

SCENARI IMMOBILIARI[®]
ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA E ALL'ESTERO



RAPPORTO 2016

I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA E ALL'ESTERO

RAPPORTO 2016



ESTRATTO

Il Rapporto è integralmente scaricabile da:

SCENARI IMMOBILIARI[®]
ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

www.scenari-immobiliari.eu - www.real-value.it

*Questo Rapporto è stato realizzato da:
Paola Gianasso (prima parte) e
Studio Casadei: Gottardo Casadei, Roberta Gabucci, Francesca Spanò (seconda parte)*

Coordinamento redazionale di Graziella Gianquinto

SCENARI IMMOBILIARI è un marchio registrato. Tutti i diritti riservati.

VIALE LIEGI, 14 - 00198 ROMA - TEL. 06/8558802 - FAX 06/84241536
VIA BERTINI, 3/A - 20154 MILANO - TEL. 02/33100705 - FAX 02/33103099
GALLERIA PASSARELLA, 1 - 20122 MILANO - TEL. 02/36564523 - FAX 02/36564523
WEB: www.scenari-immobiliari.eu - www.forumscenari.it - www.real-value.it
E-MAIL: roma@scenari-immobiliari.it - milano@scenari-immobiliari.it

Rapporto edito nel mese di giugno 2016.

Rapporto realizzato con il contributo e la collaborazione delle seguenti Sgr:



Amundi Real Estate Italia



Bnp Paribas Reim Italy



Castello



Cdp Investimenti



Coima



Fabrica Immobiliare



Generali Real Estate



IDeA Fimit



Investire



Invimit



Polis Fondi Immobiliari



Prelios



Ream



Sorgente



Torre

I PARTE**Fondi immobiliari e Reit in Europa e nel resto del mondo****1. INTRODUZIONE**

Si accentua la debolezza dell'economia globale e del commercio internazionale, ma con significative differenze tra aree. Negli Stati Uniti l'espansione prosegue, pur con qualche incertezza. Le prospettive delle economie emergenti rimangono fragili, anche a causa dell'andamento dei corsi petroliferi, e rappresentano il principale elemento di rischio per la crescita e per i mercati finanziari mondiali. L'orientamento delle politiche monetarie nei principali paesi avanzati è divenuto più accomodante.

Nell'area euro continua una ripresa graduale, frenata però dal basso livello di investimenti, alta disoccupazione, seppure in calo, e diminuzione delle esportazioni nette. Diversi elementi di criticità provengono dal settore bancario. Il rischio deflazione dovrebbe essere contenuto grazie alle misure della Banca centrale europea.

Tra le incognite politiche dei prossimi mesi ci sono le elezioni presidenziali negli Stati Uniti e le decisioni del Regno Unito in tema di appartenenza all'Unione europea. Tali eventi non dovrebbero avere effetti determinanti sullo scenario globale ma, nel breve periodo, potrebbero creare un rallentamento degli investimenti americani e britannici.

La ripresa dei mercati immobiliari si sta consolidando nella maggior parte delle aree geografiche, con performance nettamente superiori rispetto al trend economico. L'elevata liquidità e le previsioni di una crescita moderata e graduale dei tassi di interesse, accompagnate dalla volatilità dei mercati finanziari, comportano un crescente afflusso di capitali nel settore immobiliare, con il conseguente aumento dei fatturati.

Il comparto residenziale è in crescita nella maggior parte delle aree geografiche. Il 2015 ha visto migliorare la maggior parte dei parametri, con prospettive di consolidamento nel 2016. L'attrattività del residenziale è in aumento anche tra gli investitori istituzionali, per il calo del differenziale di rendimento rispetto ad altri settori e l'impatto positivo della crescita demografica in molti Paesi. Prosegue l'andamento positivo del mercato residenziale americano, sostenuto dalle prospettive economiche brillanti, dal calo del tasso di disoccupazione e dall'aumento della popolazione. Nel complesso il 2015 ha segnato un anno di crescita anche nella maggior parte dei mercati europei, grazie anche alla ripresa dei mutui. Tuttavia resta il problema dell'accessibilità, che assume connotati particolarmente gravi nei mercati in cui la crescita dei prezzi è stata più vistosa, come Londra e le principali città svizzere. Le compravendite sono aumentate vistosamente in tutti i mercati più importanti, sebbene restino lontane dalle punte della fase pre-recessione. Più lenta la ripresa dei prezzi, complessivamente stabili, sebbene esistano numerose eccezioni sia in positivo che in negativo.

Il comparto degli uffici ha mostrato un andamento molto positivo nel 2015, grazie al miglioramento dello scenario economico, ma anche all'espansione del settore dei servizi e al forte aumento della domanda da parte delle società tecnologiche. Sebbene una parte dell'attività sia ancora legata ai processi di razionalizzazione degli spazi e contenimento dei costi, è in costante aumento la domanda di uffici da parte di società intenzionate a espandersi in nuovi mercati. Pressoché ovunque è forte la carenza di offerta di spazi di alto livello nelle zone centrali, per l'effetto combinato della polarizzazione della domanda nei Central business district delle principali città e della scarsa attività edilizia speculativa. Questo comporta, da un lato, l'aumento dei canoni degli spazi di classe A e, dall'altro, lo spostamento di una parte della domanda verso le zone e città di seconda fascia.

L'indice di fiducia dei consumatori è in aumento, con conseguente progresso del fatturato delle società commerciali che, tuttavia, hanno visto diminuire sensibilmente i margini operativi rispetto al passato e, quindi, portano avanti strategie prudenti. È in aumento il divario tra i grandi brand internazionali, che tendono a espandersi e a rinnovare gli spazi esistenti, e le società di medio livello, che invece proseguono il processo di contenimento dei costi. In tutto il mondo è in atto una trasformazione strutturale del settore, come conseguenza della diffusione dell'e-commerce, il fenomeno è particolarmente consistente negli Stati

Uniti, ma si sta evolvendo rapidamente anche nelle altre parti del mondo, comportando un cambiamento della domanda di spazi commerciali sia dal punto di vista della distribuzione geografica che delle tipologie.

Il clima di maggiore fiducia tra le imprese e l'attrattività della logistica come asset class per gli investitori istituzionali guidano la performance del settore. La natura difensiva degli investimenti industriali e rendimenti mediamente più elevati rispetto agli altri settori hanno limitato le perdite nel periodo recessivo, mentre ora il comparto è entrato in una nuova fase espansiva, trainato dal miglioramento dello scenario economico, ma anche dai cambiamenti intervenuti nella catena produttiva e dall'ingresso sul mercato di nuovi attori e capitali. È in ripresa l'attività edilizia, visto che le vacancy rate sono a livelli storicamente bassi in diverse piazze, con riferimento soprattutto alle superfici di grandi dimensioni. Tuttavia, le costruzioni speculative sono ancora scarse, fatta eccezione per il Regno Unito.

In tutto il mondo gli strumenti di risparmio gestito sono considerati cruciali nel processo di espansione o rilancio dei sistemi economici nazionali, essendo in grado di attirare ingenti capitali sia privati che istituzionali e di dare un contributo qualitativo allo sviluppo dell'industria immobiliare. Infatti, i veicoli immobiliari svolgono un ruolo importante nel processo di trasformazione dell'attività di gestione patrimoniale. Se in passato, in uno scenario inflattivo, la gestione era basata su logiche di natura quasi esclusivamente finanziaria, che privilegiavano il capital gain rispetto a una redditività a lungo termine, recentemente prevalgono logiche reddituali, guidate dall'obiettivo di valorizzare i portafogli immobiliari e di ottimizzare il ritorno economico. La centralità della valorizzazione, accompagnata dall'esigenza di molte società di concentrare le risorse sul core business, porta al rapido aumento della domanda di gestione professionale, svolta in buona parte da fondi e Reit.

Inoltre, in uno scenario economico e finanziario estremamente volatile, fondi e Reit offrono performance mediamente superiori rispetto agli altri strumenti di investimento e, negli ultimi anni, lo spread rispetto ai titoli di Stato ha raggiunto le punte massime in diverse nazioni. Oltre ad essere superiore, il rendimento dei veicoli immobiliari offre garanzie di maggiore stabilità, perché deriva dai canoni di locazione, che sono prevedibili, e le variazioni del cash flow sono guidate da fattori generalmente poco volatili, come vacancy rate, incentivi, imposte sugli immobili e spese di manutenzione.

L'attrattività di fondi e Reit è strettamente legata all'efficienza della normativa, soprattutto fiscale, che rappresenta l'elemento in grado di garantire il successo e la costante espansione del settore, come nel caso dei Reit negli Stati Uniti o dei fondi non quotati in Francia, o di frenarne l'operatività, come nel caso dei Reit tedeschi o in diversi Paesi asiatici. Di conseguenza, si tratta di uno dei settori caratterizzati dal maggior numero di interventi legislativi, finalizzati ad abbassare le barriere all'ingresso delle nuove società e tutelare fondi e investitori.

Negli ultimi anni il settore ha visto un processo di graduale consolidamento, attraverso un vasto numero di fusioni, acquisizioni e assorbimenti, finalizzati ad accrescere la competitività, mantenere un buon livello di liquidità e ridurre la leva, che ha un impatto diretto sul rendimento complessivo. Sebbene le operazioni di fusione da parte delle società in difficoltà siano state concluse nel 2014, prosegue la politica di alleanze, con un crescente interesse da parte dei grandi operatori globali verso l'acquisizione di quote di veicoli europei, con sinergie sempre maggiori tra Reit e fondi immobiliari, fondi pensione e assicurazioni. Dunque, il fenomeno delle alleanze non rappresenta più una misura difensiva in una congiuntura economica recessiva, ma è un modo per incrementare gli investimenti, facilitare le operazioni internazionali, accedere a mercati e aree geografiche in cui si possiedono scarse competenze. Il processo di consolidamento, inoltre, è reso necessario dall'evoluzione legislativa, che impone ai fondi di modificare e implementare alcuni aspetti, come la governance. Questo ha effetti positivi sull'efficienza e la credibilità della società di gestione, ma comporta un incremento dei costi, imponendo alle società di piccole dimensioni di rafforzare le proprie risorse economiche.

Il patrimonio delle diverse forme di fondi (quotati, non quotati, Reit) continua a crescere e alla fine del 2015 ha raggiunto 2.550 miliardi di euro, che rappresentano un aumento del 6,2 per cento rispetto all'anno precedente. La composizione tipologica è stabile, con la concentrazione del 78 per cento del patrimonio in mano ai Reit. Tra i fondi immobiliari la larga maggioranza è composta da veicoli non quotati, mentre i fondi quotati sono una minoranza, poiché subiscono più pesantemente gli effetti delle congiunture economiche negative e la crescente competitività dei Reit.

In Europa sono operativi oltre 1.600 veicoli, con un patrimonio complessivo pari a circa 870 miliardi di euro. Si tratta di un aumento di quasi il cinque per cento rispetto all'anno scorso. Il peso dell'Europa ha subito variazioni marginali rispetto all'anno precedente, intorno al trentaquattro per cento. I Reit rappresentano il trentasette per cento del totale, mentre il mercato continua a essere guidato dai fondi non quotati.

Nel 2015 i rendimenti hanno registrato un diffuso, seppure moderato, incremento grazie ad una serie di fattori, tra cui il contenimento della leva e la tendenza verso una maggiore diversificazione, finalizzata alla distribuzione del rischio e alla ricerca di segmenti di mercato con un buon rapporto rischio/rendimento. Ne deriva un crescente turnover dei patrimoni, in quanto le strategie di investimento e disinvestimento, che in passato erano più statiche in quanto legate alle linee definite in sede di business plan, vengono modificate continuamente in base al trend dei mercati di riferimento. Nel complesso, però, l'approccio dei gestori continua a essere orientato alla prudenza in quanto le strategie devono tenere conto dei fattori di rischio a livello macroeconomico. Tra le preoccupazioni maggiori c'è il timore di un rialzo dei tassi di interesse, che frena i progetti di espansione di un buon numero di veicoli in tutto il mondo.

Il ritorno alla ricerca di rendimenti competitivi comporta anche un cambiamento nell'approccio qualitativo degli investimenti. Il driver continua ad essere rappresentato dalla qualità, ma con una maggiore propensione al rischio non solo da parte degli investitori opportunistici, ma anche di quelli long-term. La forte concorrenza sui trophy asset nelle città più importanti, oltre al calo dei rendimenti per queste tipologie di prodotto, spingono una parte della domanda a rivolgere l'attenzione verso immobili secondari, caratterizzati da rendimenti più elevati e da una maggiore forza contrattuale dei compratori. In crescita anche l'interesse per i progetti di sviluppo, con riferimento soprattutto alla ristrutturazione e rigenerazione urbana.

La percentuale di investimenti residenziali è in aumento, sia perché la performance del comparto abitativo è meno legata ai cicli economici, sia perché la carenza di prodotti terziari di qualità nelle zone di pregio induce una parte degli investitori a rivolgersi ad altri comparti, quale l'abitativo specializzato. Case per anziani e studenti sono considerate tra le asset class più interessanti da un elevato numero di veicoli europei e globali. La crescente attrattività del residenziale è confermata dal lancio del primo Reit inglese specializzato. Inoltre, il residenziale rappresenta il settore più importante per i veicoli operativi in alcuni Paesi europei, come Svizzera e Spagna. Tra i Paesi emergenti, infine, offre le maggiori opportunità in considerazione delle proiezioni demografiche e dell'espansione della classe media.

Gli uffici sono tra i settori soggetti al più rapido turnover, anche perché rappresentano la quota più consistente dei fondi immobiliari in liquidazione o in scadenza, soprattutto in Europa. Le alienazioni, tuttavia, sono compensate da un elevato numero di nuovi investimenti, prevalentemente nei central business district delle città più importanti, dato che gli spazi direzionali continuano a rappresentare il core business di molte società. Il costante rinnovamento dei patrimoni con destinazione uffici è condizionato dall'evoluzione strutturale del mercato del lavoro, guidato dall'affermazione di nuovi fenomeni economici e sociali e dal progresso tecnologico.

Il retail ha perso il ruolo dominante che aveva in passato, pur continuando a rappresentare l'asset class privilegiata di un buon numero di fondi, con un'attenzione crescente verso i format innovativi e l'e-commerce. I centri commerciali sono ritenuti interessanti solo se situati all'interno delle aree urbane con un ampio bacino d'utenza o dotati di un elevato numero di servizi. I centri commerciali tradizionali nelle aree periferiche presentano elevati tassi di vacancy e vengono progressivamente venduti dalle società di gestione. La piccola distribuzione è limitata agli spazi di lusso nelle top location delle città più importanti.

La logistica in passato era considerata interessante soprattutto per gli investimenti diretti, mentre negli ultimi anni costituisce una delle asset class privilegiate dei fondi immobiliari, anche come conseguenza dello sviluppo dell'e-commerce. Si tratta di un settore ciclico e, dunque, presenta un maggiore livello di rischiosità essendo strettamente legato al trend economico, ma il rischio è compensato da rendimenti mediamente più alti. Per ridurre il rischio i fondi investono esclusivamente in immobili di grandi dimensioni, alto standing, situati nei pressi dei nodi strategici, già completati e affittati a locatari di alto livello e con contratti di lungo periodo. Un'espansione più rapida degli investimenti logistici è frenata esclusivamente da una forte carenza di offerta. Infatti molti Reit, soprattutto americani, investono nello sviluppo di complessi logistici, con forte concentrazione nel settore dei parchi multi-tenant.

In crescita l'interesse per i settori di nicchia, che presentano maggiori complessità nella costruzione del portafoglio e a livello gestionale, ma offrono ritorni estremamente interessanti. Dopo diversi anni di

flessione, sono nuovamente in aumento gli investimenti alberghieri, realizzati spesso attraverso alleanze con operatori specializzati. Tra gli altri settori prosegue l'interesse per case di cura, posti auto, immobili per il tempo libero e, soprattutto, spazi legati al progresso tecnologico, come data centres, caratterizzati da costante aumento della domanda. Infine, è in aumento l'impegno, soprattutto da parte dei Reit, nelle attività di sviluppo e nelle infrastrutture.

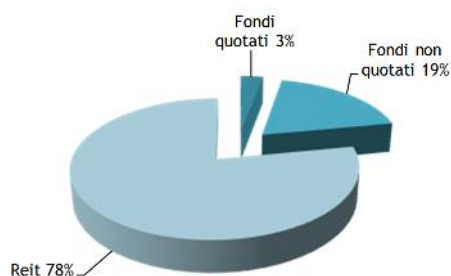
La ricerca di diversificazione e di ritorni più elevati comporta l'aumento degli investimenti cross-border, come dimostra l'apertura verso l'estero anche da parte di veicoli tradizionalmente orientati agli investimenti nazionali, come le Scpi francesi. In crescita gli acquisti in Europa, soprattutto nei mercati liquidi più importanti, come Londra, Berlino e Parigi, ma è in aumento l'interesse per le città di seconda e terza fascia, caratterizzate da minore concorrenza sull'offerta e ritorni potenzialmente maggiori. Prosegue il flusso di investimenti nell'Europa del sud.

La geografia degli investimenti potrebbe subire cambiamenti significativi nei prossimi mesi, come conseguenza dell'evoluzione del mercato inglese, soprattutto londinese, dove è concentrato il patrimonio dei veicoli britannici e quote significative di quelli internazionali. Tra i rischi maggiori ci sono l'incognita Brexit e il calo degli investimenti da parte dei fondi sovrani dei Paesi produttori di petrolio, che causerebbe un eccesso di offerta nel mercato commerciale della capitale.

Il presente Rapporto analizza l'intero sistema dei Reit e la situazione delle altre tipologie di fondi immobiliari nei principali Paesi europei. Si tratta di otto Paesi (Francia, Germania, Gran Bretagna, Lussemburgo, Olanda, Spagna, Svizzera e Italia), che rappresentano circa l'85 per cento dell'industria europea dei fondi immobiliari. I due strumenti, Reit e fondi immobiliari, vengono analizzati in capitoli separati, dal momento che si tratta di veicoli caratterizzati da differenze significative e i cui dati sono difficilmente confrontabili.

Tavola 1 ASSET ALLOCATION TOTALE DI FONDI IMMOBILIARI E REIT NEL MONDO - ANNO 2015

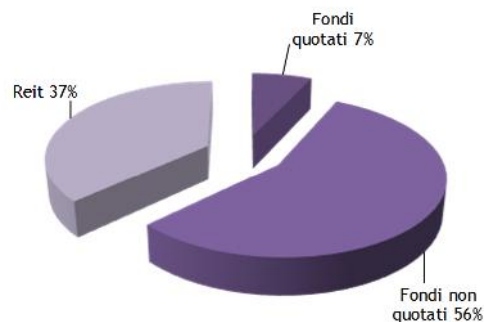
Patrimonio totale: 2.550 miliardi di euro



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 2 ASSET ALLOCATION TOTALE DI FONDI IMMOBILIARI E REIT IN EUROPA - ANNO 2015

Patrimonio totale: 870 miliardi di euro



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

2. I FONDI IMMOBILIARI IN EUROPA

2.1. Andamento e prospettive

Il miglioramento delle prospettive economiche, la presenza di una liquidità consistente e la crescente domanda di una gestione professionale dei patrimoni immobiliari favoriscono lo sviluppo dei fondi immobiliari. Dopo una lieve flessione nel biennio 2008-2009, il patrimonio dei fondi operativi negli otto Paesi europei considerati ha ricominciato a crescere a un ritmo medio del 7,3 per cento annuo nel periodo 2010-2013, per accelerare negli ultimi due anni, con una crescita del 9,8 per cento nel 2014 e dell'10,8 per cento nel 2015.

Mentre in passato la maggior parte dei fondi era retail, negli ultimi anni i veicoli riservati agli investitori qualificati hanno segnato un progresso più rapido, in considerazione delle maggiori difficoltà dei fondi retail nella fase recessiva e della crescente domanda di esternalizzazione della gestione immobiliare da parte degli investitori istituzionali. Attualmente due terzi del Nav complessivo in Europa è gestito da fondi riservati e la percentuale sale all'ottanta per cento con riferimento ai soli fondi non quotati. Tra gli investitori qualificati è in costante aumento il peso dei fondi pensione, che concentrano quasi la metà dell'attivo dei fondi riservati, seguiti dalle compagnie di assicurazione e dai fondi sovrani.

Fatta eccezione per la Svizzera, dove la normativa impone la quotazione dei fondi immobiliari, è in costante aumento la percentuale di veicoli non quotati, poiché quelli quotati hanno subito pesantemente l'impatto del crollo dei mercati finanziari e risentono della concorrenza dei Reit, che offrono maggiori vantaggi fiscali. Meno del dieci per cento dei fondi immobiliari europei è quotato ed è concentrato, oltre che in Svizzera, in Olanda, Lussemburgo e Italia, visto che si tratta degli unici tre Paesi che prevedono entrambe le formule.

I fondi non quotati hanno registrato una notevole evoluzione in seguito al recepimento della direttiva sulla gestione dei fondi di investimento alternativi (Aifmd) che ha avuto un impatto significativo anche sulla governance delle società di gestione, considerata un elemento competitivo fondamentale dalla maggior parte degli investitori. Si calcola che oltre un quarto delle società di gestione europee stiano lavorando sulla governance con l'obiettivo di ridurre la volatilità, migliorare le performance, ridurre il rischio e incrementare la raccolta. L'aspetto negativo è l'aumento dei costi di gestione, che accentua il processo di consolidamento del mercato.

Il 2015 si è chiuso con un patrimonio totale di oltre 460 miliardi di euro. Si conferma la maggiore omogeneità dei trend nei diversi Paesi rispetto al passato. Se negli anni di maggiore complessità lo sviluppo era stato positivo in alcune Nazioni e negativo in altre, nel 2015 tutti i Paesi hanno registrato un aumento del Nav complessivo, anche se con ritmi differenziati. Fa eccezione la Svizzera, che rappresenta l'unica Nazione con un calo dell'attivo totale dei fondi immobiliari, a causa del rallentamento dell'economia e del mercato immobiliare e delle variazioni di cambio. Tuttavia, si tratta di un mercato di dimensioni relativamente piccole, con scarsa incidenza sul trend continentale.

Le previsioni raccolte per il 2016 tra i principali operatori europei sono di una crescita del patrimonio vicina al dieci per cento. Anche il numero di fondi è previsto in aumento. L'andamento del primo quadrimestre 2016 conferma il quadro previsivo.

Sebbene il processo di ristrutturazione dei bilanci, perseguito attraverso alienazioni mirate, fusioni e acquisizioni, si sia concluso pressoché ovunque, la maggior parte delle società continua a portare avanti una politica basata sulle alleanze, finalizzata sia a reperire maggiori risorse finanziarie che a espandersi in nuove aree geografiche. In fase di rallentamento il processo di dismissione degli immobili, legato non più all'esigenza di rientrare dall'indebitamento, ma alla scadenza degli strumenti.

L'andamento più brillante riguarda le Opci francesi, che hanno segnato un aumento dell'attivo superiore al ventiquattro per cento, con incremento del numero di veicoli sia istituzionali che retail. Seguono i property trust inglesi e i veicoli lussemburghesi, caratterizzati da una forte attrattività per gli investitori

internazionali, grazie anche ad un'ampia diversificazione per quanto riguarda il settore di attività e la forma giuridica.

Superiore al quindici per cento la crescita delle Scpi francesi, che guidano la classifica dei rendimenti europei ormai da diversi anni, e dei fondi riservati tedeschi, a conferma del sempre maggiore interesse per i veicoli destinati agli investitori qualificati. Positivo l'andamento dei fondi italiani, con una crescita superiore al dieci per cento. Inoltre, dopo diversi anni di stagnazione, sono in aumento, seppure moderato, i fondi olandesi, sostenuti dal miglioramento dello scenario economico e dalla recente decisione della Corte di giustizia europea in tema di esenzione Iva. I fondi aperti tedeschi in liquidazione stanno dismettendo gradualmente il patrimonio, mentre quelli regolarmente operativi continuano a essere tra i maggiori compratori sul mercato.

Tavola
3

IL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Nav al 31 dicembre di ogni anno, mln di euro

Paese	Quotaz.	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Gran Bretagna		10.143	10.428	12.142	16.598	24.000	44.825	60.294	42.795
Numero Puts	No	26	27	25	25	33	53	60	62
Germania		48.824	47.825	55.800	85.500	85.322	94.991	82.011	89.621
N. fondi aperti	No	17	17	19	20	28	29	31	39
Germania		6.387	8.778	11.726	13.485	14.400	16.188	18.325	19.547
N. fondi riservati	No	41	49	60	75	86	93	101	106
Francia (Scpi)		11.840	11.260	10.783	10.520	11.512	13.240	15.000	17.229
Numero fondi	No	248	227	225	143	137	133	128	126
Francia (Opcl)		-	-	-	-	-	-	-	104
Numero fondi	No	-	-	-	-	-	-	-	4
Spagna		1.216	1.488	2.099	2.830	4.378	6.477	8.678	8.586
Numero fondi	No	5	7	9	8	7	6	6	9
Svizzera		15.443	17.600	20.318	18.385	18.785	9.136	7.924	9.149
Numero fondi	Si	31	25	20	18	19	15	15	17
Olanda		73.618	80.510	84.120	84.740	85.554	85.012	84.108	86.701
Numero fondi	Misti	17	22	25	25	25	28	30	32
Lussemburgo		790	2.530	2.816	3.101	3.130	6.712	8.053	16.943
Numero fondi	Misti	6	18	18	20	22	33	64	95
Italia		-	2.438	3.236	4.048	7.782	13.002	19.360	23.940
Numero fondi	Misti	-	7	13	17	29	58	155	186
Totale Nav		168.261	182.857	203.040	239.207	254.863	289.583	303.753	314.615
Totale numero fondi		143	399	414	351	386	448	590	676

Paese	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
Gran Bretagna	36.503	26.075	37.089	40.684	46.858	53.418	48.797	59.953	68.500
Numero Puts	63	61	67	65	68	63	58	56	56
Germania	83.660	92.368	84.740	77.616	77.282	81.121	80.696	85.090	86.000
N. fondi aperti	42	40	41	39	35	34	32	31	30
Germania	19.856	16.280	17.800	20.550	25.030	29.500	48.800	56.647	65.000
N. fondi riservati	119	110	115	115	120	125	156	162	167
Francia (Scpi)	17.414	18.944	22.315	24.840	27.230	29.980	32.870	37.830	43.000
Numero fondi	130	132	138	155	150	157	162	171	175
Francia (Opcl)	500	7.467	9.817	20.013	27.050	28.500	35.120	43.700	52.500
Numero fondi	28	80	96	175	195	205	210	220	220
Spagna	8.177	6.351	6.075	4.486	1.607	1.352	326	260	100
Numero fondi	9	7	7	6	4	4	2	1	1
Svizzera	15.524	14.454	17.339	20.592	23.000	26.887	31.883	27.030	27.000
Numero fondi	22	20	20	27	30	31	27	29	29
Olanda	78.551	52.382	61.072	62.980	58.673	60.345	60.907	64.800	70.000
Numero fondi	31	29	30	30	30	30	30	32	32
Lussemburgo	21.382	19.615	19.895	23.083	25.357	28.405	32.565	39.287	45.000
Numero fondi	129	146	171	212	230	244	302	309	320
Italia	27.000	31.200	34.000	36.100	37.000	39.000	43.500	45.700	48.000
Numero fondi	238	270	305	312	358	365	385	390	402
Totale Nav	308.567	285.136	310.142	330.944	349.087	378.508	415.464	460.297	505.100
Totale numero fondi	811	895	990	1.136	1.220	1.258	1.364	1.401	1.432

*Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 4 IL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Base 2000=100

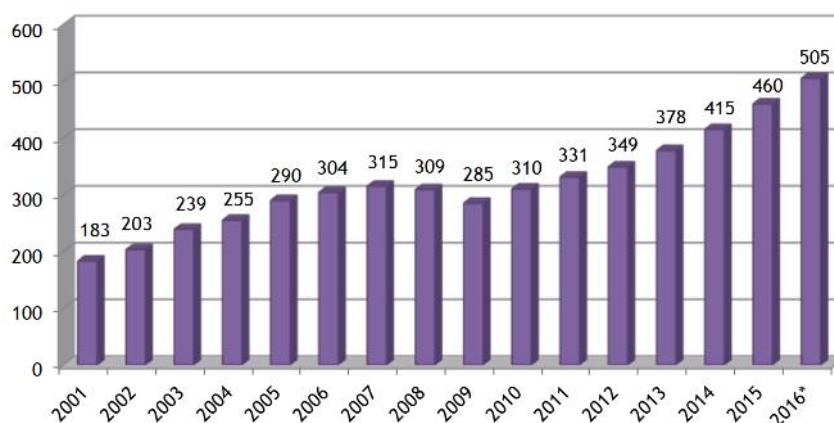
Paese	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
Gran Bretagna	100	103	120	164	237	442	594	422	360	257	366	401	462	527	481	591	675
Germania (fondi aperti)	100	98	114	175	175	195	168	184	171	189	174	159	158	166	165	174	176
Germania (fondi riservati)	100	137	184	211	225	253	287	306	311	255	279	322	392	462	764	887	1.018
Francia (Scpi)	100	95	91	89	97	112	127	146	147	160	188	210	230	253	278	320	363
Spagna	100	122	173	233	360	533	714	706	672	522	500	369	132	111	27	21	8
Svizzera	100	114	132	119	122	59	51	59	101	94	112	133	149	174	206	175	175
Olanda	100	109	114	115	116	115	114	118	107	71	83	86	80	82	83	88	95
Lussemburgo	100	320	356	393	396	850	1.019	2.145	2.707	2.483	2.518	2.922	3.210	3.596	4.122	4.973	5.696
Italia	100	100	133	166	319	533	794	982	1.107	1.280	1.395	1.481	1.518	1.600	1.784	1.874	1.969

*Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 6 ANDAMENTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Nav, mld di euro, 31 dicembre di ogni anno, totale Europa



*Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

La Germania detiene il patrimonio complessivo più consistente, con un peso crescente dei fondi riservati, che rappresentano circa il diciotto per cento del totale, con prospettive di crescita nei prossimi anni. I fondi olandesi restano al secondo posto, superando di poco i property trust inglesi. La progressiva espansione degli altri mercati più importanti, come quelli francese, inglese e italiano, comportano un graduale recupero del divario rispetto alle due Nazioni leader.

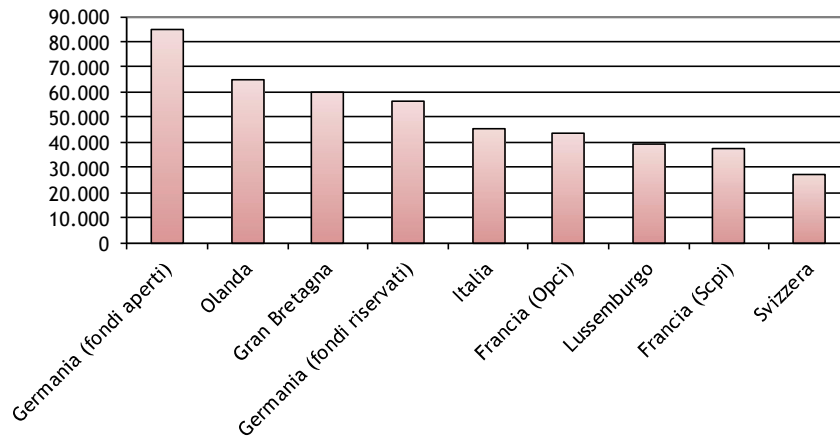
Le dimensioni medie del patrimonio continuano ad aumentare, come conseguenza dei numerosi processi di fusione e assorbimento avvenuti negli ultimi anni e della ripresa degli investimenti. Fa eccezione la Svizzera, che ha visto una flessione del patrimonio unitario a fronte dell'ingresso sul mercato di due nuovi veicoli. Le strutture più grandi continuano a essere i fondi aperti tedeschi, che raggiungono 2,7 miliardi di euro, seguiti dai due miliardi dell'Olanda. A differenza dei fondi aperti, i fondi riservati tedeschi detengono patrimoni

medi intorno a 350 milioni, poco più della media europea. Negli altri Paesi, il Nav medio varia da 127 milioni del Lussemburgo a più di un miliardo in Gran Bretagna. L'Italia continua ad avere le strutture più piccole, con un Nav medio di 117 milioni di euro, nonostante l'ingresso di alcuni fondi di grandi dimensioni.

Tavola
7

CONFRONTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Nav, mln di euro, valori al 31 dicembre 2015



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tra i dieci fondi più importanti compaiono sei fondi aperti tedeschi, uno olandese, uno svizzero e, per la prima volta, due inglesi, con un patrimonio variabile da 4,4 a 13,5 miliardi di euro. La classifica dei primi dieci fondi conferma il progresso dimensionale dei veicoli operativi in diversi Paesi, visto che fino a pochi anni fa i primi dieci fondi erano solo olandesi e tedeschi. Le dieci società leader, complessivamente, gestiscono un patrimonio di oltre 78 miliardi di euro, che rappresentano circa il 16,8 per cento del totale europeo, in lieve calo rispetto all'anno scorso, a dimostrazione del rafforzamento di un numero sempre maggiore di società.

La performance dei fondi europei è in lieve aumento rispetto all'anno precedente, intorno al 2,8 per cento, grazie soprattutto alla diminuzione del numero di veicoli con performance negative. A parte i fondi aperti tedeschi, che evidenziano un rendimento negativo, seppure in graduale miglioramento, e l'Olanda, che ha visto un netto progresso rispetto all'anno precedente, gli altri Paesi sono stati caratterizzati da variazioni modeste, verso l'alto o verso il basso.

Ormai da diversi anni la performance più elevata spetta alle Scpi francesi, con il 4,8 per cento, ampliando il divario rispetto alle Opci, che hanno visto scendere la percentuale al 3,1 per cento. Positivi i fondi italiani, che nel 2015 hanno segnato un più 0,5 per cento. Non sembra esistere una correlazione tra rendimento e dimensioni delle strutture o destinazione d'uso del patrimonio, visto che il rendimento dei primi dieci fondi è in linea con la media europea. Si prevede una graduale crescita delle performance nei prossimi mesi grazie all'aumento del profilo di rischio degli investimenti.

Dall'analisi degli ultimi dieci anni emerge che la performance media europea è andata progressivamente riducendosi dal 2005 al 2012, passando dal 5,8 all'1,3 per cento, che rappresenta il record storico negativo del settore dei fondi immobiliari, per poi recuperare con ritmi e intensità differenziati. Il rendimento dei fondi è influenzato da una molteplicità di fattori, quali l'andamento economico e immobiliare locale, la politica di investimenti e dismissioni delle singole società, la fase di vita dei fondi, l'ingresso sul mercato di nuovi strumenti e, soprattutto, l'incidenza fiscale e il livello di indebitamento.

Spiccano gli andamenti di Lussemburgo, Svizzera e Francia. In Lussemburgo, a parte qualche difficoltà nel 2009, il settore dei fondi ha registrato una crescita costante e particolarmente consistente. Tuttavia negli ultimi anni il rendimento è sceso progressivamente, passando dal 6,8 per cento del 2005 al 2,7 del 2015.

La Svizzera mostra un andamento discontinuo. Un vero e proprio crollo si è verificato nel 2007, quando il rendimento è sceso per la prima volta sotto lo zero, a causa di una fase di riorganizzazione del settore dei fondi e dell'impatto della crisi economica statunitense. A partire dall'anno successivo le performance sono tornate positive, seppure a livelli nettamente inferiori rispetto all'inizio del decennio. Il biennio 2011-2012 ha registrato una tendenza discendente, mentre il 2013 ha visto una decisa ripresa, ritornando ai livelli del 2010. Il recente rallentamento del mercato immobiliare ha comportato una nuova flessione nel 2014 e 2015, con il rischio di un ulteriore ridimensionamento nel 2016.

Decisamente più costante il trend della Francia, che detiene la performance migliore a livello europeo a partire dal 2008. Se negli anni precedenti la crisi economica il rendimento dei fondi francesi era in linea con quello degli altri Paesi, successivamente si è staccato dalla media. Negli ultimi tre anni si è assistito a un ridimensionamento, ma il divario rispetto alle altre Nazioni continua a essere consistente, soprattutto per quanto riguarda le Scpi.

L'Italia, infine, ha detenuto il primato europeo nel periodo 2005-2007, per poi perdere posizioni nel 2008 e crollare a partire dal 2009. Il biennio 2012-2013 ha visto ancora performance negative, mentre il 2014 ha segnato un buon recupero, stabile nel 2015.

Con riferimento all'asset allocation, in generale, le società di gestione puntano a una maggiore diversificazione, motivata dalla ricerca di rendimenti competitivi e dall'esigenza di una maggiore suddivisione del rischio. È in crescita anche il turnover dei patrimoni, in quanto le strategie societarie sono in costante evoluzione, perché vengono modificate in base al trend dei mercati, staccandosi spesso dalle linee contenute nei business plan.

Si registra un lieve aumento degli immobili residenziali, grazie allo sviluppo dei fondi specializzati, ma anche alla minore dipendenza del comparto abitativo dalla congiuntura economica. I nuovi investimenti residenziali sono concentrati sull'attività di ristrutturazione, soprattutto nell'ottica di risparmio energetico, e sulle residenze specializzate, in particolare per studenti.

In lieve crescita anche la percentuale di uffici, poiché gli immobili direzionali restano il core business di un elevato numero di veicoli, nonostante l'alienazione dei patrimoni da parte dei fondi in liquidazione o in scadenza composti in buona parte da uffici. Gli uffici rappresentano la quota più significativa anche nel patrimonio dei fondi diversificati.

In calo il retail, sebbene il comparto concentri la quota maggiore di acquisti in alcuni Paesi. I nuovi investimenti sono concentrati sugli spazi innovativi e su quelli legati all'e-commerce, mentre sono considerati scarsamente strategici gli immobili commerciali tradizionali, soprattutto nelle zone secondarie, che subiscono gli effetti del peso crescente del commercio on line.

Tendono a crescere gli investimenti nella logistica, seppure frenati da una forte carenza di offerta di spazi strategici. La domanda, infatti, si concentra sui complessi di elevate dimensioni, situati vicino a un hub di connessione, flessibili e dotati di impianti e infrastrutture all'avanguardia. L'offerta di questo tipo di prodotti in alcuni Paesi, tra cui l'Italia, è estremamente carente.

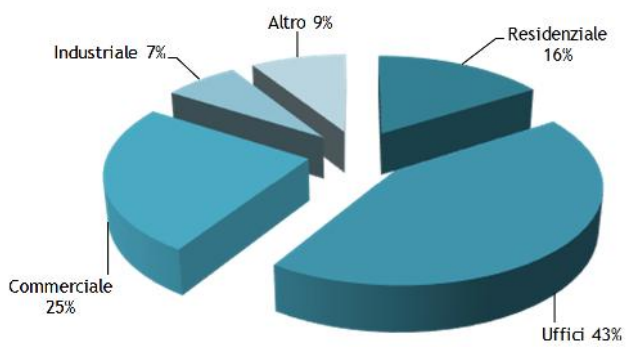
I fondi ricominciano a investire nei progetti speculativi, soprattutto in mercati come Regno Unito, Lussemburgo e Germania, dove l'offerta di prodotti core, in grado di garantire ritorni interessanti, è scarsa.

La tendenza alla diversificazione coinvolge anche la distribuzione geografica, con un notevole aumento degli investimenti cross-border, che rappresentano oltre la metà degli acquisti realizzati negli ultimi mesi. L'Europa occidentale continua a concentrare la quota più consistente del patrimonio, guidata da Londra e dalle principali città tedesche. In forte crescita Dublino, le metropoli spagnole e Milano. In calo il peso dell'Europa orientale, fatta eccezione per il comparto retail, anche come conseguenza della crisi russa.

In lieve aumento gli investimenti al di fuori dell'Europa, realizzati dalle società di maggiori dimensioni e tradizionalmente orientate alla diversificazione geografica. Il flusso più consistente è concentrato negli Stati Uniti, seguiti dal Canada. Gli acquisti in Asia sono limitati a causa del rallentamento del mercato, ma anche della carenza di trasparenza e delle forti differenze in tema di normativa e criteri di valutazione. Fa eccezione qualche società lussemburghese che considera i principali Paesi asiatici un obiettivo interessante.

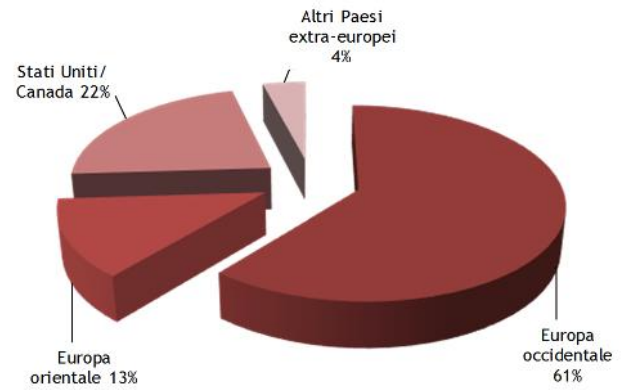
La crescita degli scambi cross-border comprende anche il sempre più massiccio acquisto di quote di fondi europei da parte di grandi società internazionali, come dimostra il recente interesse degli investitori americani per i fondi italiani. Ne deriva un sempre maggiore consolidamento del mercato, con crescente concentrazione dei patrimoni immobiliari nelle mani di alcuni grandi operatori globali.

Tavola 14 ASSET ALLOCATION MEDIA DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI
% della superficie, dicembre 2015



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 15 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI
% della superficie, dicembre 2015



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

6. L'INDUSTRIA DEI FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA

6.1. IL SETTORE NEL SUO COMPLESSO

Il settore dei fondi immobiliari italiani, come sta accadendo negli altri Paesi europei, consolida la ripresa del mercato immobiliare complessivo. Nel corso del 2015 il Nav dei fondi italiani è aumentato del cinque per cento rispetto all'anno precedente, avvicinandosi ai 46 miliardi di euro.

Il patrimonio immobiliare è salito a oltre 52 miliardi di euro con un incremento del 3,2 per cento sul 2014.

Grazie alla riduzione del costo del denaro è calato l'indebitamento del sistema a 26 miliardi di euro e il trend è in forte continuazione anche nel corrente anno.

I fondi sono 390, ma un consistente numero di questi (almeno settanta) sono in chiusura perché troppo piccoli o di natura "familiare" e quindi penalizzati dalla normativa.

L'industria dei fondi è passata dalla fase di sviluppo espansivo al consolidamento. Il numero di fondi attivi è destinato a stabilizzarsi, mentre le sgr si stanno fondendo per attrezzarsi meglio alle trasformazioni dei mercati e alle richieste delle autorità di vigilanza.

La performance (Roe) dei fondi è molto variegata tra fondi retail (negativi) e riservati (positivi in maggioranza). Ne deriva una media dello 0,5 per cento da considerare di scarsa attendibilità dato che nel mercato si trovano fondi che operano in segmenti molto diversi tra loro.

Nel corso del 2015 sono diventati operativi i fondi pubblici dedicati a scuole e altre infrastrutture di servizio sociale. Più limitata rispetto agli anni precedenti, l'innovazione. Per quanto riguarda l'asset allocation media aumentano il commerciale e la logistica, mentre calano lo sviluppo e gli uffici.

Per quanto riguarda le prospettive del 2016, si consolida il mercato con un ulteriore incremento del Nav e del patrimonio immobiliare.

Tavola 63 I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA (FONDI RETAIL E RISERVATI)

Mln di euro, 31 dicembre di ogni anno

Descrizione	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
N° fondi operativi ¹	305	312	358	365	385	390	402
Nav ²	34.000	36.100	37.000	39.000	43.500	45.700	48.000
Patrimonio immobiliare detenuto direttamente	43.500	46.400	47.300	49.100	50.500	52.100	53.500
Indebitamento esercitato ³	24.800	28.500	29.700	31.500	30.700	26.000	24.500
Performance (Roe) ⁴ (val. %)	3,5	0,7	-1,8	-0,5	1,2	0,5	0,2

1) Fondi autorizzati dalla Banca d'Italia che hanno concluso il collocamento (compresi quelli chiusi o in chiusura)

2) Valore del patrimonio netto dei fondi al 31 dicembre di ogni anno

3) Finanziamenti effettivamente ricevuti (stima)

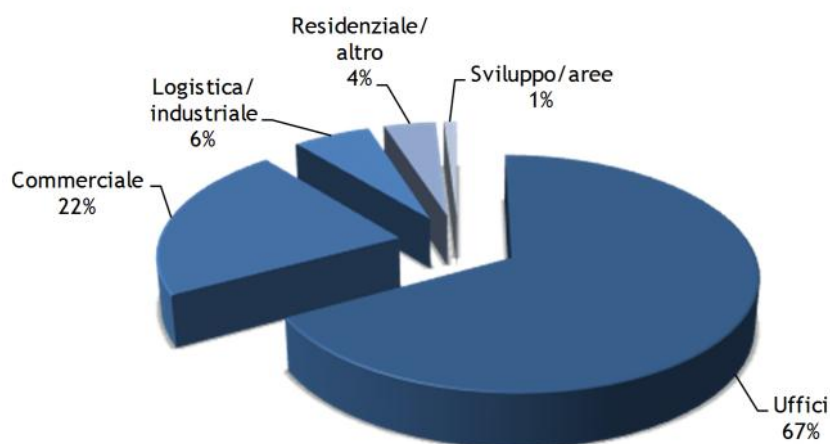
4) Roe dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

*Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 64 ASSET ALLOCATION DEI FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA (RETAIL E RISERVATI)

Valori % al 31 dicembre 2015



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

6.2. L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA

EXECUTIVE SUMMARY

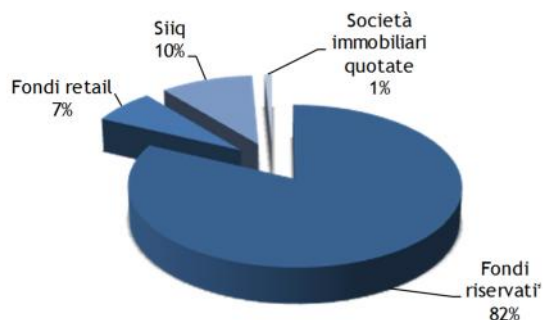
PREMESSA

Il mercato immobiliare finanziarizzato italiano rappresenta un patrimonio immobiliare di circa 59 miliardi di euro (57 miliardi nel 2014) ripartito fra i seguenti strumenti d'investimento:

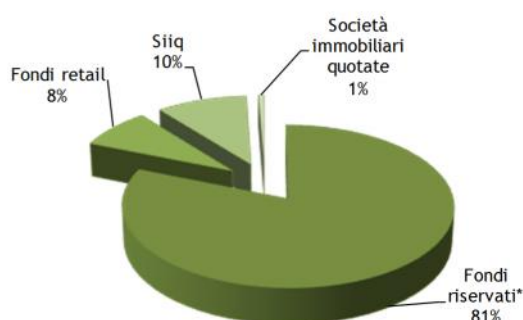
- fondi immobiliari destinati al pubblico (c.d. "fondi retail")
- fondi immobiliari destinati ad investitori professionali (c.d. "fondi riservati")
- Siiq (Società di investimento immobiliari quotate)¹;
- Società immobiliari quotate².

Di seguito la ripartizione del valore del patrimonio immobiliare che fa capo ai suddetti strumenti in Italia alla data del 31 dicembre 2015, in confronto con i medesimi dati al 31 dicembre 2014:

Ripartizione del patrimonio al 31 dicembre 2015
59 miliardi di euro



Ripartizione del patrimonio al 31 dicembre 2014
57 miliardi di euro



* Stima SCENARI IMMOBILIARI®

DATI PATRIMONIALI

Il confronto 2015/2014 dei volumi in termini di patrimonio immobiliare, indebitamento e Nav è il seguente:

I dati patrimoniali

Valori in mld di euro al 31 dicembre di ogni anno

Descrizione	Fondi riservati*		Fondi retail		Siiq		Società immobiliari quotate		Totale industria		
	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	Var%
Totale attivo	nd	nd	5,7	4,9	6,9	6,8	2,4	2,1	na	na	na
- di cui patrimonio immobiliare	45,9	48,0	4,6	4,1	5,7	5,9	0,4	0,5	56,5	58,5	3,5%
Totale passivo	nd	nd	1,4	1,1	3,8	3,7	1,8	1,6	na	na	na
- di cui indebitamento LT	29,4	25,0	1,3	1,0	2,8	3,0	0,8	0,8	34,3	29,7	-13,3%
Nav	39,2	41,9	4,3	3,8	3,1	3,1	0,5	0,5	47,1	49,2	4,5%

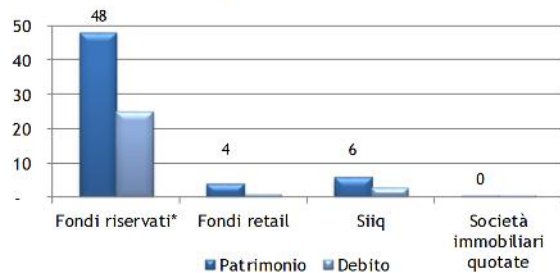
* Stima SCENARI IMMOBILIARI®

¹ Sono state analizzate le Siiq presenti all'interno del settore FTSE Italia Beni Immobili (Aedes, Beni Stabili ed IGD-Immobiliare grande distribuzione).

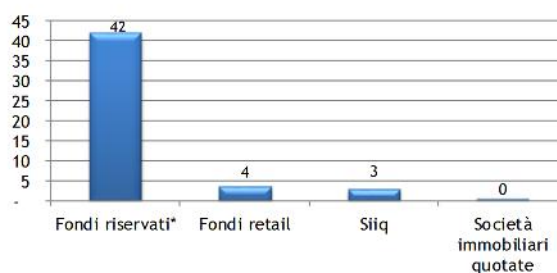
² Sono state analizzate le società immobiliari quotate alla Borsa di Milano e presenti all'interno del settore FTSE Italia Beni Immobili più rappresentative dell'industria (Brioschi, Compagnia Immobiliare Azionaria, Gabetti, Risanamento Spa e Prelios).

Di seguito si riportano graficamente i dati relativi allo stock del patrimonio immobiliare (confrontato con il valore del debito) e quelli relativi al Nav al 31 dicembre 2015.

Patrimonio e debito (Mld di euro)



Nav (Mld di euro)



* Stima SCENARI IMMOBILIARI®

DATI RELATIVI AL MERCATO FINANZIARIO

La capitalizzazione

La capitalizzazione in Borsa del settore immobiliare finanziarizzato fa riferimento solo ai fondi retail, alle Siiq ed alle società immobiliari quotate. Restano esclusi i fondi riservati, non essendo prevista la quotazione in Borsa per tale tipologia di strumento.

Complessivamente l'industria del settore immobiliare finanziarizzato italiano, al 31 dicembre 2015, ha registrato una capitalizzazione pari a 5 miliardi di euro (con un incremento di circa il 14% rispetto al dato registrato nell'anno 2014), ripartiti come segue:

La capitalizzazione del settore immobiliare finanziarizzato italiano

Valori in mld di euro al 31 dicembre di ogni anno

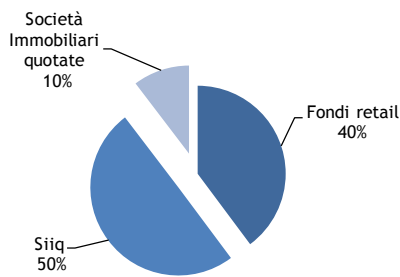
Descrizione	Fondi riservati		Fondi retail		Siiq		Società immobiliari quotate		Totale		
	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	Var%
Capitalizzazione	na		2,1	2,0	1,8	2,5	0,4	0,5	4,4	5,0	14%

Il principale elemento di novità evidenzia che, rispetto ai risultati al 31 dicembre 2014:

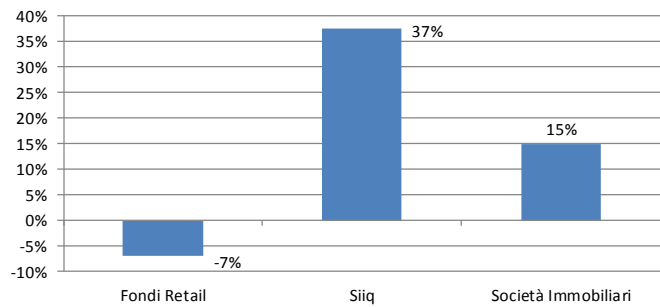
- le Siiq stanno incrementando la loro capitalizzazione, segnando un +37%;
- i Fondi retail segnalano un -7%;
- le società immobiliari segnano un +15%.

Di seguito si evidenzia graficamente la ripartizione della capitalizzazione tra i singoli strumenti esaminati. Viene inoltre sintetizzata la performance della capitalizzazione attraverso l'analisi delle variazioni dei prezzi di Borsa confrontando il dato al 31 dicembre 2015 con il dato al 31 dicembre 2014.

Ripartizione della capitalizzazione

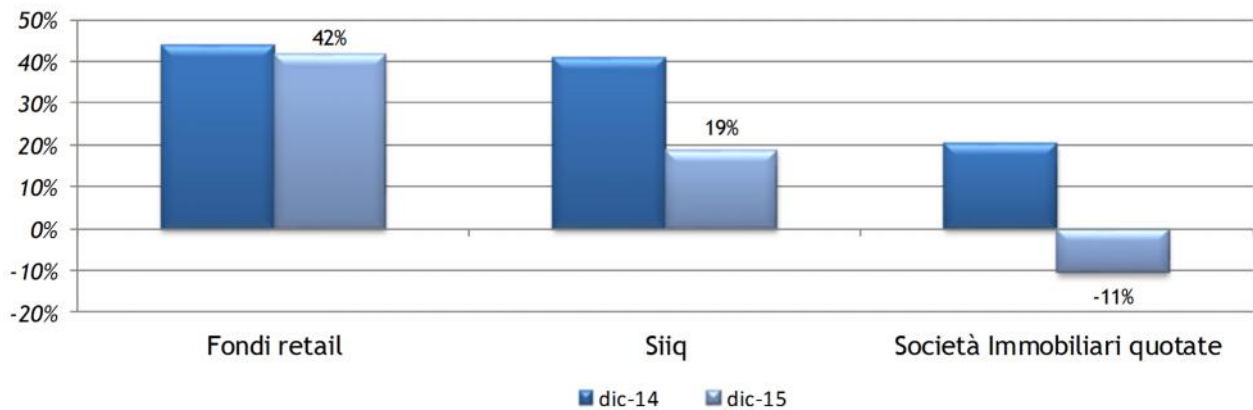


Variazione dei prezzi di Borsa (dic-15 / dic-14)



Sconto sul Nav

Lo sconto sul Nav esprime una misura del differenziale fra il valore netto contabile di una quota risultante dal bilancio ed il prezzo della stessa quota negoziata presso il mercato di Borsa. Questo differenziale è stato determinato come complemento a 1 del rapporto tra la capitalizzazione in Borsa dei singoli strumenti dell'industria ed il Net Asset Value degli stessi. Tale grandezza si articola come segue tra le varie categorie di strumenti analizzati:



Quanto sopra evidenzia che:

- i fondi retail e le Siiq segnalano una riduzione dello sconto rispetto al 2014;
- le Società immobiliari quotate segnalano un premio sul Nav al 31 dicembre 2015 del 11%, riconducibile principalmente ad una contrazione del Nav confrontata con una capitalizzazione in aumento rispetto all'esercizio precedente.

Di seguito una rappresentazione grafica dell'andamento della capitalizzazione e del Nav, riferita ai soli strumenti quotati (Fondi retail, Siiq e Società immobiliari).

Nav e capitalizzazione a confronto

Valori in mld di euro al 31 dicembre di ogni anno



Ratio Patrimoniali

Il settore immobiliare finanziarizzato presenta al 31 dicembre, mediamente, un rapporto:

- ~ debito LT / patrimonio immobiliare pari a circa il 67%.
- ~ patrimonio immobiliare / totale attivo pari a circa il 70%.

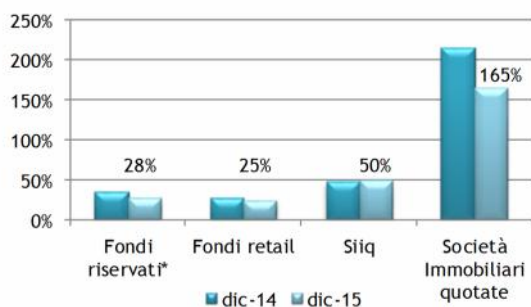
La ripartizione di tali ratio, tra i vari strumenti analizzati, è di seguito illustrata.

Principali ratio patrimoniali

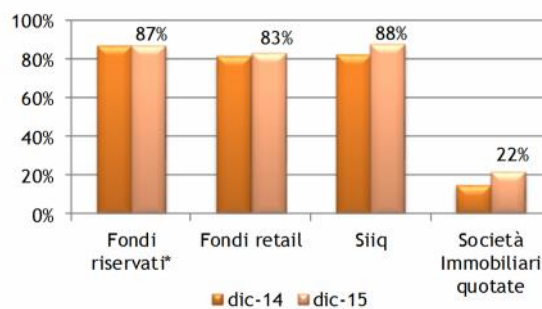
Descrizione	Fondi riservati*		Fondi retail		Siiq		Società immobiliari quotate		Media	
	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15
Debito LT / patrim. Imm.re	36%	28%	28%	25%	49%	50%	215%	165%	82%	67%
Patr. Imm.re / attivo	87%	87%	81%	83%	82%	88%	15%	22%	66%	70%

* dati riferiti ad un campione di fondi istituzionali rappresentanti circa il 36% del Nav stimato da SCENARI IMMOBILIARI®

Rapporto debito LT su patrimonio immobiliare



Rapporto patrimonio immobiliare su totale attivo



DATI ECONOMICI

I dati economici disponibili al 31 dicembre 2015 sono solamente quelli riferiti ai fondi immobiliari retail, alle Siiq ed alle società immobiliari quotate.

I fondi riservati, invece, non sono rappresentati, in quanto il campione preso come riferimento è stato considerato poco significativo.

Dati economici

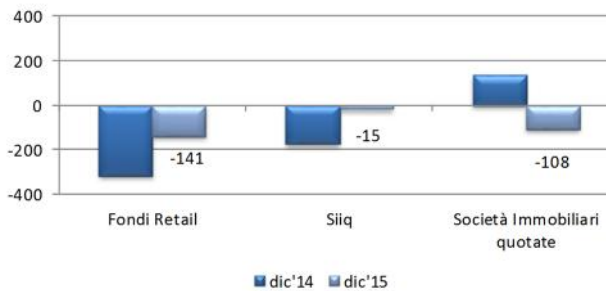
Valori in mln di euro al 31 dicembre di ogni anno

Descrizione	Fondi riservati	Fondi retail		Siiq		Società immobiliari quotate		Totale	
		dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15
		Ricavi da locazione	na	366	291	333	315	nd	nd
Ebitda	na	na		240	195	nd	nd	na	na
Ebit	-201	-47		259	178	-52	-54	7	76
Utile / Perdita	-318	-141		-175	-15	135	-108	-358	-264

Ebit



Utile



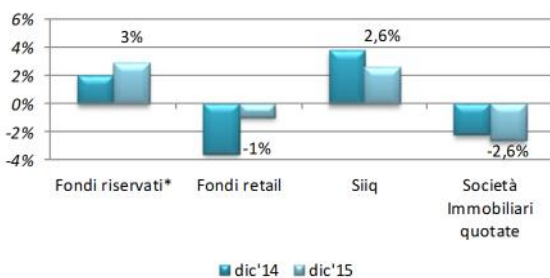
Ratio economici

Sono stati esaminati il ROI (rapporto tra reddito operativo e totale attivo) ed il ROE (rapporto tra utile di esercizio e patrimonio netto). Di seguito se ne fornisce una rappresentazione grafica:

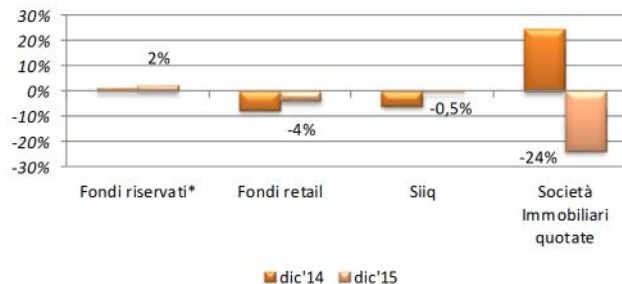
Descrizione	Fondi riservati*		Fondi retail		Siiq		Società immobiliari quotate	
	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15
	ROI	2,0%	2,9%	-3,5%	-1,0%	3,8%	2,6%	-2,2%
ROE	1,3%	2,1%	-7,4%	-3,7%	-5,7%	-0,5%	24,5%	-23,6%

* dati riferiti ad un campione di fondi istituzionali rappresentanti circa il 36% del Nav stimato da SCENARI IMMOBILIARI®

Roi



Roe



SCENARI IMMOBILIARI
ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

Viale Liegi, 14 - 00198 Roma - Tel. 06.8558802
Via Bertini, 3/a - 20154 Milano - Tel. 02.33100705
Galleria Passarella, 1 - 20122 Milano - Tel. 02.36564523
roma@scenari-immobiliari.it - milano@scenari-immobiliari.it
www.scenari-immobiliari.it