

SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

SINTESI PER LA STAMPA

I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA E ALL'ESTERO

RAPPORTO 2012

Per ogni ulteriore informazione, contattare cortesemente l'**UFFICIO STAMPA**, al numero telefonico +39.06.85.58.802 o all'indirizzo di posta elettronica ufficiostampa@scenari-immobiliari.it.

Lo scenario economico è ancora caratterizzato da un clima di costante incertezza, con riflessi gravi e spesso imprevedibili in tutti i settori. La ripresa globale è ostacolata, oltre che dalle problematiche macro-economiche e dalla pressione fiscale, particolarmente preoccupante nell'area euro, dal timore di un nuovo aggravamento della crisi, che avrebbe un impatto drammatico su molti comparti e comporterebbe un nuovo brusco arresto dei sistemi bancari e degli investimenti.

L'incertezza domina anche i mercati immobiliari, sia in Europa che nel resto del mondo, con prezzi, rendimenti e investimenti instabili e influenzati da un numero sempre più ampio di variabili. Gli andamenti sono sempre più diversificati a seconda delle aree geografiche e dei segmenti di mercato, con una crescente polarizzazione della domanda verso i prodotti di alto livello.

In uno scenario così complesso, gli investitori, sia privati che istituzionali, puntano sulla diversificazione e, soprattutto, sul contenimento del rischio. Per questo motivo gli investimenti indiretti nel settore immobiliare sono ritenuti un'alternativa valida sia agli investimenti diretti che ai mercati finanziari, ancora più instabili.

Nel 2011 il patrimonio delle diverse forme di fondi immobiliari (quotati, non quotati, chiusi, aperti, Reit) ha raggiunto 1.550 miliardi di euro, che rappresentano una crescita del 6,9 per cento rispetto all'anno precedente.

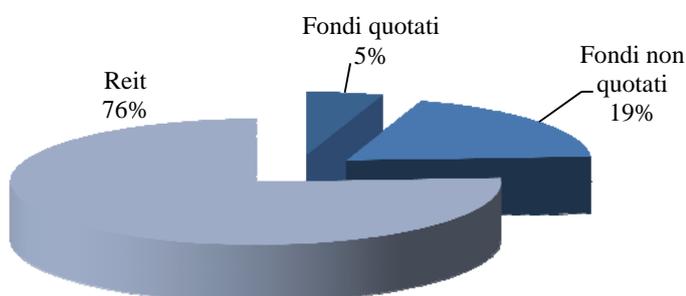
Mentre nel resto del mondo i Reit hanno registrato un andamento positivo, in Europa è in calo sia la capitalizzazione che il patrimonio gestito, perché nel secondo semestre 2011 si è registrato un rallentamento dell'attività e molte società sono state costrette a vendere una parte del portafoglio immobiliare per recuperare liquidità e contenere l'indebitamento. Nel complesso, in Europa è stato positivo il trend dei fondi immobiliari.

La distribuzione del patrimonio tra le diverse tipologie di prodotti ha registrato variazioni marginali rispetto all'anno scorso, con il 76 per cento del totale in mano ai Reit e il 24 per cento detenuto dai fondi immobiliari. Nell'ambito dei fondi, l'andamento incerto dei mercati finanziari e la competitività dei Reit comporta il costante aumento degli strumenti non quotati, pari al 19 per cento del totale, contro il cinque per cento di quelli quotati. Solo in Svizzera i fondi devono essere quotati, mentre in Italia, Olanda e Lussemburgo sono ammesse entrambe le tipologie.

In Europa¹ sono operativi oltre 1.300 veicoli, con un patrimonio complessivo pari a 580 miliardi di euro, in calo rispetto all'anno scorso a causa della notevole flessione dei Reit, il cui peso è sceso dal 38,7 al 32,7 per cento. Il mercato è dominato dai fondi immobiliari non quotati, mentre quelli quotati superano di poco il venti per cento.

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

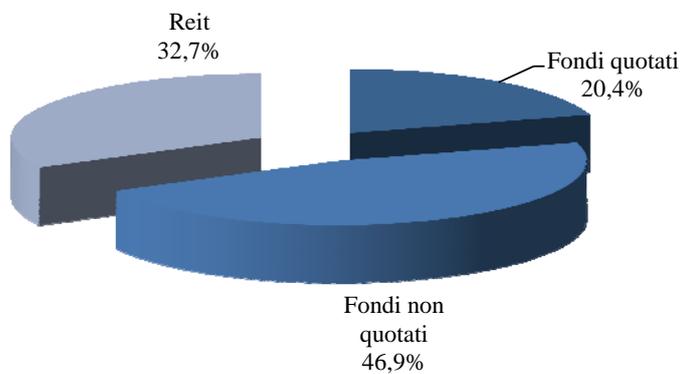
Patrimonio totale nel mondo = 1.550 miliardi di euro



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

¹ I Paesi europei presi in esame dal presente Rapporto sono: Francia, Germania, Gran Bretagna, Italia, Spagna, Svizzera, Olanda, Lussemburgo.

Patrimonio totale = 580 miliardi di euro



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Andamento e prospettive

Nel 2011 i fondi immobiliari si sono confermati come una valida alternativa agli investimenti finanziari e a quelli immobiliari diretti nella maggior parte dei Paesi europei. Rappresentano un'ancora di salvataggio per un buon numero di investitori e, in una fase caratterizzata da grave crisi delle banche e forte carenza di capitali pubblici, sono uno strumento utile per l'economia nazionale in quanto dotati di un buon grado di liquidità e possiedono capitali consistenti.

Il numero di fondi operativi è salito a 1.136 ed il patrimonio complessivo sfiora i 331 miliardi di euro. Rispetto all'anno scorso operano 171 società in più e il patrimonio è cresciuto di circa il sei per cento. Si tratta del record storico, che conferma la ripresa del settore a partire dalla seconda parte del 2010, dopo un biennio di cali consistenti.

Sebbene in alcuni Paesi, tra i quali l'Italia, siano ammesse entrambe le tipologie, negli ultimi anni la percentuale di fondi quotati è calata progressivamente, a causa della volatilità borsistica. Inoltre, le società che intendono chiedere la quotazione tendono a prediligere lo status di Reit, più competitivo dal punto di vista fiscale. Fa eccezione la Svizzera, dove tutti i fondi sono quotati.

Le previsioni elaborate per il 2012 tra i principali operatori europei sono di un'ulteriore crescita del patrimonio di circa il 5,3 per cento, grazie sia all'aumento dei prezzi in considerazione della prevista ripresa del settore immobiliare nella maggior parte dei Paesi, che ad un aumento del flusso di investimenti. Il numero di fondi dovrebbe crescere, anche se in misura inferiore rispetto al 2011. L'andamento del primo quadrimestre 2012 conferma il quadro previsivo.

Le difficoltà dello scenario economico globale comportano una sempre maggiore disomogeneità degli andamenti tra i vari Paesi e anche tra le diverse società nell'ambito dello stesso Paese, in linea con ciò che accade nel settore immobiliare.

Nel 2011 l'andamento più brillante è stato registrato dai fondi francesi, che si confermano uno strumento competitivo rispetto a tutte le altre forme di investimento, grazie ad una legislazione efficace e alla capacità di garantire la tutela sia del fondo che degli investitori privati ed istituzionali. Agli investitori privati sono rivolte le Scpi che, nonostante siano operative ormai da quarant'anni, continuano ad aumentare per numero e patrimonio.

Un vero e proprio boom è stato registrato dalle Opci, dedicate in larga maggioranza agli investitori istituzionali che, nell'ultimo anno, hanno visto raddoppiare sia il numero che il patrimonio, superando in anticipo l'obiettivo prefissato dal legislatore al momento del loro lancio e raggiungendo nell'arco di cinque anni il livello dimensionale e qualitativo dei mercati più maturi.

In forte crescita anche i fondi svizzeri, sostenuti da un trend economico ed immobiliare favorevole e dalla leadership delle due società più importanti, e lussemburghesi, favoriti da una legislazione competitiva e da un alto livello di internazionalizzazione, sia degli investimenti che delle società di gestione.

I property trust inglesi e i fondi olandesi si trovano in una situazione intermedia, con un leggero aumento del patrimonio, ma numerosi problemi di raccolta e liquidità. Buono il mercato italiano, soprattutto per i fondi riservati.

Sul versante negativo si situano Spagna e Germania. In Spagna tutti i fondi sono in fase di liquidazione, che continua ad essere ostacolata dalla recessione economica. In Germania, invece, le difficoltà dei fondi aperti risiedono nei problemi di restituzione delle quote. Nel 2011 è stata approvata la nuova legislazione, che dovrebbe portare ad una stabilizzazione del settore a medio termine.

Tavola 3

IL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

(Nav al 31 dicembre di ogni anno, milioni di euro)

Paese	Quotaz.	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012*
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	45.000
<i>Numero Puts</i>	<i>No</i>	26	27	25	25	33	53	60	62	63	61	67	65	66
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	68.000
<i>N. fondi aperti</i>	<i>No</i>	17	17	19	20	28	29	31	39	42	40	41	39	35
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	24.000
<i>N. fondi riserva</i>	<i>No</i>	41	49	60	75	86	93	101	106	119	110	115	115	118
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	27.000
<i>Numero fondi</i>	<i>No</i>	248	227	225	143	137	133	128	126	130	132	138	155	162
Francia (OPCI)		-	-	-	-	-	-	-	104	500	7.467	9.817	20.013	27.000
<i>Numero fondi</i>	<i>No</i>	-	-	-	-	-	-	-	4	28	80	96	175	215
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	3.500
<i>Numero fondi</i>	<i>No</i>	5	7	9	8	7	6	6	9	9	7	7	6	5
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	24.000
<i>Numero fondi</i>	<i>St</i>	31	25	20	18	19	15	15	17	22	20	20	27	30
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	64.000
<i>Numero fondi</i>	<i>Misti</i>	17	22	25	25	25	28	30	32	31	29	30	30	31
Lussemburgo		790	2.530	2.816	3.101	3.130	6.712	8.053	16.943	21.382	19.615	19.895	23.083	28.000
<i>Numero fondi</i>	<i>Misti</i>	6	18	18	20	22	33	64	95	129	146	171	212	225
Italia		-	2.438	3.236	4.048	7.782	13.002	19.360	23.940	27.600	31.200	34.000	36.100	38.000
<i>Numero fondi</i>	<i>Misti</i>	-	7	13	17	29	58	155	186	238	270	305	312	290
Totale Nav		168.261	182.857	203.040	239.207	254.863	289.583	303.753	314.615	309.167	285.136	310.142	330.944	348.500
Totale numero fondi		143	399	414	351	386	448	590	676	811	895	990	1.136	1.177

* Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 4

IL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

(Base 2000=100)

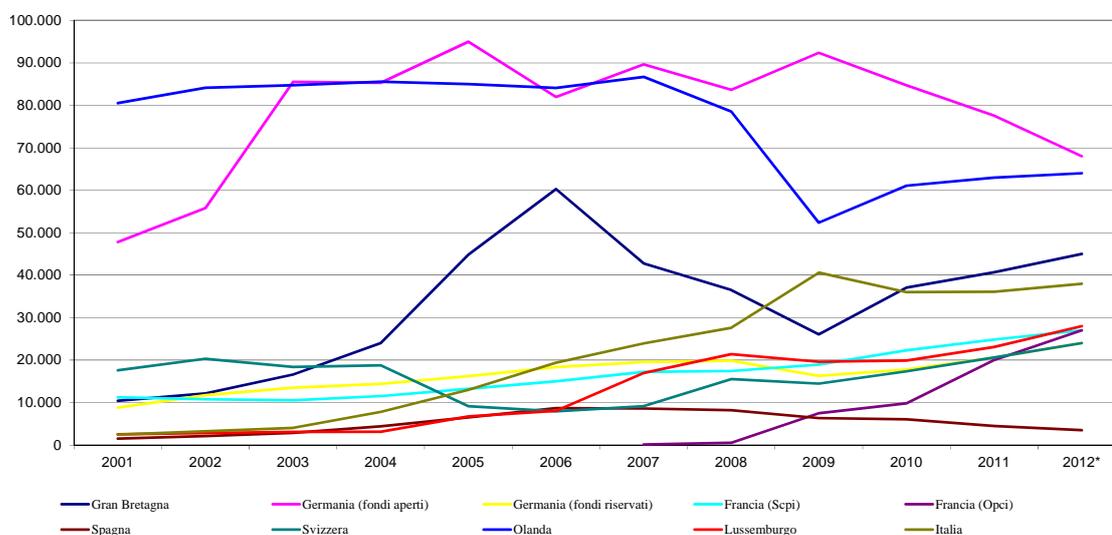
Paese	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012*
Gran Bretagna	100	103	120	164	237	442	594	422	360	257	366	401	444
Germania (fondi aperti)	100	98	114	175	175	194	168	183	171	189	174	159	139
Germania (fondi riservati)	100	137	183	211	225	253	287	306	311	255	279	322	376
Francia (Scpi)	100	95	91	89	97	112	127	145	147	160	188	210	228
Spagna	100	122	173	233	360	532	714	702	672	522	500	369	288
Svizzera	100	114	131	119	122	59	51	59	100	93	112	133	155
Olanda	100	109	114	115	116	115	114	118	107	71	83	85	87
Lussemburgo	100	320	356	392	396	849	1.019	2.144	2.706	2.483	2.518	2.922	3.544
Italia	100	100	133	166	319	533	794	981	1.132	1.280	1.394	1.481	1.559

* Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 5**ANDAMENTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI**

(Milioni di euro)

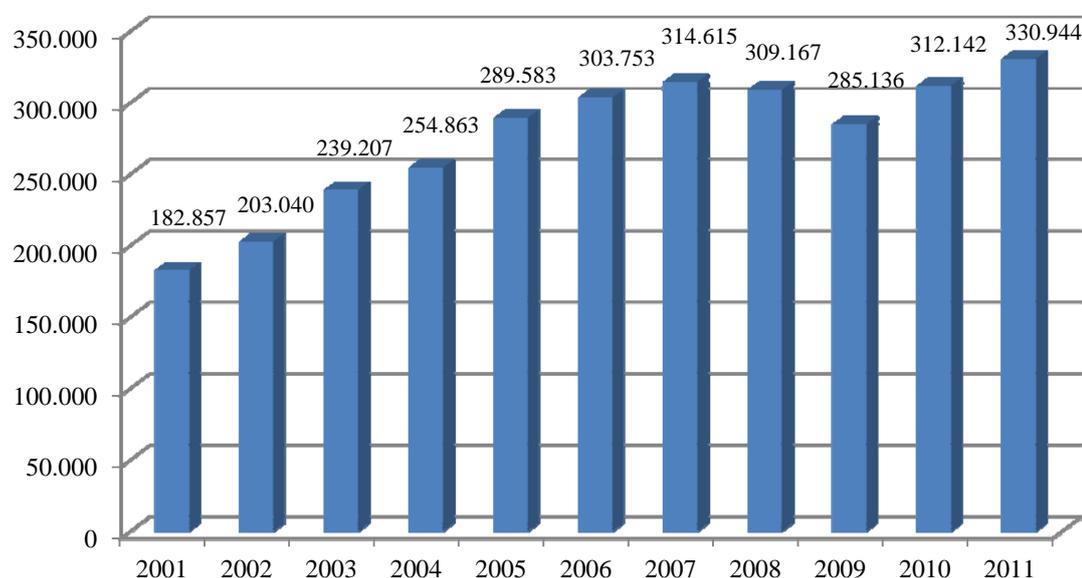


*Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 6**ANDAMENTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI**

(Nav, milioni di euro, 31 dicembre di ciascun anno, totale Europa)



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

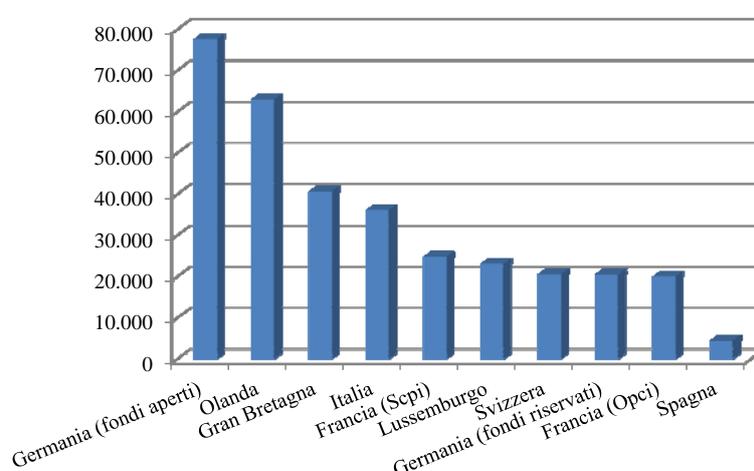
Nonostante le difficoltà, la Germania presenta il patrimonio complessivo nettamente più consistente, con un peso crescente dei fondi riservati, che hanno superato il venti per cento del totale e sono destinati a consolidarsi nel prossimo futuro. Il 2011 ha registrato un recupero dei fondi olandesi rispetto a quelli aperti tedeschi, anche se il divario tra i due Paesi è ancora vicino al 19 per cento. L'Italia si situa al quarto posto, a breve distanza dalla Gran Bretagna.

Per quanto riguarda le dimensioni medie del patrimonio le variazioni rispetto all'anno precedente sono modeste. Alcuni Paesi, quali Olanda e Gran Bretagna, hanno registrato un lieve aumento, mentre altri hanno visto una modesta contrazione, anche perché il patrimonio dei nuovi fondi è ancora in formazione. Se la Germania ha il primato per quanto riguarda il patrimonio complessivo, quello medio è lievemente più elevato in Olanda. Entrambi i Paesi, comunque, si staccano nettamente dagli altri, caratterizzati dalla presenza di società di dimensioni decisamente minori.

L'Italia ha visto una flessione del patrimonio medio, dal momento che è aumentato il numero di società a fronte di un patrimonio complessivamente stabile. Si calcolano 116 milioni di euro. Solo le società lussemburghesi hanno un patrimonio medio inferiore in Europa.

Tavola 7 CONFRONTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

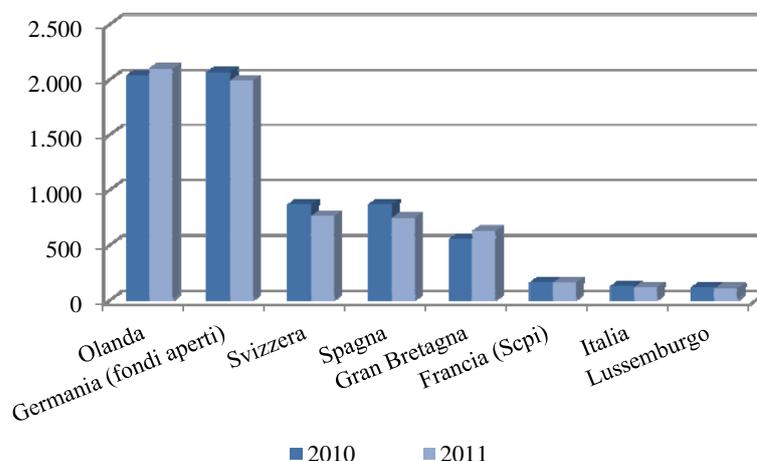
(Nav, milioni di euro, valori al 31 dicembre 2011)



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 8 CONFRONTO DEL PATRIMONIO MEDIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

(Nav, milioni di euro, valori al 31 dicembre di ogni anno)



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

I dieci fondi più importanti restano quelli dell'anno scorso, sette sono fondi aperti tedeschi e tre sono olandesi, con variazioni marginali nel patrimonio. I primi dieci fondi, complessivamente, gestiscono un patrimonio di oltre 77 miliardi di euro, che rappresentano il 23,4 per cento del totale europeo, qualche punto percentuale in meno rispetto al passato in considerazione del maggior numero di fondi operativi nel panorama europeo.

Non esiste una correlazione tra le dimensioni dei fondi e il rendimento, dal momento che le performance dei primi dieci fondi sono diversificate, variabili dallo 0,7 al 3,2 per cento. Il rendimento dei sette fondi tedeschi è superiore alla media nazionale, mentre quelli olandesi sono in linea con la performance media.

Tavola 9 I DIECI FONDI IMMOBILIARI PIÙ GRANDI A LIVELLO EUROPEO

(Dicembre 2011)

Fondo	Paese	Società di gestione	Nav (milioni di euro)
1 Deka Immobilien Europa	Germania	Deka	11.501
2 Tkp Pensioen Real Estate Fund	Olanda	Tkp	10.920
3 Hausinvest Europa	Germania	Cgi	10.061
4 Redevco	Olanda	Redevco	8.342
5 Unimmo Europa	Germania	Difa	7.566
6 Unimmo Deutschland	Germania	Difa	7.021
7 Seb ImmoInvest	Germania	Seb	6.320
8 CS Euroreal	Germania	Crédit Suisse	5.683
9 Vesteda	Olanda	Vesteda	5.070
10 WestInvest Interselect	Germania	WestInvest	4.920
Totale			77.404

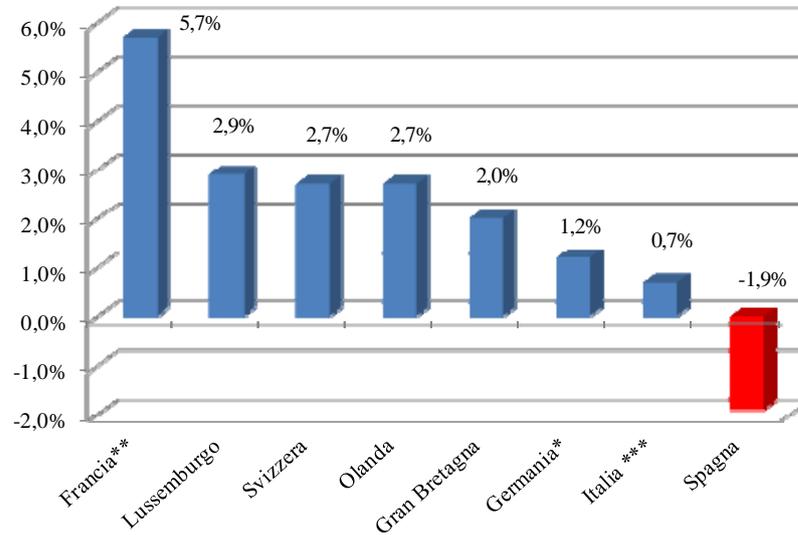
Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Se il patrimonio complessivo detenuto dai fondi è aumentato nonostante la crisi economica, la raccolta è stata fortemente penalizzata. Fatta eccezione per la Francia, dove i fondi immobiliari hanno registrato una raccolta record nel 2011, gli altri Paesi hanno visto un calo complessivo intorno al dieci per cento negli ultimi dodici mesi e superiore al sessanta per cento rispetto alle punte del 2007.

I fondi europei hanno registrato una performance media del 2 per cento, lievemente inferiore rispetto all'anno precedente. Fatta eccezione per la Spagna, il cui rendimento è negativo nonostante un miglioramento negli ultimi dodici mesi, tutti i Paesi hanno visto scendere la performance, a dimostrazione che, pur in uno scenario complessivamente positivo del settore, le società devono affrontare ancora numerose difficoltà e fanno fatica a spuntare rendimenti positivi.

Il 2011 ha visto aumentare il gap tra i fondi francesi, che hanno segnato una performance media del 5,7 per cento, e tutti gli altri Paesi, con percentuali variabili dallo 0,7 per cento italiano al 2,9 per cento del Lussemburgo.

(Roe medio del settore, dicembre 2011)



* In Germania la performance rappresenta la media dei fondi aperti e riservati

** In Francia la performance rappresenta la media delle Scpi non fiscali e delle Opci

*** In Italia la performance rappresenta la media dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Dall'analisi degli ultimi sette anni emerge che la performance media europea è andata progressivamente riducendosi, passando dal 5,8 per cento del 2005 al 2 per cento del 2011, che rappresenta il record storico negativo del settore dei fondi immobiliari. La progressiva flessione è legata all'andamento dei rendimenti dell'intero settore immobiliare, ma anche ad uno scenario competitivo sempre più complesso e ad un progressivo inasprimento dell'imposizione fiscale in molte nazioni. Il trend è estremamente diversificato nei vari Paesi, in quanto è influenzato da una molteplicità di fattori, quali l'andamento economico ed 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.

Spiccano gli andamenti di Spagna, Lussemburgo, Svizzera e Francia. In Spagna il trend è stato competitivo fino al 2007 per poi crollare a partire dal 2008, quando i fondi immobiliari hanno cominciato il processo di liquidazione. In Lussemburgo, a parte qualche difficoltà nel 2009, il settore dei fondi immobiliari 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 2,9 del 2011. Il ridimensionamento è imputabile soprattutto alla natura internazionale dei fondi lussemburghesi, che subiscono l'impatto delle fasi negative di mercato nelle diverse piazze.

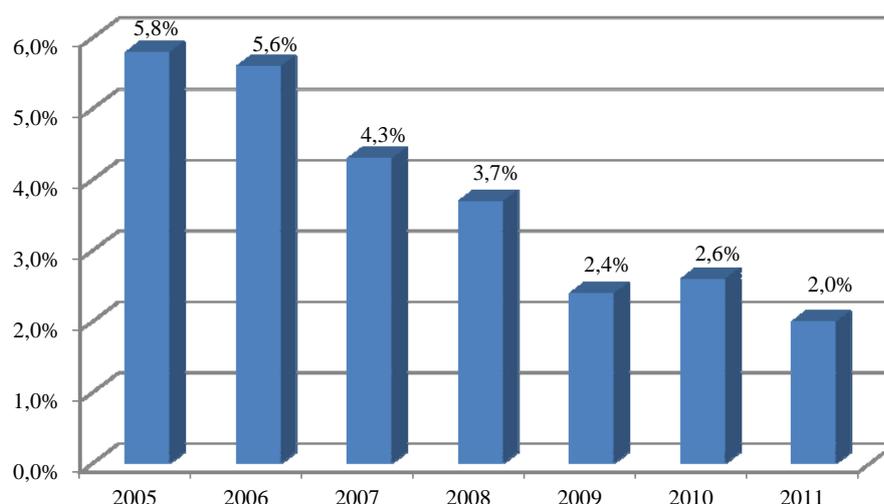
La Svizzera ha visto un vero e proprio crollo nel 2007, quando il rendimento è sceso per la prima volta sotto lo zero, a causa di una fase di riorganizzazione del settore dei fondi e dell'impatto della crisi economica statunitense. A partire dall'anno successivo le performance sono tornate positive, seppure a livelli nettamente inferiori rispetto all'inizio del decennio.

La Francia è l'unica ad aver mantenuto un trend piuttosto costante su valori elevati, detendendo 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.

L'Italia, infine, ha detenuto il primato europeo nel periodo 2005 – 2007, favorita dalla breve storia dei fondi, per poi perdere posizioni nel 2008 e crollare nel 2009. Nel 2011 ci sono stati andamenti molto differenziati tra i fondi, ma la media è comunque positiva.

Tavola 11 ANDAMENTO DELLA PERFORMANCE DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

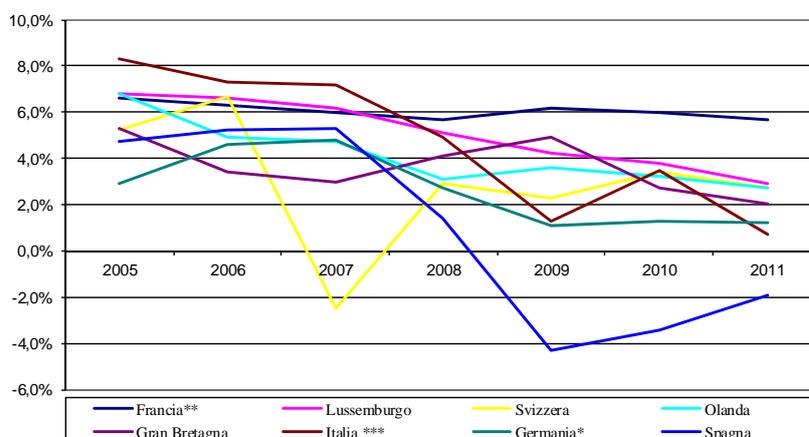
(Roe medio del settore, media europea)



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 12 ANDAMENTO DELLA PERFORMANCE DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

(Roe medio del settore)



* In Germania la performance rappresenta la media dei fondi aperti e riservati

** In Francia la performance rappresenta la media delle Scpi non fiscali e delle Opci (dal 2007)

*** In Italia la performance rappresenta la media dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Per quanto riguarda l'asset allocation, le variazioni rispetto all'anno precedente sono modeste. E' in lieve calo il settore degli uffici, in considerazione soprattutto della carenza di spazi di alto livello nelle zone di pregio delle principali città europee. Tuttavia gli uffici continuano a rappresentare la percentuale più elevata, in quanto si tratta di un segmento considerato redditizio e prudentiale nei momenti di crisi di mercato.

Il comparto industriale ha registrato un lievissimo ritocco verso l'alto, pur essendo lontano dalle percentuali di qualche anno fa. Si tratta perlopiù di spazi logistici di alto livello situati nelle zone strategiche, mentre gli immobili produttivi e distributivi di standard medio sono stato alienati.

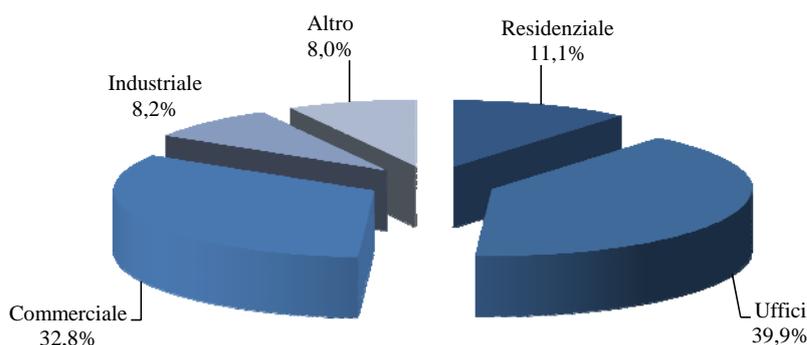
Gli immobili commerciali rappresentano circa un terzo del patrimonio complessivo e sono stabili. Non ci sono variazioni salvo che per la distribuzione tipologica e geografica. L'interesse è concentrato nella grande distribuzione e la tendenza degli ultimi anni è di investire nelle zone emergenti, con particolare riferimento all'Europa orientale.

Il residenziale è in costante aumento e rappresenta più dell'undici per cento del totale, grazie ad una redditività competitiva se valutata nel lungo periodo e al crescente interesse per alcuni segmenti, quali le residenze specializzate, il social housing, soprattutto nell'Europa del nord, le residenze per studenti e, soprattutto, gli immobili ecosostenibili.

In crescita anche la voce "altri usi", che comprende una vasta gamma di prodotti, dai posti auto, agli spazi destinati al tempo libero, agli immobili sostenibili in tutti i segmenti di mercato, agli alberghi, alle infrastrutture.

Dal punto di vista geografico, la maggior parte del patrimonio è situata nell'Unione europea, con particolare concentrazione nei Paesi occidentali principali, quali Regno Unito, Germania, Francia, Olanda e Italia. In crescita i beni situati nell'Europa centrale ed orientale. La percentuale di immobili situati al di fuori dell'Europa o dell'America del Nord è del nove per cento, ma è destinata ad aumentare in modo significativo nei prossimi anni.

Tavola 13 ASSET ALLOCATION MEDIA DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Il settore nel suo complesso

L'industria dei fondi immobiliari italiani, nonostante un quadro economico e finanziario difficile, ha continuato la propria crescita anche nel corso del 2011, in linea con quanto accaduto nei principali Paesi occidentali.

Nel corso dello scorso anno, infatti, il Nav dell'industria è aumentato del 6,2 per cento superando i 36 miliardi di euro, con un patrimonio immobiliare stimato in 46,4 miliardi di euro, e un indebitamento medio del 61,4 per cento.

L'incremento maggiore si è avuto nei fondi riservati (più 9,3 per cento), mentre il Nav dei fondi retail è calato del nove per cento.

Stabili i fondi retail (26), mentre è aumentato il numero dei fondi riservati censiti come operativi da Scenari Immobiliari (sette).

Nel corso del 2012 è prevista la chiusura di molti fondi immobiliari riservati di tipo "familiare" penalizzati dalla fiscalità. In cambio si dovrebbe vedere la partenza, attesa da tempo, dei fondi immobiliari pubblici sia nazionali che locali.

La performance media (Roe) dell'industria è stata dello 0,7 per cento, in calo rispetto al 3,5 per cento del 2010. Ma le oscillazioni tra i vari fondi sono notevoli e quindi la media va intesa come tendenza.

I valori degli immobili, stimati dagli Esperti indipendenti, si collocano in territorio negativo (circa meno 1,5 per cento), in linea con quanto accaduto nel mercato immobiliare, inteso come media tra un terziario in calo e un settore commerciale stabile. Poche oscillazioni per la vacancy, su livelli bassi per tutti i tipi di fondo.

L'asset allocation vede infatti gli uffici al sessanta per cento e il commerciale (in lieve calo) al 19 per cento. Sostanzialmente stabili gli altri comparti.

Tavola 14 I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA (FONDI RETAIL E RISERVATI)

(31 dicembre di ogni anno - Mln di euro)

Descrizione	2007	2008	2009	2010	2011	2012°
N° fondi operativi ¹	186	238	270	305	312	290
Nav ²	23.940	27.600	31.200	34.000	36.100	38.000
Patrimonio immobiliare detenuto direttamente	32.350	34.700	40.600	43.500	46.400	47.800
Indebitamento esercitato ³	14.280	15.900	22.700	24.800	28.500	---
Performance (Roe) ⁴ (val. %)	6,2	4,9	2,6	3,5	0,7	---

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)

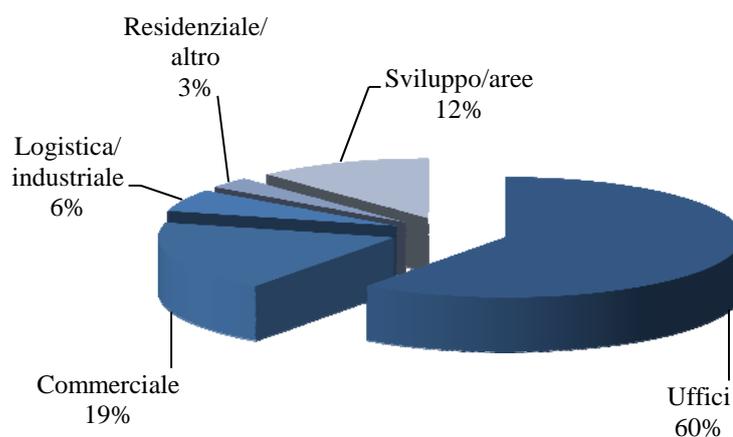
4) Roe dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

° Previsione

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola 15 ASSET ALLOCATION DEI FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA (RETAIL E RISERVATI)

(Valori % al 31 dicembre 2011)



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®