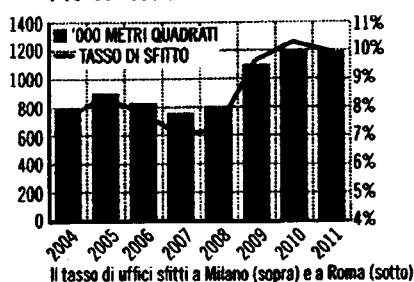


IMMOBILIARE QUALE IMPATTO AVRANNO LE SCELTE DEI FONDI CHE DEVONO LIQUIDARE I LORO PATRIMONI

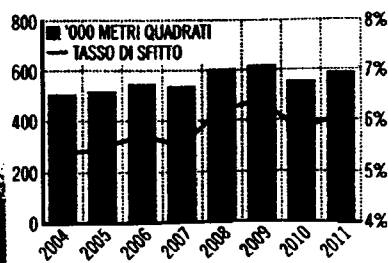
# Arriva sul mercato un'ondata di mattoni

## PIÙ UFFICI SFITTI A MILANO...

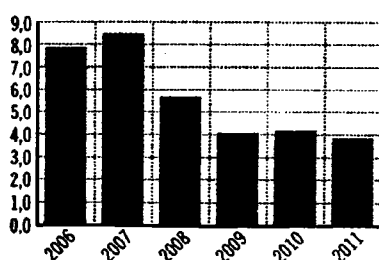


Il tasso di uffici sfitti a Milano (sopra) e a Roma (sotto)

## ...E NELLA CAPITALE

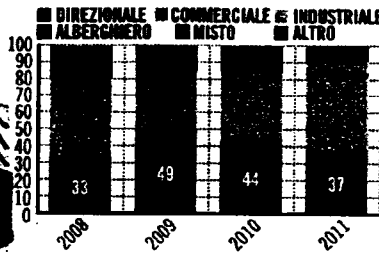


## GIÙ GLI INVESTIMENTI IN VALORE...



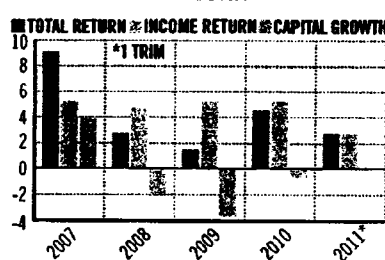
Il valore (miliardi) degli investimenti immobiliari in Italia

## ...E IN TIPOLOGIA



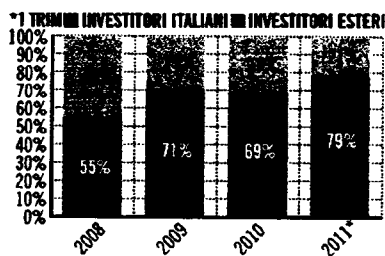
La tipologia degli investimenti. Fonte Bnp Paribas Re

## MENO TOTAL RETURN



Evoluzione del total return (in %) nel settore direzionale

## POCHI STRANIERI



Quota degli investimenti per provenienza. Fonte: Nomisma

Le iniziative al capolinea sono 57. Che creano allarme tra gli operatori del real estate, già alle prese con la recessione. E con l'offerta delle privatizzazioni di Stato ed enti locali

MARIAROSARIA MARCHESANO

**È** in arrivo una maxi liquidazione di fondi immobiliari. Sono una sessantina su 300 i fondi che investono nel mattone e che hanno scelto di uscire dal mercato prima

della scadenza naturale. I dati sono ancora provvisori e vanno considerati con un minimo di cautela, ma dai primi risultati di un censimento svolto dalla Banca d'Italia, secondo quanto risulta al *Mondo*, a oggi risultano 57 fondi in liquidazione di cui 49 con delibera già approvata al 31 dicembre 2011. Questo significa che nei prossimi cinque anni, così come prevede la legge, saranno messi in vendita asset per 4,6 miliardi, che è il valore dell'attivo dei fondi in

liquidazione. Una cifra alla quale vanno aggiunti altri 3,8 miliardi di beni custoditi nei portafogli di 10 fondi retail (cioè presenti sul listino di Borsa e le cui quote sono diffuse tra decine di migliaia di risparmiatori), con una scadenza in calendario tra il 2012 e il 2014 senza più possibilità di proroghe. L'offerta potenziale è, dunque, pari quasi a 9 miliardi in una fase in cui il settore

del real estate in Italia è praticamente fermo e gli investitori esteri si stanno sempre più diradando (nel 2011 sono calati del 22% rispetto al 2010 e del 76% rispetto al 2007). «Sul mercato rischia di crearsi un ingorgo di immobili», spiega l'avvocato Riccardo Delli Santi il quale, tra l'altro, è fondatore della Agidi, l'associazione dei giuristi del diritto immobiliare che proprio su questo tema ha messo intorno a un tavolo a fine gennaio a Milano una trentina di studi legali di tutta Italia. Un tavolo tecnico ospitato, dallo studio Gianni Origoni Grippo, dal quale è emersa forte preoccupazione per l'impatto che potrebbe avere un eccesso di offerta.

## CONTRO L'ELUSIONE

«La particolare situazione che si è venuta a creare nel mondo dei fondi immobiliari va a incrociarsi in questo momento con la volontà dello Stato di ven-

dere i suoi beni per fare cassa», continua Delli Santi. «Non discuto le finalità antielusive del decreto che ha messo fuori gioco tanti fondi immobiliari, ma bisogna anche ammettere che siamo di fronte a una situazione paradossale: operatori privati ed enti locali saranno concorrenti nelle vendite». In effetti, la corsa alla liquidazione dei fondi immobiliari è anche l'effetto delle (discusse) norme fiscali introdotte dal precedente governo (decreto 78 del maggio 2010 e successive integrazioni) il quale, forse, non aveva messo in conto che questo avrebbe prodotto una valanga

di dismissioni tutte insieme proprio nel momento in cui è stato programmato di vendere 5 miliardi di immobili statali (nei prossimi tre anni). L'obiettivo di governo e Banca d'Italia era quello di colpire i soggetti che utilizzavano lo strumento dei fondi immobiliari più per i vantaggi fiscali (aliquota del 20%) che per dare un servizio efficiente agli investitori. In pratica, un'area di elusione che è stata di fatto eliminata imponendo, con effetti retroattivi, un regime di tassazione ben più pesante per i fondi che non hanno determinati requisiti

(per esempio, la pluralità dei soci) e regole di gestione più rigide e trasparenti per le società di gestione. L'intervento aveva sollevato a suo tempo un vespaio di polemiche poiché nel mirino erano finiti non solo i cosiddetti fondi familiari (quelli cioè costituiti dalle famiglie ricche per gestire e tramandare agli eredi i propri immobili) ma anche veicoli che fanno operazioni di mercato o si occupano di sviluppo immobiliare e nella cui compagine figurano operatori esteri che si sono ritrovati dalla sera alla mattina con piani d'investimento sballati. L'impatto è stato un po' attenuato con alcune modifiche al testo della legge che è en-

**LE  
BANCHE  
SONO  
PREOCCUPATE  
PER  
I FORTI  
DEBITI**

trata in vigore la scorsa estate, determinando di fatto due categorie di fondi, quelli «cattivi» e quelli «buoni» (in senso fiscale naturalmente). Nella prima categoria rientrano i fondi retail e quelli istituzionali con investitori come assicurazioni, fondi pensione e banche; nella seconda tutti gli altri e nel caso in cui un singolo investitore superi la soglia del 5% scatta il regime fiscale aggravato.

La resa dei conti è arrivata a fine 2011. In base al decreto, infatti, i fondi che non erano più in possesso dei requisiti richiesti potevano optare entro il 31 dicembre scorso per la messa in liquidazione usufruendo di un'aliquota agevolata e di una finestra di cinque anni per vendere tutti gli asset in portafoglio. Ora, non si sa se proprio tutti i 57 fondi che hanno scelto la strada della liquidazione lo hanno fatto per motivi connessi alla nuova fiscalità (possono esserci anche problemi di natura diversa), ma nella maggior parte dei casi è andata proprio così. Interpellando i gestori emerge che ci sono situazioni in cui il portafoglio del fondo ha caratteristiche tali da poter essere collocato entro un certo arco di tempo e altre, invece, in cui si teme di dover vendere a saldo con la prospettiva di ingenti perdite per i

quotisti. Non mancano i casi in cui i fondi «cattivi» hanno deciso di restare sul mercato accettando l'aumento delle tasse poiché, forse, non prevedono di fare utili nei prossimi anni.

**PARCHEGGIO PER NON SVENDERE**

Per tanti il problema principale resta quello di evitare la svendita degli immobili. Non a caso, da qualche tempo si stanno studiando soluzioni alternative. Per esempio, l'Aspesi, l'associazione che raggruppa gli immobilizaristi di Confindustria guidata da Federico Filippo Oriana ha promosso un fondo di fondi di diritto lussemburghese che in buona sostanza rappresenta un mezzo per parcheggiare gli immobili in attesa che arrivi la ripresa. Per la verità, di soluzioni per scongiurare le cessioni forzate ne sta emergendo più d'una, anche se spesso si tratta di formule complesse e non alla portata di tutti (vedere box a

**IL MONDO**

Aspesi: comunicati, citazioni, interviste

10/2/12

pagina 9). Il motivo di tanta agitazione è che si sta diffondendo il timore di un crollo delle quotazioni che, tra l'altro, finirebbe per coinvolgere anche il sistema bancario per i finanziamenti erogati ai fondi a fronte di garanzie iscritte ai valori di mercato di ieri. Gualtiero Tamburini, presidente di Federimmobiliare, spiega che, in questa particolare fase «sarebbe opportuna una modifica normativa che preveda una proroga generalizzata per tutti i fondi immobiliari oppure l'introduzione di uno strumento semplice come una polizza assicurativa garantita dallo Stato da offrire agli investitori esteri per farli ritornare in Italia. Se, com'è accaduto, le regole del gioco cambiano in corsa, l'investitore può essere risar-

cito dall'assicurazione». Ma un eventuale abbassamento generalizzato dei prezzi non potrebbe favorire la ripresa del mercato immobiliare, com'è avvenuto in altri Paesi europei? Proprio così, ma resta il fatto che chi ha investito in passato in strumenti come i fondi dovrebbe registrare perdite certe, comprese alcune decine di migliaia di piccoli investitori. Luca Dondi, responsabile del centro studi di Nomisma per la parte immobiliare, si è messo a spulciare tra i fondi retail, che sono quotati in Borsa. Fondi «nobili» nella visione di Banca d'Italia perché vero strumento di risparmio gestito e meritevoli per questo di usufruire del regime fiscale agevolato (tassazione al 20%). «Tutti i fondi retail scadranno entro il 2017,

ma una buona parte di essi arriverà alla prova del mercato già nei prossimi tre anni», spiega Dondi: «Parlo di una decina di casi in cui è stato già scontato il periodo di proroga e i cui immobili sono concentrati soprattutto nel Nord-Ovest dell'Italia. A oggi il mercato italiano del real estate assorbe nel suo complesso un ammontare di transazioni annue di 4 miliardi, in pratica la metà rispetto a qualche anno fa. Per quanto riguarda i fondi riservati, si hanno notizie certe solo su quattro fondi in scadenza tra il 2012 e il 2014 per un totale di 400 milioni di asset da vendere, ma probabilmente è molto più alto il numero di veicoli che sta per arrivare alla fine del suo ciclo e che deve confrontarsi con il mercato».

**GESTORI IN TRINCEA 1 COPERNICO**

**Il fotovoltaico paga pegno**

Quello di Copernico è un caso emblematico di fondo che ha scelto di continuare a stare sul mercato anche se nella compagine dei sottoscrittori c'è un investitore con una quota superiore al 5% (cosa che secondo la nuova norma farebbe venire meno il requisito della pluralità dei soci). Mauro Sbroggiò ad di Finint sgr (la società che gestisce il fondo insieme ad altri otto per un totale di 1 miliardo di asset), spiega: «Copernico è un fondo di nuova generazione con un portafoglio di 230 milioni composto da terreni e impianti per la produzione di energia fotovoltaica (nella foto). A fine 2010 è entrato un investitore con più del 5% e sarà purtroppo penalizzato: dovrà accollarsi la tassazione aggravata che è entrata in vigore successivamente ma con effetto retroattivo».

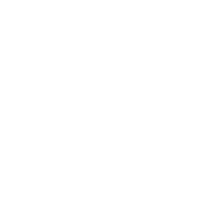


**57 SONO I FONDI IN LIQUIDAZIONE DI CUI 49 DELIBERATI A FINE 2011\***  
**4,6 MILIARDI È IL VALORE DELL'ATTIVO DEI FONDI IN LIQUIDAZIONE\***  
**42,4 MILIARDI È IL VALORE DELL'ATTIVO DI TUTTI I FONDI RISERVATI E SPECULATIVI\***

**GESTORI IN TRINCEA 3 SORGENTE**

**Se Donatello copia Caravaggio**

Caravaggio (un portafoglio da 290 milioni di immobili di pregio tra cui La Rinascente di piazza Fiume a Roma (foto sotto) e la sede del banco Santander in via Senato a Milano) era fino a poco fa un fondo quotato in Borsa con una base di 1.500 quotisti retail e un gruppo di investitori istituzionali. Come ricorda Giovanni Maria Benucci, direttore generale di Sorgente sgr, «Caravaggio era prossimo alla scadenza e volevamo offrire ai quotisti la possibilità di evitare l'impatto con l'attuale ciclo di mercato». Così a fine 2010 è stata messa in piedi un'operazione senza precedenti in Italia, ideata dall'ad del gruppo Sorgente Valter Mainetti: è consistita nel lancio di un'opa del fondo Donatello, anch'esso gestito da Sorgente, sul «cugino» Caravaggio. «L'opa ha permesso di liquidare il pubblico retail nel 2011 con un'offerta a premio sul nav che ha visto un'adesione plebiscitaria e ha offerto agli investitori istituzionali una nuova finestra per la liquidazione delle quote che si aprirà solo nel 2019», conclude Benucci.



**GESTORI IN TRINCEA 2 PEGASO**

**Noi siamo pronti a chiudere**

I quotisti di Pegaso, un gruppo di imprenditori liguri, non hanno avuto dubbi a scegliere la messa in liquidazione. «Il nuovo regime fiscale non ci sembra più compatibile con l'attività di questo fondo che ha in portafoglio un importante progetto di sviluppo a Genova», spiega Giuseppe Campanella, ad di Fondamenta sgr, gestore di Pegaso. «Confidiamo che cinque anni siano sufficienti per realizzare il programma che, peraltro, prevede ben 200 milioni di investimenti nell'area dell'ex Mira Lanza di Rivarolo (80 mila metri quadrati, nella foto, ndr) con un iter urbanistico alle battute finali. E per questo registriamo l'interesse di alcuni investitori internazionali». Pegaso, infatti, ha appena sottoscritto un preliminare per la cessione a un gruppo olandese della parte del progetto che riguarda l'area commerciale.



**3,8 MILIARDI SONO GLI ASSET DEI FONDI RETAIL IN SCADENZA (10) NEL 2012-2014\*\***  
**4,3 MILIARDI LE TRANSAZIONI IMMOBILIARI IN ITALIA NEL 2011 (METÀ DEL 2007)\*\*\***  
(FONTI: \* STIMA DI MERCATO, \*\*NOMISMA, \*\*\*CB RICHARD ELLIS)

**GESTORI IN TRINCEA 4 FABRICA**

**In offerta solo la qualità**

Con un portafoglio di nove fondi per un totale di 2,5 miliardi di asset gestiti, Fabrica sgr (Montepaschi-Caltagirone) può contare su un portafoglio di durata residua medio lunga e quindi non ha iniziative di prossima scadenza. L'ad Marco Doglio (nella foto) spiega che, però, ci sono due fondi riservati interessati dalle recenti novità fiscali per i quali la sgr ha avviato il processo di graduale liquidazione ritenendo assorbibili dal mercato i progetti immobiliari che sono di elevata qualità. Doglio aggiunge che, proprio per cogliere lo stimolo delle nuove norme in materia, «la sgr ha già da tempo incentrato la sua operatività sullo sviluppo dei fondi dedicati a prodotti real estate per il risparmio diffuso».

