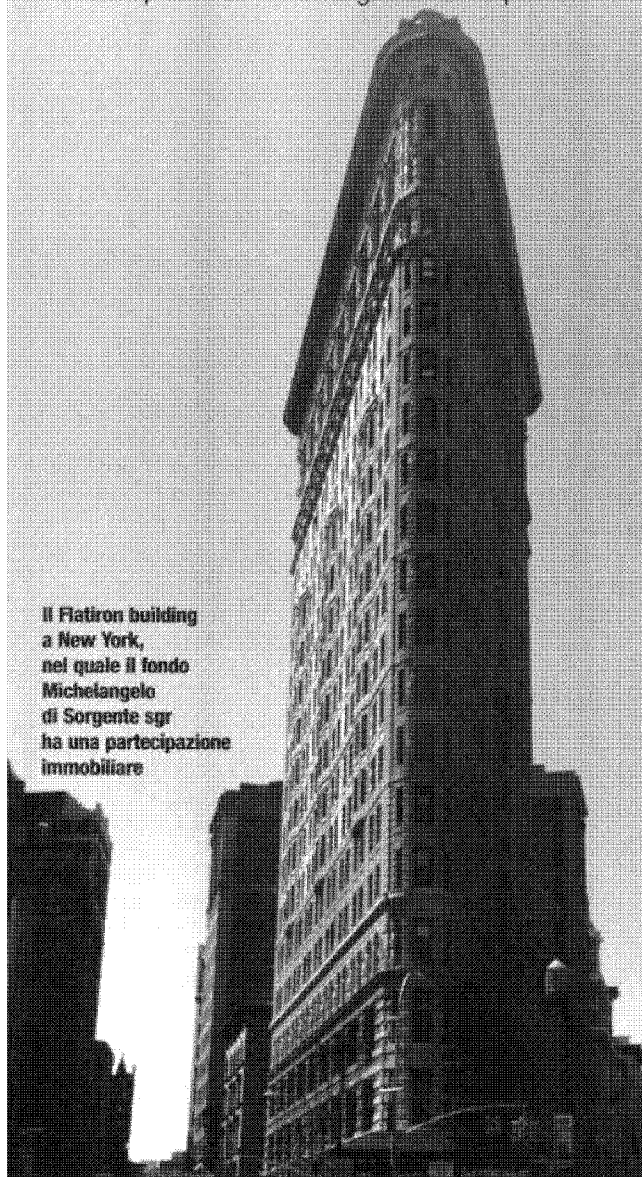


MATTONE &amp; BORSA 1 QUANTO HANNO FRUTTATO I 22 PRODOTTI CHIUSI

# I fondi immobiliari rendono il 9,3%

Il guadagno per i sottoscrittori di quote in fase di collocamento va dal +92,48% di Alpha al -30,17% di Nextra immobiliare Europa. Mentre se si guarda alle performance sul listino...

Un rendimento medio del 9,3% dal collocamento iniziale. Un guadagno 2006 in Borsa del 7,4% e del 2,4% da inizio anno. Ma anche uno sconto, sempre in media, del 24% circa sul valore netto di bilancio (nav) e scambi sul listino che spesso si riducono a poche quote al giorno. È questo il quadro, in sintesi, dei fondi immobiliari chiusi che alla fine del primo semestre 2006, ultimo report Assogestioni disponibile, vantavano oltre 13 miliardi di euro di patrimonio in gestione, equamente divisi tra investitori istituzionali e retail. Tra i fondi che vantano una rivalutazio-



Il Flatiron building a New York, nel quale il fondo Michelangelo di Sorgente sgr ha una partecipazione immobiliare

## TUTTI I NUMERI DEGLI STRUMENTI DI PIAZZA AFFARI

NOME DEL FONDO	SOCIETÀ DI GESTIONE	RENDIMENTO DAL COLLOCAMENTO INIZIALE	VALORE BORSA RISPETTO ALL'ULTIMO NAV (1)
Berenice fondo uffici	Pirelli real estate sgr	10,08%	-33,00%
Daj portfolio immobiliare	Bni fondi immobiliari	14,91%	-21,64%
Atlantico 1	First Atlantic re	4,00%	-21,52%
Europa immobiliare 1	Vegagesit sgr	5,62%	-8,26%
Tecta fondo uffici	Pirelli real estate sgr	49,24%	-24,60%
Securifondo	Beni stabili gestioni sgr	43,16%	-17,16%
Unicredito immobiliare uno	Pioneer im sgr	13,40%	-27,18%
Valore immobiliare globale	Rreef Fondimmobiliari	-4,11%	-32,91%
Nextra immobiliare Europa	Caam sgr	-30,17%	-40,50%
Nextra sviluppo immobiliare	Caam sgr	7,57%	-31,38%
immobilium 2001	Beni stabili gestioni sgr	-17,53%	-36,64%
Fondo Alpha	Fondi immobiliari italiani	92,48%	-15,86%
Invest real security	Beni stabili gestioni sgr	24,27%	-33,66%
Portfolio immobiliare crescita	Bni fondi immobiliari	22,80%	-11,67%
Investibico	Aedes Bipiemme real estate	-10,57%	-30,96%
Polis	Polis fondi sgr	17,22%	-22,68%
Fondo Daj	Fondi immobiliari italiani	17,59%	-1,57%
Piramide globale	Rreef Fondimmobiliari	-7,77%	-32,32%
Olinda fondo shops	Pirelli real estate sgr	10,57%	-28,70%
Obelisco	investre immobiliare sgr	-13,64%	-24,15%
Estense grande distribuzione	Bni fondi immobiliari	3,52%	-12,73%
Caravaggio	Sorgente sgr	-0,15%	-15,42%
Media fondi immobiliari quotati		9,3%	-23,9%
Indice Mts Bot netto			
Indice Mts Btp netto			
Indice fondi comuni italiani			
Indice Msci world (in euro)			
Indice S&P/mib			

In tabella tutti i fondi immobiliari chiusi italiani quotati in Piazza Affari (22) al 7-2-2007 ordinati in base al rendimento di Borsa nel 2007 (performance dal 29-12-2006 al 7-2-2007). Per performance si intende la rivalutazione del prezzo della quota compresi gli eventuali dividendi distribuiti nel periodo indicato. Per ogni fondo immobiliare sono inoltre riportati il rendimento dal collocamento iniziale e lo sconto del prezzo di Borsa corrente rispetto all'ultimo Nav (Net asset value). Ovvero il valore netto di bilancio della quota, calcolato e pubblicato dalla

ne maggiore rispetto al collocamento, spiccano due Fimit (Fondo Alpha e Fondo Beta, rispettivamente, con un +92,48% e un +17,59% di guadagno complessivo), un prodotto Pirelli real estate (Tecla fondo uffici, +49,24%), uno di Bnl fondi immobiliari (Portfolio immobiliare crescita, +22,8%) e uno di Beni stabili gestioni sgr (Securfondo, +43,16%). Proprio di Beni stabili, però, sono due tra i fondi più distanti dal valore di collocamento (Invest real Security e Immobilium 2001, rispettivamente, -24,27% e -17,53%), insieme a un Caam sgr (Nextra Immobiliare Euro-

pa, -30,17%) e a uno di Aedes Bipieme Real Estate (Investietico, -10,57%). Maggiori soddisfazioni, in termini di rendimento, sono invece arrivate se l'acquisto delle quote è avvenuto in Borsa. Infatti, come dimostrano i rendimenti medi calcolati dal Mondo sui fondi immobiliari quotati, compresi dei dividendi distribuiti, nel 2003 il guadagno medio si è attestato al 10,3%, l'anno successivo è salito al 10,8%, nel 2005 è scivolato al 3,5%, per poi riprendersi nel 2006 al 7,4% e aprire il 2007 al 2,1%. In questo caso a dare migliori risultati sono stati: Fondo Alpha, Portfo-

lio immobiliare crescita, Nextra sviluppo immobiliare, Tecla fondo uffici, Investietico, Unicredito immobiliare uno, Securfondo e Berenice fondo uffici. C'è una particolarità, però, che penalizza i fondi immobiliari chiusi quotati a Piazza Affari. Ed è lo sconto al quale trattano rispetto al loro nav (net asset value), ovvero il valore netto di bilancio della quota calcolato e pubblicato dalle sgr stesse. Diversamente da quanto accade su altri mercati, per esempio, in Francia, i prodotti italiani stentano a raggiungere la parità. Lo sconto medio ammonta, appunto, al 24% circa. E nes-

## GUADAGNI E PERDITE IN BORSA

PERFORMANCE AL 7 FEBBRAIO 2007

2007 (2)	(COMPLESSIVI, DA UNO A QUATTRO ANNI)				(SINGOLI ANNI, DAL 2003 AL 2007)			
	A UN ANNO	A DUE ANNI	A TRE ANNI	A QUATTRO ANNI	2006	2005	2004	2003
7,4%	23,2%				11,3%			
6,9%	13,4%	14,0%	21,2%	27,4%	8,1%	0,0%	10,3%	4,1%
5,7%								
-5,2%								
4,6%	26,9%	33,4%			21,9%	8,4%		
4,4%	16,1%	26,1%	32,7%	47,4%	8,7%	10,0%	2,3%	2,7%
4,2%	9,9%	9,6%	32,2%	45,4%	5,1%	4,8%	18,4%	9,3%
3,9%	-3,1%	-5,7%	-10,6%	6,6%	-5,4%	-2,0%	-6,6%	16,8%
3,7%	5,5%	1,3%	2,7%		-0,2%	-1,2%	1,0%	
3,6%	14,8%	22,4%	36,0%	41,5%	11,9%	6,8%	5,1%	6,5%
3,6%	2,3%	6,0%	17,1%		0,5%	2,9%	11,6%	
3,3%	10,9%	25,3%	79,3%	96,1%	8,1%	16,1%	35,7%	20,3%
2,5%	1,3%	-25,0%			0,2%			
2,3%	14,0%	25,7%	60,3%		13,5%	10,2%	21,9%	
2,2%	10,0%	17,4%			7,9%	6,5%		
2,0%	7,1%	7,6%	27,1%	62,8%	5,9%	6,3%	15,7%	22,6%
1,9%	15,8%				12,4%			
0,7%	3,3%	-9,7%	-7,8%	-7,8%	2,9%	-14,4%	4,0%	0,0%
0,2%	10,8%	7,8%			15,1%	-5,6%		
-0,3%								
-5,0%	3,1%	4,2%			4,8%	3,3%		
-9,2%	-0,2%				8,7%			
2,4%	9,7%	10,0%	26,4%	39,9%	7,4%	3,5%	10,8%	10,3%
0,3%	2,7%	4,6%	6,6%	8,9%	2,5%	1,9%	1,9%	2,2%
0,0%	0,8%	3,5%	11,6%	14,7%	0,0%	4,8%	6,9%	3,3%
1,0%	3,4%	8,9%	12,1%	16,8%	3,0%	5,5%	2,9%	2,8%
3,7%	7,8%	33,3%	37,5%	64,7%	5,7%	24,0%	4,8%	8,6%
3,5%	17,0%	36,8%	54,3%	90,3%	16,0%	15,5%	14,9%	14,4%

società di gestione e che può essere o al 30 giugno 2006 o a fine 2006. Inoltre, per agevolare la valutazione dell'investimento, è possibile verificare quanto ha fatto guadagnare (o perdere) l'acquisto della quota in Borsa negli ultimi quattro anni, sia in periodi cumulati (uno, due, tre e quattro anni) sia per singole annualità (2003, 2004, 2005, 2006). Infine, sono state aggiunte le performance di alcuni dei più diffusi indici dei mercati finanziari: Bot, Btp, fondi comuni, Borse mondiali (Msci world) e Piazza Affari (S&P/Mib).  
Note: (1) quello pubblicato dalla sgr relativo o al 31-12-2006 o al 30-6-2006; (2) dal 29-12-2006 al 7-2-2007

## MATTONE E BORSA 2

## Rischi e opportunità dei nuovi Reit all'italiana

I Reit (Real estate investment trust) stanno per esordire anche in Italia. Si chiameranno Siiq (Società per l'investimento immobiliare quotate) e dopo la recente approvazione della legge dovrebbero entrare in vigore a fine 2007 (riquadro a pag. 46). Il condizionale è d'obbligo, in quanto mancano alcuni importanti decreti attuativi che potrebbero modificare, e non di poco, la struttura delineata nella prima stesura legislativa. Ma che cos'è un Reit? È una società quotata in Borsa che possiede e gestisce beni immobiliari commerciali fruttiferi. La società gode di forti agevolazioni fiscali (è, per lo più, esente da imposte sugli utili), ma è tenuta a versare una quota elevata dei propri profitti agli investitori sotto forma di dividendi, soggetti a imposizione fiscale. In sostanza i Reit offrono agli investitori un potenziale di rendita (sotto forma di flussi periodici di dividendi) e di rivalutazione del capitale (in base all'aumento di valore degli immobili in portafoglio) equivalenti a quello generato dall'investimento diretto in beni immobili, ma senza gli oneri e i vincoli tipici del possesso di immobili e con diversi vantaggi. A cominciare dall'accessibilità, poiché le azioni sono quotate in Borsa, e dalla soglia minima dell'investimento, ridotta a poche centinaia di euro; senza trascurare la massima trasparenza (grazie ai report inviati all'investitore e alla corporate governance) e la diversificazione dell'investimento (con la possibilità di frazionare il portafoglio immobiliare in numerosi beni, settori e aree geografiche).

REGOLAMENTAZIONE E REAL ESTATE - 17 FEBBRAIO 2007

TITOLO (PIAZZA)	PREZZO	MINIMO	MASSIMO
Beni stabili (Milano)	1,36	0,71	1,37
Great Portland (Londra)	760,2	425,5	762,5
Land securities (Londra)	2.252	1.689	2.339
Unibail (Parigi)	220,3	122,2	220,3

I titoli europei da sovrappesare per Andrew Penny di JPMorgan. Prezzi in valuta locale al 12/2/2007, minimi e massimi delle ultime 52 settimane

## MATTONE E BORSA

### JPMorgan: Beni stabili in pole, anche grazie ai Siiq

La piazza londinese resta la più promettente, anche se molti titoli hanno già corso nelle ultime due settimane. E l'Italia segue a ruota, con **Beni stabili** in pole position per beneficiare della nuova normativa sui Siiq, ovvero i Reit all'italiana. Parola di Andrew Penny, analista del settore immobiliare europeo per JPMorgan. Che per il real estate del Vecchio continente esclude un rischio bolla e vede anzi in Borsa un possibile rialzo tra il 5% e il 10%. «Gli yield sono ancora convenienti rispetto ai bond governativi a dieci anni», sottolinea Penny, «e in Italia stanno aumentando anche gli affitti dei centri commerciali, del 3-5%». In Piazza Affari, in ogni caso, la differenza la potrebbe fare proprio la nuova normativa, che dal gennaio 2008 dovrebbe permettere alle società immobiliari quotate di trasformarsi in Siiq, «con una differenza immediata di valutazione del 15%», calcola Penny. Non tutte potranno però compiere automaticamente la trasformazione. **Pirelli re**, per esempio, «è più una società di servizi, e dovrebbe fare uno spin off per diventare Siiq. Mentre Beni stabili è già un Reit perfetto, con un portafoglio difensivo e concentrato sugli immobili commerciali». Da acquistare, insomma. Al contrario della pur «molto ben gestita ma più costosa **Igd**». Tra i titoli su cui puntare nei prossimi sei mesi ci sono anche due società inglesi: **Great Portland**, molto esposta sugli uffici del West End, con affitti in crescita del 74% nei prossimi quattro anni, e dalle valutazioni ancora attraenti; **Land securities**, target a 2.500 pence, un altro «Reit ideale» e «possibile candidato a un takeover». Mentre l'appeal della francese **Unibail** sta tutto nell'annuncio di ricerca di acquisizioni, che potrebbero presto andare in porto.

Daniela Stigliano

suno dei 22 quotati vanta un prezzo di Borsa uguale o superiore al net asset value. «Lo sconto rispetto al nav», sottolinea Rodolfo Misitano, direttore generale di Pirelli real estate, «è il vero elemento di inefficienza del mercato immobiliare italiano. Fondamentalmente per tre motivi: la tipologia di investitore, cioè il retail, la dimensione del prodotto e, infine, la metodologia di contrattazione. Solo due aste al giorno sono penalizzanti, soprattutto nei confronti degli investitori esteri». Mentre Terenzio Cugia di Sant'Orsola (amministratore delegato di Beni stabili sgr) sottolinea come esista una correlazione tra lo sconto sul nav e le cedole distribuite. Anche per questo «la società ha deciso di adottare una politica più generosa dei dividendi. Nel caso di Immobilium e Irs abbiano attuato una modifica statutaria per introdurre una cedola infrannuale. E i proventi derivanti dalla vendita di una parte del patrimonio verranno distribuiti ai soci», aggiunge Cugia.

Politica opposta, invece, per casa Pirelli real estate, dove il management, dopo avere comunque superato l'obiettivo di dividendo indicato dal collocamento per tutti i fondi, ha deciso di non restituire il capitale liberato dalle vendite «perché stimiamo che potrebbero esserci delle opportunità di acquisto interessanti», continua Misitano. «Per cui invece di richiamare nuovo capitale preferiamo tenere in pancia la liquidità». E tra gli addetti ai lavori sono in molti a guardare con favore alla prossima introduzione in Italia delle Siiq, le Società per l'investimento immobiliare quotate (*riquadro a pagina 45*), per la maturità del mercato italiano. Stefano Cervone, direttore esecutivo di Sorgente sgr, si dice convinto che le Siiq debbano essere viste positivamente, in quanto il loro avvento ha l'obiettivo di attrarre nuovi investitori e liquidità sul real estate italiano. Anche se, al con-

tempo, esprime anche qualche perplessità. «I fondi immobiliari chiusi dovrebbero essere per le loro caratteristiche i prodotti real estate con profilo di investimento più prudente, mentre le Siiq avrebbero dovuto essere lo strumento per accedere al settore immobiliare in modo più aggressivo. Allo stato attuale,

però, non si riesce a scorgere questa loro complementarietà; anzi, le regole e i paletti regolamentari sono talmente stringenti per le Siiq in termini di obbligo di esposizione agli immobili a reddito e alla distribuzione dei proventi, al punto da farne strumenti davvero poco aggressivi». Per **Paolo Scordino**, responsabile strategie e sviluppo di Fimit sgr, «è tuttora importante che le Siiq non vadano a sovrapporsi ai fondi immobiliari chiusi e svolgano un ruolo a essi complementari, fatto questo ancora non ben delineato nella prima stesura della legge. Secondo la nostra

esperienza, i fondi chiusi dovrebbero essere più orientati agli investitori istituzionali, mentre le nascenti Siiq, per le quali sono richiesti prerequisiti in termini di flottanza di Borsa e di ampia distribuzione periodica dei proventi, ben si adattano al retail».

Comunque, le aspettative sulle Siiq restano alte. Anche perché si tratta di un prodotto che vanta un consolidato successo pluridecennale in Australia e Stati Uniti. Secondo Andrew Cox, product manager del Global property securities team di Schroders, è importante poi sottolineare un elemento distintivo della gestione dei Reit rispetto, per esempio, a un portafoglio azionario. «Su un fondo azionario europeo tutti i gestori hanno a disposizione la stessa scelta di titoli. Per un immobiliare, invece, la continua gestione e acquisizione di cepti risulta determinante ai fini dei rendimenti. Una volta che un Reit ha acquisito un edificio, nessun altro potrà possedere lo stesso bene».

Leo Campagna e Gian Carla Perego



Paolo Scordino di Fimit sgr.  
In alto, Rodolfo Misitano,  
di Pirelli real estate