In Borsa sono precipitate le azioni immobiliari, ma non i fondi quotati. Nel 2007 il guadagno medio è stato superiore al 20%. Ecco un'analisi di tutti i prodotti del listino di Piazza Affari con le graduatorie di rendimento

QUANTO HANNO RESO I FONDI IMMOBILIARI CHIUSI

Focus

- Travolti dalla crisi dei mutui e dl rialzo dei tassi i titoli azionari immobiliari quotati hanno negli ultimi mesi hanno perso molto.
- Si sono invece sensibilmente apprezzati i 22 fondi immobliari quotati, i migliori dei quali hanno messo a segno nel 2007 performance vicine al +50%.
- In queste pagine i lettori trovano una rassegna completa dei risultati dei fondi immobiliri chiusi quotati, comprese le classifiche degli incrementi dei valori ufficiali dell quote (Nav) e l'incidenza delle commissioni di gestione.

■ di Fabio Sansone

Quasi quattro miliardi di euro di capitalizzazione bruciati nell'ultimo anno. E' questo il bilancio, tutt'altro che edificante, dei titoli italiani del settore immobiliare travolti dalla crisi di fiducia dei mercati. Una crisi che, per il segmento del real estate quotato, è stata aggravata dal rialzo dei tassi di interesse (che pesa negativamente sulla dinamica dei mutui), dal restringimento del credito alle imprese e ai consumatori e dal nuovo vigore dei prezzi al consumo. Tuttavia, se tutto questo vale per le azioni del settore immobiliare di Piazza Affari (da **Risanamento** a **Pirelli Re**, da **Aedes** a **Beni Stabili**), lo stesso non può affatto dirsi per i fondi immobiliari chiusi quotati. Infatti i 22 prodotti di questo tipo negoziati sul listino milanese hanno messo a segno in media un apprezzamento nel 2007 del 20,46% del valore della quota, con punte addirittura più che doppie per i fondi più brillanti: **Immobilium 2001** (+46,92%), **Berenice fondo uffici** (+49,96%) e, soprattutto, **Piramide globale** (+69,87%).

L'apparente contraddizione si spiega con il fatto che sebbene il mercato di riferimento sia lo stesso (l'immobiliare) i titoli azionari e i fondi immobiliari chiusi rispondono a dinamiche diverse che, soprattutto nel breve – medio termine, possono incidere sulle valutazioni dei titoli in modo diverso. Infatti i fondi immobiliari chiusi altro non sono che un contenitore di immobili acquistati nel corso degli scorsi anni e, nella maggioranza dei casi, valorizzati in portafoglio a prezzi conservativi. La riprova è che quasi tutte le dismissioni operate da questi fondi nel corso del 2007 hanno contabilizzato plusvalenze superiori a quelle stimate nel bilancio. Inoltre, dal momento che i fondi immobiliari chiusi quotati hanno superato la prima fase in cui non sono operativi a pieno regime, possono vantare un'alta percentuale degli asset investiti e messi a reddito (la media di settore indica un 87,4% di patrimonio investito).

I FONDI PIÙ GRANDI

I 22 fondi immobiliari chiusi quotati in Piazza Affari totalizzano nel loro insieme un patrimonio in gestione di 6.348 milioni di euro pari all'36,8% del totale di tutti i fondi italiani offerti al pubblico (compresi quelli non quotati) e a poco più di un terzo dell'intero mercato dei fondi immobiliari chiusi di diritto italiano che, al 30 giugno 2007, raggiungevano un patrimonio complessivo di 17.327 milioni di euro (Fonte: Assogestioni). Il patrimonio medio dei 22 fondi quotati, si attesta sui 288,5 milioni di euro, ma i fondi con più asset in gestione vantano dimensioni ben maggiori. E' questo il caso non solo del leader assoluto di

Fondi immobiliari chiusi quotati: i patrimoni più grandi

FONDO IMMOBILIARE CHIUSO	SOCIETÀ DI GESTIONE	PREZZO DI BORSA (1)	QUOTAZIONE VALORE	NETTO (MIL. DI EURO)	ASSET % INVESTITO	ANNUA % DI GESTIONE
UNICREDITO IMMOBILIARE UNO	PIONEER IM SGR	2410,0	04-06-01	553	91,4	1,50
TECLA FONDO UFFICI	PIRELLI REAL ESTATE SGR	580,0	04-03-04	456	91,6	0,90
BERENICE FONDO UFFICI	PIRELLI REAL ESTATE SGR	610,0	19-07-05	410	93,0	0,80
FONDO ALPHA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI	3660,0	04-07-02	397	94,0	1,60
ATLANTIC 1	FIRST ATLANTIC RE	487,0	07-06-06	381	96,4	0,90
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	BNL FONDI IMMOBILIARI	2348,0	02-01-02	379	88,1	1,80
OLINDA FONDO SHOPS	PIRELLI REAL ESTATE SGR	501,0	09-12-04	348	97,4	0,90
FONDO BETA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI	1253,0	20-10-05	321	64,1	1,90
POLIS	POLIS FONDI SGR	1730,0	19-04-01	319	77,8	1,50
EUROPA IMMOBILIARE 1	VEGAGEST SGR	2118,0	04-12-06	317	86,8	1,60
PIRAMIDE GLOBALE	RREEF FONDIMMOBILIARI	1350,0	26-11-02	299	85,7	1,50
PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	BNL FONDI IMMOBILIARI	3235,0	03-07-03	252	86,9	1,90
CAAM RE EUROPA	CAAM RE SGR	1785,0	17-11-03	246	97,7	1,98
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	BNL FONDI IMMOBILIARI	2350,0	03-08-04	232	88,7	1,50
CAAM RE ITALIA	CAAM RE SGR	2245,0	04-06-02	217	81,5	1,60
OBELISCO	INVESTIRE IMMOBILIARE SGR	2242,0	14-06-06	200	84,3	1,70
SECURFONDO	BENI STABILI GESTIONI SGR	2500,0	05-02-01	195	83,4	1,60
INVESTIETICO	AEDES BIPIEMME RE	2065,0	01-11-04	184	79,2	1,50
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	RREEF FONDIMMOBILIARI	4501,0	29-11-99	182	89,6	1,70
INVEST REAL SECURITY	BENI STABILI GESTIONI SGR	1960,0	24-01-05	155	87,7	1,80
IMMOBILIUM 2001	BENI STABILI GESTIONI SGR	4900,0	29-10-03	154	94,0	1,60
CARAVAGGIO	SORGENTE SGR	2700,0	16-05-05	151	84,5	1,80
MEDIE DI SETTORE				6348,0	87,4	1,53

Note: (1) al 28-12-2007.

mercato, **Unicredito Immobiliare Uno** di Pioneer im sgr (553 milioni di euro il patrimonio netto), ma anche di **Tecla fondo uffici** (456 milioni) e **Berenice fondo uffici** (410 milioni), entrambi di Pirelli Real Estate sgr, di **Fondo Alpha** di Fondi Immobiliari Italiani (397 milioni), di **Atlantic 1** di First Atlantic RE (381 milioni) e di **Bnl portfolio immobiliare** di Bnl fondi immobiliari (379 milioni).

GLI INVESTIMENTI

Per quanto riguarda invece la percentuale degli asset che risultano investiti la media di mercato indica un 87,4%: **Caam Re Europa** di Caam Re sgr (97,7%) e **Olinda fondo shops** di Pirelli Real Estate sgr (97,4%) vantano una decina di punti percentuali di esposizione in più. Almeno cinque punti percentuali in più della media li segnalano anche i fondi **Atlantic 1** (96,4%), **Immobilium 2001** di Beni Stabili gestioni sgr (94%), **Fondo Alpha** (94%) e **Berenice fondo uffici** (93%). Per contro, al di sotto della media di mercato, finiscono i fondi **Fondo Beta** di Fondi Immobiliari Italiani (64,1% la percentuale di asset investita), **Polis di Polis fondi sgr** (77,8%), **Investietico** di Aedes Bipiemme RE (79,2%) e **Caam Re Italia** (81,5%). E' importante segnalare, tuttavia, che si tratta di quattro fondi che hanno alienato di recente immobili in portafoglio come nel caso di **Caam Re Italia** che ha siglato la prima vendita del 2008 cedendo un immobile e ottenendo una plusvalenza del 30% sul valore di acquisto a conferma di una buona capacità di valorizzare le proprietà in portafoglio. Forse, anche per questo, richiede una commissione annua di gestione (pari all'1,60%) leggermente superiore alla media di mercato (1,53%).

I MENO COSTOSI

A proposito di commissioni, i quattro fondi immobiliari chiusi meno esosi risultano essere, i tre di Pirelli Real Estate Sgr (Berenice fondo uffici, 0,80% di commissione annua, Tecla fondo uffici, 0,90%, e Olinda fondo shops (0,90%) e il fondo di First Atlantic RE, Atlantic 1 (0,90%).

"Tutti i fondi tranne uno prevedono una commissione finale variabile calcolata sul risultato di gestione eccedente l'obiettivo"

Fondi immobiliari chiusi quotati: i più a sconto in Borsa

FONDO IMMOBILIARE CHIUSO	SOCIETÀ DI GESTIONE	PREZZO DI BORSA (1)	NAV DI BILANCIO (2)	SCONTO SUL NAV	RENDIM. ANNUO DAL COLLOC. PREZZO BORSA	NAV
CAAM RE EUROPA	CAAM RE SGR	1785,0	2.841	-37,2%	-2,54	4,21
ATLANTIC 1	FIRST ATLANTIC RE	487,0	717	-32,1%	3,58	50,54
CAAM RE ITALIA	CAAM RE SGR	2245,0	3.253	-31,0%	2,21	7,14
INVEST REAL SECURITY	BENI STABILI GESTIONI SGR	1960,0	2.814	-30,3%	-3,75	4,36
UNICREDITO IMMOBILIARE UNO	PIONEER IM SGR	2410,0	3.457	-30,3%	2,10	6,27
INVESTIETICO	AEDES BIPIEMME RE	2065,0	2.945	-29,9%	-0,36	5,21
POLIS	POLIS FONDI SGR	1730,0	2.454	-29,5%	1,52	5,63
OLINDA FONDO SHOPS	PIRELLI REAL ESTATE SGR	501,0	671	-25,3%	8,64	18,05
EUROPA IMMOBILIARE 1	VEGAGEST SGR	2118,0	2.797	-24,3%	-3,72	6,02
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	RREEF FONDIMMOBILIARI	4501,0	5.872	-23,3%	1,52	4,12
SECURFONDO	BENI STABILI GESTIONI SGR	2500,0	3.248	-23,0%	4,12	6,95
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	BNL FONDI IMMOBILIARI	2348,0	3.023	-22,3%	2,44	5,41
OBELISCO	INVESTIRE IMMOBILIARE SGR	2242,0	2.812	-20,3%	-2,74	8,49
CARAVAGGIO	SORGENTE SGR	2700,0	3.236	-16,6%	1,97	6,75
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	BNL FONDI IMMOBILIARI	2350,0	2.815	-16,5%	1,38	5,20
IMMOBILIUM 2001	BENI STABILI GESTIONI SGR	4900,0	5.857	-16,3%	2,06	5,11
PIRAMIDE GLOBALE	RREEF FONDIMMOBILIARI	1350,0	1.603	-15,8%	4,76	6,02
BERENICE FONDO UFFICI	PIRELLI REAL ESTATE SGR	610,0	706	-13,6%	17,81	24,09
PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	BNL FONDI IMMOBILIARI	3235,0	3.640	-11,1%	5,52	7,49
TECLA FONDO UFFICI	PIRELLI REAL ESTATE SGR	580,0	637	-8,9%	22,00	25,01
FONDO ALPHA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI	3660,0	3.703	-1,2%	12,43	12,57
FONDO BETA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI	1253,0	1.134	10,5%	12,09	9,74
MEDIE DI SETTORE				-20,4%	4,2	10,7

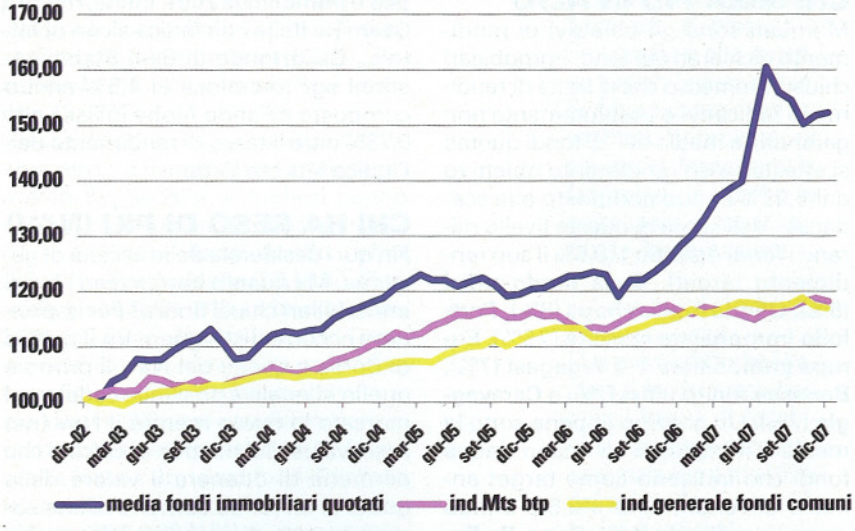
Note: (1) al 28-12-2007.

I PIÙ COSTOSI

Al contrario, i prodotti di categoria con il più elevato costo annuo di gestione sono, nell'ordine, Caam Re Europa (1,98%), Portfolio immobiliare crescita di Bnl Fondi Immobiliari (1,90%), Fondo Beta (1,90%), Bnl Portfolio immobiliare (1,80%), Invest Real Security di Beni Stabili gestioni sgr (1,80%) e Caravaggio di Sorgente Sgr (1,80%).

A questi valori fissi vanno poi aggiunti quelli variabili. I fondi Tecla fondo uffici, Olinda fondo shops e Atlantic 1 prevono infatti una provvigione variabile annuale calcolata sulla differenza tra i proventi di competenza dell'esercizio di riferimento e l'ammontare necessario a garantire nell'esercizio di riferimento il rendimento target annuale del valore medio del fondo nel, al netto di eventuali minusvalenze. In pratica si tratta di una sorta di provvigione di incentivo rispetto alla performance obiettivo annuo del fondo. Inoltre tutti i fondi, ad eccezione di Caam Re Italia, prevedono una commissione variabile finale calcolata sul risultato di ge-

Sui cinque anni hanno battuto fondi comuni e Btp



Il grafico mette a confronto il rendimento medio dei fondi immobiliri quotati negli ultimi cinque anni con quello medio generale dei fondi comuni e quello dei Btp.

Fondi immobiliari chiusi quotati: le performance in Piazza Affari

FONDO IMMOBILIARE CHIUSO	SOCIETÀ DI GESTIONE	2007	2 ANNI	3 ANNI	4 ANNI	5 ANNI
PIRAMIDE GLOBALE	RREEF FONDIMMOBILIARI	69,87%	77,37%	51,81%	57,90%	57,90%
BERENICE FONDO UFFICI	PIRELLI REAL ESTATE SGR	49,96%	60,83%			
IMMOBILIUM 2001	BENI STABILI GESTIONI SGR	46,92%	46,02%	50,32%	67,71%	
CAAM RE EUROPA	CAAM RE SGR	31,41%	31,30%	29,67%	30,91%	
TECLA FONDO UFFICI	PIRELLI REAL ESTATE SGR	30,41%	55,06%	68,04%		
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	RREEF FONDIMMOBILIARI	28,48%	22,48%	20,08%	12,15%	30,95%
FONDO ALPHA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI	27,60%	37,41%	59,59%	116,49%	160,50%
FONDO BETA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI	26,67%	47,30%			
CAAM RE ITALIA	CAAM RE SGR	17,53%	31,31%	40,24%	47,41%	56,94%
OLINDA FONDO SHOPS	PIRELLI REAL ESTATE SGR	16,88%	32,86%	25,42%		
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	BNL FONDI IMMOBILIARI	15,87%	22,83%	22,82%	35,44%	41,03%
PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	BNL FONDI IMMOBILIARI	15,80%	30,10%	43,33%	74,70%	
INVESTIETICO	AEDES BIPIEMME RE	14,00%	22,32%	30,25%		
UNICREDITO IMMOBILIARE UNO	PIONEER IM SGR	13,95%	18,94%	24,70%	47,63%	61,31%
INVEST REAL SECURITY	BENI STABILI GESTIONI SGR	13,32%	13,44%			
EUROPA IMMOBILIARE 1	VEGAGEST SGR	12,00%				
OBELISCO	INVESTIRE IMMOBILIARE SGR	9,78%				
ATLANTIC 1	FIRST ATLANTIC RE	5,38%				
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	BNL FONDI IMMOBILIARI	3,32%	8,30%	11,89%		
SECURFONDO	BENI STABILI GESTIONI SGR	2,95%	12,00%	23,24%	26,10%	29,49%
POLIS	POLIS FONDI SGR	-0,09%	5,77%	12,45%	30,13%	59,54%
CARAVAGGIO	SORGENTE SGR	-1,82%				
MEDIE DI SETTORE		20,46%	31,17%	34,26%	49,69%	62,21%

Note: (3) al 28-12-2007.

stione eccedente l'obiettivo di rendimento minimo prefissato.

CHI MIRA PIÙ IN ALTO

Ma quali sono gli obiettivi di rendimento dichiarati dai fondi immobiliari chiusi? Premesso che si tratta di rendimenti indicativi e assolutamente non garantiti, la media dei 22 fondi quotati si attesta su un rendimento obiettivo del 5,98% annuo composto alla scadenza. Al di sopra di questo livello mirano i fondi **Atlantic 1** (8,5% il suo rendimento target), **Tecla fondo uffici** (8%), **Olinda fondo shops** (8%), **Portfolio immobiliare crescita** (7,5%), **Europa Immobiliare 1** di Vegagest (7%), **Berenice fondo uffici** (7%) e **Caravaggio** (7%). Un gradino appena sotto la media di mercato, si collocano cinque fondi che indicano come target annuale di rendimento il 5,5% annuo composto: **Fondo Beta, Caam Re Europa, Bnl Portfolio immobiliare, Obelisco e Estense grande distribuzione**. Seguono quindi altri sette prodotti che non vanno oltre il 5% annuo composto di target di rendimento annuo: **Invest Real security, Polis, Unicredito Immobiliare uno, Piramide globale, Valore immobiliare globale, Investietico e Immobilius 2001**. Infine, mentre **Caam Re Italia** non indica alcun obiettivo, **Securfondo** di Beni Stabili gestioni sgr lo colloca al 4,5% annuo composto e **Fondo Alpha** lo fissa allo 0,75% oltre il tasso di rendimento dell'indice Mts btp lordo.

CHI HA RESO DI PIÙ (NAV)

Fin qui i desiderata delle società di gestione. Ma quanto hanno reso i fondi immobiliari chiusi finora? Per rispondere occorre distinguere tra il prezzo di Borsa e quello del Nav. Il primo è quello al quale è possibile cedere sul mercato le quote mentre il Nav (net asset value) è il metodo di calcolo che permette di ottenere il valore delle quote di un fondo comune di una società quotata, dividendo il valore patrimoniale di bilancio per il numero complessivo delle quote o delle azioni in circolazione. Si tratta di un metodo certificato (in quanto il bilancio oltre ad essere un atto pubblico prevede il visto di una apposita società esterna di revisione dei conti) ma soggetto alle valutazioni dei periti incaricati dalla società di gestione a valutare gli immobili in portafoglio e che potrebbero o sottostimarli o sovrastimarli. Ne deriva che il valore del Nav è soggettivo e gli esperti consigliano di utilizzarlo con cautela, soprattutto nei primi anni di vita del fondo. Resta il fatto che in base al Nav è possibile stilare sia una classifica di rendimento dei fondi, confrontando l'ultimo Nav con quello iniziale di collocamento, sia una graduatoria di sconto del prezzo di Borsa rispetto al Nav. Nella classifica dei più redditizi in base all'ultimo Nav, si distingue **Atlantic 1** (+50,54% su base annua) che precede di gran lunga persino i due fondi oggetti questa estate di Opa a colpi di rilanci, **Tecla fondo uffici** (+25,01%) e **Berenice fondo uffici** (+24,09%). Un po' dietro, ma con buone rivalutazioni anch'essi rispetto al Nav di collocamento, i fondi **Olinda fondo shops** (+18,05%) e **Fondo Alpha** (+12,57%).

Con una crescita del Nav superiore al

7% su base annua troviamo poi **Fondo Beta** (+9,74%), **Obelisco** (8,49%), **Portfolio immobiliare crescita** (7,49%), **Caam Re Italia** (7,14%).Le rivalutazioni annuali del Nav più modeste sono invece riconducibili ai fondi **Valore immobiliare globale** (4,12%), **Caam Re Europa** (4,21%), **Invest Real security** (4,36%), **Immobilium 2001** (5,11%), **Estense grande distribuzione** (5,20%) e **Investietico** (5,21%). Sempre in base all'ultimo Net asset value e al prezzo corrente di Borsa si ricava lo sconto, ovvero la differenza (quasi sempre negativa) tra il valore di mercato e il valore (teorico) di bilancio del fondo. Qui va detto subito che, sebbene lo sconto medio dei 22 fondi immobiliari quotati si attesti al 20,4%, risulta in deciso calo (di quasi 10 punti percentuali) rispetto a 12–18 mesi fa quando superava quota 30%. Tra i fondi che ancora viaggiano su livelli elevati di sconto ci sono **Caam Re Europa** (37,2%), **Atlantic 1** (32,1%), **Caam Re Italia** (31%), **Invest Real Security** (30,3%), **Unicredito Immobiliare Uno** (30,3%), **Investietico** (29,9%) e **Polis** (29,5%). Sconti ridotti, al contrario, per cinque fondi: **Piramide globale** (15,8%), **Berenice fondo uffici** (13,6%), **Portfolio immobiliare crescita** (11,1%) **Tecla fondo uffici** (8,9%), **Fondo Alpha** (1,2%) mentre per il **Fondo Beta** (che nella seconda parte del 2007 è stato oggetto di un'Opa) il prezzo di Borsa corrente è addirittura superiore del 10,5% a quello stimato con l'ultimo Nav.

CHI HA RESO DI PIÙ (BORSA)

Molto più significative, infine, le performance stilate in base alla quotazione corrente di Borsa, anche perché si tratta del prezzo a cui il possessore del fondo più rivendere le quote di proprietà. In questo caso i cinque fondi che hanno saputo offrire maggiori soddisfazioni sono, nell'ordine, **Tecla fondo uffici** (22,0%), **Berenice fondo uffici** (17,81%), **Fondo Alpha** (12,43%), **Fondo Beta** (12,09%) e **Olinda fondo shops** (8,64%)

Risultati intorno alla media, pari al 4,2% annuo composto, per i fondi **Portfolio Immobiliare Crescita** (5,52%), **Piramide globale** (4,76%) e **Securfondo** (4,12%). Hanno invece disatteso le aspettative, almeno per il momento, i prodotti **Investietico** (-0,36%), **Caam Re Europa**. (-2,54%), Obelisco (-2,74%), **Europa Immobiliare** 1 (-3,72%) e **Invest Real security** (-3,75%). Risultati, in tutti casi, da leggere in funzione degli anni di attività del fondo (più sono e maggiore è, di norma, il rendimento) e che includono la fase precedente alla quotazione durante la quale il fondo non è completamente investito e quindi poco remunerativo. Questo per dire che coloro che hanno acquistato le quote in Borsa e non nella fase di collocamento, hanno beneficiato della piena operatività del fondo ricavandone maggiori rendimenti. E non solo, come abbiamo visto in precedenza, nel corso del 2007, ma anche negli ultimi due, tre, quatto e cinque anni.

Infatti chi avesse investito a fine dicembre 2005 in quote di fondi immobiliari chiusi quotati in Piazza Affari avrebbe realizzato un guadagno medio biennale del 31,17%. Molto meglio sarebbe poi andata a chi avesse scelto **Piramide globale** (77,37%), **Berenice fondo uffici** (60,83%), **Tecla fondo uffici** (55,06%), **Fondo Beta** (47,3%), **Immobilium** 2001 (46,02%) e **Fondo Alpha** (37,41%). Ma risultati positivi a due anni li hanno ottenuti un po' tutti gli acquirenti di questi prodotti compresi i sottoscrittori di quelli in fondo alla graduatoria: **Polis** (5,77%), **Estense Grande distribuzione** (8,3%), **Securfondo** (12,0%) e **Invest Real security** (13,44%).

Stesso discorso sulla distanza dei tre anni dove, a fronte di un rendimento medio del 34,26%, i migliori hanno realizzato performance di Borsa superiori al 50%: **Tecla fondo uffici** (68,04%), **Fondo Alpha** (59,59%), **Piramide globale** (51,81%) e **Immobilium 2001** (50,32%). L'investitore in fondi immobiliari chiusi avrebbe poi potuto beneficiare di una rivalutazione media del 49,69% nel quadriennio con punte anche molto superiori se la sua scelta fosse caduta sui fondi **Portfolio Immobiliare Crescita** (74,7%) e **Immobilium 2001** (67,71%) e, soprattutto, **Fondo Alpha** (116,49%),

Proprio quest'ultimo, con un rendimento della quota del 160,5%, è anche il leader assoluto di performance a cinque anni. ■

Da sapere

■ OPA
Acronimo di Offerta Pubblica d'Acquisto. Con questo termine si indica la proposta di acquisto delle azioni di una società o di un fondo quotato da parte di un'altra società in un periodo predeterminato e a un prezzo fissato.

■ NAV
Sta per 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.

■ Clientela retail
E' l'insieme degli investitori privatiche si rivolgono, ognuno per conto proprio, allo sportello bancario, al promotore finanziario o che operano tramite broker online. Si differenziano dagli investitori istituzionali di cui invece fanno parte le fondazioni, le banche, le compagnie di assicurazione, i fondi pensione.

■ 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.

7% su base annua troviamo poi **Fondo Beta** (+9,74%), **Obelisco** (8,49%), **Portfolio immobiliare crescita** (7,49%), **Caam Re Italia** (7,14%).Le rivalutazioni annuali del Nav più modeste sono invece riconducibili ai fondi **Valore immobiliare globale** (4,12%), **Caam Re Europa** (4,21%), **Invest Real security** (4,36%), **Immobilium 2001** (5,11%), **Estense grande distribuzione** (5,20%) e **Investietico** (5,21%). Sempre in base all'ultimo Net asset value e al prezzo corrente di Borsa si ricava lo sconto, ovvero la differenza (quasi sempre negativa) tra il valore di mercato e il valore (teorico) di bilancio del fondo. Qui va detto subito che, sebbene lo sconto medio dei 22 fondi immobiliari quotati si attesti al 20,4%, risulta in deciso calo (di quasi 10 punti percentuali) rispetto a 12–18 mesi fa quando superava quota 30%. Tra i fondi che ancora viaggiano su livelli elevati di sconto ci sono **Caam Re Europa** (37,2%), **Atlantic 1** (32,1%), **Caam Re Italia** (31%), **Invest Real Security** (30,3%), **Unicredito Immobiliare Uno** (30,3%), **Investietico** (29,9%) e **Polis** (29,5%). Sconti ridotti, al contrario, per cinque fondi: **Piramide globale** (15,8%), **Berenice fondo uffici** (13,6%), **Portfolio immobiliare crescita** (11,1%) **Tecla fondo uffici** (8,9%), **Fondo Alpha** (1,2%) mentre per il **Fondo Beta** (che nella seconda parte del 2007 è stato oggetto di un'Opa) il prezzo di Borsa corrente è addirittura superiore del 10,5% a quello stimato con l'ultimo Nav.

CHI HA RESO DI PIÙ (BORSA)

Molto più significative, infine, le performance stilate in base alla quotazione corrente di Borsa, anche perché si tratta del prezzo a cui il possessore del fondo più rivendere le quote di proprietà. In questo caso i cinque fondi che hanno saputo offrire maggiori soddisfazioni sono, nell'ordine, **Tecla fondo uffici** (22,0%), **Berenice fondo uffici** (17,81%), **Fondo Alpha** (12,43%), **Fondo Beta** (12,09%) e **Olinda fondo shops** (8,64%)

Risultati intorno alla media, pari al 4,2% annuo composto, per i fondi **Portfolio Immobiliare Crescita** (5,52%), **Piramide globale** (4,76%) e **Securfondo** (4,12%). Hanno invece disatteso le aspettative, almeno per il momento, i prodotti **Investietico** (-0,36%), **Caam Re Europa**. (-2,54%), Obelisco (-2,74%), **Europa Immobiliare** 1 (-3,72%) e **Invest Real security** (-3,75%). Risultati, in tutti casi, da leggere in funzione degli anni di attività del fondo (più sono e maggiore è, di norma, il rendimento) e che includono la fase precedente alla quotazione durante la quale il fondo non è completamente investito e quindi poco remunerativo. Questo per dire che coloro che hanno acquistato le quote in Borsa e non nella fase di collocamento, hanno beneficiato della piena operatività del fondo ricavandone maggiori rendimenti. E non solo, come abbiamo visto in precedenza, nel corso del 2007, ma anche negli ultimi due, tre, quatto e cinque anni.

Infatti chi avesse investito a fine dicembre 2005 in quote di fondi immobiliari chiusi quotati in Piazza Affari avrebbe realizzato un guadagno medio biennale del 31,17%. Molto meglio sarebbe poi andata a chi avesse scelto **Piramide globale** (77,37%), **Berenice fondo uffici** (60,83%), **Tecla fondo uffici** (55,06%), **Fondo Beta** (47,3%), **Immobilium** 2001 (46,02%) e **Fondo Alpha** (37,41%). Ma risultati positivi a due anni li hanno ottenuti un po' tutti gli acquirenti di questi prodotti compresi i sottoscrittori di quelli in fondo alla graduatoria: **Polis** (5,77%), **Estense Grande distribuzione** (8,3%), **Securfondo** (12,0%) e **Invest Real security** (13,44%).

Stesso discorso sulla distanza dei tre anni dove, a fronte di un rendimento medio del 34,26%, i migliori hanno realizzato performance di Borsa superiori al 50%: **Tecla fondo uffici** (68,04%), **Fondo Alpha** (59,59%), **Piramide globale** (51,81%) e **Immobilium 2001** (50,32%). L'investitore in fondi immobiliari chiusi avrebbe poi potuto beneficiare di una rivalutazione media del 49,69% nel quadriennio con punte anche molto superiori se la sua scelta fosse caduta sui fondi **Portfolio Immobiliare Crescita** (74,7%) e **Immobilium 2001** (67,71%) e, soprattutto, **Fondo Alpha** (116,49%),

Proprio quest'ultimo, con un rendimento della quota del 160,5%, è anche il leader assoluto di performance a cinque anni. ■

Da sapere

■ OPA
Acronimo di Offerta Pubblica d'Acquisto. Con questo termine si indica la proposta di acquisto delle azioni di una società o di un fondo quotato da parte di un'altra società in un periodo predeterminato e a un prezzo fissato.

■ NAV
Sta per 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.

■ Clientela retail
E' l'insieme degli investitori privatiche si rivolgono, ognuno per conto proprio, allo sportello bancario, al promotore finanziario o che operano tramite broker online. Si differenziano dagli investitori istituzionali di cui invece fanno parte le fondazioni, le banche, le compagnie di assicurazione, i fondi pensione.

■ 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.