

BILANCI Un confronto tra i risultati dei fondi immobiliari e quelli delle casse comuni specializzate nelle società del «real estate»

Gestori, chi vince al ballo del mattone

Alpha il migliore a un anno tra i chiusi: +42%. Tra gli aperti brillano Gestnord azioni edilizia e Azimut

Non sono molti, di questi tempi, i comparti di Borsa capaci di rendere, in media, il 30% l'anno. L'ha fatto il settore immobiliare che, fra il gennaio 2000 e il settembre 2004, ha fatto segnare una performance del 150%. A registrarla è l'indice messo a punto da Mediobanca, che comprende le 13 società immobiliari quotate a Piazza Affari, da Aqua Marcia a Beni Stabili, da Gabetti, a Pirelli Re. Un dato ancora più notevole se si considera che, nello stesso periodo, l'indice generale della Borsa ha perso il 9%.

Non stupiscono allora i buoni rendimenti dei fondi azionari italiani specializzati nel settore immobiliare, e in particolare da Azimut real estate, Ducato immobiliare, Gestnord azionario edilizia. Tuttavia il migliore investimento, per chi avesse voluto puntare nei mesi scorsi su questo settore, sarebbe stato un altro: l'acquisto in Borsa di un fondo immobiliare chiuso, che investe direttamente in immobili, anziché in azioni di società del comparto. **Fondo Alpha**, gestito da Fondi immobiliari italiani (gruppo Capitalia) ha reso il 42% negli ultimi dodici mesi e il 71% a due anni.

Il confronto tra fondi comuni specializzati nel comparto immobiliare e fondi chiusi (vedere tabella) è stato fatto sulla base dei valori di acquisto in Borsa di questi ultimi: prezzi che, nella grande maggioranza dei casi, sono nettamente inferiori (in media fra il 20% e il 30%) a quelli di collocamento. E anche a quelli che rispecchierebbero il valore degli immobili riportato nei bilanci: il Nav, net asset value. Lo sconto tende a ridursi con il passare degli anni, mano a mano cioè che il fondo si avvicina alla scadenza e quindi alla liquidazione dell'investimento (dai sette ai 15 anni dopo il collocamento).

L'obbligo di quotazione è stato introdotto sostanzialmente per offrire una via di uscita ai sottoscrittori che, per qualche motivo, avessero la necessità di disinvestire in anticipo. Ma è acquistando in Borsa che si possono fare affari migliori. In teoria, almeno, perché di fatto si tratta di un mercato molto poco liquido e con scambi decisamente

rarissimi. In generale, comunque, nel confronto tra fondi immobiliari e fondi comuni non emerge un vero vincitore e questo anche se l'aver preso in considerazione i prezzi di Borsa e non quelli di collocamento avrebbe dovuto favorire i primi. Come si può vedere nella classifica si alternano i prodotti dell'una e dell'altra categoria, anche se la parte bassa è tutta occupata da fondi chiusi. Anche in questo settore, quindi, è importante saper scegliere.

I fondi immobiliari chiusi hanno archiviato il 2004 portando il patrimonio complessivo oltre quota 10 miliardi di euro, contro i 4,4 di fine 2003. Dietro la crescita ci sono anche le nuove norme fiscali che, da gennaio 2004, prevedono una tassazione basata, come accade per tutti gli altri strumenti finanziari, sui proventi conseguiti: plusvalenze e dividendi sono quindi soggetti alla ritenuta del 12,5%, mentre i fondi non pagano più la patrimoniale (che era pari all'1% del Nav). Ancora più generoso è stato il fisco con i non residenti, che non pagano nemmeno la ritenuta.

Ma soprattutto il 2004 ha portato importanti novità sul fronte dei prodotti. Lo scorso novembre ha preso il via il collocamento di Immobiliare dinamico, di Bnl fondi immobiliari, il primo fondo semi-aperto, in cui cioè i sottoscrittori possono, in base alle nuove regole stabilite dalla legge, investire o riscattare le quote anche nel corso della vita del fondo, e non solamente in fase di collocamento o liquidazione. Immobiliare dinamico prevede l'apertura di finestre ogni sei mesi; le compravendite avverranno in base al valore del Nav, ed è previsto un tetto ai rimborsi. Questo meccanismo convivrà con la quotazione del fondo, e dovrebbe contribuire a ridurre decisamente lo sconto di Borsa.

Con i fondi Tecla e Olinda di Pirelli Re il mercato si è aperto poi ai fondi ad apporto, in cui cioè la società di gestione conferisce i propri immobili. Fondi che godono anche di un ulteriore vantaggio fiscale, dato che non sono assoggettati all'Iva se vengono apportati una pluralità di immobili prevalentemente

affittati. Il tutto in attesa di ulteriori novità, la più interessante delle quali potrebbe essere la nascita di fondi di fondi.

Negli scorsi anni l'investimento immobiliare in tutte le sue forme, compreso l'acquisto diretto di case, è stato fra i più interessanti e redditizi. Oggi c'è chi comincia a dubitare che la crescita possa continuare a questi ritmi. E per i fondi chiusi immobiliari si apre qualche incognita sui futuri rendimenti. È vero che gli obiettivi non superano il 7%, ma può trattarsi di un risultato non facile da raggiungere in una situazione di mercato diversa, soprattutto se si considera che questi fondi hanno in media commissioni di gestione dell'1,5% annuo, e che i costi complessivi (la Total expense ratio) supera il 2%.

**Cristina Conti
Francesco Monti**

L'intervento

Troppi sospetti sui fondi ad apporto

La passione italiana per il mattone è un dato di fatto. Bastano tre dati per averne la certezza: il 75% dei nuclei familiari è proprietario della propria abitazione; il 50% circa della ricchezza di ogni individuo produttore di reddito è allocato nel mattone; l'80% delle transazioni immobiliari è rappresentato, per valore, da immobili residenziali.

Da una nazione così ci si aspetterebbe che anche gli strumenti finanziari applicati al mattone, i fondi immobiliari, avessero lo stesso successo. Basta uno sguardo ai numeri del mercato nazio-



nale raffrontati a quelli europei per capire che non è così.

Solo oggi gli italiani stanno scoprendo i fondi immobiliari perché la legge che li ha istituiti non era tra le migliori possibili. E la recente attrazione per lo strumento è essenzialmente dovuta proprio alla scelta di modificare il provvedimento originario.

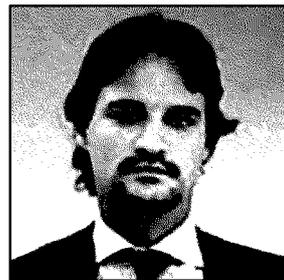
La vecchia normativa prevedeva: fondi chiusi; obbligo di quotazione se destinati a privati; funzionamento a «blind pool» (prima si raccolgono i soldi dal mercato poi si cercano occasioni d'investimento coerenti con il prospetto informativo); divieto assoluto di acquisire immobili che, in qualsiasi modo, orbitino nella sfera d'interesse dei soggetti coinvolti nella proposizione del fondo. Queste caratteristiche, unite a un trattamento fiscale disincentivante, hanno posto un serio freno allo sviluppo dei fondi.

La nuova legge consente, invece, agli operatori, anche privati, di dar vita ai fondi ad apporto con un meccanismo finanziario che è essenzialmente l'opposto di quello originario. Partendo da beni già di sua proprietà, il proponente conferisce gli immobili nel fondo e colloca le quote.

Questo cambiamento è stato salutato da molti operatori della finanza come l'apoteosi del possibile conflitto d'interessi, ma questo è un aspetto da chiarire.

Con la struttura «blind pool», il legislatore, per tutelare il sottoscrittore dalla possibilità che gli immobili fossero acquisiti dal fondo ad un prezzo non veritiero, risolveva il potenziale conflitto d'interessi tra acquirente e venditore imponendo che non dovessero avere nessun rapporto di collaborazione societaria, come se questo bastasse a dare certezza del rispetto dei valori di mercato delle transazioni.

Nella nuova normativa questo divieto viene essenzialmente meno perché i fondi nascono da dotazioni di patrimonio già di proprietà del conferente, ma questo non significa che il mercato debba soffrire il conflitto di interessi.



ANALISI Maurizio Dallochio e Armando Borghi (Bocconi)

Proviamo a fare un parallelismo tra i fondi immobiliari e i mercati mobiliari. I fondi «blind pool» possono essere paragonati a quelli di «private equity»: entrambi sono «fondi chiusi», entrambi raccolgono denaro sulla base di un investimento target, entrambi hanno come fattore distintivo il track record del management che fa funzionare il fondo, entrambi necessitano di una buona cultura finanziaria per essere valutati e comparati. Solo i primi però sono destinati alle famiglie. I secondi, quasi sempre, ad investitori istituzionali.

I fondi ad apporto possono essere visti come vere e proprie aziende che vengono quotate. In entrambi i casi c'è già un bene tangibile, l'azienda in un caso, gli immobili nell'altro; in entrambi c'è già un cliente, i consumatori dei prodotti dell'azienda in un caso i conduttori nell'altro; in entrambi c'è un cash flow misurabile e un management che ha già fatto funzionare l'azienda che ora viene posta sul mercato.

Ora se nessuno trova motivi per urlare al conflitto d'interesse quando un advisor prezza la forchetta di quotazione di un'azienda, non si capisce perché il medesimo advisor che stima il valore di un portafoglio d'immobili debba necessariamente comportarsi in modo non etico. Crediamo che il mercato abbia più o meno fatto queste considerazioni nel premiare, come sottoscrizioni, i nuovi fondi ad apporto rispetto ai vecchi «blind pool».

**Maurizio Dallochio
Armando Borghi**
(Sda Bocconi)

Al via «Beta»: fa rotta sugli uffici della capitale

«Chi ha investito da subito nell'Alpha ha già incassato proventi per il 27,5% del prezzo di collocamento, senza contare i dividendi distribuiti a marzo. In Borsa la quotazione è sopra del 15% al prezzo dell'Opv». Così **Paolo Scordino** (nella foto), responsabile investor relations e sviluppo di **Lami**, traccia il bilancio di Alpha, primo fondo ad apporto.

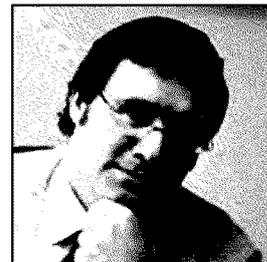
Rispetto al Nav però le quotazioni sono ancora a sconto...
«Sì, ma siamo nei range europei, tra il 15 e il 20%. Con l'aggiornamento del Nav e i nuovi dividendi contiamo su un ulteriore allineamento».

Perché avete scelto di distribuire i dividendi ogni semestre?
«Lo fanno i più evoluti prodotti internazionali. Si aumenta la trasparenza, si crea valore per il risparmiatore e si offrono vie di uscita anticipate».

State per lanciare il fondo Beta. Quali caratteristiche ha?

«È un fondo retail ad apporto. In portafoglio avrà uffici prevalentemente situati a Roma affittati alla pubblica amministrazione o a grandi aziende».

Perché a Roma?
«Perché ha uno dei livelli di sfitto più bassi tra le capitali europee, offre una redditività paragonabile a quella di Londra e di Parigi, pur avendo prezzi più bassi e la domanda di immobili terziari di alto livello è destinata a crescere».



Il successo di Tecla, primatista degli scambi

«Nelle ultime settimane gli scambi del fondo Tecla sono superiori alle mille quote al giorno. Non è solo un risultato lusinghiero per noi, ma significa che il mercato sta comprendendo la validità dei fondi immobiliari». **Giulio Malfatto** (nella foto), amministratore delegato di **Pirelli RE sgr**, commenta così i dati che hanno portato Tecla ad essere il

fondo più scambiato sul listino. Una vivacità dovuta alla quotazione a sconto...
«In realtà quotiamo a premio rispetto al collocamento, mentre siamo a sconto di un 25% in via di riduzione rispetto al Nav».

Quanto ha reso finora Tecla?
«Dopo dieci mesi abbiamo distribuito un dividendo dell'8,15% su base annua, rimborsando il 4% del capitale: più del rendimento-obiettivo del 5,5%».

L'avvio del rimborso del capitale significa che Tecla durerà i 7 anni previsti?

«Sì. Contiamo di completare il piano delle vendite nei sette anni, senza proroghe».

Il ciclo finora è stato positivo. Se cambiasse?

«Il ciclo è positivo per il residenziale; per gli immobili a uso terziario, causa la congiuntura economica, lo è meno».

Come va Olinda?
«È partito da un mese, è presto per i bilanci. I redditi da locazione appaiono in grado di garantire il rendimento-obiettivo».



Polis, oltre il collocamento spinto dai capital gain

nel 2001, la plusvalenza è del 39%. E ad affiancare le banche popolari nella sgr potrebbe arrivare presto un nuovo socio.

La performance è stata ottenuta anche grazie ai valori immobiliari che tre anni fa erano molto più bassi di adesso...

«È vero, tutti i fondi partiti nel 1999/2000 hanno comprato bene, ma i nostri risultati dipendono dal fatto che siamo molto operativi. Puntiamo su una gestione dinamica: vorremmo ruotare il portafoglio almeno due volte nei 12 anni di vita del fondo».

Può anticipare i risultati 2004?

«Il rendimento medio annuo composto viaggia attorno al 6,5%, il 5% senza plusvalenze. L'utile è atteso sui 30 milioni di euro, più che raddoppiato rispetto al 2003. Il dividendo dovrebbe essere in linea con i 60 euro del 2002 e gli 80 del 2003».

E l'indebitamento?

«Non c'era la necessità di fare prendere dei rischi ai soci e quindi non abbiamo fatto mutui».

La quotazione di Polis ha raggiunto il valore del collocamento. **Gianni Colombo** (nella foto), direttore generale di Polis Fondi, sottolinea le forti plusvalenze realizzate l'anno scorso. L'ultimo immobile ceduto, la galleria commerciale del centro Globo di Busnago (in provincia di Milano), ha fruttato 44,2 milioni di euro contro i 31,8 pagati



Nome fondo	Tipo	Perf.% al 28/1/05		
		1 anno	2 anni	3 anni
Fondo Alpha	FCI	42,14	71,03	-
Unicredito Immobiliare Uno	FCI	24,91	36,48	33,58
Gestnord Az. Edilizia	AFI	24,63	41,08	-
Fimit real estate	AFI	23,75	44,92	37,01
Ducato Set Immobiliare	AFI	23,29	36,03	14,32
Polis	FCI	23,14	50,97	26,47
Portfolio Immobiliare Crescita	FCI	22,91	-	-
Euromobiliare real estate equity	AFI	17,40	29,07	6,94
Pixel real estate	AFI	16,75	31,74	14,95
Immobiliium 2001	FCI	12,61	-	-
Bnl Portfolio immobiliare	FCI	11,70	16,31	-
Nextra Sviluppo immobiliare	FCI	6,06	12,91	-
Piramide globale	FCI	2,86	2,86	-
Securfondo	FCI	2,36	5,11	14,67
Nextra Immobiliare Europa	FCI	1,33	-	-
Valore immobiliare globale	FCI	-5,16	10,74	9,13

Nome fondo	Tipo	da inizio 2005	Perf.% al 28/1/05		
			1 anno	2 anni	3 anni
Polis	FCI	6,41	23,14	50,97	26,47
Unicredito Immobiliare Uno	FCI	5,50	24,91	36,48	33,58
Fondo Alpha	FCI	4,78	42,14	71,03	-
Gestnord Az. Edilizia	AFI	3,06	24,63	41,08	-
Tecla fondo uffici	FCI	2,35	-	-	-
Investietico	FCI	2,09	-	-	-
Valore immobiliare globale	FCI	1,55	-5,16	10,74	9,13
Bnl Portfolio immobiliare	FCI	1,29	11,70	16,31	-
Euromobiliare real estate equity	AFI	1,01	17,40	29,07	6,94
Immobiliium 2001	FCI	0,94	12,61	-	-
Fimit real estate	AFI	0,91	23,75	44,92	37,01
Nextra Sviluppo immobiliare	FCI	0,90	6,06	12,91	-
Portfolio Immobiliare Crescita	FCI	0,83	22,91	-	-
Ducato Set Immobiliare	AFI	0,79	23,29	36,03	14,32
Olinda fondo shops	FCI	0,58	-	-	-
Nextra Immobiliare Europa	FCI	0,37	1,33	-	-
Securfondo	FCI	0,04	2,36	5,11	14,67

La sfida

Gli scattisti del 2005

(A confronto le performance a 1, 2, 3 anni e nel 2005 dei fondi chiusi immobiliari e dei fondi comuni che investono nel settore immobiliare. Per i fondi chiusi si è ipotizzato un acquisto in Borsa e non ai prezzi del collocamento)

In tabella tutti i fondi comuni azionari settore immobiliare e fondi immobiliari chiusi quotati in Piazza Affari con almeno un anno di quotazione; FCI = fondo immobiliare chiuso; AFI = fondo comune azionario settore immobiliare