

Perché alla fine resta solo il mattone

di **GUSTAVO GHIDINI***
ed **EMILIO GIRINO****

Che la singola iniziativa avventuriera e disonesta possa tradursi in un bagno per alcuni, anche molti, risparmiatori è un accadimento che, volente o nolente, chi investe deve mettere in conto. Quel che invece il risparmio (così come chi lo controlla o dovrebbe controllarlo) non ha mai messo in preventivo era ed è una crisi generalizzata del sistema: banche storiche che si decompongono nel volgere di un mese; enti apparentemente granitici soggetti a incessanti emorragie di fondi, strutture finanziarie che garantivano interi paesi i cui patrimoni si liquefanno in un'estate, un'invocazione di soccorso della mano pubblica in aperta contraddizione con i dichiarati autosufficienti modelli di mercato, che tutto stanno rivelando tranne che la capacità di farcela da soli. In un tale scenario, il disorientamento del risparmiatore è inevitabile e comprensibile. La domanda è: di chi ci si può fidare, visto che anche il grande marchio e la passata reputazione non sembrano più costituire di per sé una garanzia? Ma, soprattutto, in che cosa investire? Tradizionalmente, le crisi borsistiche registrano una costante fuga di capitali verso altri lidi. E, tipicamente, l'immobile ha sin qui costituito il bene rifugio per eccellenza. Sennonché, l'attuale crisi finanziaria nasce proprio dallo scoppio di una bolla immobiliare, per cui, nell'immaginario collettivo, anche il mattone perde il suo fascino protettivo. Senza contare che un investimento immobiliare diretto non è alla portata di tutti e comunque implica costi (anche di mantenimento) non di poco momento. L'immobile resta, per forza statistica, un bene a rendimento costante e sicuro. La bolla speculativa americana è stata dovuta a un'ottimistica esagerazione dei valori in sede di erogazione dei prestiti, all'abnorme dilatazione di questi ultimi e all'ancor più abnorme lievitazione del volume di indebitamento: crollato il mercato dei mutuari, sovresposti oltre i limiti di una ragionevole capacità finanziaria, anche il mercato immobiliare ha registrato uno sgonfiamento di valore. In sé, tuttavia, l'immobile rimane un bene sicuro: tanto sicuro che le disposizioni che regolano le nuove obbligazioni bancarie garantite (co-

vered bond) ammettono espressamente che la speciale garanzia che deve assistere questi titoli praticamente privi di rischio deve fondarsi su «attivi di qualità» e tali vengono considerati i crediti ipotecari su immobili residenziali e commerciali, purché il credito che vi insista non ecceda rispettivamente l'80% e il 60% del loro valore corrente. Esiste poi uno strumento che consente un investimento frazionato in immobili e che sin qui ha registrato una fortuna piuttosto modesta ancorché crescente. Alludiamo ai fondi immobiliari. L'uso sin qui è stato abbastanza contenuto, ma dal 2001 al 2007 il loro numero è cresciuto da 7 a 186 unità e la previsione è di un incremento ben oltre i 200 fondi prima di fine anno. Gli studi più recenti danno conto di una performance media, al netto delle correzioni di inizio 2008, intorno al 7% all'anno.

Allo stato, gli immobiliari italiani hanno superato senza grossi danni la crisi dei subprime e non hanno risentito (in ciò favoriti anche dalla loro struttura di fondi chiusi) dei pesanti saldi negativi di raccolta registrati invece dai fondi mobiliari. L'Italia è il quarto emittente europeo, dopo Germania, Olanda e Regno Unito. La sfiducia o la freddezza che sin qui lo strumento ha registrato nell'universo del risparmio italiano sono state per lo più motivate dall'uso improprio dello strumento, spesso impiegato dagli stessi proprietari immobiliari per monetizzare immobili propri senza perdersi sostanzialmente il controllo. Motivo per cui, fra l'altro, l'ultima manovra finanziaria ha inasprito la tassazione dei proventi e dei guadagni di capitale, elevandola dal 12,5 al 20% e introducendo una patrimoniale dell'1% sui fondi familiari. Tuttavia, in una prospettiva di rilancio dei mercati finanziari, il fondo immobiliare potrebbe rivelarsi uno strumento di particolare attrattiva (permettendo investimenti immobiliari indiretti di importo anche contenu-

to, senza gli oneri e i costi insiti nell'acquisto diretto) e, nel contempo, di una certa sicurezza. Le norme che lo regolano impongono una speciale trasparenza nella stima delle quote, affidandola a esperti indipendenti chiamati a valutare una molteplicità di fattori, dunque non costretti a recepire meccanicamente e immediatamente i mutevoli umori del mercato: in tal senso il fondo immobiliare può rivelarsi anche un utile strumento antipánico. Occorre tuttavia ripensare e adattare la normativa vigente, perché quella sicurezza e quella trasparenza possano uscire incrementate a favore del risparmio non professionale che intenda avvicinarsi più seriamente a questo tipo di investimento. In tale direzione, il fondo destinato agli investitori non istituzionali dovrebbe attenersi a criteri di scelta negli immobili da acquisire particolarmente rigorosi, secondo modelli di selezione analoghi a quelli previsti per gli eligible asset dei covered bond, puntando su immobili di sicuro pregio e ad alta potenzialità di rivalutazione. Occorre poi rendere l'investimento più appetibile per il piccolo risparmiatore, attenuando la (pur logica e inevitabile) rigidità connessa alla struttura chiusa del fondo e stimolando una politica di distribuzione dei flussi generati dagli immobili oggetto di investimento. Si dovrebbe peraltro ridurre la possibilità, almeno per i fondi destinati al grande pubblico, di un investimento indiretto in quote di società immobiliari, allo scopo di impedire un'eccessiva diluizione del fondamentale e non pregiudicare il regime di trasparenza. Sul piano fiscale, poi, una soluzione meno penalizzante per il fondo destinato al grande pubblico potrebbe rivelarsi, nelle circostanze, tutt'altro che inopportuna. (riproduzione riservata)

(*) *Ordinario nell'Università degli Studi di Milano;*

Docente Luiss Guido Carli, Roma;

Partner, Studio Ghidini,

Girino & Associati

(**) *Docente Cuaa Financé - Vicenza;*

Partner, Studio Ghidini,

Girino & Associati

I nostri private banker hanno un punto di vista privilegiato sul mondo.

Gruppo Banca FIDEURAM

Banca FIDEURAM SANBIOINVEST

Generazioni di valore

Società del gruppo: INTESA SANPAOLO

COMMENTI

**Perché
alla fine
ci resta
soltanto
il mattone**

(a pag. 5)

IL CRESCENDO DEL GIORNO

TUna straordinaria inaugurazione, lunedì sera, quella della seconda edizione del Festival internazionale della musica Milano-Torino (MiTo). Un programma intenso, estremamente colto, quello approvato dal Coordinamento del festival e dal suo presidente, Francesco Micheli. Con gli ultimi 40 minuti caduti dalla suite pianistica Tableaux d'une Exposition di Modest Petruvic Musorgskij, composta dal musicista russo in memoria dell'amico pittore, scenografo e architetto Victor Garmman. Con un crescendo grandissima verve con cui Micheli, grazie alla Royal Concertgebouw Orchestra e al direttore lettone Mariss Jansons, ha voluto trasmettere una carica di ottimismo e vivacità a un milieu industriale e finanziario milanese in stato catatonico: forza e coraggio!