



CHE COSA C'È NEL PORTAFOGLIO DEI FONDI IMMOBILIARI



INDEBITAMENTO

**QUANTO USANO
LA LEVA
I GESTORI
DEL MATTONI**

QUOTAZIONI

**UNICREDITO
IMMOBILIARE UNO
E ALPHA POSSONO
ANCORA CORRERE
IN BORSA**

VETRINA

**DA PARVEST
UN PRODOTTO
ANTI-INFLAZIONE,
CREDIT SUISSE
PUNTA SUI TITOLI
VALUE USA**

MARCO SANGIORGIO
DI FIMIT

IL VALORE DEI FLUSSI DI CASSA E LE VALUTAZIONI DEGLI ASSET IN PORTAFOGLIO

	BASE VALUE	RANGE DI VALUTAZIONE (MILIAIARDI) (1) MASSIMO (2)		NAV AL 30.06.2004	FAIR DISCOUNT (1) VAL. 2004	QUOT. DI BORSA AL 30.06.2004	PERF. DI BORSA I SEM. 2004	QUOT. DI BORSA AL 27.10.2004
Alpha	2.694	4.354	5.186	3.670	-26,6%	2.560	4,45%	2.851
Bnl portfolio immobiliare	1.958	1.850	2.422	2.941	-33,4%	2.153	2,72%	2.240
Bnl portfolio immobiliare crescita	1.779	1.376	1.697	3.042	-41,5%	2.180	9,11%	2.409
Immobiliun 2001	3.478	3.832	4.395	5.611	-38,0%	3.689	8,27%	3.650
Nextra immobiliare Europa	1.005	945	1.136	2.539	-60,4%	1.575	-6,86%	1.683
Nextra sviluppo immobiliare	1.791	2.119	2.528	3.084	-41,9%	1.935	-3,25%	2.046
Piramide globale	1.931	2.172	2.516	2.303	-16,2%	1.960	-0,50%	1.980
Polis	1.791	2.034	2.364	2.360	-24,1%	1.786	5,15%	1.839
Securifondo	2.248	2.520	2.901	3.004	-25,2%	2.500	3,43%	2.450
Unicredito immobiliare 1	2.318	3.594	4.123	2.820	-17,8%	1.999	4,23%	2.143
Valore immobiliare globale	4.422	4.846	5.709	5.818	-24,0%	4.350	-13,00%	4.470

Base value: flussi di cassa, proiezione finanziaria netta e ipotesi di vendita degli immobili al prezzo di acquisto, valutazione minima e massima, ipotesi di vendita degli immobili al valore di mercato con capitale del 7,5% e dell'8%; Nav di bilancio e fair discount: differenza tra base value e NAV; sui dati del primo semestre 2004, con il prezzo in Borsa di 30 giugno e di 27 ottobre e la parità monetaria tra primo semestre e secondo semestre, il cambio di tasso di cambio e il cambio partners.

UN MERCATO DA 5 MILIARDI. PRONTO A RADDOPPIARE IN POCCHI MESI

Quanto rende il mattone dei fondi

Un'analisi mette in evidenza chi sa produrre maggiori cash flow. Ma in Borsa...



Sopra, Francesco Silva, amministratore delegato di e.Capital partners. A destra, Marco Sangiorgio, direttore generale di Fimit, la sgr del gruppo Capitalia che gestisce i fondi immobiliari Alpha e Beta

di Leo Campagna e Daniela Stigliano

È un mercato da 5 miliardi di euro, per l'84% in mano agli investitori retail. E il suo valore è destinato a raddoppiare nei prossimi mesi, con il nuovo fondo con gli asset dello Stato per circa 4 miliardi e di altri prodotti. I fon-



di immobiliari italiani sono oltre 20 e, dopo cinque anni di rodaggio (i primissimi sono partiti nel 1999), costituiscono uno strumento importante tra le alternative di investimento. A patto di comprendere bene la loro natura di impiego a lungo termine. E di scegliere tra chi può dare le maggiori soddisfazioni in termini di guadagno, a scadenza e nel tempo. Come? Andando a guardare, per esempio, l'attuale composizione del portafoglio immobiliare, gli obiettivi di investimento e di rendimento, i flussi di reddito che garantiscono gli asset e, soprattutto, le possibilità di realizzare plusvalenze nella cessione degli immobili posseduti. In una parola: la bravura del gestore. *Il Mondo* ha provato a farlo, prendendo come spunto l'analisi condotta dalla società di consulenza e.Capital partners sulla base dei bilanci semestrali dei fondi immobiliari, in particolare quelli quotati in Piazza Affari, e ascoltando gli operatori del mercato.

Il parametro solitamente utilizzato per valutare i fondi immobi-

liari e il loro rendimento è il Nav, Net asset value, ovvero il valore a prezzi correnti di mercato attribuito per legge agli asset in portafoglio da professionisti indipendenti iscritti all'albo da almeno cinque anni: una fotografia di un dato potenziale che non tiene per esempio conto di elementi come i flussi di cassa e l'effettiva capacità del gestore di realizzare plusvalenze. L'analisi condotta da e.Capital partners privilegia invece i ricavi da locazione e il cash flow in generale, «anche se», sottolinea l'amministratore delegato, **Francesco Silva**, «la differenza vera la farà il track record dei gestori, come avviene per il private equity. Nei prossimi due-tre anni si vedrà chi è bravo e chi no, ma per ora non c'è esperienza sufficiente per una valutazione di questo genere perché solo adesso stiamo assistendo alle prime dismissioni». Operazioni che nell'ultimo anno hanno avuto un ritmo molto sostenuto (vedere tabella a pagina 73).

Il dato per il momento individuato da e.Capital partners è chiamato base value, un valore

IN 22 GIÀ SUL MERCATO (MA TANTI SONO ALLA PARTENZA)

Fondista	Settore	IN CASSA (ESCL. ESCL. SOSTA)	NAV (ESCL. SOSTA) 2003	Variaz. Nav (ESCL. SOSTA) 2003 (%)	Qualificazione	DISTINTE/ACCUMULATE/ACCUMULATE/ACCUMULATE (%)
Alpha	Fimit	11	381.202.434	4,82%	SI	ACC / DISTR
Beta	Fimit	7	280.100.000	n.d.	NO	ACC / DISTR
Bnl portfolio immobiliare	Bnl fondi immobiliari	6	358.753.003	2,25%	SI	DISTR
Bnl portfolio immobiliare crescita	Bnl fondi immobiliari	5	210.493.642	5,79%	SI	ACC
Caravaggio	Sorgente	8	120.600.000	n.d.	NO	DISTR
Estense grande distribuzione	Bnl fondi immobiliari	9	207.000.000	2,50%	SI (2)	DISTR
Fondo Lazio	Bnl fondi immobiliari	3	205.700.000	n.d.	NO	n.d.
Immobiliun 2001	Beni Stabili gestioni	13	145.890.312	1,70%	SI	ACC / DISTR
Invest real security	Beni Stabili gestioni	10	143.200.000	n.d.	NO	ACC / DISTR (3)
Investietico	Bipiemme real estate	8	168.759.617	4,13%	NO (4)	DISTR
Investire residenziale 1	Investire immobiliare	4	140.700.000	n.d.	NO	DISTR
Investire residenziale 2	Investire immobiliare	4	281.400.000	n.d.	NO	DISTR
Mediolanum property	Mediolanum gestione fondi	14	n.d.	n.d.	NO	DISTR
Michelangelo	Sorgente	6	136.000.000	5,32%	NO	DISTR
Nextra immobiliare Europa	Nextra investment management	13	215.401.938	1,21%	SI	DISTR
Nextra sviluppo immobiliare	Nextra investment management	13	205.629.154	3,76%	SI	DISTR
Piramide globale	Deutsche bank fondi immobiliari	11	287.836.347	2,19%	SI	ACC
Polis	Polis fondi	8	304.391.252	4,73%	SI	ACC / DISTR
Securfondo	Beni Stabili gestioni	11	180.239.804	2,00%	SI	ACC / DISTR
Tecla fondo uffici	Pirelli & c real estate	7	478.304.040	n.d.	SI	DISTR
Unicredito immobiliare 1	Pioneer investment management	11	451.227.906	2,44%	SI	DISTR
Valore immobiliare globale	Deutsche bank fondi immobiliari	10	179.482.848	2,16%	SI	DISTR (5)

La classifica dei fondi sul mercato è basata sui dati di gestione, durata e risultato medio annuo. Sono stati considerati i dati del primo semestre 2004 e gli indicatori "Coste" e "Compartimento" sono distribuiti nel periodo 1° - 31° dicembre in Borsa del 3 agosto 2004. * 3 - A distribuzione a partire dalla fine del secondo anno. ** 2° - Per i fondi di partecipazione in azioni, il risultato è stato calcolato come differenza tra il 31/12/03 e il 31/12/04. ** 3° - Per i fondi di distribuzione straordinaria, il risultato è stato calcolato come differenza tra il 31/12/03 e il 31/12/04.

della quota dei fondi determinata attraverso la somma di flussi di cassa attualizzati (ricavi e costi operativi monetari legati alla gestione del fondo e dei beni immobili, già in portafoglio, fino alla scadenza), posizione finanziaria netta e valore attuale degli immobili in portafoglio, nell'ipotesi conservativa di cederli al valore al quale sono stati acquistati. Lo studio calcola inoltre un range di valutazione, con un valore minimo e uno massimo in base alla possibilità di vendere gli asset a scadenza al valore di mercato, utilizzando un cap rate (rapporto tra ricavi da locazione e Nav) rispettivamente del 7,5% e del 6%. Più la quota attuale del fondo, in Borsa o in base al Nav, è distante da questi parametri, maggiori sono le potenzialità di crescita (o di perdita).

I fondi con le prospettive migliori sarebbero, secondo questi dati,

Alpha di Fimit, guidata dal direttore generale **Marco Sangiorgio**, e Unicredito immobiliare uno, affidato al responsabile del dipartimento Real estate di **Pioneer**, **Andrea Musso**, che in Borsa sono andati bene nel primo

semestre dell'anno e pure nei mesi successivi, come previsto anche da e.Capital partners (vedere box a pagina 74). Mentre in ultima posizione si troverebbe Bnl portfolio immobiliare crescita, che invece in assoluto mostra

C'È ANCORA TANTA LIQUIDITÀ DA INVESTIRE

	NUMERO DI FONDI	% DI VALORE IN INVESTIMENTO		LIQUIDITÀ DA INVESTIRE	
		2004	2003	2004	2003
Alpha	25	93,7%	92,2%	0	0
Bnl portfolio immobiliare	18	82,5%	81,2%	0	0
Bnl portfolio immobiliare crescita	7	84,9%	80,6%	0	37.206.777
Estense grande distribuzione	12	79,5%	73,3%	27.282.072	nd
Immobiliun 2001	7	75,4%	75,6%	2.555.697	32.144.729
Nextra immobiliare Europa	6	58,7%	50,3%	0	5.330.800
Nextra sviluppo immobiliare	12	77,0%	66,8%	0	0
Piramide globale	9	92,1%	86,3%	0	0
Polis	8	77,0%	84,1%	22.421.891	6.482.510
Securfondo	14	84,1%	82,1%	9.124.982	8.806.651
Tecla fondo uffici	64	82,7%	81,1%	0	0
Unicredito immobiliare 1	9	61,1%	58,9%	4.417.719	4.906.115
Valore immobiliare globale	7	85,9%	82,2%	0	3.291.403

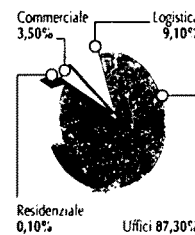
Fonte: e.Capital partners. La liquidità in portafoglio da investire per i 3 fondi quotati in Borsa è di circa 30 milioni.

COME SI LEGGONO GRAFICI E TABELLE

L'asset allocation del portafoglio al 30 giugno 2004 dei fondi quotati. Nelle tabelline è riportato il rendimento delle tipologie di immobili in base a tre parametri: rendimento d'ingresso (rapporto tra ricavi da locazione del primo anno in cui l'immobile è stato acquistato e relativo costo storico); rendimento atteso per il 2004 (rapporto tra ricavi da locazione dell'anno e costo storico dell'asset); cap rate (rapporto al 2003 tra ricavi da locazione e valore degli asset in base alle valutazioni degli esperti). Fonte: e.Capital partners

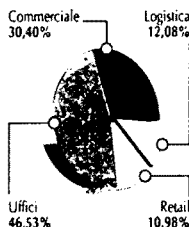
ALPHA

Per Alpha viene riportata solo l'asset allocation: i valori di rendimento e il cap rate non sono stati calcolati, in quanto il fondo è ad apporto. Nel corso del primo semestre del 2004, Alpha non ha condotto alcuna operazione di acquisto o dismissione



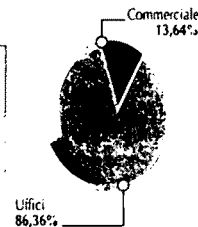
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE

DESCR. USO	RENDIMENTO d'INGRESSO	RENDIMENTO atteso 2004	CAP RATE 2003
Commerciale	7,88%	7,89%	7,07%
Logistica	9,20%	9,57%	8,23%
Retail	5,56%	7,74%	7,50%
Uffici	7,52%	6,51%	5,44%



BNL PORTF. IMM. CRESCITA

DESCR. USO	RENDIMENTO d'INGRESSO	RENDIMENTO atteso 2004	CAP RATE 2003
Commerciale	8,51%	8,67%	8,04%
Uffici	7,27%	7,07%	6,23%



Andrea Musso, responsabile del dipartimento real estate di Pioneer (gruppo Unicredito)

la performance di mercato migliore: il fondo ha del resto scelto (e chiarito nel prospetto) di non prevedere distribuzione di proventi; inoltre, la politica di investimento punta su immobili non locati, spesso acquistati in asta, da rivalutare e mettere a reddito. «Non si può pensare di stimare il valore di realizzo partendo dal prezzo di acquisto», commenta Michele Cibrario, amministratore delegato di Bnl fondi immobiliari, «la metodologia è sbagliata e mette a confronto prodotti diversi. Il nostro terzo fondo, Estense, per esempio, è molto orientato ai flussi di cassa perché è concentrato nel settore della grande distribuzione, mentre Portfolio immobiliare, il primo, è diversificato, ha flussi di cassa e utilizza molto la leva».

L'analisi di e.Capital partners, insomma, offre nuovi spunti di valutazione e arricchisce il dibattito

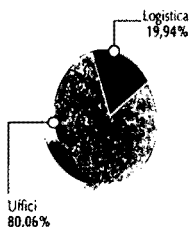
sui fondi immobiliari, ma incontra anche qualche perplessità. «La metodologia di valutazione basata sul cash flow è sposata in pieno dai nostri fondi che sono ad apporto e a liquidazione, hanno l'obiettivo di dismettere anno per anno fino alla scadenza una parte del loro patrimonio, puntando a distribuire almeno l'80% dei proventi e a rimborsare una parte del capitale anno per anno», dice Giulio Malfatto, amministratore delegato di Pirelli re. E pure per Gerardo Solaro del Borgo, direttore generale di Deutsche bank **fondi immobiliari** «l'analisi dei flussi di cassa è sostanzialmente corretta per la valutazione dei fondi immobiliari chiusi, in quanto prescinde dalle plusvalenze virtuali di portafoglio che sono tutte da verificare al momento dell'effettivo realizzo sul mercato. Non mi convince, però», precisa, «la valutazione

indistinta della tipologia di cash flow: per esempio, il settore logistica è caratterizzato da alti canoni di locazione e basse probabilità di capital gain, mentre per i negozi è vero il contrario. Inoltre, se un immobile locato con un canone superiore alla media di mercato è vicino alla fine del contratto, le probabilità di una riduzione di canone in fase di rinnovo o, addirittura, di una vacancy sono più alte».

Musso insiste invece sulla necessità di leggere bene tra le righe del bilancio: «Per esempio, Unicredito immobiliare uno ha uno stabile a Milano locato al **Sole 24 Ore** con un valore di carico di 21 milioni ma con prezzi di mercato più elevati di dieci volte». E decisamente a favore del Nav è Eugenio Radice Fossati, fund manager di Polis e docente di finanza aziendale al Politecnico di Milano: «Il problema è semmai le-

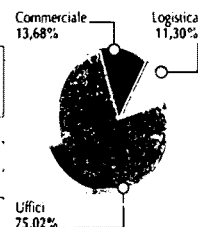
IMMOBILIUM 2001

DESCR. USO	RENDIMENTO d'INGRESSO	RENDIMENTO atteso 2004	CAP RATE 2003
Logistica	9,03%	9,20%	8,71%
Uffici	7,10%	7,23%	6,40%



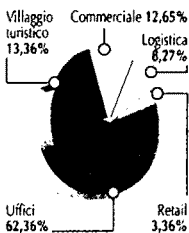
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA

DESCR. USO	RENDIMENTO d'INGRESSO	RENDIMENTO atteso 2004	CAP RATE 2003
Commerciale	7,51%	7,93%	6,91%
Logistica	6,65%	6,78%	5,84%
Uffici	6,40%	6,59%	5,83%



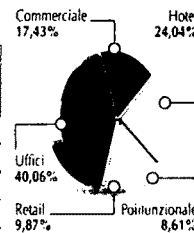
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE

DESCRIZIONE	RENTAL (MIGLIORATO)	RENTAL (MIGLIORATO) 2003	CAP RATE 2003
Commerciale	7,84%	8,20%	7,27%
Logistica	6,65%	6,78%	5,84%
Retail	8,98%	9,31%	7,25%
Uffici	7,14%	7,55%	6,47%
Villaggio turistico	n.d.	n.d.	n.d.



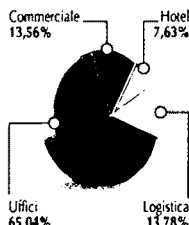
PIRAMIDE GLOBALE

DESCRIZIONE	RENTAL (MIGLIORATO)	RENTAL (MIGLIORATO) 2003	CAP RATE 2003
Commerciale	8,55%	7,87%	8,05%
Hotel	6,09%	6,21%	5,49%
Polifunzionale	n.d.	n.d.	n.d.
Retail	6,19%	6,30%	5,83%
Uffici	6,78%	6,79%	6,25%



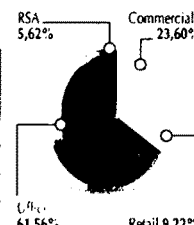
POLIS

DESCRIZIONE	RENTAL (MIGLIORATO)	RENTAL (MIGLIORATO) 2003	CAP RATE 2003
Commerciale	7,56%	7,81%	7,15%
Hotel	6,93%	7,39%	6,60%
Logistica	7,17%	7,30%	6,94%
Uffici	7,17%	7,53%	6,54%



SECURFONDO

DESCRIZIONE	RENTAL (MIGLIORATO)	RENTAL (MIGLIORATO) 2003	CAP RATE 2003
Rsa	6,99%	6,80%	7,19%
Commerciale	7,27%	7,57%	5,93%
Retail	7,69%	8,14%	6,99%
Uffici	7,17%	7,57%	6,43%



Michele Cibrario, amministratore delegato di Bnl fondi immobiliari



Eugenio Radice Fossati, fund manager di Polis

gato ai valutatori, che dovrebbero essere maggiormente responsabilizzati: si potrebbe farli dipendere direttamente dagli organi di vigilanza, Consob o Banca d'Italia, evitando che le sgr li remunerino direttamente: potrebbero così lavorare in pool ed esprimere valutazioni più omogenee sugli immobili in portafoglio ai diversi fondi».

In mancanza di storia sull'abilità in tema di plusvalenze da parte dei gestori, l'attenzione non può che spostarsi sulla loro capacità di fare investimenti in fretta, di mettere a reddito gli immobili e sulla diversificazione nella composizione del portafoglio, in termini di asset e non solo. «Il fon-

do ha cambiato pelle in questo anno», sostiene **Vincenzo Mangalaviti**, responsabile dell'asset management di Unicredito immobiliare uno, «abbiamo fatto 115 milioni di investimenti in dieci mesi, che arriveranno a 160 a fine anno, con il fondo completamente investito. E abbiamo puntato non solo su immobili da reddito ma anche su quelli da riposizionare sul mercato».

Perché «chi compra immobili appena ristrutturati e messi a reddito rischia di più di chi prende immobili per valorizzarli», aggiunge Musso, «mentre bisogna anche saper diversificare, per aree geografiche, per tipologia e per tempi di intervento, con operazioni con vita diversa per spal-

mare le plusvalenze lungo tutta la durata del fondo».

Tecla, per esempio, pur essendo molto concentrato sugli uffici, «ha un portafoglio», spiega Malfatto, «costituito per un terzo da immobili long term, che terremo cioè fino alla conclusione del fondo, immobili core, i cui canoni di affitto sono già ai livelli più alti di mercato, e un terzo in immobili value added, caratterizzati da affitti in fase di rinnovo che possono spuntare più vantaggiose condizioni per il fondo». E molto legato agli uffici, in particolare romani e locati alla pubblica amministrazione, è pure il **fondo Alpha** così come il secondo prodotto di Fimit, Beta, che sarà in Borsa nel primo semestre

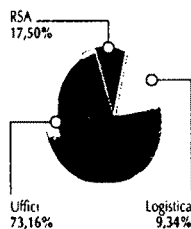
LA LEVA RADDOPPIA MA IN POCCHI LA UTILIZZANO

	Levatura (in %)	Uscita 2003	Levatura (in %)	Uscita 2003	Levatura (in %)	Uscita 2003
Alpha	16,01%	11,52%	Nextra sviluppo immobiliare	28,52%	44,78%	
Bnl portfolio immobiliare	33,88%	32,26%	Piramide globale	6,09%	6,30%	
Bnl portfolio immobiliare crescita	5,75%	0,00%	Polis	0,00%	0,00%	
Estense grande distribuzione	0,00%	0,00%	Securifondo	5,75%	5,84%	
Immobiliam 2001	0,00%	0,00%	Tecla fondo uffici	48,05%	60,00%	
Investietico	0,00%	0,00%	Unicredito immobiliare 1	0,22%	0,03%	
Nextra immobiliare Europa	23,37%	42,70%	Valore immobiliare globale	13,70%	12,02%	

Le iniziative presentate nel 2004 hanno ottenuto il via libera al raddoppio del limite di indebitamento da 30% al 60% ed il volume degli investimenti in portafoglio. Ma sono in pochi ad aver sfruttato questa possibilità. Il capitale presentato era solo leggermente superiore ai 10 miliardi, siamo però passati a utilizzare la leva finanziaria per la valorizzazione degli asset in portafoglio.

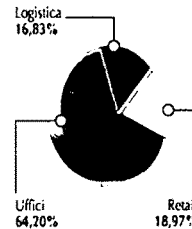
UNICREDITO IMMOBILIARE UNO

DISTRIBUZIONE	RISULTATO D'INTERESSE 2003	RISULTATO ANTICO 2003	CAP. BANC. 2003
Logistica	8,69%	9,27%	7,70%
Rsa	8,48%	8,88%	8,00%
Uffici	6,80%	7,85%	6,02%



VALORE IMMOBILIARE GLOBALE

DISTRIBUZIONE	RISULTATO D'INTERESSE 2003	RISULTATO ANTICO 2003	CAP. BANC. 2003
Logistica	8,68%	8,84%	7,84%
Retail	6,69%	6,81%	6,06%
Uffici	6,51%	6,64%	6,12%



2005 e che, come il primo, dovrebbe promettere ai risparmiatori dividendi elevati e semestrali. «Il mercato degli uffici è fermo», ammette Sangiorgio, «ma con differenze in base alla locazione: al centro le valutazioni sono ancora importanti, le zone meno privilegiate risentono invece del calo dei canoni di locazione. A Bologna, per esempio, dove noi abbiamo alcuni immobili, i canoni sono in riduzione, anche se noi abbiamo contratti a lunga scadenza, ed esiste un effetto di volano nei fondi, per cui non si risente immediatamente di questi fenomeni. Diversificare? L'abbiamo un po' fatto con la logistica, ma ci vogliono anche delle occasioni di qualità».

Simile l'analisi di Solaro del Borgo: «Nel 2005, tra gli asset istituzionali, gli immobili in periferia magari con canoni elevati sono quelli che potrebbero soffrire di più, in particolare nel segmento degli uffici». Per esempio, nei locali che erano stati affittati dalle dot.com nel periodo della new economy, richiesti per i call center, spesso collocati in zone non pregiate: immobili che ora si stanno svuotando e che non trovano facilmente nuovi inquilini. «Se l'economia reale non volge al bello non saranno rose e fiori per tutti ed è importante anche capire il mercato economico in cui sta operando il conduttore», conferma Musso. E pure per Cibrario, «se non si esce dalla sta-

gnazione che dura dal 2001 la situazione sarà difficile». Alcuni settori, però, sono andati meglio di altri. «Proprio per la crisi economica, la grande distribuzione e l'hard discount hanno tirato, mentre la piccola distribuzione è andata male», continua Cibrario. Mentre per e.Capital partners grande potenzialità potranno esprimerla comparti ancora non sfruttati a pieno, come la logistica e, soprattutto, l'alberghiero e le Rsa. «Le residenze sanitarie assistenziali promettono bene sul lungo termine, ma bisognerà puntare su gestori che offrono servizi integrati», considera Musso. Mentre Bnl fondi immobiliari ha già istituito un nuovo fondo solo di alberghi italiani business,



Giulio Malfatto, amministratore delegato della sgr Pirelli real estate

UN 2004 RICCO DI ACQUISTI E CESSIONI

DATA	FONDO	IMMOBILIARE	OPERAZIONE
23-10-2004	Polis	Cernusco sul Naviglio (Mi) (uso uffici)	Acquisto per 19,5 milioni
11-10-2004	Estense grande distribuzione	Centro commerciale a Modena	Acquisto per 5,9 milioni
29-09-2004	Unicredito immobiliare uno	Roma - Via Leone Dehon (residence)	Acquisto per 16 milioni
2-09-2004	Fondo immobiliare dello Stato		Suddivisione del patrimonio immobiliare del fondo in tre parti. Delega di due di queste quote da parte di Investire immobiliare a Pirelli real estate e Bnl fondi immobiliari
28-07-2004	Polis	Hotel Ibis Sesto Fiorentino	Acquisto per 13,161 milioni
27-07-2004	Polis	Via Romagnoli 26 (uso uffici)	Acquisto per 19 milioni
1-07-2004	Tecla fondo uffici	Treviso - Via XX settembre 7 (uso uffici)	Cessione per 4,53 milioni (plusvalenza superiore al 15% del valore di apporto)
16-07-04	Unicredito immobiliare uno	Supermercati Pam a Milano, Verona, Pordenone, Perugia e Trieste (2)	Acquisto di sei immobili per 23,5 milioni (più Iva)
24-06-2004	Polis	Via Visconti di Modrone - Milano (uso uffici)	Cessione per 29 milioni (prezzo d'acquisto pari a 19,9 milioni)
7-05-2004	Bnl portfolio immobiliare crescita	Corsico (Mi) (uso uffici)	Acquisto per 19,53 milioni
01-05-04	Piramide globale	Via Antonini - Milano (uso uffici/commerciale)	Acquisto per 11,5 milioni (più Iva)
01-05-04	Valore immobiliare globale Unicredito immobiliare uno	San Donato Milanese (Mi) (uso uffici)	Acquisto per 9,15 milioni (più Iva)
-	-	Catania - Centro commerciale "La Tenutella"	Acquisto e relativa locazione degli spazi a partire dalla conclusione dei lavori di costruzione prevista per fine giugno 2005
25-02-2004	Caravaggio	Palermo (uso uffici)	Acquisto per 6,7 milioni

Le maggiori operazioni di acquisto e cessione di asset del 2004 in data di suddivisione del patrimonio del fondo dello Stato e in data di acquisto in terzi



TECLA FONDO UFFICI

DISC. L. 100	RENTIM. D'INTESSO	RENTIM. ANNUO 2004	CAP RATE 2003
Uffici	7,09%	7,23%	

Uffici 100%



Arturo Nattino, presidente di Investire immobiliare (gruppo Banca Finnat)

a raccolta ma con portafoglio preselezionato, destinato a investitori istituzionali, e ne sta preparando un altro per il retail che prevede investimenti pure nelle Rsa, «che hanno però un profilo di rischio-rendimento più elevato», dice Cibrario, «per i problemi dei gestori-locatori e pure dei finanziamenti pubblici. Si tratta comunque di settori dell'immobiliare promettenti che richiedono un'attenzione particolare». Ecco che entra in gioco la bravu-

ra del gestore. Anche se, per scegliere il prodotto giusto per le proprie esigenze, è importante considerare altri elementi. E dimenticare quello che è stato un mito della prima ora: che i fondi immobiliari siano simili a Btp.

«Il valore aggiunto si ottiene lavorando sul mercato immobiliare, mentre l'aspetto finanziario sta nella possibilità offerta al risparmiatore di mettere una somma limitata di denaro in quote di un portafoglio molto più ampio», dice Musso. Mentre Sanguigiorgio paragona i fondi immobiliari chiusi «a un'azienda, quindi più a un titolo azionario che obbligazionario». Radice Fossati insiste: «Il capital gain è la conseguenza di una buona gestione».

Cibrario invita a considerare «l'intero ciclo di vita del fondo, guardando bene alla sua scadenza: lo sconto di Borsa, per esempio, dev'essere visto in funzione della scadenza come per un bond. E il risparmiatore deve scegliere anche in base alla diversificazione dei propri investimenti, guardando al rischio settoriale». E Silva tira le somme: «Non è un Btp, perché c'è un gestore che deve dimostrare le sue capacità in acquisto, vendita e gestione, ma nemmeno un titolo azionario puro, perché la leva è comunque limitata al 60% e gli asset sono reali. Certo, l'illiquidità in Borsa non può comunque essere cancellata: non si può insomma pensare di fare day trading con i fondi immobiliari».

LE VALUTAZIONI DI E.CAPITAL PARTNERS SUI PREZZI DI BORSA IN BASE AI FLUSSI DI CASSA

Solo Unicredit immobiliare uno è ancora un affare

Cheap, a buon mercato, è rimasto solo Unicredit immobiliare uno: gli altri tre fondi che, dopo il bilancio 2003, erano sottovalutati secondo e.Capital partners, hanno corso in Borsa negli ultimi mesi e sono entrati a far parte del gruppo delle expensive star, in cui si ritrovavano da fine giugno in nove sui 12 quotati, rispetto ai cinque precedenti (Nextra immobiliare Europa ha recuperato terreno per aver ridotto la liquidità). «I fondi che sono passati dal quadrante C a quello D oggi sono cor-

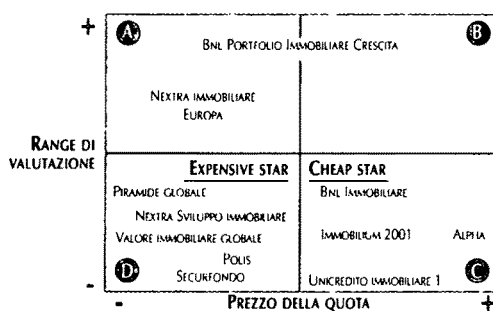
rettamente prezzate dal mercato», spiega Giampiero Schiavo, director di e.Capital partners. Ma con qualche distinguo. Alpha, per esempio, ha sì un base value inferiore al prezzo in Piazza Affari, ma lo stesso valore base è ben distante dal range di valutazione attribuito al fondo. Al contrario, l'unico fondo fuori dai quadranti bassi, Bnl portfolio immobiliare crescita, è penalizzato perché non distribuisce proventi. L'idea su cui si basano le considerazioni di e.Capital partners è in-

fatti che la relazione tra prezzo di Borsa e sconto rispetto al Nav sia determinata sì dalla illiquidità delle quote ma anche dal fatto che i fondi sono valutati dal mercato sulla base dei flussi di cassa che producono e non sulla potenzialità di realizzare plusvalenze immobiliari, in base alle indicazioni che fornisce il valore del Nav. «Quattro delle società che si sono spostate di più in Borsa sono quelle che erano nel quadrante delle cheap star, e questo dimostra che l'approccio è corretto».

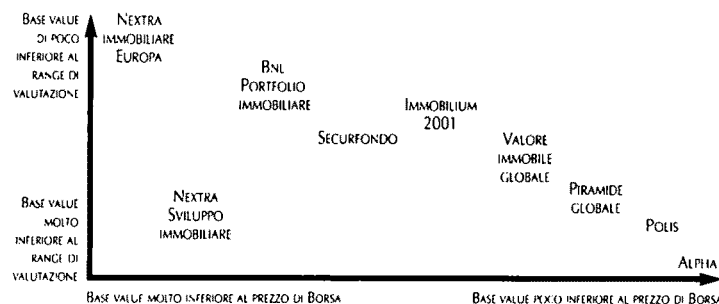


Giampiero Schiavo, director della società di consulenza indipendente e.Capital partners

LE VALUTAZIONI A INIZIO ANNO...



...E LE PREVISIONI DOPO IL PRIMO SEMESTRE



A sinistra, il quadrante in cui si collocano i fondi quotati in Borsa ai primi di bilancio 2004. A destra, il quadrante in cui sono invece prodotti al mercato 2004. Il grafico è escluso perché quotato in corso d'anno. Il Bnl portfolio immobiliare uno cresce a tempo. Bnl portfolio immobiliare uno cresce a tempo. Bnl portfolio immobiliare uno cresce a tempo.