo sottostante) e il costo del management la spiegazione del *closed-end fund puzzle* (Cherkes, Sagi, Stanton, 2007).

In tale filone di carattere razionale si inseriscono, inoltre, le analisi volte a dimostrare una relazione tra l'esistenza di asimmetrie informative in capo agli investitori e l'esistenza/entità dello sconto/premio sul NAV. In particolare, le evidenze empiriche sembrano suggerire l'esistenza di una relazione diretta tra le retribuzioni del management e l'entità dello sconto sullo stock price in ragione dell'esistenza di asimmetrie informative, tra investitori e SGR, tali da non consentire al mercato di poter correttamente valutare se i compensi percepiti dai

⁵Ciò spiegherebbe, altresì, il fatto che la tendenza della quotazione a sconto dei fondi chiusi si esaurisce in prossimità della loro scadenza.

⁶Assumendo che la funzione economica dei fondi chiusi è quella di rappresentare il mezzo attraverso il quale gli investitori possono comprare attività per loro natura illiquide senza affrontare i costi potenziali connessi con il commercio diretto delle stesse. Detti studi identificano nei costi del management l'elemento alla base del *puzzle* in quanto tali costi abbattano l'utilità stessa del fondo e quindi il valore percepito dal mercato.

manager sono coerenti con l'abilità (misurata in termini di *performance*) degli stessi (Ross, 2002)

Ad oggi, tale approccio, a livello internazionale, non è ancora riuscito a fornire evidenza inconfutabile del perché i fondi siano quotati a sconto ed il dibattito scientifico è ancora apertissimo.

L'approccio di carattere motivazionale ipotizza, invece, che lo sconto rispetto al NAV dipenda, fondamentalmente, dalle motivazioni che sottostanno alle decisioni di investimento dei piccoli risparmiatori che storicamente hanno rappresentato i principali detentori⁷ di quote di fondi chiusi.

Tale caratteristica dei fondi chiusi rappresenta l'assunto di base di moltissimi dei contributi scientifici proposti che, in generale, vogliono dimostrare che l'andamento dello sconto/premio rispetto al NAV è funzione dell'opinione dei piccoli risparmiatori in merito all'andamento del mercato azionario. In altre parole, attese di andamento positivo del mercato azionario sembrerebbero indurre i piccoli risparmiatori a comprare quote di fondi chiusi (accettando anche di acquistarle a premio) mentre attese di andamento negativo del mercato azionario sembrerebbero indurre i piccoli risparmiatori a comprare quote di fondi chiusi solo a fronte di un considerevole sconto rispetto al valore del sottostante (NAV).

In particolare, Lee, Shleifer e Thaler (1991), danno evidenza empirica di come le fluttuazioni dello sconto dello stock price rispetto al NAV dei fondi chiusi siano influenzate direttamente da cambiamenti nelle dette attese dei piccoli investitori. Nello stesso lavoro si sostiene altresì l'esistenza di correlazione tra lo sconto dei fondi detenuti da detti investitori e l'andamento degli altri titoli nei portafogli degli stessi quando questi titoli fanno riferimento a piccole imprese. Chen, Kan e Miller nel 1993, ripercorrendo l'analisi di Lee, Shleifer e Thaler del 1991, contestano dette conclusioni ed in particolare il presunto legame tra le opinioni dei piccoli investitori e la consistenza dello sconto dei fondi chiusi sottolineando un'assenza di correlazione tra detto sconto e l'andamento degli altri titoli in portafoglio. Sempre del 1993 è la risposta di Lee, Shleifer e Thaler al lavoro di Chen, Kan e Miller, in cui gli autori ripropongono le teorie sostenute nel 1991 implementando il campione di analisi ed usando una versione affinata del modello.

L'approccio di tipo motivazionale è messo in discussione anche da altri autori (Doukas, Milonas, 2004; Elton, Gruber, Busse, 1998) che, attraverso studi empirici, asseriscono l'assenza di una relazione fra l'andamento e la consistenza dello sconto/premio sul NAV e il *sentiment* dei piccoli investitori. In particolare, (Doukas, Milonas, 2004), un'analisi empirica condotta sul mercato azionario greco, sembra dimostrare che le opinioni dei piccoli investitori non sembrano impattare sulle dinamiche di sconto/premio del valore di mercato delle quote rispetto al NAV.

Con specifico riferimento ai *Real Estate Investment Trust*⁸ (REITs) americani, l'entità e la volatilità dello sconto, rispetto alle evidenze relative ai fondi chiusi,

⁷Gli investitori istituzionali hanno invece storicamente dimostrato scarso interesse all'investimento in quote di fondi chiusi.

⁸I REITs sono *trust* o società fiduciarie il cui reddito deriva dalla gestione di proprietà immobiliari. Le quote sono negoziate al New York Stock Exchange.

crescono significativamente e ciò sembra trovare una prima spiegazione nella stima stessa del NAV dei REITs: poiché tali società investono principalmente in beni immobili le stime potrebbero essere meno precise e/o discutibili rispetto a quelle fatte con riferimento ai classici sottostanti mobiliari (azioni ecc.) e ciò potrebbe essere un elemento che spiega una sottovalutazione delle quote da parte del mercato (Gentry, Jones, Mayer, 2004).

I REITs, inoltre, a differenza dei fondi chiusi, mostrano consistenti dividendi distribuiti e ciò sembra non consentire l'estensione a questi strumenti delle conclusioni degli studi che individuano nell'entità dei dividendi⁹ distribuiti la spiegazione del *puzzle* (Pontiff, 1996).

Inoltre, la distribuzione delle quote sul mercato cambia architettura: percentuali importanti dei patrimoni di molti REITs sono, infatti, in mano sia a investitori istituzionali sia a grossi operatori immobiliari. La teoria che spiega il *puzzle* quale effetto del *sentiment* dei piccoli risparmiatori è confermabile solo a patto che tale *sentiment* sia fatto proprio anche dai grandi investitori (Gentry, Jones, Mayer, 2004) e poiché ciò non appare logicamente sostenibile, il dibattito in letteratura resta aperto.

Con riferimento ai fondi immobiliari quotati italiani si rilevano due contributi, entrambi di carattere nazionale. Il primo, (Merola, 2004), suggerisce, attraverso un'analisi induttiva, che la quotazione a sconto dei fondi italiani sia funzione del seguente insieme di elementi:

- limitato flottante e scarsa capitalizzazione dei fondi;
- scarsa efficienza informativa sulla *corporate governance*;
- assenza di strumenti diretti di controllo in mano ai quotisti;
- esistenza di un *asset discount* a causa della poca trasparenza del sottostante mercato immobiliare;
- scarsa partecipazione degli investitori istituzionali e quindi poche movimentazioni di Borsa.

L'altro contributo, (Cacciamani, 2006), attraverso un'analisi empirica sui fondi italiani quotati, suggerisce che la quotazione a sconto dei fondi italiani sia funzione di:

- eccessiva concentrazione degli investimenti (tipologia e area geografica);
- possibilità di periodi di grazia molto lunghi;
- pareri e perizie senza opportuna esplicitazione delle ipotesi di lavoro utilizzate.

⁹La teoria sostiene che l'entità dei dividendi riduca il fenomeno della quotazione a sconto perché i dividendi riducono i costi di detenzione in portafoglio per l'investitore che mette in atto strategie di arbitraggio.

3. Metodologia

Al fine di identificare l'impatto delle citate OPA sull'andamento della quotazione a sconto, nel presente studio si è proceduto ad un'analisi empirica improntata secondo l'approccio razionale.

Le fasi dell'analisi possono essere così schematizzate:

- è stata svolta una dettagliata analisi delle caratteristiche tecniche dei fondi che compongono la popolazione, quali: tipologia (ordinario o ad apporto), durata, composizione del portafoglio (beni immobili, partecipazioni, liquidità ecc), diversificazione del portafoglio immobiliare (destinazioni d'uso, localizzazione geografica ecc), tipologia e consistenza delle commissioni di gestione e di *overperformance*, *corporate governance*, grado di utilizzo della leva finanziaria, esistenza della possibilità di un periodo di grazia/proroga, *performance*;
- si è proceduto allo studio dell'andamento della quotazione in borsa dei fondi osservati, verificando le quotazioni, le volatilità delle stesse, i volumi degli scambi nonché l'entità e la volatilità dello sconto rispetto al NAV dalla data di collocamento di ciascun fondo fino al momento antecedente l'annuncio della prima OPA;
- si è proceduto allo studio dell'andamento della quotazione in borsa dei fondi osservati, verificando le quotazioni, le volatilità delle stesse, i volumi degli scambi nonché l'entità e la volatilità dello sconto rispetto al NAV per tutto il periodo di esercizio delle citate OPA;
- si è proceduto ad un approfondimento delle correlazioni tra l'entità dei volumi di scambio e l'andamento dello sconto rispetto al NAV per ogni unità statistica della popolazione sia nel periodo ante OPA sia nel periodo post OPA.

4. Campione

L'oggetto della presente indagine è rappresentato dall'intera popolazione dei fondi immobiliari italiani attualmente quotati e operativi sul MTF.

I dati necessari per lo sviluppo dell'indagine empirica sono stati raccolti presso Banca d'Italia attraverso l'utilizzo della banca dati interna della stessa. Le serie storiche osservate vanno dalla data di quotazione dei singoli fondi fino al 30 giugno 2007. Per il Fondo Beta, grazie alla collaborazione di Fimit SGR, i dati disponibili vanno dalla data di quotazione fino al 6/11/2007. Si prevede di procedere ad un aggiornamento delle serie storiche fino al 31/12/2007. La ricerca è stata integrata attraverso un approfondito esame di tutta la documentazione resa pubblica dalle SGR dei 22 fondi osservati (relazioni semestrali, rendiconti annuali, regolamenti, comunicati stampa ecc), della stampa specializzata e delle

informazioni disponibili presso gli Osservatori sulla Finanza Immobiliare creati presso Università e Istituzioni.

Tabella 3: I fondi immobiliari italiani quotati

n.	denominazione	SGR	tipologia	tipo di sotto stante
	Investietico	Aedes BPM	ordinario	misto
2	Securfondo	Beni Stabili Gestioni	ordinario	misto
3	Immobiliium 2001	Beni Stabili Gestioni	ordinario	uffici
4	Invest Real Security	Beni Stabili Gestioni	ordinario	misto
5	BNL Portfolio Immobiliare	BNL Fondi Immobiliari	ordinario	misto
6	Portfolio Immobiliare Crescita	BNL Fondi Immobiliari	ordinario	uffici
7	Estense Grande Distribuzione	BNL Fondi Immobiliari	ordinario	comm
8	Nextra Sviluppo Immobiliare	Caam	ordinario	uffici
9	Nextra Immobiliare Europa	Caam	ordinario	misto
10	Alfa	Fimit	apporto pubblico	uffici
11	Beta	Fimit	apporto pubblico	uffici
12	Atlantic 1	First Atlantic RE SGR	apporto privato	uffici
13	Obelisco	Investire immobiliare	ordinario	comm
14	Unicredito Immobiliare Uno	Pioneer Inv. Manag.	ordinario	misto
15	Tecla	Pirelli RE SGR	apporto privato	uffici
16	Olinda	Pirelli RE	apporto privato	comm
17	Berenice	Pirelli RE	apporto privato	uffici
18	Valore Immobiliare Globale	RREEF Fondimmobiliari	ordinario	misto
19	Piramide Globale	RREEF Fondimmobiliari	ordinario	misto
20	Polis	Polis Fondi	ordinario	uffici
21	Caravaggio	Sorgente	ordinario	misto
22	Europa Immobiliare 1	Vegagest	ordinario	misto

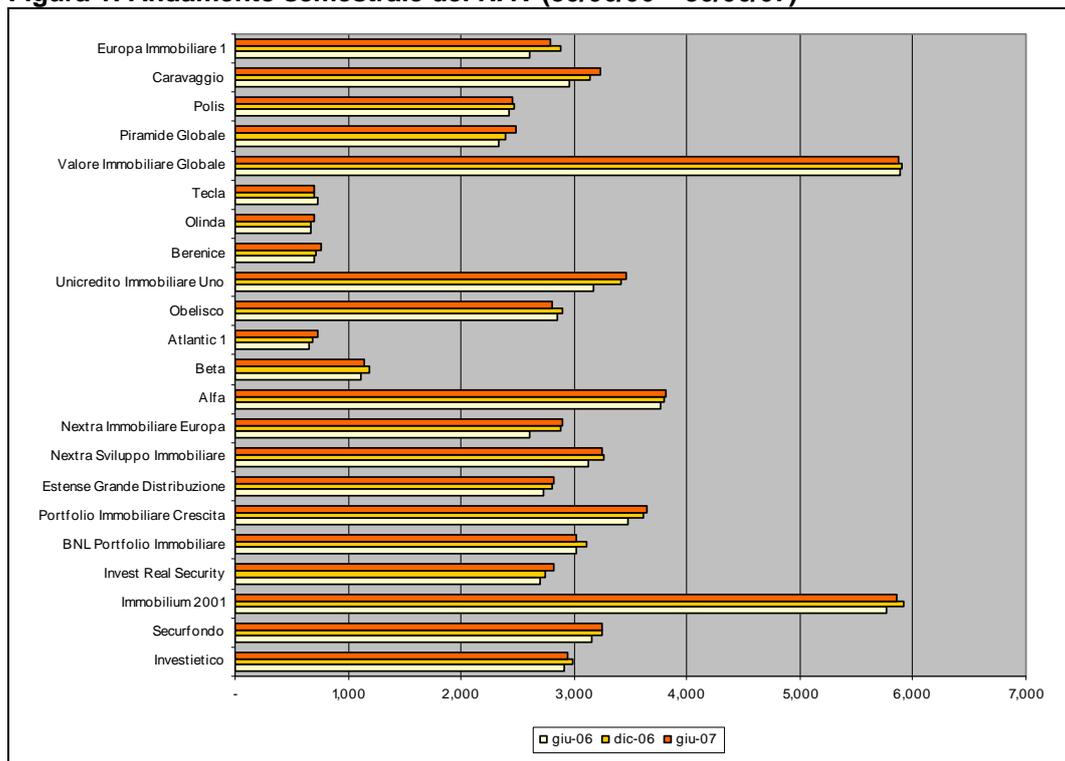
Fonte: nostra rielaborazione su dati Banca d'Italia.

5. Le prime evidenze empiriche

I cambiamenti sul fronte delle quotazioni dei fondi chiusi immobiliari a seguito delle due citate OPA hanno avuto riflessi su tutto il comparto dell'industria dei fondi immobiliari chiusi quotati di diritto italiano. Il prezzo ufficiale medio delle quote di buona parte dei 22 fondi osservati ha mostrato un incremento nel giugno 2007. Tutti i fondi continuano a quotare a sconto rispetto al valore netto contabile della quota che viene determinato dagli esperti indipendenti e reso noto semestralmente. Al 30 giugno 2006 lo sconto medio sul NAV era, tuttavia, di quasi il 28% e al 31 maggio 2007 era di quasi il 26%: al 30 giugno 2007 è sceso

a poco più del 20%¹⁰. Le evidenze empiriche sono significative nonostante l'incremento registrato dai NAV della quasi totalità dei fondi nelle valutazioni dei portafogli al 30 giugno 2007: tenuto conto, infatti, degli eventuali proventi e rimborsi di quota, le variazioni dei NAV nel primo semestre 2007 sono tutte positive e comprese tra l'1,24% di Obelisco e l'11,3% di Piramide Globale.

Figura 1: Andamento semestrale del NAV (30/06/06 – 30/06/07)



Fonte: nostra rielaborazione su dati Banca d'Italia.

Alcuni fondi sono rimasti fuori dai rialzi generalizzati che hanno interessato il comparto: al 30/06/2007 Nextra Immobiliare Europa quota con maggiore sconto (-34,48%) mentre Tecla è il fondo con NAV e prezzo di mercato più vicini (-2,65%).

¹⁰Media semplice così come rilevata sulla stampa specializzata.

Tabella 4: Rilevazione dello sconto sul NAV a fine mese per tutti i fondi analizzati e media mensile (30/06/06 – 30/06/07)

data	Investi etico	Secur fondo	Immo bilium 2001	Invest Real Security	BNL Portfolio Imm	Portfolio Imm Crescita	Estense Grande Distrib
30/06/2007	-24.75%	-22.71%	-28.29%	-22.19%	-16.77%	-10.45%	-19.01%
31/05/2007	-29.37%	-26.10%	-35.03%	-29.83%	-17.96%	-9.35%	-18.30%
30/04/2007	-29.58%	-24.70%	-35.80%	-30.28%	-22.10%	-11.40%	-18.30%
31/03/2007	-31.30%	-25.45%	-37.51%	-33.01%	-22.73%	-12.66%	-18.47%
28/02/2007	-31.15%	-18.71%	-35.71%	-35.26%	-20.74%	-13.04%	-14.75%
31/01/2007	-31.82%	-18.10%	-37.68%	-35.79%	-22.05%	-16.05%	-14.57%
31/12/2006	-34.22%	-22.58%	-40.38%	-35.27%	-28.71%	-17.05%	-10.55%
30/11/2006	-34.93%	-24.20%	-42.15%	-34.98%	-28.92%	-20.70%	-13.44%
31/10/2006	-36.27%	-24.74%	-42.88%	-36.83%	-28.94%	-23.52%	-16.26%
30/09/2006	-36.29%	-23.97%	-42.54%	-37.22%	-29.86%	-24.08%	-16.66%
31/08/2006	-37.02%	-23.66%	-42.11%	-37.64%	-30.02%	-24.77%	-16.21%
31/07/2006	-38.43%	-23.51%	-42.54%	-40.54%	-31.19%	-26.43%	-16.26%
30/06/2006	-33.22%	-19.09%	-38.46%	-32.87%	-27.92%	-22.44%	-12.73%

data	Nextra Sviluppo Imm	Nextra Imm Europa	Alfa	Beta	Atlantic 1	Obelisco	Unicredito Imm Uno	Berenice
30/06/2007	-31.45%	-34.48%	-13.71%	-5.10%	-25.88%	-21.75%	-26.85%	-4.88%
31/05/2007	-35.85%	-42.24%	-16.93%	-10.32%	-26.70%	-25.31%	-29.28%	-29.15%
30/04/2007	-36.02%	-42.85%	-16.57%	-6.74%	-27.27%	-21.40%	-30.52%	-34.63%
31/03/2007	-36.08%	-45.56%	-17.02%	-6.62%	-28.06%	-18.96%	-34.04%	-35.40%
28/02/2007	-34.13%	-44.03%	-16.07%	-2.23%	-29.97%	-22.06%	-33.63%	-34.12%
31/01/2007	-35.28%	-47.15%	-17.20%	-5.89%	-30.45%	-24.21%	-33.47%	-34.98%
31/12/2006	-36.52%	-48.08%	-19.20%	-9.75%	-28.39%	-25.39%	-34.99%	-33.08%
30/11/2006	-36.89%	-49.18%	-19.22%	-12.73%	-27.02%	-23.84%	-37.55%	-36.20%
31/10/2006	-38.62%	-49.23%	-19.22%	-13.77%	-27.11%	-23.49%	-39.24%	-38.94%
30/09/2006	-38.71%	-50.28%	-19.44%	-13.50%	-25.95%	-24.53%	-42.08%	-39.66%
31/08/2006	-39.39%	-51.65%	-17.37%	-14.61%	-24.93%	-26.42%	-41.52%	-38.81%
31/07/2006	-41.51%	-51.91%	-22.86%	-19.13%	-25.07%	-26.60%	-43.27%	-39.41%
30/06/2006	-37.83%	-45.67%	-16.65%	-6.15%	-24.75%	-15.69%	-35.86%	-36.15%

data	Olinda	Tecla	Valore Immo Globale	Piramide Globale	Polis	Cara vaggio	Europa Imm1	Media aritmetica
30/06/2007	-17.48%	-2.65%	-28.47%	-26.90%	-25.25%	-21.41%	-18.26%	-20.40%
31/05/2007	-29.41%	-16.90%	-31.06%	-28.91%	-29.53%	-23.11%	-28.48%	-25.87%
30/04/2007	-32.33%	-18.84%	-31.86%	-30.51%	-27.87%	-24.16%	-28.48%	-26.46%
31/03/2007	-33.83%	-19.30%	-33.58%	-31.68%	-27.00%	-24.26%	-29.57%	-27.37%
28/02/2007	-32.69%	-20.29%	-32.35%	-33.53%	-26.47%	-20.91%	-22.05%	-26.09%
31/01/2007	-32.17%	-23.20%	-32.78%	-36.54%	-23.01%	-21.96%	-11.78%	-26.64%
31/12/2006	-28.75%	-24.65%	-35.61%	-34.38%	-25.71%	-12.43%	-12.91%	-27.21%
30/11/2006	-31.47%	-27.71%	-36.33%	-36.29%	-26.28%	-19.91%		-29.52%
31/10/2006	-32.41%	-27.93%	-35.77%	-37.60%	-28.23%	-21.00%		-30.57%

30/09/2006	-33.31%	-28.54%	-37.38%	-39.56%	-33.50%	-17.85%		-31.19%
31/08/2006	-30.95%	-28.08%	-38.75%	-37.34%	-33.33%	-17.53%		-31.05%
31/07/2006	-28.70%	-27.92%	-35.83%	-41.15%	-33.18%	-18.23%		-32.08%
30/06/2006	-29.06%	-30.57%	-35.64%	-39.05%	-28.82%	-12.91%		-27.69%

Fonte: nostra rielaborazione su dati Banca d'Italia.

Tabella 5: Rilevazione della variazione % dello sconto sul NAV a fine mese per tutti i fondi analizzati e media mensile (30/06/06 – 30/06/07)

data	Investi etico	Secur fondo	Immo bilium 2001	Invest Real Security	BNL Portfolio Imm	Portfolio Imm Crescita	Estense Grande Distrib
30/06/2007	-15.72%	-12.98%	-19.25%	-25.61%	-6.63%	11.75%	3.88%
31/05/2007	-0.69%	5.66%	-2.13%	-1.50%	-18.71%	-17.95%	0.00%
30/04/2007	-5.51%	-2.95%	-4.57%	-8.26%	-2.77%	-9.98%	-0.94%
31/03/2007	0.50%	36.04%	5.02%	-6.40%	9.57%	-2.90%	25.27%
28/02/2007	-2.11%	3.40%	-5.21%	-1.49%	-5.93%	-18.78%	1.22%
31/01/2007	-7.03%	-19.86%	-6.69%	1.48%	-23.19%	-5.86%	38.05%
31/12/2006	-2.02%	-6.69%	-4.20%	0.84%	-0.72%	-17.61%	-21.50%
30/11/2006	-3.69%	-2.18%	-1.70%	-5.03%	-0.07%	-11.99%	-17.29%
31/10/2006	-0.06%	3.22%	0.79%	-1.04%	-3.10%	-2.33%	-2.41%
30/09/2006	-1.97%	1.30%	1.04%	-1.12%	-0.52%	-2.79%	2.74%
31/08/2006	-3.68%	0.65%	-1.02%	-7.15%	-3.74%	-6.28%	-0.27%
31/07/2006	15.69%	23.16%	10.61%	23.34%	11.70%	17.76%	27.68%

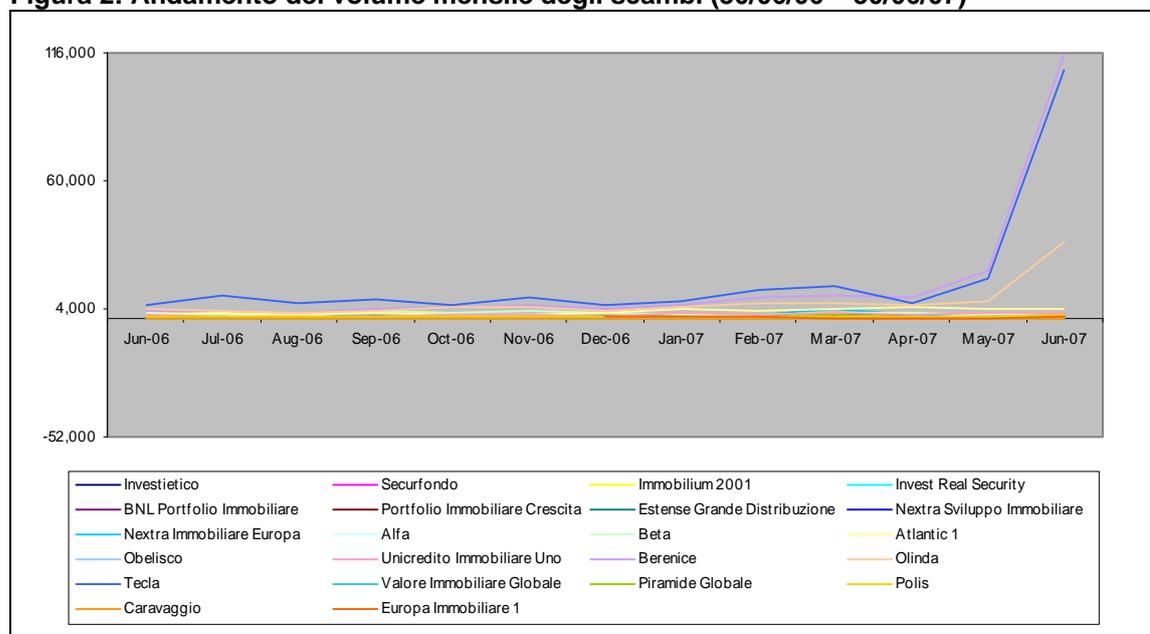
data	Nextra Sviluppo Imm	Nextra Imm Europa	Alfa	Beta	Atlantic 1	Obe lisco	Uni credito ImmUno	Bere nice
30/06/2007	-12.26%	-18.37%	-19.02%	-50.60%	-3.07%	-14.05%	-8.30%	-83.25%
31/05/2007	-0.47%	-1.43%	2.21%	53.07%	-2.07%	18.28%	-4.06%	-15.82%
30/04/2007	-0.17%	-5.94%	-2.62%	1.95%	-2.84%	12.88%	-10.35%	-2.16%
31/03/2007	5.72%	3.47%	5.89%	197.19%	-6.36%	-14.07%	1.21%	3.75%
28/02/2007	-3.25%	-6.63%	-6.56%	-62.23%	-1.59%	-8.87%	0.48%	-2.48%
31/01/2007	-3.42%	-1.92%	-10.46%	-39.58%	7.27%	-4.65%	-4.34%	5.75%
31/12/2006	-0.98%	-2.23%	-0.08%	-23.36%	5.07%	6.51%	-6.81%	-8.61%
30/11/2006	-4.49%	-0.12%	0.00%	-7.59%	-0.35%	1.47%	-4.32%	-7.03%
31/10/2006	-0.24%	-2.08%	-1.12%	2.02%	4.49%	-4.21%	-6.73%	-1.82%
30/09/2006	-1.71%	-2.65%	11.89%	-7.60%	4.09%	-7.17%	1.35%	2.19%
31/08/2006	-5.10%	-0.51%	-24.01%	-23.62%	-0.58%	-0.65%	-4.06%	-1.52%
31/07/2006	9.73%	13.68%	37.33%	210.86%	1.31%	69.53%	20.68%	9.02%

data	Olinda	Tecla	Valore Imm Globale	Piramide Globale	Polis	Caravaggio	Europa Imm 1	Media aritmetica
30/06/2007	-40.57%	-84.31%	-8.33%	-6.95%	-14.49%	-7.36%	-35.90%	-21.43%
31/05/2007	-9.04%	-10.28%	-2.51%	-5.27%	5.95%	-4.35%	0.00%	-0.51%
30/04/2007	-4.42%	-2.40%	-5.12%	-3.68%	3.21%	-0.45%	-3.67%	-2.76%
31/03/2007	3.48%	-4.86%	3.81%	-5.51%	2.00%	16.04%	34.12%	14.23%
28/02/2007	1.61%	-12.57%	-1.31%	-8.24%	15.05%	-4.78%	87.09%	-1.96%
31/01/2007	11.90%	-5.89%	-7.96%	6.28%	-10.51%	76.62%	-8.75%	-0.58%
31/12/2006	-8.64%	-11.01%	-1.97%	-5.27%	-2.15%	-37.56%		-7.10%
30/11/2006	-2.90%	-0.80%	1.56%	-3.47%	-6.91%	-5.17%		-3.91%
31/10/2006	-2.70%	-2.16%	-4.31%	-4.97%	-15.73%	17.66%		-1.28%
30/09/2006	7.62%	1.67%	-3.54%	5.94%	0.51%	1.82%		0.62%
31/08/2006	7.84%	0.55%	8.15%	-9.25%	0.44%	-3.84%		-3.70%
31/07/2006	-1.22%	-8.68%	0.54%	5.38%	15.13%	41.16%		26.40%

Fonte: nostra rielaborazione su dati Banca d'Italia.

I dati evidenziano altresì che la significativa riduzione dello sconto sul NAV, fatta registrare dalla maggioranza dei fondi, si è accompagnata ad un incremento dei volumi, veramente significativo, quasi esclusivamente per i fondi oggetto di OPA.

Figura 2: Andamento del volume mensile degli scambi (30/06/06 – 30/06/07)



Fonte: nostra rielaborazione su dati Banca d'Italia.

L'analisi delle correlazioni tra volumi e quotazioni, per l'intera serie storica di ogni fondo, mostra però risultati divergenti e generalmente con valori sia in positivo sia in negativo non significativi. Un'analisi successiva potrebbe confermare l'esistenza di una relazione lineare tra i volumi e lo sconto sul NAV.

Tabella 6: Grado di correlazione tra volumi scambiati e valore di mercato delle quote (30/06/06 – 30/06/07)

Data	Investi etico	Secur fondo	Immobiliium 2001	Invest Real Security	BNL Portfolio Imm	Portfolio Imm Crescita	Estense Grande Distrib
30/06/2007	0.4630	0.3314	0.5549	0.8721	0.5037	0.1395	0.3534
31/05/2007	-0.3557	-0.2025	-0.2359	-0.2639	-0.3090	-0.3501	-0.4923
30/04/2007	0.0147	-0.5248	0.5173	-0.5783	-0.5652	-0.0203	-0.0222
31/03/2007	0.3823	0.5764	0.1553	-0.4653	0.3918	-0.4019	-0.1829
28/02/2007	-0.1331	-0.1893	-0.0884	-0.4803	-0.4703	-0.0022	-0.4207
31/01/2007	0.1863	0.1826	-0.0120	-0.1988	0.4848	0.1698	-0.3927
31/12/2006	0.2664	0.2748	-0.1132	0.2770	-0.1679	-0.2720	0.5061
30/11/2006	0.3721	0.1525	0.2282	0.6114	-0.2567	0.4703	-0.0673
31/10/2006	-0.0340	-0.1546	-0.2362	-0.3269	0.3173	-0.6164	0.2441
30/09/2006	-0.2885	0.1005	-0.0903	0.1591	0.2803	0.1616	-0.2497
31/08/2006	-0.3497	0.0543	-0.1823	-0.0209	0.3934	-0.1172	-0.2240
31/07/2006	0.2298	0.1954	0.2139	-0.1352	0.2075	0.5051	0.3106
30/06/2006	-0.2587	0.1808	-0.1034	-0.0289	-0.1265	-0.3365	-0.0499

Data	Nextra Sviluppo Imm	Nextra Imm Europa	Alfa	Beta	Atlantic 1	Obelisco	Unicredito Imm Uno	Berenice
30/06/2007	0.6411	0.4107	-0.0332	0.5409	0.5960	0.2608	0.5960	0.8109
31/05/2007	-0.3371	-0.5864	0.3770	-0.2890	-0.1235	-0.3878	0.0446	0.8412
30/04/2007	0.1566	0.1075	0.2323	0.2943	-0.2928	-0.2778	-0.4202	0.5346
31/03/2007	0.2754	0.2196	0.3402	0.0043	0.2729	-0.1224	-0.4542	-0.5647
28/02/2007	0.1374	-0.0689	0.1113	-0.0750	0.5004	-0.1878	0.2391	0.2065
31/01/2007	0.3219	0.1108	0.1270	0.1601	-0.0882	-0.3629	0.5201	0.4266
31/12/2006	-0.3886	-0.0334	-0.2169	-0.5811	0.3089	-0.1988	0.0549	-0.2433
30/11/2006	0.2184	-0.2386	-0.2144	0.1587	0.2443	-0.2759	-0.0756	0.0865
31/10/2006	0.3835	0.2575	-0.1559	-0.0396	-0.3751	0.0466	-0.1083	0.5486
30/09/2006	0.1251	0.0290	-0.1597	0.2594	0.2732	-0.3207	-0.2901	-0.0689
31/08/2006	-0.0329	-0.3105	-0.5281	0.0741	0.0539	0.1925	-0.1875	-0.3131
31/07/2006	0.1575	0.1820	-0.3734	-0.0947	0.3969	-0.0665	-0.3018	-0.0538
30/06/2006	0.3504	0.2429	-0.4801	0.3044	-0.1882	-0.8639	-0.3139	-0.0123

Data	Olinda	Tecla	Valore Imm Globale	Piramide Globale	Polis	Cara vaggio	Europa Imm 1	Media Aritm.
30/06/2007	0.8235	0.5652	0.2217	-0.0587	0.6945	0.1700	0.2634	0.4419
31/05/2007	0.7018	0.7554	-0.2185	0.2963	-0.1126	-0.1314	-0.2433	-0.0738
30/04/2007	0.3139	-0.5115	0.6623	0.3380	0.0994	0.4306	-0.2691	0.0100
31/03/2007	-0.4184	-0.5649	0.2859	0.0247	-0.3058	-0.3917	-0.3675	-0.0596
28/02/2007	0.4802	0.5321	-0.1264	0.1930	-0.0792	-0.3403	0.3528	0.0041
31/01/2007	0.3106	0.1375	-0.0203	-0.0101	0.4518	-0.3296	0.0747	0.1023
31/12/2006	-0.2228	-0.1516	-0.2647	0.1971	0.2363	0.5582	0.3803	0.0093
30/11/2006	0.1825	0.2675	-0.4905	0.4832	0.0097	-0.1275		0.0828
31/10/2006	-0.3240	-0.1016	0.3490	-0.2493	0.1253	-0.3518		-0.0382
30/09/2006	-0.4051	0.0657	0.2197	-0.2900	0.1726	0.3912		0.0035
31/08/2006	0.1930	0.1081	0.0427	-0.3044	0.3333	0.4800		-0.0307
31/07/2006	-0.2646	-0.5607	-0.1918	-0.1387	-0.1715	0.2490		0.0141
30/06/2006	0.2104	0.1420	-0.2349	0.0425	-0.3090	-0.0917		-0.0916

Fonte: nostra rielaborazione su dati Banca d'Italia.

L'osservazione dei dati ha consentito di evidenziare come, con riferimento alla prima OPA sui fondi Tecla e Berenice, annunciata il 22 maggio 2007, tutti i 22 fondi osservati abbiano mostrato picchi nel valore delle quotazioni. Tali picchi però si sono manifestati circa un mese dopo l'annuncio ed esattamente nella settimana caratterizzata dai rilanci fra gli offerenti: 1 fondo il 20 giugno (Estense Grande Distribuzione), 6 fondi il 21 giugno (Investietico, Securfondo, BNL Portfolio Immobiliare, Portfolio Immobiliare Crescita, Obelisco e Berenice), 8 fondi il 22 giugno (Nextra Sviluppo Immobiliare, Nextra Immobiliare Europa, Unicredit Immobiliare 1, Tecla, Polis, Valore Immobiliare Globale, Caravaggio e Europa Immobiliare 1), 2 fondi il 25 giugno (Immobiliium e Atlantic 1), 2 fondi il 26 giugno (invest Real Security e Piramide Globale), 1 fondo il 27 giugno (Beta), 1 fondo il 29 giugno (Alpha).

Uno degli sviluppi del presente lavoro sarà l'analisi di queste evidenze per trovare segnali del consolidamento di una reale "industria" dei fondi immobiliari chiusi quotati di diritto italiano, con un incremento dell'efficienza informativa del mercato sia in momenti di normalità sia in presenza di fenomeni di discontinuità.

L'osservazione dei dati, su serie storiche per ogni fondo dalla data di quotazione al 30 giugno 2007, sembra altresì suggerire che:

- esiste una bassa correlazione tra l'andamento del prezzo di mercato delle quote dei 22 fondi immobiliari osservati;
- se si esclude il periodo di esercizio delle OPA, lo sconto sul NAV tende ad avere una bassa volatilità nel lungo periodo per la quasi totalità dei fondi osservati.

Gli effetti dell'OPA sul fondo Beta non sono osservabili sull'intera struttura dell'industria dei fondi immobiliari quotati poiché le serie storiche attualmente disponibili si fermano al 30 giugno 2007. Fimit SGR ha però fornito la serie storica dei prezzi ufficiali del fondo Beta dalla data di quotazione al 6 novembre

2007. Il lancio dell'OPA da parte di Chrysalis Spa, con avviso in data 26 luglio, comunicato dell'offerente in data 27 luglio e offerta in data 13 agosto, ha avuto inizio il 20 agosto e si è conclusa il 21 settembre. L'analisi dei dati in questo intervallo mostra una progressiva contrazione dello sconto sul NAV: il fondo Beta da nove giorni prima dell'avviso ha iniziato a quotare a premio. Tale premio ha avuto un picco il giorno dell'avviso e successivamente è cresciuto per poi iniziare nuovamente a scendere fino ad azzerarsi con la chiusura del periodo.

6. Discussione

Il verificarsi delle OPA sui fondi Tecla e Berenice rappresenta il primo caso di offerta pubblica di acquisto sul mercato dei fondi quotati italiani.

Tale evento è stato seguito a pochissima distanza di tempo dall'altra OPA sul fondo Beta.

Certamente due soli eventi non possono portare a risultati statisticamente significativi, ma rappresentano comunque uno spunto di riflessione interessante.

La letteratura suggerisce fra le motivazioni alla base del fenomeno in esame la scarsa movimentazione che caratterizza questo segmento di Borsa Italiana (Cacciamani, 2006). L'evidenza empirica dimostra che lo sconto si è contratto sensibilmente durante le fasi di rilancio delle OPA sui fondi Tecla e Berenice.

I dati mostrano, altresì, che la riduzione dello sconto non è stata accompagnata da un significativo incremento degli scambi, se si escludono i fondi oggetto di OPA (e parzialmente il fondo Berenice, gestito, come i fondi Tecla e Berenice, da Pirelli RE SGR). Questo potrebbe suggerire che, se la movimentazione delle quote è una delle cause del *puzzle*, l'andamento dello sconto non sembra essere influenzato in modo significativo da tale elemento. A supporto di tale considerazione occorre rilevare che la correlazione tra sconto e volumi scambiati assume valori divergenti da fondo a fondo e da periodo a periodo e che spesso tali valori sono scarsamente significativi.

Inoltre la contrazione dello sconto si è verificata sostanzialmente nella fase di rilancio e non in quella di annuncio. Questo potrebbe significare che il mercato ha realmente reagito (riducendo lo sconto) solo quando, alla luce dei ripetuti rilanci, ha avuto certezza che l'interesse dei soggetti che hanno lanciato l'OPA fosse forte. I ripetuti rilanci hanno, infatti, dato evidenza agli operatori che le quote dei fondi oggetto di OPA avevano, per i soggetti coinvolti, un valore significativamente superiore rispetto allo specifico prezzo ufficiale di mercato. In tal senso potrebbe quindi trovare conferma l'ipotesi, presente in letteratura, per cui tra le cause del *puzzle* avrebbero un ruolo le valutazioni degli esperti indipendenti (Gentry, Jones, Mayer, 2004). In altre parole lo sconto rappresenterebbe la manifestazione delle perplessità che il mercato nutre di fronte alle perizie degli esperti indipendenti sia in quanto spesso considerate discutibili, perché prive dell'opportuna esplicitazione delle ipotesi di lavoro utilizzate (Cacciamani, 2006), sia in quanto spesso considerate poco precise,

perché riferite ad un sottostante, il settore immobiliare, poco trasparente (Merola, 2004).

La riduzione dello sconto potrebbe, però, anche interpretarsi quale effetto premio sul prezzo ufficiale legato al fatto che i soggetti che hanno lanciato l'OPA sono interessati alla quota di maggioranza e non tanto come un reale apprezzamento del valore delle quote (e di conseguenza del sottostante). Se questo ragionamento è agevole per il fondo Beta, forse lo è meno per i fondi Tecla e Berenice, i quali sono stati oggetto di OPA lanciata dalla stessa Pirelli RE.

Occorre infine sottolineare che l'osservazione, anche se parziale, delle quotazioni di borsa dei fondi nel periodo luglio, agosto e settembre 2007 segnala una nuova crescita dello sconto sul NAV. Ciò sembra suggerire che, terminato l'"effetto OPA", lo sconto possa ricominciare a salire tendendo verso il suo valore medio e riportando in evidenza il problema della effettiva liquidità delle quote dei fondi immobiliari italiani.

L'osservazione del mercato dirà se il post OPA farà registrare un totale rientro del fenomeno nei *range* già registrati prima del giugno 2007 o se la nuova presa di coscienza del mercato e/o nuovi "interventi esterni" (nuove OPA, rinnovato interesse degli investitori istituzionali ecc.) potranno segnare un passaggio a maggiori livelli di efficienza da misurarsi in termini di minore sconto sul NAV.

7. Conclusioni

Il fenomeno di discontinuità sull'andamento del normale valore delle quote dei fondi immobiliari, rappresentato dalle OPA di inizio e metà estate, sembra suggerire che le preoccupazioni degli investitori sulle valutazioni degli esperti indipendenti fossero eccessive e che i fondi possano diventare appetibili anche per i grandi investitori. Di tale dinamicità ha beneficiato quasi tutto il comparto e senza che necessariamente l'incremento dei volumi per il singolo fondo dovesse essere particolarmente significativo: l'effetto, di fatto, è avvenuto a livello di sistema.

Tale effetto sembra peraltro già ridimensionato: il valore dello sconto sta lentamente tornando verso il suo valore medio.

Il fenomeno dello sconto sembra, infatti, avere bassa volatilità nel lungo periodo e ciò a dispetto della grande dinamicità che mercato immobiliare ha fatto registrare in questi ultimi anni.

Le analisi svolte sono parziali e saranno oggetto di approfondimento, in particolare per quanto attiene gli aspetti di *performance* dei fondi, nella speranza di individuare relazioni che possano contribuire a spiegare il *puzzle*.

Lo studio sarà ulteriormente approfondito anche con riferimento alle eventuali relazioni lineari tra volumi scambiati e sconto.

Esprimere aspettative in merito ai risultati attesi risulta in questa fase, anche in relazione ai recenti eventi, particolarmente difficile. Solo l'osservazione del

mercato nei prossimi mesi potrà suggerire nuove risposte ai numerosi interrogativi rimasti aperti.

Al fine di sviluppare l'analisi svolta, si intende approfondire ulteriormente lo studio elaborando una regressione multivariata in cui, per ciascun fondo, la variabile-sconto è messa in relazione con alcune delle caratteristiche fondamentali dei fondi quali la durata, la tipologia (ordinario o ad apporto), la natura (pubblico o privato), la struttura (ad accumulo o a distribuzione dei proventi) e la diversificazione del portafoglio immobiliare (destinazioni d'uso, localizzazione geografica ecc).

Bibliografia

- ABI (1994), *Fondi immobiliari e banche: una nuova opportunità*, Bancaria Editrice, Roma.
- ABI (1995), *La disciplina dei fondi immobiliari chiusi*, in *Le norme del mercato mobiliare*, Bancaria editrice, Roma.
- Alemanni B. (2001), "Psicologia e finanza. Efficienza dei mercati e gestione di portafoglio", *Newfin*, Working paper.
- Alemanni B. (2003), *L'investitore irrazionale. Scelte di investimento e gestione di portafoglio nella behavioural finance*, Bancaria Editrice, Roma.
- Anello P., Rizzini Bisinelli S. (1996), "I fondi comuni immobiliari come strumento per la smobilizzazione di patrimoni immobiliari", *Dirigenza Bancaria*, n. 50.
- Assogestioni (da 2001 al 2006), *Andamento di settore dei fondi immobiliari*.
- Assogestioni (2006 e 2007), *Fondi immobiliari – Rapporto semestrale*.
- Assogestioni (2006 e 2007), *Andamento di settore dei fondi immobiliari – Rapporto semestrale*.
- Assogestioni (2006 e 2007), *Composizione attività fondi immobiliari – Rapporto semestrale*.
- Assogestioni (2006 e 2007), *Fondi immobiliari: destinazioni d'uso e aree geografiche – Rapporto semestrale*.
- Assogestioni (2006 e 2007), *Fondi immobiliari: caratteristiche anagrafiche – Rapporto semestrale*.
- Beltratti A., Miraglia R. (2001), *I fondi comuni di investimento*, Carocci, Roma.
- Berk J., Stanton R. (2004), "A rational Model of Closed-End Fund Discount", *National Bureau of Economic Research*.
- Berk J. B., Stanton R. (2007), "Managerial Ability, Compensation, and the Closed-End Fund Discount", *The Journal of Finance*, Vol. LXII, n. 2.
- Biasin M. (2005) *L'investimento immobiliare*, Il Mulino, Milano.
- Cacciamani C. (2004), *Fondi immobiliari finalizzati*, Egea, Milano.
- Cacciamani C. (2004), *Il rischio immobiliare*, Egea, Milano.
- Cacciamani C. (2005), *Gli investimenti immobiliari - un modello di decisione e valutazione dei veicoli giuridici*, Egea, Milano.

- Catella M., Breglia M. (2000), *I fondi di investimento immobiliare*, Il Sole 24Ore, Milano.
- Cesarini F. (2003), *Banca e finanza immobiliare*, Bancaria Editrice, Roma.
- Cenni S., Ferretti R. (2004), *Economia dei mercati e degli strumenti finanziari*, Giappicchelli Editore, Milano.
- Chen N. F., Kan R., Miller M. H. (1993), "Are the Discounts on Closed-End Funds a Sentiment Index?", *The Journal of Finance*, Vol. 48, n. 2.
- Cherkes M., Sagi J., Stanton R. (2007), "A liquidity-based theory of closed-end funds", *Review of Financial Studies*, Working Paper Series.
- Chopra N., Lee C. M. C., Shleifer A., Thaler R. H. (1993), "Yes. Discounts on Closed-End Funds Are a Sentiment Index", *The Journal of Finance*, Vol. 48, n. 2.
- Elton E. J., Gruber M. J., Busse J. A. (1998), "Do investors care about sentiment?", *Journal of Business*, Vol. 71, n. 4.
- Doukas J. A., Milonas N. T. (2004), "Investor Sentiment and the Closed-end Fund Puzzle: Out-of-sample Evidence", *European Financial Management*, Vol. 10, n. 2.
- Gasbarro D., Johnson R. D., Zumwalt J. K. (2003), "Evidence on the Mean-Reverting Tendencies of Closed-End Fund Discounts", *The Financial Review*, n. 38.
- Gentry W. M., Jones C. M., Mayer C. J. (2004), "Do Stock Prices Really Reflect Fundamental Values? The Case of REITs", *National Bureau Of Economic Research*, Cambridge (MA), Working Paper n. 10850.
- Giannotti C. (2006), *La gestione del fondo immobiliare*, EGEA, Milano, 2006.
- Hoesly M., Macgregor B. D. (2004), *Property investment*, Pearson Education Ed., London.
- IFMA (2004), *Benchmarking- Modalità di gestione e costi delle facility*, III edizione, IFMA.
- Lee C. M. C., Shleifer A., Thaler R. H. (1991), "Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol. 46, n. 1.
- Levy-Yeyati E., Ubide A. (2000), "Crises, Contagion, and the Closed-End Country Fund Puzzle", *IMF Staff Papers*, Vol. 47, n. 1.
- Merola F. (2004), *I fondi immobiliari*, Il Sole 24Ore, Milano.
- Metelli F. (200), *Manuale del Risparmio Gestito*, Il Sole 24Ore, Milano.
- Morri G., McAllister P., Ward C. (2005), "Explaining Deviations from NAV in UK Property Companies: Rationality and Sentimentality", 12° ERES Annual Meeting, Dublino.
- NAREIT (2001), *European Investor Conference focused on the outlook for U.S. property markets and REIT operating performance*, Abstract.
- Nomisma, IPD (2004 e 2005), *Linee guida per la valutazione immobiliare*.
- Nomisma, IPD (2004 e 2005), *Italian consultative property index*,
- Nomisma, IPD (2007), *Osservatorio sul mercato immobiliare, Rapporto Quadrimestrale*, marzo 2007 e *Rapporto Semestrale*.
- Pontiff J. (1996), *Costly Arbitrage: Evidence from Closed-end Funds*, *The Quarterly Journal of Economics*.

Annalisa Ferrari

Il puzzle dei fondi immobiliari quotati italiani: evidenze dalle prime OPA sul segmento MTF di Borsa Italiana

Impresa Progetto – Rivista on line del DITEA, n. 1, 2008

Porzio C., Sampagnaro G. (2007), *L'investimento immobiliare*, Bancaria Editrice, Roma.

Ross S. (2002), "Neoclassical finance, alternative finance and the closed end fund puzzle", *European Financial Management*, n. 8.

Scenari Immobiliari (da 2004 a 2007), *I fondi immobiliari in Italia e all'estero*, Scenari Immobiliari Pubblicazioni.

Tecnoborsa (2006), *Codice delle valutazioni immobiliari*, III edizione, Tecnoborsa Pubblicazioni, Dario Flaccovio Editore.

Youngsoo K., Bong Soo L. (2007), "Limited participation and the closed-end fund discount", *Journal of Banking & Finance*, n. 31.

Annalisa Ferrari

Dottoranda di ricerca in Banca e Finanza (XXI ciclo)

SEFEMEQ - Dipartimento di Studi Economico-Finanziari e Metodi Quantitativi

Facoltà di Economia, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"

Via Columbia 2

00133 Roma

e-mail: aferrari @ economia.unige.it