

# FONDI IMMOBILIARI? CERCATELI ANCHE IN BORSA

## Focus

■ Il rendimento annuale ufficiale dei fondi risente delle rivalutazioni (teoriche finché non avviene l'effettiva vendita) degli immobili in portafoglio.

■ Le quotazioni di Borsa, benché spesso si riferiscano a volumi di scambio di poche quote, riflettono le valutazioni effettive che il mercato riconosce ai fondi.

■ Gli scambi maggiori e le quotazioni più interessanti sembrano premiare i fondi ad apporto e quelli più vicini alla scadenza.

■ Dei 51 fondi immobiliari chiusi italiani esistenti a fine 2005, soltanto 19 erano quotati in Piazza Affari.

■ Nel secondo semestre 2005 la crescita del settore è stata del 41% portando a quasi 12 miliardi il patrimonio totale.

■ Tenendo conto pure dei dividendi distribuiti e dei rimborsi già effettuati, il patrimonio supera i 13,3 miliardi.

Soprattutto tra quelli quotati si possono confrontare i rendimenti e trovare le migliori occasioni di investimento. Il rendimento ufficiale di quelli non quotati, infatti, viene calcolato anche in base a stime e valutazioni teoriche del patrimonio. Intanto l'offerta si allarga

■ di Fabio Sansone

Quasi dodici miliardi di euro. A tanto ammontava al 31 dicembre scorso il patrimonio dei fondi immobiliari chiusi italiani. Secondo il tradizionale rapporto di Assogestioni, l'associazione delle sgr italiane, il valore degli asset dei fondi real estate di diritto italiano ammontava per la precisione a 11.854,9 milioni di euro con un incremento di oltre il 41% rispetto al semestre precedente: incremento che sale al 46,6% rispetto ai dati di fine 2004 e addirittura del 249,3% rispetto a tre anni prima. L'incremento, dovuto sia all'ingresso dei nuovi prodotti – nel secondo semestre 2005 sono stati raccolti 2.622 milioni di euro – sia alla rivalutazione del portafoglio

## Come vanno le quotazioni in Piazza Affari

FONDO IMMOBILIARE CHIUSO	SOCIETÀ DI GESTIONE	PERFORMANCE DI BORSA			
		2006	2005	2004	2003
SECURFONDO	BENI STABILI GESTIONI SGR	6,44%	10,04%	2,32%	2,69%
OLINDA FONDO SHOPS	PIRELLI REAL ESTATE SGR	5,74%			
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	BNL FONDI IMMOBILIARI	5,11%	-0,01%	10,28%	4,12%
FONDO BETA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI	4,75%			
INVESTIETICO	BIPIEMME REAL ESTATE	4,18%	6,48%		
INVEST REAL SECURITY	BENI STABILI GESTIONI SGR	4,09%			
PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	BNL FONDI IMMOBILIARI	3,82%	10,17%	21,89%	
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	CAAM SGR (BANCA INTESA)	3,82%	6,80%	5,11%	6,46%
FONDO ALPHA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI	2,96%	16,14%	35,66%	20,33%
TECLA FONDO UFFICI	PIRELLI REAL ESTATE SGR	2,90%	8,38%		
CARAVAGGIO	SORGENTE SGR	1,19%			
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	BNL FONDI IMMOBILIARI	1,06%	3,32%		
IMMOBILIUM 2001	BENI STABILI GESTIONI SGR	0,80%	2,94%	11,57%	
POLIS	POLIS FONDI SGR	0,46%	6,31%	15,73%	22,60%
BERENICE	PIRELLI REAL ESTATE SGR	0,03%			
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	DEUTSCHE BANK FONDIIMMOBILIARI	-0,92%	-1,96%	-6,60%	16,77%
UNICREDITO IMMOBILIARE UNO	PIONEER INV.MANAGEMENT SGR	-1,14%	4,85%	18,39%	9,26%
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA	CAAM SGR (BANCA INTESA)	-4,30%	-1,24%	0,96%	
PIRAMIDE GLOBALE	DEUTSCHE BANK FONDIIMMOBILIARI	-4,85%	-14,41%	4,01%	
MEDIE SEMPLICI DI MERCATO		1,90%	3,48%	10,85%	11,75%

Le performance in Piazza Affari di tutti i fondi immobiliari quotati

### Da sapere

#### ■ NAV

Acronimo di Net Asset value. E' il metodo di calcolo che permette di ottenere il valore delle quote di un fondo comune o di una singola azione di una società quotata, dividendo il valore patrimoniale di bilancio per il numero complessivo delle quote o delle azioni in circolazione.

#### ■ OICR

Acronimo di Organismi di investimento collettivo del risparmio. Sono i fondi comuni d'investimento le Sicav definiti così dal Testo unico in materia di intermediazione finanziaria.

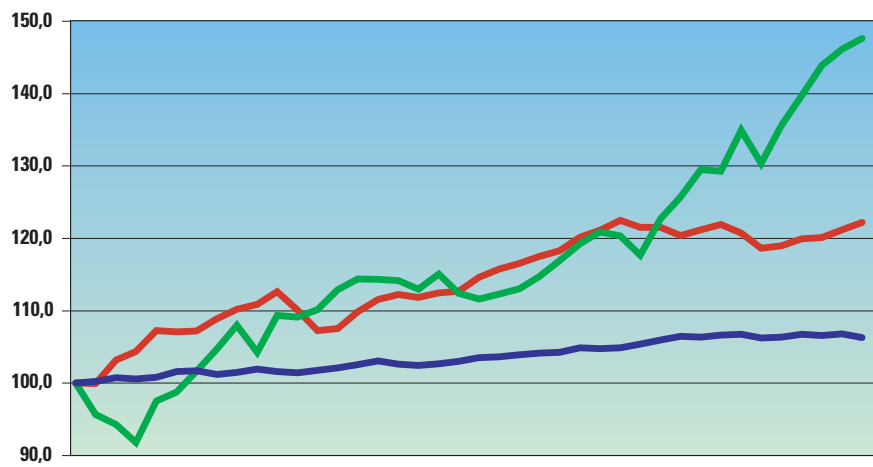
#### ■ Fondi ad apporto

Sono i fondi in cui la società di gestione conferisce da subito, all'atto della costituzione del fondo, gli immobili che possiede e che sono già a reddito.

#### ■ Leva finanziaria

E' la possibilità che i gestori di fondi immobiliari chiusi hanno di indebitarsi. Per legge può essere al massimo pari al 60% del valore degli immobili, dei diritti reali e delle partecipazioni in società immobiliari.

### Rendimenti a confronto



dal 31.12.2002 al 31.3.2006

A confronto gli andamenti dei fondi immobiliari chiusi italiani con quello dei fondi comuni d'investimento azionari e obbligazionari italiani.

— fondi immobiliari quotati  
— fondi azionari  
— fondi obbligazionari

glio immobiliare, non include tuttavia i proventi distribuiti e i rimborsi effettuati nel corso degli anni. Quando si considerassero anche queste due componenti il patrimonio sarebbe superiore ai 13,3 miliardi di euro. In tutti i casi il valore del patrimonio a fine dicembre 2005 dei fondi immobiliari chiusi, rappresentava l'1,8% degli OICR in Italia.

### VALUTAZIONI

Andamento in Borsa. Ma quali rendimenti offrono questi prodotti? A questa domanda si può rispondere con due diversi dati. I primi dei quali riguardano i rendimenti ufficiali di bilancio di fine anno. Ogni sei mesi, infatti, le società di gestione devono redigere un rendiconto nel quale sono riassunti i dati della gestione caratteristica del fondo e lo stato patrimoniale: sommando i proventi da cessione e rivalutazione ai costi di gestione e amministrativi, gli utili maturati agli oneri finanziari e fiscali, si può ricavare il valore globale complessivo netto del patrimonio de fondo. Questo valore, diviso per il numero di quote in circolazione, permette di ricavare il cosiddetto NAV (Net Asset Value). Rapportando tale valore con quello dell'anno precedente è possibile, integrandolo con gli eventuali dividendi distribuiti nei 12 mesi, determinare il rendi-

mento di bilancio del fondo. Se, per esempio il NAV della quota di un fondo immobiliare chiuso valesse 1000 euro a fine dicembre 2004 per valere 1030 euro a fine dicembre 2005 dopo aver liquidato ai sottoscrittori proventi di 20 euro, il rendimento 2005 di bilancio della quota sarebbe del 5%, ovvero la somma di 1030 più 20 il tutto meno 1000 e poi diviso per 1000.

Tuttavia, come fanno notare gli esperti di settore, questo rendimento, per quanto indicativo dell'andamento di gestione, potrebbe rivelarsi soltanto virtuale. Questo perché all'interno del processo di determinazione del patrimonio complessivo, si deve ricorrere sia ai proventi derivanti dalle cessione che dalla valorizzazione degli immobili in portafoglio. Ma, mentre i primi sono certi, in quanto frutto di una effettiva vendita sul mercato degli immobili con tanto di plusvalenza (in caso di cessione ad un prezzo superiore a quello di acquisto), i secondi sono stimati da consulenti indipendenti. E, dal momento che questi esperti sono remunerati dalla società di gestione, esiste sempre il dubbio che possano essere quantomeno generosi nelle valutazioni. In tutti i casi, si tratta di stimare immobili in portafoglio che soltanto nel momento in cui saranno effettivamente

## Come si calcola il valore della quota di un fondo

### Quanto gestisce ogni società

	LE SOCIETÀ DI GESTIONE IN BASE ALLE ATTIVITÀ GESTITE		
	PATRIMONIO NETTO	FONDI PROMOSSI TOTALE ATTIVITÀ	ATTIVITÀ GESTITE
<b>PIRELLI &amp; C REAL ESTATE</b>	<b>2.502,4</b>	<b>5.126,9</b>	<b>6.360,0</b>
FONDI RETAIL	1265,8	2614,5	2614,5
FONDI RISERVATI	1236,6	2512,4	3745,5
<b>BNL</b>	<b>1.375,9</b>	<b>2.103,6</b>	<b>3.330,6</b>
FONDI RETAIL	958,7	1240,3	1240,3
FONDI RISERVATI	417,2	863,3	2090,3
<b>BANCA FINNATI EURAMERICA</b>	<b>1.970,6</b>	<b>4.035,2</b>	<b>1.575,0</b>
FONDI RETAIL	172	177,3	177,3
FONDI RISERVATI	1798,6	3857,9	1397,7
<b>CAPITALIA</b>	<b>1.012,4</b>	<b>1.119,6</b>	<b>1.119,6</b>
FONDI RETAIL	719,8	819,7	819,7
FONDI RISERVATI	292,6	299,9	299,9
<b>FABRICA IMMOBILIARE</b>	<b>865,9</b>	<b>1.050,9</b>	<b>1.050,9</b>
FONDI RISERVATI	865,9	1050,9	1050,9
<b>GRUPPO FONDIAIRIA SAI</b>	<b>491,6</b>	<b>687,9</b>	<b>687,9</b>
FONDI RISERVATI	491,6	687,9	687,9
<b>DEUTSCHE BANK</b>	<b>584,2</b>	<b>634,4</b>	<b>634,4</b>
FONDI RETAIL	584,2	634,4	634,4
<b>BENI STABILI</b>	<b>536,7</b>	<b>586,4</b>	<b>586,4</b>
FONDI RETAIL	503,1	533,1	533,1
FONDI RISERVATI	33,6	53,3	53,3
<b>PIONEER INVESTMENTS - UNICREDITO</b>	<b>499,0</b>	<b>534,4</b>	<b>534,5</b>
FONDI RETAIL	499	534,4	534,5
<b>GR. CREDIT AGRICOLE - BANCA INTESA</b>	<b>434,3</b>	<b>515,4</b>	<b>515,4</b>
FONDI RETAIL	434,3	515,4	515,4
<b>AEDES</b>	<b>298,9</b>	<b>389,7</b>	<b>389,7</b>
FONDI RETAIL	182,4	191,1	191,1
FONDI RISERVATI	116,5	198,6	198,6
<b>SORGENTE SGR</b>	<b>300,8</b>	<b>376,3</b>	<b>376,3</b>
FONDI RETAIL	139,5	174,8	174,8
FONDI RISERVATI	161,3	201,5	201,5
<b>POLIS SGR</b>	<b>320,9</b>	<b>337,2</b>	<b>337,2</b>
FONDI RETAIL	320,9	337,2	337,2
<b>VEGAGEST SGR</b>	<b>284,6</b>	<b>286,6</b>	<b>286,6</b>
FONDI RETAIL	284,6	286,6	286,6
<b>AUTOSTRADIE BS- PD</b>	<b>97,6</b>	<b>131,7</b>	<b>131,7</b>
FONDI RISERVATI	97,6	131,7	131,7
<b>BANCA ESPERIA</b>	<b>93,4</b>	<b>116,1</b>	<b>116,1</b>
FONDI RISERVATI	93,4	116,1	116,1
<b>GRUPPO MEDIOLANUM</b>	<b>87,5</b>	<b>87,9</b>	<b>87,9</b>
FONDI RISERVATI	87,5	87,9	87,9
<b>FINANZIARIA INTERNAZIONALE</b>	<b>33,2</b>	<b>77,4</b>	<b>77,4</b>
FONDI RISERVATI	33,2	77,4	77,4
<b>RAS</b>	<b>59,1</b>	<b>61,0</b>	<b>61,0</b>
FONDI RISERVATI	59,1	61	61
<b>MONTEPASCHI SIENA</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
FONDI RISERVATI	5	5	5
<b>TOTALE MERCATO</b>	<b>11.854,9</b>	<b>18.263,8</b>	<b>18.263,8</b>
<b>FONDI RETAIL</b>	<b>6065,2</b>	<b>8058,9</b>	<b>8058,9</b>
<b>FONDI RISERVATI</b>	<b>5789,7</b>	<b>10204,9</b>	<b>10204,9</b>

Le attività gestite da ciascuna delle società italiane.

te ceduti sul mercato genereranno utili o perdite. Per queste ragioni, alcuni analisti del settore preferiscono guardare agli andamenti dei prezzi dei fondi immobiliari chiusi quotati in Borsa.

### GUARDARE LA BORSA

Anche se si tratta di un numero ridotto di prodotti, per la precisione 19 sui 51 fondi immobiliari chiusi operativi a fine 2005, rappresenta un banco di prova effettivo. Che permette di farsi un'idea molto precisa di come siano trattati questi fondi sul mercato. Nel primo trimestre 2006, per esempio, Securifondo di Beni Stabili gestioni sgr si è rivalutato del 6,44%, precedendo Olinda fondo shops (+5,74%) di Pirelli Real Estate sgr, Bnl Portfolio immobiliare (+5,11%) di Bnl fondi immobiliari, Fondo Beta (+4,75%) di Fondi Immobiliari italiani e Investietico (+4,18%) di Bipiemme Real Estate.

Sul fronte opposto, invece, figurano Piramide globale (-4,85%) di Deutsche bank fondimmobiliari, Nextra immobiliare Europa (-4,3%) di Caam sgr del gruppo Credit Agricole - Banca Intesa, Unicredito Immobiliare uno (-1,14%) di Pioneer Investment managements sgr. La media di rendimenti nei primi tre mesi 2006 dei 19 fondi immobiliari chiusi quotati si attesta all'1,9% mentre nell'intero 2005 fu del 3,48%; l'anno scorso sono stati tre i fondi con un rendimento in Borsa a due cifre: Fondo Alpha (+16,14%) di Fondi Immobiliari italiani, Portfolio immobiliare crescita (10,17%) di Bnl fondi immobiliari e Securifondo (6,44%).

L'analisi di questi rendimenti in Borsa, vede una stretta relazione tra l'andamento delle quotazioni e, in particolare, due elementi: la durata residua del fondo e il fatto che siano ad apporto oppure no. Infatti, tanto più vicina è la scadenza del fondo, tanto più affidabili vengono ritenute le valorizzazioni degli immobili in

“ La Borsa rappresenta il banco di prova effettivo ”

portafoglio. Per i fondi ad apporto, invece, conta molto il fatto che si tratta di prodotti già avviati (investiti al 100% in immobili e partecipazioni) e, in alcuni casi, pronti addirittura a dismissioni: chi li acquista sa già in partenza cosa sta comperando in quanto il prospetto informativo fornisce l'elenco dettagliato dei valori di carico degli immobili in portafoglio e della loro redditività. E' per queste ragioni che gli esperti consigliano, in questa fase, più interessanti ai fini dell'investimento i fondi immobiliari quotati con vita residua ridotta (scadenza entro il 2012) e/o quelli ad apporto piuttosto che i prodotti tradizionali di nuova collocazione di cui si conosce solo il rendimento obiettivo (peraltro solo sulla carta) e che occorre mantenerli in portafoglio per almeno 10-15 anni.

### CHI GESTISCE DI PIÙ

Se il patrimonio netto dei fondi immobiliari chiusi si attestava a 11.854,9 milioni di euro a fine dicembre 2005, le attività gestite ammontavano a 18,263 milioni di euro. La differenza è dovuta, sostanzialmente, al ricorso all'indebitamento: una pratica che i fondi immobiliari chiusi italiani hanno incrementato nel corso degli ultimi due esercizi. A fine 2005 facevano uso della leva finanziaria 15 fondi retail, cioè destinati agli investitori privati (su 23 esistenti) e 19 fondi riservati (su 28 esistenti) che nel loro insieme si sono indebitati per 6.062,8 milioni di euro. I fondi riservati sono quelli che hanno fatto più ricorso alla leva, indebitandosi per 4.193,8 milioni di euro (pari al 62,9% del totale). I fondi retail, invece, si sono indebitati per i retanti 1.869 milioni di euro. Nel corso del 2005 12 dei 18 fondi riservati nati nei 12 mesi, hanno utilizzato la leva finanziaria, mentre solo un fondo retail sui quattro nati nell'anno vi ha fatto ricorso.

In testa alla graduatoria annuale stilata da Assogestioni in base agli attivi in gestione, figura Pirelli Real Estate con 6.360 milioni di euro, quasi il doppio di Bnl, seconda in graduatoria con 3.330 milioni di euro, che, a sua volta, doppia il terzo in classifica. Banca Finnat Euramerica che vanta attività per 1.575 milioni di euro ■

## E il Centro superò il grande Nord

ASSET ALLOCATION PER AREA GEOGRAFICA					
	31.12.2004	PESO %	30.6.2005	31.12.2005	PESO %
NORD EST	1.126,8	10,5%	1.176,5	1.725,1	11,1%
NORD OVEST	4.334,5	40,3%	4.380,9	5.676,4	36,6%
CENTRO	4.036,5	37,5%	3.983,3	5.909,6	38,1%
SUD E ISOLE	1.046,2	9,7%	1.057,1	1.795,9	11,6%
ESTERO	214,6	2,0%	232,9	420,5	2,7%
TOTALE	10.758,6	100,0%	10.830,7	15.527,5	100,0%

Dati in milioni di euro: Fonte: Assogestioni.

## Meno uffici, più commerciale

ASSET ALLOCATION PER DESTINAZIONE D'USO					
	31.12.2004	PESO %	30.6.2005	31.12.2005	PESO %
UFFICI	7.177,4	66,7%	7.315,0	9.080,9	58,5%
COMMERCIALE	1.215,5	11,3%	1.371,3	2.114,6	13,6%
LOGISTICA	218,8	2,0%	218,1	295,7	1,9%
RESIDENZIALE	226,8	2,1%	155,3	597,9	3,9%
RESID.SANITARIE ASSISTENZIALI (RSA)	121,2	1,1%	151,4	157,0	1,0%
INDUSTRIALE	476,0	4,4%	359,3	631,2	4,1%
TURISTICO/ RICREATIVO	253,7	2,4%	257,0	351,8	2,3%
ALTRO	1.069,2	9,9%	1.003,3	2.298,3	14,8%
TOTALE	10.758,6	100,0%	10.830,7	15.527,4	100,0%

Dati in milioni di euro: Fonte: Assogestioni.

## Che cosa c'è dentro i fondi

FONDI IMMOBILIARI - COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ			
	31.12.2004	30.6.2005	31.12.2005
IMMOBILI	10.520,2	10.574,6	15.164,7
PARTECIPAZIONI	197,4	227,6	376,6
VALORI MOBILIARI E LIQUIDITÀ	1.229,3	1.442,4	2.221,5
ALTRO	361,8	362,0	501,0
TOTALE	12.308,7	12.606,6	18.263,8

Dati in milioni di euro: Fonte: Assogestioni.

## Oltre 11 miliardi di euro

FONDI IMMOBILIARI - PATRIMONIO			
	31.12.2004	30.6.2005	31.12.2005
FONDI RETAIL	5.107,6	5.259,4	6.065,2
FONDI RISERVATI	2.976,6	3.119,5	5.789,7
PATRIMONIO COMPLESSIVO	8.084,2	8.378,9	11.854,9

Dati in milioni di euro: Fonte: Assogestioni.

# QUANTO RENDE INVESTIRE NEI REIT

Autorizzato in Italia il nuovo fondo di Invesco specializzato nei Real estate investment trust. Da inizio anno +9.4%

Dal 28 aprile è autorizzato in Italia il comparto Invesco Global Real Estate Securities. Specializzato nell'investimento nei Reit (Real estate investment trust), società immobiliari che godono di particolari agevolazioni fiscali, rappresenta un'assoluta novità per il mercato italiano. Lanciato il 29 agosto 2005, ha un rendimento da inizio anno del 9,4% mentre nei primi sei mesi di attività il valore della sua quota si è apprezzato del 18,24%. Investire ha rivolto alcune domande al gestore, Joe V. Rodriguez.

## QUAL È L'ESPERIENZA DI INVESCO NEL SETTORE IMMOBILIARE E COME È SFRUTTATA PER LA GESTIONE OTTIMALE DI QUESTO FONDO?

Il team Invesco Real Estate è attivo nel settore immobiliare dal 1983 e dal 1988 possiede specifici comparti che investono in società quotate in questo mercato. Composto da circa 190 membri operanti in 11 uffici dislocati in Nord America, Europa e Asia, esso gestisce attualmente in tutto il mondo attivi e titoli del mercato immobiliare per

oltre 23 miliardi di dollari Usa. Il team d'investimento operante sui titoli immobiliari, composto da nove membri, comprende gestori con esperienza media di 18 anni ed analisti con esperienza media di 12 anni nel settore. Il team supporta la piattaforma globale della divisione Real Estate di Invesco. Ciò permette di reperire direttamente sul campo le informazioni di mercato e beneficiare completamente dell'esperienza di tutti i suoi membri. I dati forniti da ciascuno riguardo ai mercati locali sostengono un tipo di approccio teso a individuare l'investimento commerciale qualitativamente migliore e le società in crescita operanti nei relativi segmenti del settore.

## QUAL È L'APPROCCIO DI GESTIONE PER SELEZIONARE I TITOLI IN PORTAFOGLIO?

La filosofia d'investimento di Invesco si basa su due principi chiave: massimizzare la prevedibilità e la continuità dei rendimenti e minimizzare il rischio tramite una severa disciplina di costruzione del portafoglio. Tale disciplina rappresenta il

fondamento del processo d'investimento di Invesco, che utilizza un approccio di tipo sistematico incorporando ricerca fondamentale e analisi sui titoli. Questi due fattori consentono di focalizzare l'attenzione sul valore d'investimento a lungo termine di un'azienda operante nel settore. A nostro avviso, la performance di lungo termine sarà determinata dai cicli di mercato, dalla qualità degli attivi presenti nel settore e dall'esperienza del team di gestione. La selezione dei titoli è accompagnata da una serie di strumenti di controllo del rischio di tipo macroeconomico per garantire la costruzione di portafogli ben diversificati e protetti, in grado di investire nei principali paesi e segmenti immobiliari del mercato. L'obiettivo finale è creare un portafoglio di 60-80 titoli in grado di offrire un buon profilo di rischio/rendimento.

## COME È RIPARTITO ATTUALMENTE IL PORTAFOGLIO?

Le due principali componenti del portafoglio riguardano le



**Joe V. Rodriguez**  
INVESCO GLOBAL  
REAL ESTATE  
SECURITIES FUND

GESTORE DEL COMPARTO  
D'INVESTIMENTO

destinazioni d'uso uffici (24,3%) e la grande distribuzione (28,9%). A livello geografico invece prevale l'esposizione negli Usa (45,7%), seguita dall'Asia (23%) e dall'Europa (17,7%, di cui un 11% circa in Gran Bretagna). Il segmento delle aziende quotate del settore è in forte evoluzione e continua a beneficiare dell'interesse e delle opportunità insite nella crescente "globalizzazione" di questo tipo d'investimento nonché dell'introduzione dei REIT (Real Estate Investment Trust) a livello globale. Si prevede ad esempio che il Regno Unito introdurrà il suo REIT nel 2007 e si spera che anche la Germania seguirà a breve termine.