

Investment Theme

Immobili Svizzera

Mercato immobiliare Svizzera: la roccia si sgretola nella risacca

Lead analyst
Claudio Saputelli
 claudio.saputelli@ubs.com

Panoramica

A lungo si è creduto che il mercato immobiliare svizzero fosse saldo come roccia sotto la violenza delle onde. Purtroppo, nonostante dati fondamentali ancora piuttosto convincenti, soprattutto nel segmento residenziale, si moltiplicano i segnali di un lento ma inevitabile risucchio del mercato immobiliare svizzero nella crisi finanziaria. Così le azioni immobiliari, dopo il dinamico slancio di inizio anno, hanno lasciato sul terreno oltre il 24% (alcune addirittura il 50% e oltre) del loro valore, soprattutto a partire dalla fine del terzo trimestre 2008. Contemporaneamente, alcuni analisti hanno corretto al ribasso, talvolta anche sensibilmente, le previsioni sui valori d'inventario netti (net asset values; abbreviato in NAV) delle azioni immobiliari e quindi anche le rispettive fasce di prezzo attese. L'incertezza sul fronte della congiuntura potrebbe suggerire anche ad alcuni investitori di rivedere al rialzo le proprie aspettative di rendimento, cosa che si ripercuoterebbe inevitabilmente sui prezzi degli immobili.

I tracolli generalizzati dei corsi azionari e di altre categorie d'investimento potrebbero inoltre spingere sempre più investitori istituzionali, come le casse pensione, verso un rebalancing (ridistribuzione nella composizione del portafoglio). Ridimensionando l'attuale sovrapponderazione in investimenti immobiliari, non si fa altro che aumentare ulteriormente la pressione sui valori immobiliari.

■ **Mercato delle locazioni residenziali:** il tasso ipotecario di riferimento (che al momento di questa pubblicazione è già stato pubblicato per la seconda volta), determinante per gli adeguamenti delle pigioni dal settembre 2008, sconterà prevedibilmente i recenti, talvolta drastici, tagli dei tassi ipotecari praticati dalle banche solo a partire dalla metà del prossimo anno. Le pigioni dovrebbero pertanto continuare a salire anche nel 2009, benché in modo più modesto rispetto all'anno in corso.

■ **Mercato delle abitazioni di proprietà:** nel mercato delle abitazioni di proprietà emergono due tendenze. I costi di finanziamento tornano verso livelli storicamente bassi. D'altro canto, la domanda di proprietà d'abitazioni dovrebbe rallentare parallelamente all'indebolimento congiunturale. Nel complesso, ci aspettiamo pertanto prezzi stagnanti e addirittura una deflazione nel segmento degli immobili di lusso.

■ **Mercato degli immobili commerciali:** sia per quanto riguarda le superfici amministrative per uffici, sia per le superfici commerciali, prevediamo prezzi delle operazioni in calo. Per le prime, la prevista riduzione dell'occupazione dovrebbe conseguentemente generare una crescita delle superfici sfitte e una riduzione delle pigioni. Per le superfici commerciali, invece, si registra già oggi una capacità eccedente che, visto il notevole calo di fiducia dei consumatori, sarà difficile da ripianare nel breve termine.

Categoria di investimento: immobili

Previsioni congiunturali Svizzera

Raffronto con l'anno precedente in % %, effettivo	2007	2008	2009
Prodotto interno lordo	3,3	1,8	-0,4
Investimenti per l'edilizia	-1,5	-2,0	-1,0
Inflazione	0,7	2,5	0,2
Libor a 3 mesi in CHF ¹⁾	2,8	1,1	0,5
Rendimento a 10 a. obbligazioni federali ¹⁾	3,0	2,6	3,2

Fonte: UBS WMR | ¹⁾ Fine anno

Previsioni sui prezzi

Stagnazione dei prezzi per abitazioni di proprietà

SETTORE	PREZZI OFFERTI		
	2008-Q3	2009P	
Appartamenti di proprietà	4.5%	➔	
Case unifamiliari	3.8%	➔	

	PIGIONI OFFERTE		RENDIMENTI
	2008-Q3	2009P	2009P
Locazioni residenziali	4.6%	↗	
Superfici per uffici	0.2%	↘	↗
Superfici commerciali	-1.3%	↘	↗

I dati percentuali e gli indicatori di tendenza (freccie) per il 2009 mostrano le variazioni rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Fonti: Wüest & Partner; UBS WMR (previsioni)

Il presente report è redatto da UBS AG.

La preghiamo di voler leggere le importanti avvertenze legali e le divulgazioni d'informazione alla fine del documento.

Mercato delle locazioni residenziali

Tasso ipotecario di riferimento unitario

L'Ufficio federale delle abitazioni (UFAB), in applicazione della nuova Ordinanza entrata in vigore il 1° gennaio 2008 concernente la locazione e l'affitto di locali d'abitazione e commerciali, ha pubblicato per la seconda volta il tasso ipotecario di riferimento. Questo sostituisce i tassi determinanti fino a quel momento nei singoli cantoni per le ipoteche variabili, e attualmente si attesta al 3,5%. Ciò significa che in Svizzera le locazioni si baseranno in futuro solo su questo tasso di riferimento, che corrisponde sostanzialmente al tasso d'interesse medio praticato dalle banche svizzere sui crediti ipotecari. Per il calcolo trimestrale del tasso d'interesse di riferimento si considera anche il tasso delle ipoteche a tasso fisso esistenti. Si presume pertanto che il tasso d'interesse di riferimento evidenzierà un andamento più moderato rispetto ai tassi variabili precedentemente vigenti nei singoli cantoni. I locatari potranno quindi contare su livelli di pigione più stabili nel lungo periodo. Tuttavia, l'esperienza degli ultimi cinque anni insegna che un corso più stabile dei tassi ipotecari non necessariamente conduce a variazioni moderate per le pigioni di contratti esistenti. Dal 2003, i tassi ipotecari variabili si sono mossi solo impercettibilmente, mentre le pigioni di contratti esistenti sono cresciute di un non indifferente 10,2% a carico dei locatari. Poiché l'inflazione nello stesso periodo si attestava solo al 6,7%, per i locatori ciò si è tradotto in un'effettiva crescita dei redditi da locazione. Se si considerano le dimensioni dell'abitazione, negli ultimi cinque anni sono aumentate soprattutto le pigioni per gli appartamenti più piccoli, quindi quelli che meno subiscono la concorrenza da parte degli appartamenti di proprietà: ben il 12% per i monolocali e quasi il 16% per i bi- e trilocali.

Pigioni offerte: i vecchi immobili dettano legge

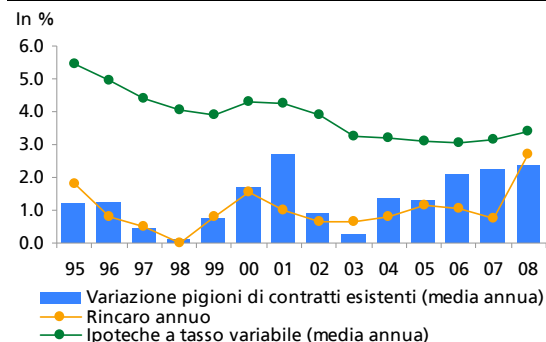
Secondo l'indice Wüest & Partner, le pigioni offerte (per rilocalizzazione, prima o nuova locazione) nel 3° trimestre 2008 sono aumentate del 4,6% rispetto allo scorso anno, il che segna l'incremento più significativo dal 3° trimestre 2002. Mentre a quel tempo erano soprattutto le pigioni offerte per nuove costruzioni (prima commercializzazione) a dimostrarsi particolarmente inflazionarie, in questo trimestre di riferimento sono le pigioni per vecchi immobili ad essere aumentate maggiormente (+5,3%) nonostante le prospettive congiunturali sempre più fosche. Ciò riconduce a tre cause principali: innanzitutto la libera circolazione delle persone ha alimentato l'immigrazione e con essa la domanda di abitazioni. In secondo luogo, le superfici sfitte in Svizzera sono storicamente basse (2008: meno dell'1%) e da ultimo sempre più vecchie abitazioni vengono adattate, in fase di rilocalizzazione, alle aumentate esigenze dei locatari in cambio di un corrispondente supplemento di pigione.

Prospettive

Il peggioramento della congiuntura dovrebbe innanzitutto alleggerire la pressione sull'immigrazione e quindi anche sulla domanda di abitazioni in affitto. Allo stesso tempo, tuttavia, si suppone che l'attività d'investimento per abitazioni plurifamiliari scalerà la marcia impedendo di fatto l'allargamento della percentuale di superfici sfitte (soprattutto nei centri). Per il 2009, prevediamo in tutto il territorio svizzero un aumento del 2% per le pigioni su contratti esistenti e del 2,5% per le pigioni offerte.

Variazione delle pigioni su contratti esistenti rispetto al rincaro annuo e alle ipoteche variabili

Nessun alleggerimento delle pigioni su contratti esistenti

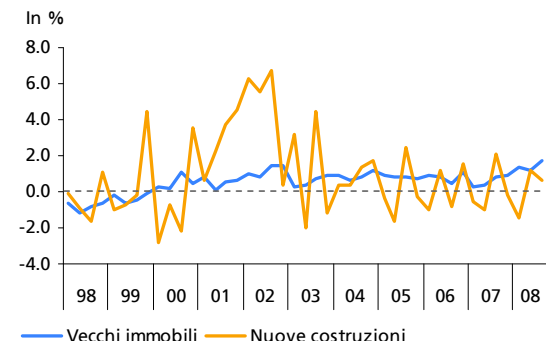


Pigioni per abitazioni in locazione (senza spese accessorie e di riscaldamento). Per il 2008 si considerano solo i valori disponibili fino al momento della presente pubblicazione.

Fonti: UST; BNS; UBS WMR

Variazione delle pigioni offerte per immobili vecchi e nuove costruzioni rispetto al trimestre precedente

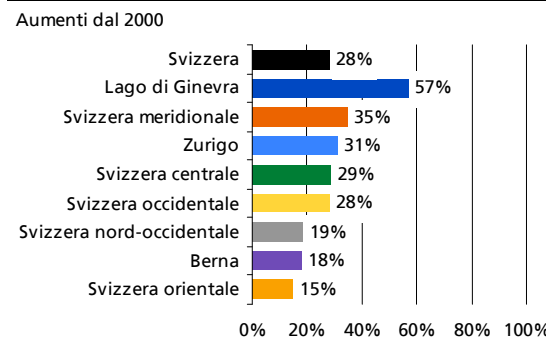
Vecchi immobili in costante aumento, stagnazione per le nuove costruzioni



Fonti: Wüest & Partner; UBS WMR

Aumenti delle pigioni offerte dal 2000 (vecchi immobili e nuove costruzioni)

Regione Zurigo moderati rispetto alla regione del Lago di Ginevra



Fonti: Wüest & Partner; UBS WMR

Mercato delle abitazioni di proprietà

Prezzi offerti in continua crescita per la proprietà per piani

Le speranze di chi auspicava anche quest'anno un rallentamento delle percentuali di crescita dei prezzi per la proprietà per piani sono rimaste ancora una volta disattese. Imperterriti di fronte al peggiorare del contesto economico e, secondo Wüest & Partner, ai livelli record dei volumi di offerta per questo segmento, i prezzi offerti hanno continuato la loro avanzata per gli appartamenti di proprietà. Se nel 2007 erano aumentati di un modesto 2,5%, per l'anno in corso si attende un balzo nella misura del 4%. Va altresì notato che il recente balzo dei prezzi in Svizzera non è circoscritto solo ad alcune regioni. Ad eccezione del territorio più a sud, in tutte le grandi regioni svizzere si rileva un'accelerazione della crescita dei prezzi, particolarmente incisiva nella regione del Lago di Ginevra, dove i prezzi per gli appartamenti di proprietà sono lievitati con percentuali addirittura a due cifre nei primi nove mesi dell'anno (10,8%). Al confronto, le percentuali di crescita nelle restanti regioni sono state modeste, attestandosi tra lo 0,9% (Svizzera meridionale) e il 4,8% (Svizzera occidentale). Tale massiccio rincaro per gli appartamenti di proprietà nella regione del Lago di Ginevra, come dimostrano i dati sull'andamento dei prezzi dall'inizio del nuovo millennio, non può sicuramente essere definito estemporaneo. Dal 2000, i prezzi hanno guadagnato quasi l'80%. Anche se per tali rincari continuano a rincorrersi diversi tentativi di giustificazione, una su tutte quella che ricorda gli esigui volumi d'offerta, il mercato immobiliare sul Lago di Ginevra appare chiaramente surriscaldato.

Le riduzioni dei prezzi per case unifamiliari scarsamente efficienti a livello energetico è una questione di tempo

Secondo un sondaggio condotto da un portale immobiliare per intermediari tedeschi, in Germania si prevede una riduzione dei prezzi dal 10 al 20% per proprietà abitative con isolamento carente. Con l'introduzione della certificazione energetica per tutte le abitazioni a nuova locazione e in vendita a partire dal 1° gennaio 2009, questa tendenza dovrebbe accelerare. Lo studio "Certificazione energetica degli edifici in Svizzera: possibili modelli di attuazione" di Rieder/Lienhard, suggerisce di fissare per legge anche in Svizzera le modalità di attuazione della certificazione energetica entro il 2010. Nel complesso, si tratterebbe di un passo importante, se si considera che circa il 60% del fabbisogno primario di energia in Svizzera è riconducibile alla gestione di edifici. Nel segmento case unifamiliari, è notevole il numero di immobili inefficienti a livello energetico, ecco perché saranno proprio queste abitazioni a doversi confrontare nell'immediato futuro con riduzioni di prezzo simili alla Germania.

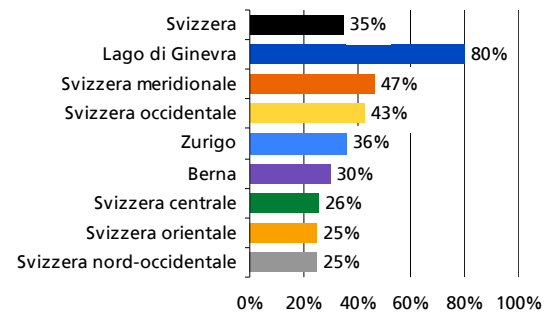
Prospettive

Il taglio dei tassi guida da parte della Banca Nazionale Svizzera (BNS) ha affossato anche i tassi ipotecari. Indubbiamente, le nuove condizioni di finanziamento, tornate assolutamente vantaggiose, contrasteranno l'attuale tendenza verso un calo di domanda per il segmento delle proprietà abitative, generato dalla debolezza congiunturale. Tuttavia, ciò non basta per continuare l'incremento dei prezzi anche nel 2009. Prevediamo pertanto una stagnazione dei prezzi in tutta la Svizzera, sia per gli appartamenti di proprietà sia per le case unifamiliari, con un leggero rischio di deflazione, soprattutto per queste ultime.

Incrementi dei prezzi offerti per proprietà per piani dal 2000

Regione del Lago di Ginevra: forti incrementi soprattutto a fronte della scarsità di offerta.

Aumenti dal 2000

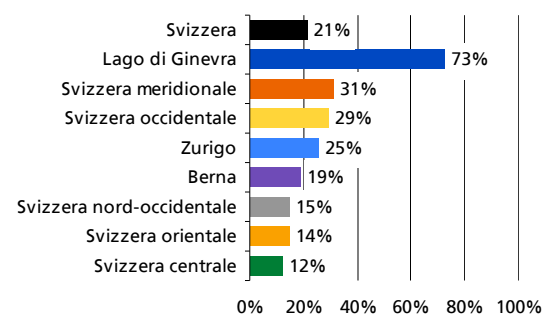


Fonti: Wüest & Partner; UBS WMR

Incrementi dei prezzi offerti per case unifamiliari dal 2000

Incrementi più moderati dei prezzi per case unifamiliari rispetto agli appartamenti di proprietà

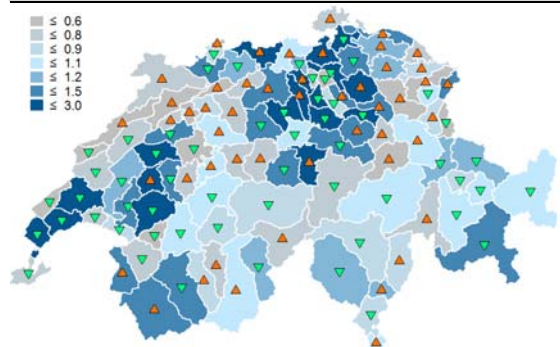
Aumenti dal 2000



Fonti: Wüest & Partner; UBS WMR

Aumento medio netto di abitazioni in percentuale sull'effettivo degli alloggi dal 2000

Elevata attività di costruzione edilizia anche nelle regioni turistiche



Freccia rossa: la percentuale di abitazioni sfitte è superiore alla media svizzera.
Freccia verde: la percentuale di abitazioni sfitte è inferiore alla media svizzera.

Fonti: UST, UBS WMR

Mercato degli immobili per uffici e commerciali

Ennesima inversione per il mercato degli immobili per uffici

A fronte del sensibile incremento dei premi di rischio e di un irrigidimento delle condizioni di rifinanziamento in seguito allo scoppio della crisi finanziaria, nel segmento svizzero degli immobili per uffici si registrano già correzioni di valore per determinate ubicazioni, anche se per ora quasi esclusivamente a livello di valore delle operazioni e meno a livello di valore contabile. Nel complesso, i rischi sono cresciuti a tal punto da suggerire che nei prossimi mesi la tendenza negativa non potrà far altro che acuirsi ripercuotendosi in misura sempre maggiore anche sui valori contabili. Lo stallo congiunturale, infatti, potrebbe presto costringere alcune aziende a ridurre il personale. E non tranquillizza certamente il fatto che il settore finanziario, uno dei principali originatori di domanda sul mercato degli immobili amministrativi, stia attraversando una fase di ristrutturazione. Un nuovo incremento di superfici sfitte dovrebbe far prontamente lievitare anche le aspettative di rendimento e allo stesso tempo esercitare una pressione sia sui prezzi delle operazioni, sia sulle pigioni. Secondo Wüest & Partner, queste ultime sono recentemente riuscite a resistere, ma solo su base annua. Le pigioni offerte in tutta la Svizzera sono così aumentate dello 0,2% nel 3° trimestre 2008 rispetto all'anno precedente. Nel confronto con il trimestre precedente, invece, sono scese dell'1,7%.

I templi del consumismo spuntano come funghi

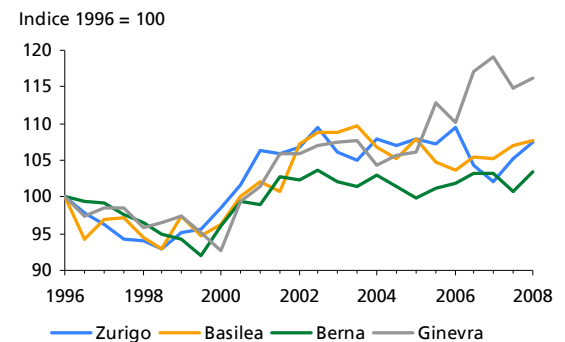
La concorrenza serrata per le quote di mercato avanza a pieno ritmo tra i centri commerciali in Svizzera. Dall'inizio del nuovo millennio, le superfici commerciali si sono allargate del 58% a circa 1,8 milioni di metri quadrati (240 campi di calcio). Nel confronto, i fatturati hanno però guadagnato in modo più modesto (il 37%, portandosi a 12,7 miliardi di franchi), abbassando così la produttività per area commerciale dei templi del consumismo. I fatturati dei centri commerciali contribuiscono per circa il 15% all'intero fatturato del commercio al dettaglio, che nel 2007 è cresciuto del 3,6%. Quasi la metà di tutti i centri commerciali si attesta al di sotto della crescita di mercato. Malgrado ciò, l'offerta continua ad essere ampliata. Secondo un'indagine dell'istituto di ricerche di mercato IHA-GfK, attualmente sono in programma, o già in fase di costruzione, 18 nuovi progetti per 585'000 metri quadrati. A sostenere questa ondata di espansione ci sono gli offerenti, come gli investitori immobiliari, che puntano ad assicurarsi buoni rendimenti, attualmente ancora superiori alla media. In questo modo scaricano spesso il rischio sui commercianti, stipulando contratti di locazione a lungo termine.

Prospettive

Sebbene gli immobili d'investimento svizzeri rimangano lontani dagli eccessi di prezzo che caratterizzano le controparti straniere, il rallentamento congiunturale provocato dalla crisi finanziaria dovrebbe gettare inevitabilmente un'ombra anche sul mercato svizzero degli immobili per uffici. Ulteriormente negativo dovrebbe essere il prossimo effetto prodotto dai numerosi progetti edilizi che presto occuperanno il mercato aggravando ulteriormente il livello di superfici sfitte. Pertanto, per il 2009 prevediamo riduzioni sulle pigioni e ulteriori correzioni dei prezzi, che gonfieranno ulteriormente i rendimenti. Il calo di fiducia dei consumatori lascia presagire tempi duri anche per il commercio al dettaglio. Non si esclude che alcuni grandi progetti di espansione vengano rivisitati o quantomeno rimandati a data da destinarsi.

Pigioni offerte per immobili destinati a uffici

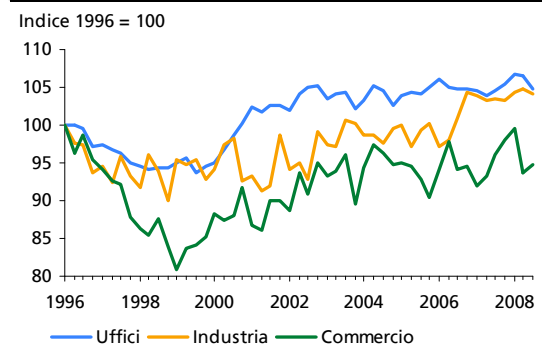
I recenti aumenti dovrebbero già essersi sgonfiati



Fonti: Wüest & Partner; UBS WMR

Pigioni offerte per superfici commerciali

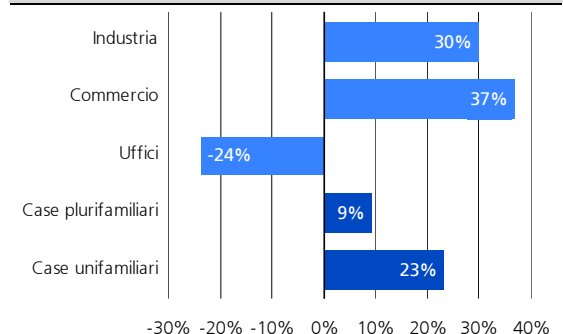
Nessuna esagerazione per le pigioni



Fonti: Wüest & Partner; UBS WMR

Variazioni nominali negli investimenti per l'edilizia per i principali settori dal 1994

Forte incremento per le superfici commerciali



Fonti: UST, UBS WMR

Investimenti immobiliari quotati in borsa

Le deboli prospettive congiunturali pesano sugli investimenti immobiliari quotati in borsa

Per gran parte del 2008, gli investimenti immobiliari svizzeri quotati in borsa hanno tenuto piuttosto bene. Mentre dall'inizio dell'anno quasi tutte le azioni blue chip (SMI) erano regolarmente costrette a incassare delle perdite, fino alla fine del 3° trimestre le azioni immobiliari svizzere riuscivano a guadagnare il 12% circa, e i fondi immobiliari il 4%. Fino a quel momento, entrambe le forme d'investimento hanno mantenuto fede alla propria reputazione di saper tutelare il deposito anche in periodi di turbolenza grazie al loro carattere difensivo. Inoltre, gli investimenti immobiliari quotati in borsa beneficiano di rendimenti degli utili distribuiti costantemente elevati. Per le azioni immobiliari queste distribuzioni vengono spesso concesse sotto forma di rimborso del valore nominale procurando un ulteriore vantaggio agli investitori perché essentasse, al contrario delle cedole obbligazionarie. Nonostante ciò, anche gli investimenti immobiliari sono recentemente rimasti intrappolati nel vortice della crisi finanziaria, così che l'andamento dei rendimenti per l'anno in corso (fino a fine novembre) è finito in zona negativa sia per le azioni (-24,1%) sia per i fondi immobiliari (-2,2%). Anche se hanno perso molto più terreno, le prime chiudono complessivamente sempre meglio dell'SPI (Swiss Performance Index). Le azioni immobiliari (REIT) nel resto del mondo hanno evidenziato flessioni addirittura maggiori. Secondo l'indice del Global Property Research il valore odierno dei REIT global copre solo la metà di quello di inizio anno. È la Gran Bretagna a soffrire maggiormente sotto il peso della crisi immobiliare: dall'inizio del 2007, i corsi dei REIT hanno perso ben il 70%, e ci sono ancora margini di peggioramento.

I fondi immobiliari erodono la sopravvalutazione

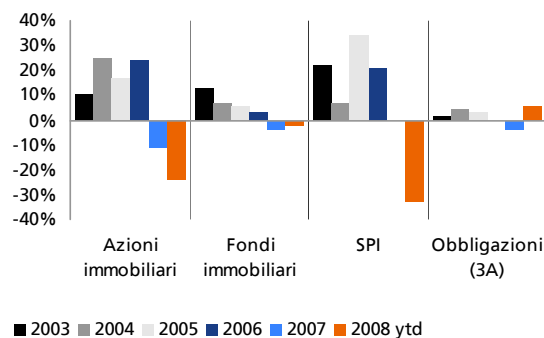
Al contrario delle azioni immobiliari, i fondi immobiliari svizzeri quotati hanno finora resistito in qualche modo alla crisi finanziaria. Bisogna tuttavia ricordare che negli anni del boom prima del 2007, i fondi immobiliari sono cresciuti con moderazione, al contrario delle loro controparti. Negli ultimi anni, la loro performance complessiva, misurata sul corrispondente indice Rüd Blass, è stata di appena il 14%. L'aspetto positivo di queste correzioni di corso è che in tal modo si eliminano le sopravvalutazioni. Così, secondo Rüd Blass, lo scarto medio (divergenza dei corsi di borsa rispetto al prezzo di riscatto della quota di fondo) si attesta attualmente al di sotto dell'8%.

Prospettive

Lo sviluppo registrato finora conferma la migliore resistenza alla crisi dei fondi immobiliari rispetto alle azioni immobiliari. Ciò lo si deve essenzialmente alle strutture di portafoglio di entrambe le categorie di investimento. Mentre i fondi sono attivi principalmente nel segmento residenziale, le azioni immobiliari hanno solitamente una percentuale di immobili amministrativi del 50% e oltre; se si includono gli immobili commerciali, tale percentuale supera addirittura il 70%. Proprio nel contesto attuale, gli immobili aziendali comportano un rischio superiore, soprattutto visto che l'aumento delle superfici sfitte dovuto alla riduzione di personale delle aziende mette a buon diritto in dubbio un aumento delle pigioni. A maggior ragione se si considera che diversi analisti hanno rivisto al ribasso le loro previsioni sul NAV. Si attendono pertanto ulteriori correzioni dei corsi per le azioni immobiliari.

Sviluppo dei rendimenti degli investimenti immobiliari svizzeri

Anche gli investimenti immobiliari si sono portati in zona negativa

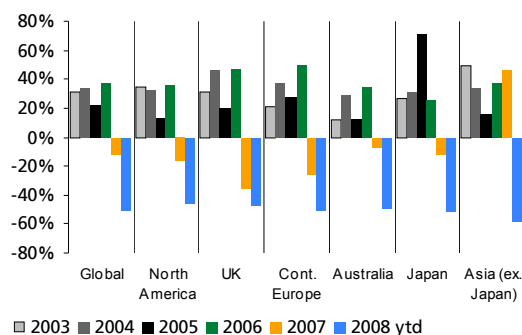


2008 da inizio anno = fino a fine novembre 2008

Fonti: Datastream, UBS WMR

Rendimenti complessivi di azioni immobiliari estere (REIT)

Indice immobiliare di Global Property Research (GPR)



2008 da inizio anno = fino a fine novembre 2008

Fonti: Datastream, UBS WMR

Rendimento degli utili distribuiti e valutazioni

Fondi immobiliari di nuovo interessanti per investitori con orientamento al lungo termine

Società per azioni (selezione)	Dividendi	Aggio
PSP Swiss Propert	4.8%	-17.5%
Swiss Prime Site	6.5%	-11.3%
Mobimo	6.4%	-22.2%
Allreal	4.7%	-4.5%
Intershops	7.2%	14.4%
Zueblin	9.8%	-46.5%
Fondi (selezione)	Dividendi	Aggio
CS 1a Immo PK	4.4%	4.2%
SWC(CH)RE IFCA	3.6%	11.1%
Immofonds	4.3%	10.2%
SOLVALOR 61	2.6%	32.6%
UBS Swiss Mix Sima	4.1%	2.7%
UBS Swiss Swissreal	4.7%	-6.8%

Fonti: Swiss Finance & Property Corporation, UBS WMR

Appendice

Informazioni richieste

Dichiarazione degli analisti

Ogni analista WMR che sottoscrive, integralmente o in parte, in piena responsabilità il presente report dichiara, con riferimento a ciascun titolo, ovvero a ciascun emittente, oggetto del presente, che: (1) tutte le opinioni espresse riflettono in modo esatto il suo parere personale in merito ai titoli o agli emittenti in oggetto; e (2) nessuna parte della propria remunerazione è, o sarà, in alcun modo legata, direttamente o indirettamente, alle raccomandazioni o alle opinioni concrete espresse dall'analista WMR in questo rapporto.

Osservazioni (5 dicembre 2008)

PSP Swiss Property:

Negli scorsi dodici mesi, UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno fornito a questa società/entità giuridica servizi di Investment Banking a pagamento. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate attendono entro i prossimi tre mesi la retribuzione dei servizi di Investment Banking prestati a favore di questa società/entità giuridica. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate negli scorsi tre anni hanno agito in qualità di Manager/Co-Manager nell'emissione o piazzamento di titoli di questa società/entità o delle società ad essa collegate. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno emesso un Warrant il cui valore si basa su uno o più strumenti finanziari della presente società.

SPS Swiss Prime Suite:

Negli scorsi dodici mesi, UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno fornito a questa società/entità giuridica servizi di Investment Banking a pagamento. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate attendono entro i prossimi tre mesi la retribuzione dei servizi di Investment Banking prestati a favore di questa società/entità giuridica. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate negli scorsi tre anni hanno agito in qualità di Manager/Co-Manager nell'emissione o piazzamento di titoli di questa società/entità o delle società ad essa collegate. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno emesso un Warrant il cui valore si basa su uno o più strumenti finanziari della presente società.

Mobimo:

Negli scorsi dodici mesi, UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno fornito a questa società/entità giuridica servizi di Investment Banking a pagamento. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate attendono entro i prossimi tre mesi la retribuzione dei servizi di Investment Banking prestati a favore di questa società/entità giuridica. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate negli scorsi tre anni hanno agito in qualità di Manager/Co-Manager nell'emissione o piazzamento di titoli di questa società/entità o delle società ad essa collegate. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno emesso un Warrant il cui valore si basa su uno o più strumenti finanziari della presente società.

Intershop:

Negli scorsi dodici mesi, UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno fornito a questa società/entità giuridica servizi di Investment Banking a pagamento. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate attendono entro i prossimi tre mesi la retribuzione dei servizi di Investment Banking prestati a favore di questa società/entità giuridica. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate negli scorsi tre anni hanno agito in qualità di Manager/Co-Manager nell'emissione o piazzamento di titoli di questa società/entità o delle società ad essa collegate. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno emesso un Warrant il cui valore si basa su uno o più strumenti finanziari della presente società.

Allreal:

Negli scorsi dodici mesi, UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno fornito a questa società/entità giuridica servizi di Investment Banking a pagamento. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate attendono entro i prossimi tre mesi la retribuzione dei servizi di Investment Banking prestati a favore di questa società/entità giuridica. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate negli scorsi tre anni hanno agito in qualità di Manager/Co-Manager nell'emissione o piazzamento di titoli di questa società/entità o delle società ad essa collegate. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno emesso un Warrant il cui valore si basa su uno o più strumenti finanziari della presente società.

Züblin:

Negli scorsi dodici mesi, UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno fornito a questa società/entità giuridica servizi di Investment Banking a pagamento. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate attendono entro i prossimi tre mesi la retribuzione dei servizi di Investment Banking prestati a favore di questa società/entità giuridica. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate negli scorsi tre anni hanno agito in qualità di Manager/Co-Manager nell'emissione o piazzamento di titoli di questa società/entità o delle società ad essa collegate. UBS SA e le società ad essa collegate o affiliate hanno emesso un Warrant il cui valore si basa su uno o più strumenti finanziari della presente società.

UBS Securities LLC, una società collegata di UBS SA e UBS Financial Services Inc.

Appendice

Ulteriori informazioni legali

La presente pubblicazione è stata redatta da Wealth Management Research, il gruppo di analisi finanziaria di Global Wealth Management & Business Banking, un gruppo aziendale di UBS AG (UBS). In alcuni paesi, UBS AG viene indicata come UBS SA. Questa pubblicazione viene distribuita al solo fine informativo e non rappresenta né un'offerta né una sollecitazione di offerta diretta alla compravendita di prodotti di investimento o di altri prodotti specifici. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. Alcuni prodotti e servizi sono soggetti a restrizioni legali e non possono essere offerti in tutto il mondo in modo incondizionato e/o potrebbero non essere idonei alla vendita a tutti gli investitori. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili ed in buona fede, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita per mancanza di accuratezza o completezza (ad eccezione delle divulgazioni d'informazione relative a UBS e alle sue affiliate). Tutte le informazioni e le opinioni così come i prezzi indicati si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggetti a cambiamenti senza preavviso. Le opinioni qui espresse possono discostarsi o essere contrarie alle opinioni espresse da altre aree di attività o gruppi di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi. In ogni momento UBS AG e altre società del gruppo UBS (o dipendenti di queste società) possono avere posizioni lunghe o corte in questi strumenti finanziari o effettuare operazioni in conto proprio o in conto terzi o fornire consulenza o altri servizi all'emittente di questi strumenti finanziari o di un'altra società collegata all'emittente. Alcuni investimenti possono non essere immediatamente realizzabili, dal momento che lo specifico mercato può essere illiquido, e di conseguenza la valutazione dell'investimento e la determinazione del rischio possono essere difficili da quantificare. UBS fa affidamento su ostacoli all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree in seno a UBS o in altre aree, unità, gruppi o affiliate di UBS. Operazioni su futures e opzioni sono particolarmente rischiose. Il risultato passato di un investimento non rappresenta alcuna garanzia della sua futura evoluzione. Alcuni investimenti possono essere soggetti ad improvvise e consistenti perdite di valore e allo smobilizzo dell'investimento è anche possibile ricevere una somma inferiore a quella inizialmente investita o dover effettuare un versamento integrativo. Le variazioni dei corsi di cambio possono avere un effetto negativo sul prezzo, sul valore o sul rendimento di un investimento. Considerata la nostra impossibilità di tenere conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze particolari di ogni singolo cliente, vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario e/o fiscale per discutere le implicazioni, comprese quelle fiscali, dell'investimento in uno qualunque dei prodotti menzionati nel presente documento.

Questo documento non può essere riprodotto e copie di questo documento non possono essere distribuite senza la preventiva autorizzazione di UBS o di una controllata di UBS. UBS proibisce espressamente la distribuzione ed il trasferimento per qualsiasi ragione di questo documento a parti terze. UBS non si riterrà responsabile per reclami o azioni legali di parti terze derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo documento. Questo documento è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile.

Australia: Distribuito da UBS Wealth Management Australia Ltd (detentrica della licenza «Australian Financial Services» n. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000. **Bahamas:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti privati di UBS (Bahamas) Ltd e non può essere distribuita a persone definite come cittadini bahamensi o residenti dalle «Bahamas Exchange Control Regulations». **Canada:** In Canada, la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Wealth Management Canada da UBS Investment Management Canada Inc.. **EAU:** Il presente rapporto di ricerca non costituisce un'offerta, una vendita o una consegna di azioni o altri titoli ai sensi della legislazione degli Emirati Arabi Uniti (EAU). Il contenuto di questo rapporto non è stato e non sarà approvato da alcuna autorità degli Emirati Arabi Uniti, ivi compresa la Banca Centrale degli EAU oppure la «Dubai Financial Services Authority», la «Emirates Securities and Commodities Authority», il «Dubai Financial Market», l'«Abu Dhabi Securities Market» o qualsiasi altra borsa degli EAU. **Francia:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS (France) SA, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, una banca debitamente autorizzata secondo i termini del «Code Monétaire et Financier» francese e regolata dalle autorità bancarie e finanziarie francesi quali la «Banque de France» e la «Autorité des Marchés Financiers». **Germania:** La presente pubblicazione è distribuita ai sensi della legge tedesca da UBS Deutschland AG, Stephanstrasse 14-16, 60313 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG è autorizzata e regolata dalla «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Hong Kong:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS AG Filiale di Hong Kong da UBS AG Filiale di Hong Kong, banca autorizzata ai sensi della «Hong Kong Banking Ordinance» e istituto registrato ai sensi della «Securities and Futures Ordinance». **Indonesia:** La presente ricerca o pubblicazione non è intesa come offerta pubblica di titoli ai sensi della Legge indonesiana sui mercati dei capitali e delle sue disposizioni esecutive. I titoli menzionati in questo materiale non sono stati e non saranno registrati secondo la Legge indonesiana sui mercati dei capitali e le sue disposizioni. **Italia:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS (Italia) S.p.A.. Via del vecchio politecnico 3 - Milano, banca debitamente autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla «Banca d'Italia» e sottoposta alla supervisione della «Consob» e della «Banca d'Italia». **Jersey:** UBS AG, filiale di Jersey, è regolata dalla Commissione per i servizi finanziari di Jersey al fine di svolgere attività di investimento e attività di gestione fiduciaria conformemente alla Legge (di Jersey) del 1998 sui servizi finanziari (e successive modifiche) e svolgere l'attività bancaria in conformità con la Legge (di Jersey) del 1991 sulle attività bancarie (e successive modifiche). **Lussemburgo/Austria:** La presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto del Lussemburgo/Austria, ma può essere messa a disposizione a scopo informativo ai clienti di UBS (Luxembourg) S.A./UBS (Luxembourg) S.A. Niederlassung Österreich, una banca regolata e sotto la supervisione della «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), alla quale la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Regno Unito:** Approvata da UBS AG, autorizzata e regolata nel Regno Unito dalla «Financial Services Authority». Membro della Borsa Valori di Londra. Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Londra nel territorio del Regno Unito. Laddove i prodotti o i servizi forniti provengano da paesi esterni al Regno Unito, gli stessi non saranno coperti dalla legislazione del Regno Unito o dal Financial Services Compensation Scheme. **Singapore:** Questa documentazione è distribuita ai clienti della filiale di Singapore di UBS AG dalla filiale di Singapore di UBS AG, un «exempt financial adviser» secondo il «Singapore Financial Advisers Act», Cap 110 nonché banca all'ingrosso autorizzata dalla «Monetary Authority of Singapore» ai sensi del «Singapore Banking Act» Cap. 19. **Spagna:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Bank, S.A. da UBS Bank, S.A., banca registrata presso la «Banca di Spagna». **USA:** Distribuita alle cosiddette «US person» da UBS Financial Services Inc. UBS Securities LLC è una succursale di UBS AG e un'affiliate di UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. è responsabile del contenuto di una relazione elaborata da un' affiliate non statunitense quando distribuisce relazioni alle «US person». Tutte le transazioni effettuate da una «US person» e riguardanti i titoli citati in questa relazione devono essere eseguite da una società di negoziazione titoli registrata negli Stati Uniti e affiliata a UBS, e non da un'affiliate non statunitense.

© UBS 1998-2008. Il simbolo della chiave e UBS sono marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.