

I bonus fiscali dei Pir non scaldano il mattone in Borsa

I TITOLI IMMOBILIARI SONO ENTRATI A GENNAIO FRA QUELLI IDONEI PER GLI INVESTIMENTI AGEVOLATI DEI PIANI DI RISPARMIO, EPPURE LE PERFORMANCE SONO STATE DELUDENTI. TRA I MOTIVI, LA SCARSA FIDUCIA DEI GESTORI E UN MERCATO ANCORA INGOLFATO

Luigi dell'Olio

L'allargamento dell'universo investibile per i Pir al comparto immobiliare, a partire dall'inizio di quest'anno, non è bastato per rilanciare il settore in Borsa, che resta rappresentata da poche società, caratterizzate da performance non entusiasmanti da inizio anno. Un paradosso, almeno in apparenza, per il mattone, che pure - considerando anche l'indotto - è tra le componenti più importanti del Pil italiano, con un'incidenza del 17 per cento, ma che non è riuscito a replicare il boom indotto dai Pir tra le altre società del listino.

I Pir, piani individuali di risparmio, introdotti nel 2017 inizialmente con l'esclusione del comparto immobiliare, puntavano a favorire i flussi d'investimento verso le Pmi, stabilendo per gli investimenti riservati per non meno del 21 per cento a titoli al di fuori del Ftse Mib un'esenzione del capital gain sui guadagni. A patto, però, che l'investimento venga conservato per non meno di cinque anni. Il successo è stato immediato, con 11 miliardi raccolti nel 2017 e forti rialzi per le medium e small cap di Piazza Affari, che lasciavano immaginare una replica nel corso di quest'anno nell'immobiliare quotato, beneficiato

dall'allargamento dell'universo investibile a partire da gennaio. E invece, a guardare le performance, le cose non sembrano andare così.

Al di là dell'eccezione della piccola e volatile Compagnia Immobiliare Azionaria, nel primo quadrimestre di quest'anno l'indice Ftse Italia Beni Immobili ha ceduto il 3 per cento circa, mentre nello stesso periodo il Ftse Mib ha segnato un progresso vicino al 10 per cento e l'Eurostoxx Real Estate, rappresentativo del mattone quotato in tutta Europa, ha limitato la contrazione al pochi decimi di punto percentuale.

Redditività zavorra

Ad aumentare la delusione è la mancanza di nuove Ipo all'orizzonte tra le aziende del settore. «Da una parte va considerato che la maggioranza di aziende italiane attive nel comparto è troppo piccola per pensare alla Borsa, dall'altra che le aziende più grandi tra quelle presenti a Piazza Affari rientrano nel regime delle Siiq, che godono di be-

nefici fiscali a patto di riservare buona parte dei portafogli agli immobili messi a reddito, un asset che offre tendenzialmente un rendimento limitato», osserva Giacomo Morri, professore di Real estate finance alla Sda Bocconi.

Né vi sono prospettive di una netta accelerazione del mercato nei mesi a venire. Le compravendite nel residenziale sono state 542.480 nel 2017, il 4,9 per cento in più rispetto al 2016, ricordano dalla società d'intermediazione Gabetti. Tuttavia il dato resta di oltre un terzo inferiore a quanto registrato nel 2008. Intanto i

prezzi non hanno ancora frenato la discesa, penalizzati dallo stock di immobili che faticano a essere ceduti, senza considerare che il mattone costituisce ben il 43 per cento (il dato emerge da un recente studio di Unimpresa) degli Npl in pancia alle banche. Intanto gli investimenti nel primo trimestre sono scesi del 28 per cento rispetto a un anno fa, soprattutto per carenza di immobili di qualità, quelli di maggiore interesse per gli operatori.

Perdite nascoste

I gestori, poi, lamentano la carenza di middle cap (oltre a Beni Stabili, solo Igd-Siiq rientra in questa categoria), alle quali anche i portafogli Pir guardano con maggiore interesse rispetto alle small cap per limitare la volatilità dei rendimenti. «Va poi considerato che la lente sui titoli del mattone quotato era già stata puntata grazie al calo dei tassi di interesse: la novità dei Pir non ha riscaldato particolarmente gli investimenti», racconta Francesco Sala, equity analyst di Banca Akros. E il prossimo delisting di Beni Stabili (destinata alla fusione con la controllante Foncière des Régions di Leonardo Del Vecchio) e di Prelios (Opa promossa da Lavaredo) non farà

che ridurre ancora la platea di titoli disponibili.

Né all'orizzonte si vedono nuove Ipo. Le ragioni? La principale è legata al valore di carico degli immobili in portafoglio. «Chi li contabilizza alle condizioni di mercato di 8-10 anni fa», dice un analista, «non può svalutarli di colpo per andare in Borsa». Salvatore Gaziano, direttore investimenti della società di consulenza SoldiExpert Scf, fa notare che tra luglio e novembre dello scorso anno, prima che la di-

scussione parlamentare sull'estensione dei Pir all'immobiliare entrasse nel vivo, l'indice del settore era già salito a un ritmo accelerato rispetto al Ftse Mib. «Chi si aspettava il provvedimento ha voluto portarsi avanti? Chissà», è il dubbio che solleva. Vanno poi considerate le singole storie. «Igd, che capitalizza intorno a 850 milioni, cede circa il 12 per cento da inizio anno dopo aver concluso un aumento di capitale da 150 milioni», aggiunge Gaziano. «Va poi considerato che le società immobiliari, a eccezione soprattutto di Beni Stabili, non sono mai state presenti in modo significativo nei panieri dei fondi perché spesso poco trasparenti sul fronte del portafoglio e dei piani futuri», aggiunge. Insomma, limiti strutturali che un'agevolazione fiscale non consente di superare.

Occhio ai servizi

Per Marco Giorgino, ordinario di Finanza e Risk Management alla School of Management del Politecnico di Milano, è tuttavia prematuro fare bilanci. «Mentre l'universo delle Pmi nel suo insieme ha mostrato segnali di forte ripresa già a partire dal 2015, l'immobiliare fatica ancora. In queste condizioni non ci si può attendere grandi flussi d'investimento sul settore nel giro di pochi mesi dalla novità. Aspettiamo per tirare le conclusioni».

È ancora presto anche secondo Claudio Albertini, ad di Igd-Siiq: «Resto convinto che le Siiq siano un target interessante per i Pir perché hanno un approccio orientato a una crescita stabile. Sono convinto che, superata l'attuale turbolenza sui mercati, vi sarà un adeguato apprezzamento per realtà solide come la nostra, che ha chiuso il diciottesimo bilancio della sua vita con dati in forte crescita (utile netto a 86,5 milioni, +26,5% sul 2016, ndr) e che presenta un dividend yield intorno al 6 per cento», aggiunge.

Infine Mario Breglia, presi-

dente di Scenari Immobiliari, solleva un altro tema: «Le reti che collocano i Pir non sono sensibili all' immobiliare, innanzi-

tutto». Secondo l'esperto, «gli investimenti di questo tipo riguarderanno sempre più le tante so-

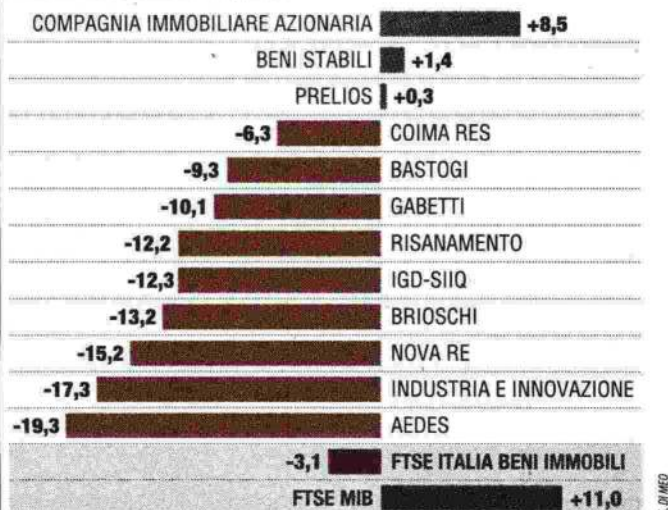
cietà operanti nel settore dei servizi immobiliare (dalla gestione a chi sviluppa piattaforme web), che devono fare il salto dimen-

sionale», conclude. «Quindi non investimenti nel mattone, ma nei servizi».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

GLI IMMOBILI IN BORSA

Performance da inizio anno, in %



Fonte: Bloomberg, elaborazione Market Insight

S. DI MEO

COMPRAVENDITE IN RIPRESA, PREZZI BASSI

Dati trimestrali; indici 2015 = 100



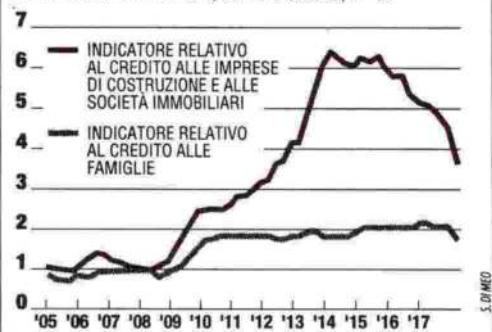
(*) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo
(**) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti del calendario

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT, Banca d'Italia, Istat e Consob Immobiliare

S. DI MEO

BANCHE E PALAZZI

Indicatori di vulnerabilità* delle banche derivante dal mercato immobiliare; dati trimestrali, in %



(*) La vulnerabilità delle banche è misurata dal rapporto tra il flusso di nuovi prestiti in sofferenza negli ultimi 4 trimestri e la media di capitale e riserve delle banche nello stesso periodo

Fonte: Banca d'Italia

S. DI MEO



Claudio Albertini (1), consigliere delegato di Igd-Siiq; **Leonardo Del Vecchio (2)**, che sta riorganizzando il controllo di Beni Stabili; **Manfredi Catella (3)**; numero uno di Coima Res, e **Carlo Puri Negri (4)**; pres. di Aedes



Nel settore residenziale il 2017 ha visto una ripresa delle compravendite del 4,9 per cento rispetto al 2016. Il numero totale resta però inferiore di un terzo rispetto al 2008

