

I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA E ALL'ESTERO

RAPPORTO 2015



ESTRATTO

Il Rapporto è integralmente scaricabile da:

SCENARI IMMOBILIARI
ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

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

e da:

Casa²⁴
PLUS

www.casa24.ilsole24ore.com

 **IL GHIRLANDAIO**
Magazine di Real Estate, Arte e Architettura.

www.ilghirlandaio.com

il Quotidiano Immobiliare
DAILY REAL ESTATE

www.ilqi.it

by **INTERNEWS**
Piero G. Longhini

www.internews.biz

MONITORIMMOBILIARE
Italian Real Estate News - Il più letto in Italia

www.monitorimmobiliare.it

re

<http://re-web.it>

media partner dell'evento.

*Questo Rapporto è stato realizzato da:
Paola Gianasso (prima parte) e
Studio Casadei: Gottardo Casadei, Gianluca Maccari, Roberta Gabucci (seconda parte)
Coordinamento redazionale di Simona De Santis*

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 2015.

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



Amundi Real Estate Italia



Axa Reim



Bnp Paribas Reim Italy



Castello



Cdp Investimenti



Fabrica Immobiliare



Generali Immobiliare Italia



IDeA Fimit



Investire Immobiliare



Mediolanum Gestione Fondi



Polis Fondi Immobiliari



Prelios



Ream



Sorgente



Torre

I PARTE

Fondi immobiliari e Reit in Europa e nel resto del mondo

1. INTRODUZIONE

Le previsioni esprimono crescente ottimismo sull'andamento dell'economia a livello globale. La ripresa si consolida negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone, mentre si indebolisce in alcune aree emergenti. La Commissione europea ha rivisto al rialzo le stime sul Pil per il biennio 2015-2016, grazie al calo dell'euro, ai livelli storicamente bassi dei tassi di interesse a breve termine e agli effetti del Quantitative easing, che comportano un forte aumento della liquidità. Il prezzo del petrolio, sebbene lievemente risalito rispetto ai minimi di inizio anno, rimane basso anche in prospettiva. Per la seconda parte del 2015 è attesa una lieve accelerazione del commercio mondiale. L'incertezza derivante dalla situazione della Grecia e dai conflitti in Ucraina, Libia e Medio Oriente resta elevata, anche se fino ad ora non ha avuto riflessi sulle condizioni dei mercati finanziari internazionali.

Il trend dei mercati immobiliari è migliore rispetto a quello dell'economia nel complesso, sebbene sia ancora forte il divario tra Paesi e aree di mercato. Dopo il biennio 2012-2013 fortemente negativo a livello mondiale, il 2014 ha segnato una fase di stabilizzazione, mentre il 2015 è l'anno della svolta nella maggior parte dei mercati. I rischi del sistema economico e l'elevato tasso di disoccupazione potrebbero rallentare la ripresa in alcuni Paesi, ma un progressivo allineamento tra le nazioni è atteso nel corso del 2016.

Il settore residenziale mostra un andamento differenziato a seconda dei Paesi e dei segmenti di mercato. Negli Stati Uniti il comparto è in decisa ripresa, sia in termini di fatturato che di prezzi, e le previsioni sono di un rafforzamento nel prossimo anno. La ripresa del mercato abitativo è stata innescata dal miglioramento dello scenario economico. Le prospettive per il prossimo biennio sono nettamente più positive rispetto a quelle dell'economia in generale. In Europa, la crescita è guidata dall'Irlanda, che nel 2015 dovrebbe segnare l'aumento delle quotazioni più consistente a livello continentale. La ripresa della domanda residenziale europea è sostenuta anche da un atteggiamento meno restrittivo delle banche, accompagnato dai tassi di interesse favorevoli. Nei cinque principali Paesi europei, il volume di mutui alle famiglie è aumentato del cinque per cento nel 2014 e dovrebbe crescere del sei e nove per cento rispettivamente nel 2015 e 2016.

Negli ultimi mesi la situazione del mercato degli uffici ha registrato un consistente miglioramento, anche perché, per la prima volta dopo sette anni, l'aumento degli investimenti è accompagnato dalla crescita della domanda di occupazione, che non deriva più soltanto dalla rinegoziazione dei contratti esistenti, ma comincia a essere imputabile alla nascita di nuove aziende. Il miglioramento dello scenario economico e il processo di ristrutturazione dei patrimoni degli investitori dovrebbero garantire un aumento dell'attività nel prossimo biennio, anche se il ritmo sarà discontinuo. La crescita dei mercati è frenata dalla carenza di offerta di prodotti di qualità: l'attività edilizia è in aumento, ma i nuovi prodotti verranno immessi sul mercato solo nel biennio 2016-2017. Ne discende un forte aumento delle prelevate e lo spostamento di una parte della domanda verso prodotti e aree geografiche secondari.

La ripresa dei consumi guida una rapida espansione del settore commerciale negli Stati Uniti, mentre in Europa l'andamento è differenziato. Le previsioni sono positive per i Paesi caratterizzati da un quadro economico in espansione, come Regno Unito, Germania e Svezia, o da una domanda di beni di consumo in forte crescita, come i Paesi dell'Europa dell'est. Qualche segnale di miglioramento è atteso anche nell'Europa del sud, ma una reale crescita dei principali parametri non è attesa prima della seconda parte del 2016.

Tra i settori a maggiore potenziale di crescita si colloca la logistica, che beneficia della diffusione dell'e-commerce e della riconfigurazione dei network commerciali. La vacancy rate in Europa è a livelli storicamente bassi e l'offerta di spazi di grandi dimensioni è vicina a zero in molti mercati. Si tratta di uno dei comparti più interessanti per gli sviluppatori.

Il crescente peso del settore immobiliare nel contesto economico è confermato dal ruolo sempre più importante degli strumenti di risparmio gestito che, nel complesso, rispondono meglio di altri all'esigenza da parte di investitori privati e istituzionali di trovare prodotti in grado di offrire un elevato livello di sicurezza e rendimenti competitivi. I principali ostacoli allo sviluppo dei fondi e dei Reit sono rappresentati da carenze legislative, soprattutto sul piano fiscale, a cui la maggior parte dei governi cerca di porre rimedio con l'approvazione di interventi normativi mirati.

Il Nav delle diverse forme di fondi (quotati, non quotati, Reit) continua a crescere e alla fine del 2014 ha raggiunto 2.400 miliardi di euro, che rappresentano un aumento del ventitré per cento rispetto all'anno precedente. Si tratta del record degli ultimi sette anni. A livello mondiale, la composizione tipologica vede la progressiva espansione dei Reit, che concentrano il 79 per cento del Nav complessivo. Tra i fondi immobiliari la larga maggioranza è composta da veicoli non quotati, mentre i fondi quotati sono una minoranza, soprattutto per la crescente competitività dei Reit.

In Europa sono operativi oltre 1.500 veicoli, con un patrimonio complessivo pari a circa 830 miliardi di euro. Si tratta di un aumento di quasi il diciassette per cento rispetto all'anno scorso in termini assoluti. Il peso dell'Europa è in notevole aumento anche in termini percentuali, rappresentando oltre un terzo del Nav complessivo, grazie soprattutto alla crescente importanza dei fondi immobiliari. Anche i Reit hanno segnato uno sviluppo consistente in Europa, ma inferiore rispetto al progresso segnato dagli altri continenti. In Europa i Reit rappresentano il 36 per cento del Nav totale, mentre il mercato continua a essere guidato dai fondi non quotati.

Il 2014 ha segnato un punto di svolta per gli strumenti di risparmio gestito. Il miglioramento dello scenario economico e la graduale ripresa dei mercati immobiliari hanno svolto un ruolo fondamentale, ma ancora più importante è stato il processo di rafforzamento che ha coinvolto la maggior parte delle società negli anni di recessione con riduzione della leva finanziaria, operazioni di fusione e acquisizione, alienazione delle quote di patrimonio non strategico, riorganizzazione delle strutture societarie, ammodernamento dei modelli operativi. Nel 2014 i processi di consolidamento sono diminuiti notevolmente, anche se la tendenza a costituire alleanze è destinata a proseguire anche nei prossimi anni, soprattutto per le sinergie sempre più ampie tra Reit, ma anche tra Reit e fondi immobiliari, fondi pensione e assicurazioni. Per alcune società il fenomeno delle alleanze rappresenta solo una misura difensiva nelle fasi critiche, ma per altre è anche un modo per incrementare gli investimenti, facilitare le operazioni internazionali, accedere a mercati e aree geografiche in cui possiedono scarse competenze.

L'elevato livello di liquidità e un più agevole accesso al credito, grazie anche ai bassi tassi di interesse, hanno creato le premesse per una decisa ripresa degli investimenti. Fondi e Reit, a livello mondiale, hanno concentrato oltre la metà degli investimenti effettuati dagli investitori istituzionali nei comparti diversi dal residenziale. La ripresa degli acquisti è stata anticipata dai veicoli opportunistici, ma negli ultimi mesi si assiste a un graduale aumento dell'attività da parte dei fondi e Reit con strategie di lungo periodo.

E' in aumento la propensione al rischio. La forte concorrenza sui trophy asset nelle città più importanti, accompagnata da un calo dei rendimenti per queste tipologie di prodotto, spinge 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 riduzione delle pretese sulla quota di pre vendite e disponibilità ad accettare contratti di affitto di durata più breve.

Il flusso di investimenti è destinato a rafforzarsi nel 2015, anche per il progressivo incontro tra domanda, sostenuta da un clima di maggiore fiducia, più agevole accesso al credito e crescente liquidità, e offerta, che registrerà un incremento per la ripresa dell'attività edilizia e l'immissione sul mercato dei patrimoni dei fondi immobiliari in liquidazione in molti Paesi, compresa l'Italia. Sebbene l'ipotesi di un rialzo dei tassi di interesse non sia probabile a breve termine, i fondi considerano prioritaria una gestione prudentiale del rischio.

Anche se un buon numero di società è specializzata in una o due tipologie di prodotti, è in aumento la tendenza alla diversificazione, finalizzata alla distribuzione del rischio e alla ricerca di segmenti di mercato con un buon rapporto rischio/rendimento. Il driver principale, a prescindere dalla destinazione d'uso e dalla localizzazione, continua a essere rappresentato dalla qualità, soprattutto in un'ottica di sostenibilità e innovazione architettonica e funzionale.

La percentuale di investimenti residenziali è in aumento, anche 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 stata riconosciuta anche dal governo inglese, che ha recentemente introdotto la facoltà di investire in spazi abitativi anche per i Reit inglesi.

Gli uffici rappresentano la quota più importante del patrimonio della maggior parte delle società, soprattutto extraeuropee, sebbene in alcuni Paesi si assista a un lieve ridimensionamento. Sono ritenuti interessanti gli uffici di classe A situati nei central business district delle città più importanti, con prospettive di aumento delle quotazioni nei prossimi mesi, ma è in crescita il flusso di acquisti di immobili innovativi nelle aree secondarie, in un'ottica di risparmio sui costi e maggiore redditività. Negli ultimi anni i fondi hanno alienato buona parte degli uffici periferici e degli spazi situati nei business park.

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.

L'industriale produttivo è in costante calo da vari anni, mentre sono in rapida crescita gli spazi logistici, considerati tra i settori a maggiore potenzialità di sviluppo sia in Europa che nel resto mondo per i rendimenti mediamente più elevati rispetto agli altri settori e per le prospettive di rapido sviluppo in relazione alla diffusione del commercio elettronico. Gli investimenti recenti riguardano soprattutto gli spazi di classe A di grandi dimensioni, superiori a cinquantamila mq, ad alta efficienza energetica, situati in posizione strategica. Molti Reit sono coinvolti anche nello sviluppo di complessi logistici, con forte concentrazione nel settore dei parchi logistici multi-tenant.

Il comparto alberghiero è ritenuto interessante solo dagli investitori specializzati, soprattutto tra i Reit asiatici, mentre è in forte aumento il coinvolgimento nel settore delle infrastrutture. In Asia i governi hanno introdotto agevolazioni fiscali per i Reit che investono in infrastrutture.

In uno scenario a bassa inflazione e con bassi tassi di interesse, le case di cura offrono rendimenti interessanti. È significativo il caso di Befimmo, una dei Reit belgi più importanti, che ha dismesso una buona parte del patrimonio commerciale per effettuare investimenti massicci proprio in questa particolare tipologia immobiliare.

In considerazione dell'evoluzione strutturale dei mercati e della crescente difficoltà di spuntare rendimenti competitivi nei settori tradizionali, è in forte aumento l'attenzione verso un ampio numero di prodotti alternativi. Oltre alle case di cura e alle residenze specializzate, si assiste alla crescita di data centre, parchi a tema, centri benessere, marine, casinò. In crescita lo sviluppo, come conseguenza di una maggiore predisposizione al rischio e della carenza di offerta. L'attività di sviluppo, tuttavia, è ancora frenata dalle difficoltà di accesso al credito per i promotori.

La ricerca di diversificazione e di ritorni più elevati comporta l'aumento degli investimenti cross-border, anche se la larga maggioranza degli investitori globali ha intenzione di investire meno della metà delle risorse al di fuori del proprio Paese. Sono in aumento le partnership tra operatori domestici e stranieri.

In crescita gli investimenti in Europa, con la presenza sempre più massiccia di investitori americani e asiatici. Sono privilegiati i mercati liquidi più importanti, soprattutto 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. Per la prima volta dopo parecchi anni, è in forte aumento l'interesse per le aree geografiche caratterizzate da un ciclo economico ancora negativo. Madrid è tra le città che concentrano il volume di investimenti più elevato. In crescita anche l'Italia, anche se quasi esclusivamente nel settore degli uffici, in quanto altri comparti sono ostacolati da carenza di offerta di standard internazionale. Ad esempio l'offerta di spazi logistici di classe A rispetto alla popolazione in Italia è un quarto di quella tedesca e un ventesimo di quella americana.

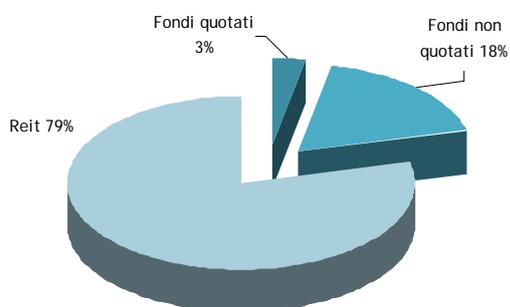
I rendimenti hanno segnato una tendenza verso il basso rispetto al passato, ma in generale si assiste ad una progressiva omogeneizzazione, con l'assenza di performance particolarmente brillanti ma anche con la netta riduzione del numero di performance negative.

Il presente Rapporto analizza l'intero sistema dei Reit e la situazione delle altre tipologie di fondi immobiliare 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 2014

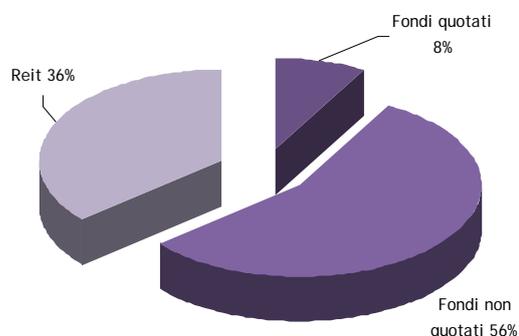
Patrimonio totale: 2.400 miliardi di euro



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 2 ASSET ALLOCATION TOTALE DI FONDI IMMOBILIARI E REIT IN EUROPA - ANNO 2014

Patrimonio totale: 830 miliardi di euro



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

2. I FONDI IMMOBILIARI IN EUROPA

2.1. Andamento e prospettive

Il miglioramento delle prospettive economiche, il forte aumento della liquidità e un più agevole accesso al credito hanno comportato un'accelerazione dello sviluppo del settore dei fondi immobiliari. Lo strumento aveva mostrato un'ottima tenuta anche negli anni critici, dal momento che, dopo una lieve flessione nel biennio 2008-2009, il patrimonio dei fondi operativi negli otto Paesi europei considerati ha ricominciato a crescere ad un ritmo medio del 7,3 per cento annuo nel periodo 2010-2013. Nel 2014 la crescita ha raggiunto il 17,3 per cento, con oltre cento società in più.

Si conferma il migliore andamento dei fondi riservati agli investitori istituzionali, che concentrano circa due terzi del Nav complessivo, in quanto i fondi retail presentano maggiori elementi di criticità. Fatta eccezione per la Svizzera, dove la normativa prevede la quotazione dei fondi immobiliari, è in costante aumento la percentuale di fondi non quotati, soprattutto perché i veicoli quotati risentono della concorrenza dei Reit, che offrono maggiori vantaggi, soprattutto 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.

Le previsioni raccolte per il 2015 tra i principali operatori europei sono di una crescita del patrimonio intorno all'8,6 per cento, nonostante la prevista uscita dal mercato dei fondi spagnoli e la progressiva liquidazione del patrimonio di alcuni veicoli tedeschi. Anche il numero di fondi è previsto in aumento. L'andamento del primo quadrimestre 2015 conferma il quadro previsivo.

E' in calo la disomogeneità dei trend nei diversi Paesi, in linea con ciò che accade nel settore immobiliare. Se negli ultimi anni la crescita era stata positiva in alcuni Paesi e negativa in altri, nel 2014 tutte le nazioni hanno registrato un aumento del Nav complessivo, anche se con ritmi differenziati. Fanno eccezione la Germania, in lieve calo a causa della dismissione dei fondi in liquidazione, e i fondi spagnoli, che stanno uscendo dal mercato.

Per il secondo anno consecutivo l'andamento più brillante è stato registrato dai fondi riservati tedeschi, che raccolgono crescente interesse da parte degli investitori istituzionali. Nell'arco di dieci anni i fondi riservati hanno visto raddoppiare il numero e più che triplicare il patrimonio gestito.

Seguono i fondi inglesi che, nonostante un primo semestre 2014 sottotono, hanno segnato una crescita vistosa del patrimonio grazie agli investimenti effettuati nella seconda parte dell'anno. Il cambio di passo è evidente anche nella raccolta, che ha stabilito un record storico, superando anche le punte del 2006.

Prosegue il trend brillante dei fondi non quotati francesi, con crescita costante di investimenti e raccolta. Per la prima volta il patrimonio gestito dalle società di più recente costituzione, le Opci, ha superato quello delle Scpi. In otto anni di attività, le Opci hanno visto l'ingresso sul mercato di oltre duecento società, che gestiscono un patrimonio complessivo di oltre 35 miliardi di euro.

Ancora in aumento il patrimonio dei fondi svizzeri, grazie anche alla solidità dei due gruppi leader. In controtendenza rispetto a quanto accade negli altri Paesi, però, le prospettive sono di un rallentamento del settore nel 2015, a causa del calo della domanda da parte degli investitori istituzionali determinato dalla minore convenienza valutaria e dalla crisi del mercato immobiliare, a lungo sopravvalutato. La risposta dei fondi sarà una sempre maggiore concentrazione nel settore residenziale, meno soggetto agli effetti dei cicli negativi.

I fondi olandesi hanno registrato un aumento marginale del Nav, proseguendo il trend stagnante degli ultimi anni. Il settore fatica a ritrovare il dinamismo del passato per il difficile recupero del mercato immobiliare, ma soprattutto per l'incapacità dello strumento di adeguarsi ai cambiamenti normativi avvenuti in altri Paesi, con conseguente perdita di competitività.

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	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
Gran Bretagna		10.143	10.428	12.142	16.598	24.000	44.825	60.294	42.795	36.503	26.075	37.089	40.684	46.858	53.418	77.358	92.000
Numero Puts	No	26	27	25	25	33	53	60	62	63	61	67	65	68	63	58	60
Germania		48.824	47.825	55.800	85.500	85.322	94.991	82.011	89.621	83.660	92.368	84.740	77.616	77.282	81.121	80.696	76.000
N. fondi aperti	No	17	17	19	20	28	29	31	39	42	40	41	39	35	34	32	29
Germania		6.387	8.778	11.726	13.485	14.400	16.188	18.325	19.547	19.856	16.280	17.800	20.550	25.030	29.500	48.800	60.000
N. fondi riservati	No	41	49	60	75	86	93	101	106	119	110	115	115	120	125	156	170
Francia (Scpi)		11.840	11.260	10.783	10.520	11.512	13.240	15.000	17.229	17.414	18.944	22.315	24.840	27.230	29.980	32.870	36.000
Numero fondi	No	248	227	225	143	137	133	128	126	130	132	138	155	150	157	162	165
Francia (Opcl)		-	-	-	-	-	-	-	104	500	7.467	9.817	20.013	27.050	28.500	35.120	42.000
Numero fondi	No	-	-	-	-	-	-	-	4	28	80	96	175	195	205	210	220
Spagna		1.216	1.488	2.099	2.830	4.378	6.477	8.678	8.586	8.177	6.351	6.075	4.486	1.607	1.352	326	100
Numero fondi	No	5	7	9	8	7	6	6	9	9	7	7	6	4	4	2	1
Svizzera		15.443	17.600	20.318	18.385	18.785	9.136	7.924	9.149	15.524	14.454	17.339	20.592	23.000	26.887	31.883	30.000
Numero fondi	Si	31	25	20	18	19	15	15	17	22	20	20	27	30	31	27	27
Olanda		73.618	80.510	84.120	84.740	85.554	85.012	84.108	86.701	78.551	52.382	61.072	62.980	58.673	60.345	60.907	62.500
Numero fondi	Misti	17	22	25	25	25	28	30	32	31	29	30	30	30	30	30	30
Lussemburgo		790	2.530	2.816	3.101	3.130	6.712	8.053	16.943	21.382	19.615	19.895	23.083	25.357	28.405	32.565	35.500
Numero fondi	Misti	6	18	18	20	22	33	64	95	129	146	171	212	230	244	302	330
Italia		-	2.438	3.236	4.048	7.782	13.002	19.360	23.940	27.000	31.200	34.000	36.100	37.000	39.000	43.500	48.200
Numero fondi	Misti	-	7	13	17	29	58	155	186	238	270	305	312	358	365	385	402
Totale Nav		168.261	182.857	203.040	239.207	254.863	289.583	303.753	314.615	308.567	285.136	310.142	330.944	349.087	378.508	444.025	482.300
Totale numero fondi		143	399	414	351	386	448	590	676	811	895	990	1.136	1.220	1.258	1.364	1.434

*Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 4 IL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Base 2000=100

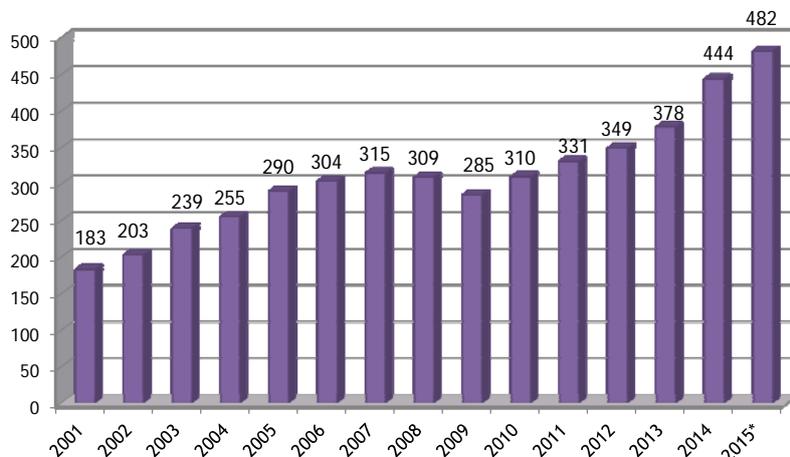
Paese	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
Gran Bretagna	100	103	120	164	237	442	594	422	360	257	366	401	462	527	763	907
Germania (fondi aperti)	100	98	114	175	175	194	168	183	171	189	174	159	158	166	165	156
Germania (fondi riservati)	100	137	183	211	225	253	287	306	311	255	279	322	392	462	764	939
Francia (Scpi)	100	95	91	89	97	112	127	145	147	160	188	210	230	253	278	304
Spagna	100	122	173	233	360	532	714	702	672	522	500	369	132	111	27	8
Svizzera	100	114	131	119	122	59	51	59	100	93	112	133	149	174	206	194
Olanda	100	109	114	115	116	115	114	118	107	71	83	85	80	82	83	85
Lussemburgo	100	320	356	392	396	849	1.019	2.144	2.706	2.483	2.518	2.922	3.210	3.596	4.122	4.494
Italia	100	100	133	166	319	533	794	982	1.107	1.280	1.395	1.481	1.518	1.600	1.784	1.977

*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

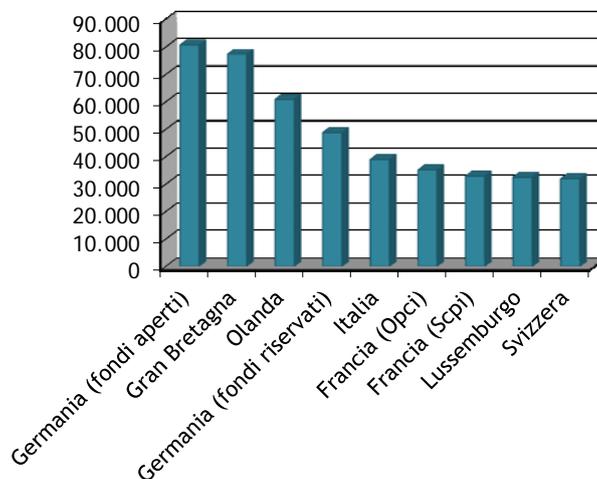
Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

La Germania continua a detenere il patrimonio complessivo più consistente, con un peso crescente dei fondi riservati, che rappresentano il trentasette per cento del totale con prospettive di crescita anche nei prossimi anni. I fondi olandesi continuano a perdere peso nel contesto europeo, visto che sono stati superati anche dalle strutture inglesi, che per la prima volta si avvicinano al valore dei fondi aperti tedeschi.

Le dimensioni medie del patrimonio continuano ad aumentare, come conseguenza dei numerosi processi di fusione e assorbimento avvenuti negli ultimi anni. Fa eccezione il Lussemburgo, che ha segnato una lieve flessione delle dimensioni unitarie. Le strutture più grandi continuano a essere concentrate in Germania e Olanda, dove superano due miliardi di euro. Negli altri Paesi, il Nav medio varia dai 108 milioni del Lussemburgo a più di un miliardo di Svizzera e Gran Bretagna. L'Italia continua ad avere le strutture più piccole, con un Nav medio di 113 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 2014



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tra i dieci fondi più importanti compaiono sei fondi aperti tedeschi, tre olandesi e uno svizzero, con un patrimonio variabile da quattro a 12,7 miliardi di euro. Il primato olandese, detenuto per molti anni da Tkp Pensioen Real Estate Fund, è stato superato da quattro fondi aperti tedeschi. I primi dieci fondi, complessivamente, gestiscono un patrimonio di oltre 77 miliardi di euro, che rappresentano circa il 17,5 per cento del totale europeo, in lieve calo rispetto alla percentuale rilevata l'anno scorso, a dimostrazione del rafforzamento di un numero sempre maggiore di società.

La performance dei fondi europei è in aumento rispetto all'anno precedente, intorno al 2,5 per cento, grazie soprattutto alla diminuzione del numero di veicoli con performance negative. A parte i fondi tedeschi, che evidenziano un rendimento negativo, seppure in miglioramento rispetto all'anno scorso, e la Gran Bretagna, che ha visto un aumento consistente, gli altri Paesi sono stati caratterizzati da variazioni modeste, verso l'alto o verso il basso.

Anche quest'anno la performance più elevata spetta alle Scpi francesi. Buon risultato per i fondi italiani che, dopo un biennio con rendimento inferiore a zero, hanno recuperato segnando +1,2 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 tendenza verso la crescita dei rendimenti nei prossimi mesi grazie all'aumento del profilo di rischio degli investimenti. Il contenimento del rischio perseguito da tutte le società nella fase recessiva è la causa principale dell'assenza di performance particolarmente elevate.

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. Il rendimento dei fondi immobiliari è strettamente legato all'andamento dell'intero settore immobiliare, oltre che allo scenario economico complessivo e, soprattutto, all'incidenza fiscale.

Il trend è estremamente diversificato nelle varie nazioni, perché 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 e l'ingresso sul mercato di nuovi strumenti.

Per quanto riguarda l'asset allocation, è in aumento la percentuale di residenziale, che per un buon numero di società rappresenta l'asset class più interessante, soprattutto in alcuni Paesi. Il valore del patrimonio abitativo è destinato a crescere nel prossimo futuro, non solo per i nuovi investimenti, ma anche per la probabile rivalutazione degli asset in portafoglio grazie alla ripresa del mercato. E' in aumento anche l'attività di ristrutturazione e valorizzazione dei patrimoni. In costante crescita il coinvolgimento nel comparto delle residenze specializzate, soprattutto case per studenti.

L'alienazione dei patrimoni da parte dei fondi in liquidazione ha comportato un lieve calo della percentuale di uffici, anche se la quota è destinata ad aumentare nuovamente nei prossimi anni, perché si prevede che l'offerta che verrà immessa sul mercato dai fondi tedeschi sarà assorbita dai veicoli internazionali. La carenza di offerta nelle top location in alcune città comporterà un aumento dell'interesse per città e aree secondarie.

Stabile il retail. 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, in particolare in alcuni Paesi come Belgio, Germania e Austria.

In lieve aumento l'industriale, in quanto il processo di alienazione degli immobili distributivi e produttivi tradizionali ha subito un rallentamento ed è ampiamente compensato all'acquisto di immobili logistici di alto livello.

In tutti i comparti si ricomincia ad investire nei progetti speculativi, soprattutto in mercati come Regno Unito, Russia, Lussemburgo e Germania, dove l'offerta di prodotti core, in grado di garantire ritorni interessanti, è scarsa. Fa eccezione la logistica, dove l'interesse continua a essere limitato a prodotti altamente strategici e situati nelle aree di maggior pregio.

Sebbene ogni anno vengano lanciati sul mercato nuovi veicoli specializzati, soprattutto nei settori innovativi, la tendenza è verso una maggiore diversificazione. Fa eccezione la Svizzera, dove la larga maggioranza dei veicoli punta ad un'elevata specializzazione.

Sono in aumento gli investimenti cross-border, perlopiù in Europa. Londra continua a concentrare la quota maggiore, ma è in aumento l'interesse per Dublino, che ha registrato una forte ripresa in tutti i segmenti di mercato. Fra le città tedesche, dominano Berlino e Monaco, mentre Francoforte è in calo, a causa della carenza di offerta di immobili primari nell'area centrale e alla perdita di competitività rispetto ad altre città tedesche ed europee.

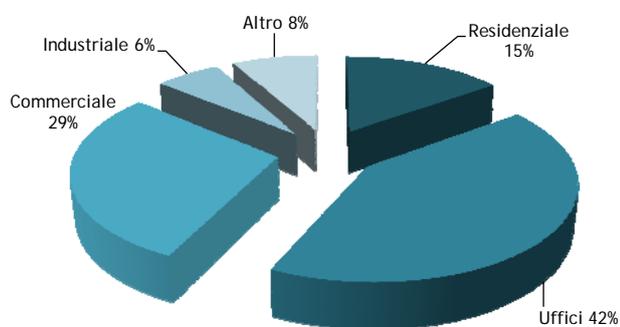
Diminuisce l'attenzione per i Paesi dell'Europa centrale, fatta eccezione per Varsavia, la cui attrattività è in aumento, soprattutto nel settore del commercio grande distribuzione. In crisi Mosca, ritenuta interessante da un ristretto numero di operatori, a causa dei timori legati allo scenario politico.

Tra i Paesi dell'Europa del sud sono aumentati gli acquisti in Spagna e Italia, grazie ai prezzi ribassati e alle prospettive di ripresa nel medio periodo.

In lieve aumento gli investimenti al di fuori dell'Europa, portati avanti dalle società di maggiori dimensioni a tradizionalmente orientate alla diversificazione geografica. Il flusso più consistente è concentrato negli Stati Uniti, seguiti dal Canada.

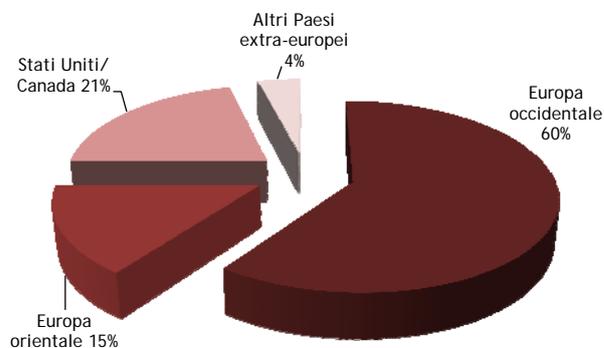
Gli acquisti in Asia continuano a essere limitati a causa della carenza di trasparenza del mercato e della mancanza di know how da parte degli operatori europei, fatta eccezione per qualche società lussemburghese che considera i principali Paesi asiatici tra gli obiettivi.

Tavola 13 ASSET ALLOCATION MEDIA DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI
% della superficie, dicembre 2014



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 14 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI
% della superficie, dicembre 2014



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

6. L'INDUSTRIA DEI FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA

6.1. Il settore nel suo complesso

Sull'onda di una ripresa dei mercati immobiliari e in linea con quanto accaduto nel settore a livello europeo, il 2014 è stato un anno molto positivo per i fondi nazionali.

Il Nav è aumentato dell'11,5 per cento (contro il 17,3 per cento in Europa) e il patrimonio immobiliare ha superato la soglia dei cinquanta miliardi di euro, confermandosi come il più grande "portafoglio" privato italiano.

Anche il numero dei fondi attivi (nonostante la chiusura di quelli cosiddetti "familiari") è salito a 385, con un più 5,5 per cento rispetto all'anno precedente.

La legge 116/2014 ha dato la possibilità ai fondi retail di una proroga straordinaria di due anni, con alcuni limiti gestionali. Il provvedimento è arrivato in una fase di grandi movimenti sui fondi, retail e no, dove ci sono molti capitali italiani ed esteri interessati a questi portafogli.

Come previsto, sono entrati in campo importanti attori del settore pubblico, che stanno promuovendo fondi di grandi dimensioni e per tipologie particolari, come sviluppo e scuole.

La prima parte del 2015 conferma, come nel resto d'Europa, il fermento sul mercato immobiliare e in particolare nel comparto dei fondi. Le previsioni per fine anno sono di un ulteriore incremento del Nav a 48,2 miliardi di euro (più 10,8 per cento), ma il dato a consuntivo potrebbe essere superiore.

Il numero di dei fondi supererà i 400, il maggior numero a livello europeo. In cambio, c'è l'elevato numero di Sgr (quasi cinquanta), che fa sì che la dimensione media dei fondi sia di poco superiore ai cento milioni di euro.

La performance media torna in territorio positivo, ma con grandi oscillazioni tra i diversi fondi. L'indebitamento è in calo, con molti interventi di ristrutturazione del debito per usufruire delle migliori condizioni di credito nel mercato.

Leggere modifiche anche nell'asset allocation complessiva, con lievi incrementi per uffici e commerciale. Le previsioni per il 2016 sono positive.

Tavola
74

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	402	415
Nav ²	34.000	36.100	37.000	39.000	43.500	48.200	50.100
Patrimonio immobiliare detenuto direttamente	43.500	46.400	47.300	49.100	50.500	53.500	56.000
Indebitamento esercitato ³	24.800	28.500	29.700	31.500	30.700	29.800	---
<i>Performance (Roe)⁴</i> (val. %)	3,5	0,7	-1,8	-0,5	1,2	1,5	---

1) Fondi autorizzati dalla Banca d'Italia che hanno concluso il collocamento

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

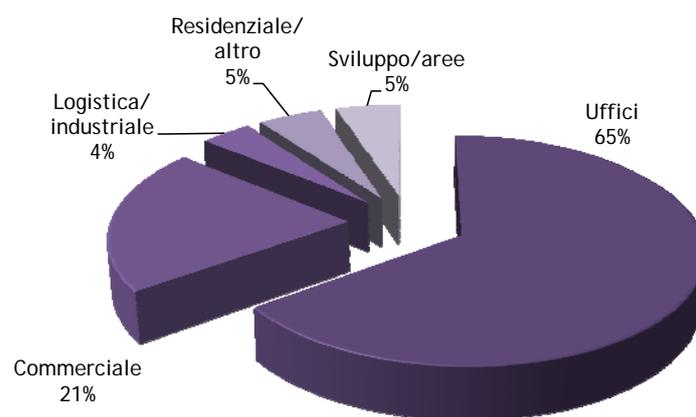
°Previsione

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola
75

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

Valori % al 31 dicembre 2015



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

6.2. L'evoluzione del sistema

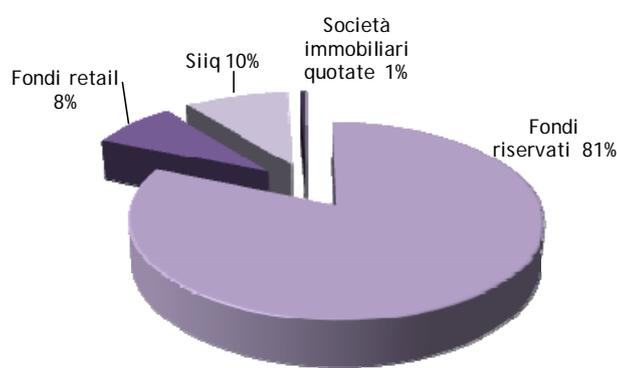
EXECUTIVE SUMMARY

PREMESSA

Il mercato immobiliare finanziarizzato italiano rappresenta un patrimonio immobiliare di circa 57 miliardi di euro (erano 55 miliardi nel 2013) ripartito fra i seguenti strumenti d'investimento:

- ~ fondi immobiliari destinati al pubblico retail (c.d. "fondi retail")
- ~ fondi immobiliari destinati a investitori istituzionali/qualificati (c.d. "fondi riservati")
- ~ Siiq (Società di investimento immobiliari quotate)
- ~ società immobiliari quotate¹.

Di seguito la ripartizione del valore del patrimonio immobiliare che fa capo ai suddetti strumenti in Italia:



DATI PATRIMONIALI

Più sotto il confronto 2014/2013 dei volumi in termini di patrimonio immobiliare, indebitamento e Nav.

I dati patrimoniali

Valori in mld di euro al 31 dicembre di ogni anno

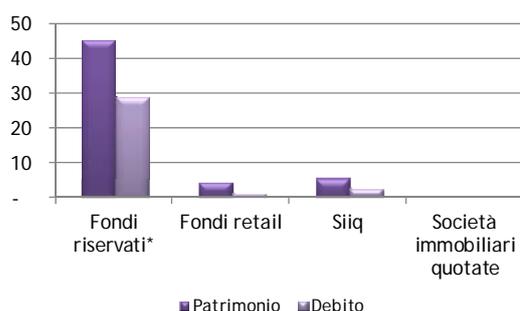
Descrizione	Fondi riservati*		Fondi retail		Siiq		Società immobiliari quotate		Totale industria		
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	Var%
Totale attivo	nd	nd	6,9	5,7	6,6	6,4	1,7	1,5	nd	nd	nd
- di cui patrimonio immobiliare	43,3	45,9	5,8	4,6	5,6	5,7	0,5	0,4	55,1	56,6	2,6%
Totale passivo	nd	nd	2,0	1,4	3,9	3,6	1,7	1,1	nd	nd	nd
- di cui indebitamento LT	29,6	29,4	1,9	1,3	2,9	2,7	1,0	0,7	35,4	34,0	-4,0%
Nav	34,2	39,2	4,8	4,3	2,7	2,8	0,1	0,5	41,8	46,8	12,0%

*Stima SCENARI IMMOBILIARI

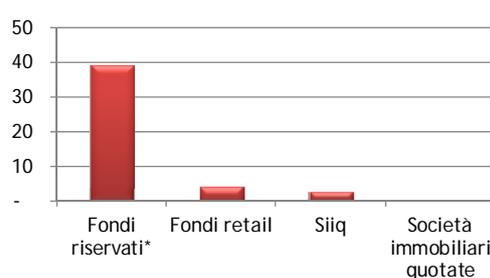
Di seguito si riportano graficamente i dati relativi a stock del patrimonio immobiliare (confrontato con il valore del debito) e quelli relativi al valore del Nav al 31 dicembre 2014.

¹ Sono state analizzate le società immobiliari quotate alla Borsa di Milano e presenti all'interno del settore FTSE Italia Beni Immobili che avevano approvato il bilancio alla data di elaborazione del presente Rapporto (Aedes Immobiliare Spa, Brioschi Sviluppo Immobiliare Spa, Compagnia Immobiliare Azionaria Spa, Gabetti Spa, Prelios Spa).

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 e alle società immobiliari quotate. Restano esclusi i fondi riservati, non essendo prevista la quotazione in Borsa per questa tipologia di strumento.

Complessivamente l'industria del settore immobiliare finanziarizzato italiano, al 31 dicembre 2014, ha registrato una capitalizzazione di 4,2 miliardi di euro (con un incremento di circa l'11% rispetto al dato del 2013), ripartiti come segue:

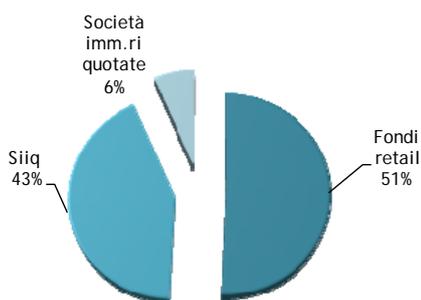
La capitalizzazione del settore immobiliare finanziarizzato italiano

Valori in mld di euro al 31 dicembre 2014

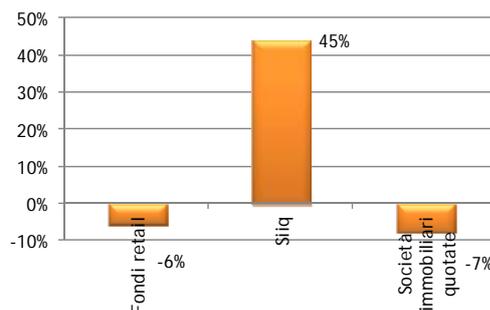
Descrizione	Fondi riservati	Fondi retail		Siiq		Società immobiliari quotate		Totale		
		2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	Var%
Capitalizzazione	na	2,3	2,1	1,2	1,8	0,3	0,3	3,8	4,2	10,7%

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 31/12/2014 con quello al 31/12/2013.

Ripartizione della capitalizzazione



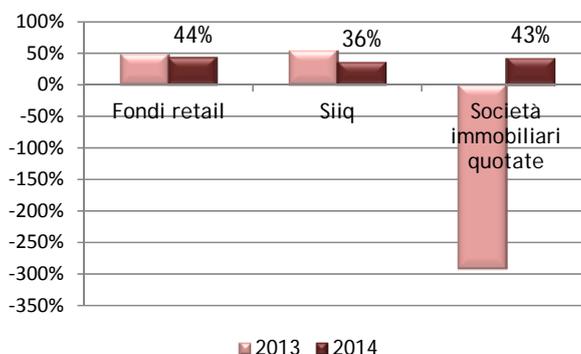
Variazione dei prezzi di Borsa (31/12/2014 / 31/12/2013)



Sconto sul Nav

La differenza tra la valutazione del mercato borsistico delle quote/azioni ed il valore del Nav (Net asset value) viene di seguito sintetizzata graficamente.

Lo sconto sul Nav



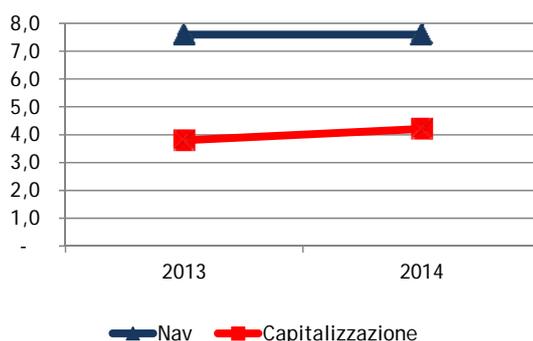
Quanto sopra evidenzia che:

- ~ i fondi retail presentano un sostanziale allineamento dello sconto nel 2013-2014
- ~ le Siiq hanno una riduzione dello sconto sul Nav
- ~ le Società immobiliari quotate presentano una consistente variazione dello sconto sul Nav, nel 2013 rispetto al 2014, dovuta principalmente all'effetto combinato di:
 - una riduzione delle perdite di esercizio nel 2014 rispetto al 2013
 - una capitalizzazione pressoché stabile in tale periodo.

Di seguito una rappresentazione grafica dell'andamento della capitalizzazione e del Nav, sempre riferita ai soli strumenti quotati.

Nav e capitalizzazione a confronto

Mld di euro



Ratio patrimoniali

Il settore immobiliare finanziarizzato presenta nel 2014, mediamente, un rapporto:

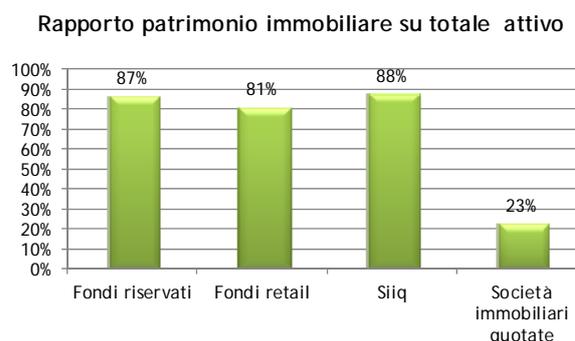
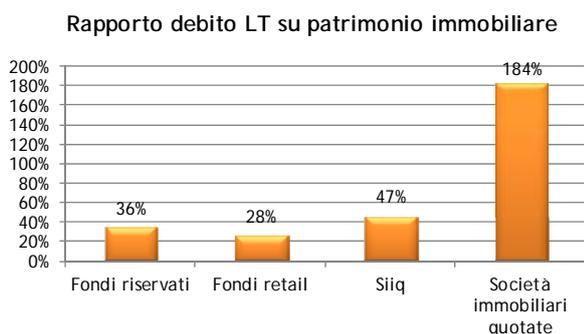
- ~ debito/patrimonio immobiliare pari a circa il 74%
- ~ patrimonio immobiliare/totale attivo pari a circa il 70%.

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

Principali ratio patrimoniali

Descrizione	Fondi riservati*		Fondi retail		Siiq		Società immobiliari quotate		Totale	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
	Debito LT / Patrim. imm.re	37%	36%	32%	28%	52%	47%	219%	184%	85%
Patrim. imm.re / Attivo	88%	87%	84%	81%	85%	88%	27%	23%	71%	70%

* Dati riferiti ad un campione di fondi riservati a investitori istituzionali/qualificati che rappresenta circa il 30% del Nav stimato da **SCENARI IMMOBILIARI**



La tabella ed i grafici precedenti mostrano delle differenze sostanziali tra i valori dei fondi immobiliari e le Siiq da una parte e le società immobiliari quotate dall'altra, ovvero:

- un range di valori, per quanto attiene il rapporto debito su patrimonio, compreso tra il 28% e il 47% per i fondi riservati, retail e le Siiq, rispetto ad un valore di circa il 184% per quanto attiene le società immobiliari quotate. Tale circostanza sta ad indicare che le società immobiliari hanno un debito che è quasi il doppio del valore del loro patrimonio immobiliare
- un allineamento del rapporto patrimonio immobiliare su totale attivo tra i fondi riservati, quelli retail e le Siiq, che si attesta mediamente all'85%, rispetto ad un valore molto più basso di tale rapporto per le società immobiliari, pari a circa il 23%.

DATI ECONOMICI

I dati economici disponibili al 31 dicembre 2014 sono solamente quelli riferiti ai fondi immobiliari retail, alle Siiq e alle società immobiliari quotate.

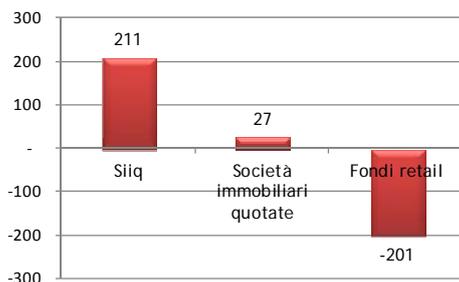
I fondi riservati, invece, non sono rappresentati, in quanto il campione preso come riferimento è stato considerato poco significativo.

Dati economici

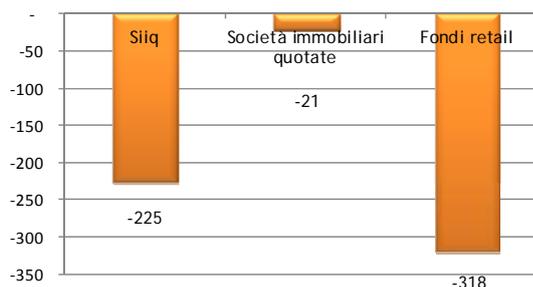
Mln di euro

Descrizione	Fondi riservati		Fondi retail		Siiq		Società immobiliari quotate		Totale	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
	Ricavi da locazione			430	366	300	297	nd	nd	na
Ebitda			na	na	262	246	nd	nd	na	na
Ebit			- 46	- 201	145	211	- 107	27	- 8	38
Utile / Perdita			- 191	- 318	- 0,05	- 225	- 379	- 21	- 570	- 563

Ebit



Utile



Ratio economici

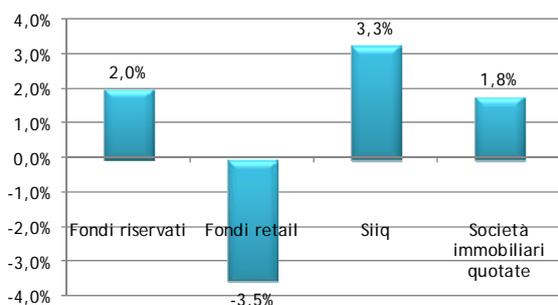
Sono stati esaminati il Roi (rapporto tra reddito operativo e totale attivo) ed il Roe (rapporto tra utile di esercizio e patrimonio netto).

Principali ratio economici

Descrizione	Fondi riservati*		Fondi retail		Siiq		Società immobiliari quotate		Totale	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
	ROI	1,2%	2,0%	-0,7%	-3,5%	2,2%	3,3%	-6%	2%	-0,8%
ROE	-0,1%	1,3%	-3,9%	-7,4%	0,0%	-7,9%	-457%	-4%	-115%	-4,6%

* Dati riferiti ad un campione di fondi riservati a investitori istituzionali/qualificati che rappresenta circa il 30% del Nav stimato da SCENARI IMMOBILIARI

Roi



Roe

