

RE REAL ESTATE – Numero 22 – Maggio 2005 di Maurizio Valentini e Onelia Onorati  
**“PERCHÉ VOGLIAMO COMPRARE UNA SOCIETÀ QUOTATA”**

Gli strumenti di gestione del risparmio per i quali primeggia, a Sorgente SGR non bastano più. E la società pensa a come approfittare delle occasioni di nuovi grandi progetti di trasformazione urbana che si presentano. Con una company quotata che segue il modello fiscale francese. E un avvertimento: chi punta troppo sulla leva potrebbe bruciarsi.

Sorgente SGR è stato uno dei pionieri in Italia. Il mercato dei fondi immobiliari non ha segreti per la società che ha un'equity gestibile per ben più di un miliardo di euro (ma che può arrivare a 2,5 miliardi leverage compreso) e che ha il vezzo di denominare i suoi prodotti come i più famosi artisti del passato.

Michelangelo ha reso oltre il 10 per cento al 31/12/2004, Caravaggio, in via di quotazione, ha una variazione dell' 8,57 per cento del patrimonio netto rispetto al valore del collocamento. Recentemente la Banca d'Italia ha autorizzato anche il prodotto ad apporto Donatello, valore: 300 milioni di euro. Ma c'è qualcosa di nuovo all'orizzonte: Sorgente vuole includere nel suo core business anche operazioni immobiliari che privilegino lo sviluppo, da portare avanti mediante una società quotata.

“Uno dei nostri prossimi obiettivi sarà la creazione, all'interno del nostro Gruppo, di una società immobiliare quotata. Abbiamo due strade da poter percorrere: o costituirla ex novo e quotarla, ma per questo ci vorrebbero due-tre anni, o acquisire la maggioranza di una società già esistente. A tal fine abbiamo contattato Mediobanca” esordisce Valter Mainetti, l'Amministratore Delegato.

**Perché vi interessa tanto una società quotata?**

Perché abbiamo trovato sulla nostra strada diverse possibili operazioni a sviluppo e sarebbe poco convenzionale portarle avanti mediante fondi immobiliari. Molti dei nostri sottoscrittori ci sollecitano a costituire una company invece di un fondo istituzionale dedicato allo sviluppo, quindi potremmo contare già su dei soci pronti a garantire il capitale.

**Ma questo non rientrerebbe nel vostro core business. E poi, non vi preoccupa la penalizzazione fiscale della property company rispetto al fondo?**

Noi abbiamo sempre portato avanti operazioni di acquisti immobiliari poco convenzionali: cercando immobili almeno in parte da riqualificare per poi affittare. Nel corso delle ricerche ci siamo spesso imbattuti in occasioni che a fronte di una quota di rischio maggiore consentivano di portare a casa rendimenti ben più alti di quelli cui siamo abituati. Abbiamo scelto di non coglierle o perché troppo rischiose per il fondo o troppo complesse dal punto di vista urbanistico. Per l'aspetto fiscale, devo ammettere che siamo abbastanza preoccupati. Siamo abituati a gestire fondi, per i quali sopportiamo costi fiscali meno onerosi, auspichiamo pertanto che il sistema immobiliare possa essere presto modificato a livello legislativo.

**Emerge da un lato una valutazione negativa degli strumenti a disposizione dell'operatore immobiliare, dall'altro la scelta di affiancare al fondo uno strumento diverso. Questo vuol dire che in un futuro prossimo prevedete rendimenti sempre più contenuti?**

Non proprio. Ultimamente ci si presentano molte più operazioni su progetti a sviluppo rispetto a quelli di messa a reddito e desideriamo approfittarne, adoperando uno strumento più consono al Fondo. Noi non nasciamo come divisione di un istituto bancario, come molte Sgr, ma abbiamo una tradizione immobiliare consolidata e riteniamo che per investire a 360° sul mercato bisogna avere uno strumento immobiliare

tradizionale che sia anche evoluto dal punto di vista finanziario, quindi il ricorso ad una società quotata ci sembra adeguato.

**Non crede che sia una scelta controcorrente, considerando che molte quotate si stanno trasformando in management company, come Aedes che con il nuovo piano industriale vuole spostarsi nel settore dei fondi immobiliari?**

Non è che vogliamo trasformare la Sgr, sia chiaro. Abbiamo una holding che controlla la Sgr, alla quale vorremmo aggiungere anche una società quotata. Abbiamo anche pensato di far discendere dalla quotata una Sgr speculativa, previa autorizzazione della Banca d'Italia. Però la quotata dà un certo spessore al gruppo, proprio ciò di cui ha bisogno un operatore come noi che ha 2 miliardi e mezzo di euro potenziali da investire. Sarà uno strumento in più che ci consentirà anche di collocare gli immobili una volta chiuso il fondo, considerando il loro enorme valore, invece di venderli.

**Oggi il fondo è uno strumento di investimento molto popolare, come vede l'aumento degli ultimi anni?**

Ritengo auspicabile la crescita di Società di Gestione del Risparmio e di fondi, perché più aumentano le dimensioni del mercato, più questo è maturo e sviluppato e più fornisce garanzie ai sottoscrittori. Però non condividiamo i cosiddetti "fondi fiscali", cioè prodotti di uno o due soggetti che usano gli Oicr (cioè gli organismi di investimento collettivo di risparmio) solo per tagliare i costi, trasformando un organismo collettivo in uno individuale per beneficio personale. Certo, può esserci un solo socio dietro ad un fondo, ma deve essere una società quotata o una fondazione con migliaia di iscritti. Invece il fatto che un immobiliare possa pensare di trasferire i propri immobili ad un fondo solo perché gli consente massime agevolazioni fiscali lo trovo tecnicamente scorretto, anche se fosse consentito dalla legge.

**Ma il processo autorizzativo per la creazione di questi fondi è complesso e sottoposto a vincoli molto forti...**

Infatti non sono certo che la Banca d'Italia possa dare autorizzazione a dei fondi che hanno come solo scopo il risparmio fiscale... mi auguro che questo non accada. Ad esempio il nostro fondo Michelangelo ha solo tredici sottoscrittori, ma sono investitori istituzionali che hanno un milione di associati.

**Non pensa che la normativa in materia di fondi sia carente sulle clausole che bloccano le operazioni elusive, oppure sul conflitto di interessi nel conferimento degli immobili?**

Non credo che la normativa della Banca d'Italia o della Consob sia carente. Credo che gli organi preposti alle autorizzazioni siano in grado di bloccare determinate operazioni di mero interesse fiscale. Forse sarebbe necessario da parte del Ministero delle Finanze un chiarimento che vieti alle SGR di costituire fondi solo per risparmiare imposte. Un po' come accadde quando il Ministero chiarì che le cooperative non devono perseguire il lucro ma l'interesse dei soci. Quando il fondo non è una Oicr a tutti gli effetti deve diventare una società immobiliare.

**Invece sul versante della property company, al di là del problema fiscale, quali principi dovrebbero ispirare un'eventuale riforma?**

Secondo me, il punto di riferimento è il modello francese, appropriato per garantire la peculiarità delle società immobiliari. Per evitare un abuso dello strumento fondo, l'ideale è legittimare una company che fiscalmente si collochi a metà tra fondo e società tradizionale non immobiliare.

**Dopo cinque anni di boom, il panorama degli operatori nel mercato è molto cambiato. Ci sono grandi società come Pirelli RE, che prima non esistevano, ci sono i developer come Risanamento. Come classificare invece i nuovi soggetti, come gli immobiliari che oggi hanno partecipazioni in grandi banche e sono interessati ai fondi?** Non sono sviluppatori in senso tradizionale. Ci sono gli immobiliari quotati, ci sono grandi investitori. E poi c'è un coacervo di soggetti completamente nuovi, inclassificabili, che solo il tempo sarà in grado di cristallizzare in una categoria. Tra questi alcuni rimarranno, altri cambieranno settore. Quando un comparto attraversa un momento particolarmente favorevole, vi nascono operatori che fino a pochi anni prima non ne facevano parte.

**A livello nazionale vi muovete con cautela e portate avanti tanti deal all'estero. E' un segno della globalizzazione o l'Italia vi sta stretta?**

In realtà mettiamo a frutto la conoscenza e l'esperienza di realtà che ci sono particolarmente vicine. Ecco perché abbiamo colto opportunità a Manhattan. Lì stiamo comprando a circa 2 mila dollari per metro quadro, in una zona prossima a Wall Street, mentre in Italia i prezzi sono meno vantaggiosi.

**Ma allora il nostro mercato è più forte di quello statunitense, o forse è meno elastico, con prezzi appiattiti verso l'alto?**

Il mercato del Downtown newyorchese è ancora influenzato dall'attentato alle torri gemelle, parliamo di edifici obsoleti che da uffici vengono trasformati in condomini. Non si può generalizzare l'esempio a tutto il paese. Per quanto riguarda il mercato italiano, non ritengo che siamo ancora arrivati all'exasperazione dei prezzi per gli immobili "professionali", ancora ci capitano immobili con rendimento al 7 per cento. Certo i livelli dei rendimenti sono in flessione, soprattutto nelle zone centrali, che sono quelle più interessanti per noi. Ma è una situazione accettabile, considerando la fase di ascesa dei prezzi che ha caratterizzato il mercato fino a questo momento. E questo dipende anche dal numero dei nuovi operatori che si sono affacciati. Questi soggetti sono disposti a fornire somme anche molto forti per acquistare immobili, hanno un approccio completamente diverso dal nostro.

**In che cosa sono diversi da voi?**

Pur avendo grossa disponibilità di liquidità, noi siamo molto più prudenti di loro. Non è sbagliato etichettarci come "old economy". Non crediamo nei facili entusiasmi. Ci diamo obiettivi da un miliardo e mezzo pur potendo disporre di una leva da due miliardi e mezzo di euro. Anche in Usa il ricorso al debito è impressionante. Ci sono imprenditori che con capitali per dieci milioni di dollari controllano immobili da 150 milioni. Ma effettuano transazioni molto velocemente, accontentandosi di margini inferiori. Il loro approccio viene giustificato dalla maturità del mercato statunitense, dal livello irrisorio dei costi fiscali. In Italia ci sono ritmi molto inferiori, il mercato è più stanco, le imposte di registro troppo alte bastano a scoraggiare un trading troppo veloce. E infatti i soggetti più giovani tendono ad acquistare a costi troppo alti e a tenersi l'immobile per troppo tempo, scontando interessi passivi crescenti. Non so come potranno andare avanti. Forse, a quel punto saremo noi a comprare da loro