



GLI INVESTIMENTI FINANZIARI DEI FONDI IMMOBILIARI ITALIANI

MONITOR SULLA FINANZA IMMOBILIARE

XXIII edizione



UNIVERSITÀ
DI PARMA

caceis
INVESTOR SERVICES

GLI INVESTIMENTI FINANZIARI DEI FONDI IMMOBILIARI ITALIANI

MONITOR SULLA FINANZA IMMOBILIARE

A cura di

Claudio Cacciamani - *Università di Parma*

Evita Allodi - *Università di Parma*

Mario Georgiev Georgiev – *Università di Ferrara*

Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali

Università degli Studi di Parma

Ventitreesima rilevazione – settembre 2025

Advisory Board

Prof. Claudio Cacciamani
Università degli Studi di Parma

Dr. Matteo Callegari
Confindustria Assoimmobiliare

Avv. Andrea Conso
AC Law

Dr.ssa Paola Fiorini
Savills Investment Management

Dr.ssa Sonia Ginelli
Kryalos SGR SpA

Dr. Maurizio Negri
Praxi SpA

Avv. Elisa Pizziconi
Kervis Sgr

Dr. Giorgio Solcia
CACEIS Bank

Dr. Gennaro Vairo
Dea Capital Real Estate SGR

INDICE

Presentazione	5
1. Il campione e la metodologia di indagine	6
2. L'asset allocation dei fondi immobiliari: analisi per cluster ed evidenze dal campione	13
2.1 Fondi quotati e non quotati	13
2.2 Fondi ad apporto, a raccolta e misti	17
2.3 Fondi con scadenza a breve, medio e lungo termine	20
2.4 Evidenze dal campione	24
3. L'aspetto reddituale e l'impatto dell'IMU e della TASI sul risultato d'esercizio: analisi per cluster ed evidenza dal campione	27
3.1 Fondi quotati e non quotati	27
3.2 Fondi ad apporto, a raccolta, misti	30
3.3 Fondi con scadenza a breve, medio e lungo termine	33
3.4 Evidenze dal campione	36
4. Conclusioni	39

Executive Summary

Rispetto alla precedente rilevazione, a livello patrimoniale, si osserva un valore costante degli investimenti in asset immobiliari e un lieve incremento degli investimenti in strumenti finanziari e della posizione netta di liquidità.

A livello reddituale, la gestione immobiliare continua a presentare un segno positivo, al pari di quella relativa agli strumenti finanziari e alla gestione caratteristica.

La ventitreesima rilevazione del Monitor sulla Finanza Immobiliare a cui hanno partecipato 14 SGR operanti nel real estate italiano, per un totale di 325 fondi analizzati, permette di evidenziare alcuni elementi chiave del campione analizzato:

- > i fondi immobiliari del campione continuano a detenere una quota di asset immobiliari e affini più elevata del livello minimo imposto dalla legislazione e dai regolamenti, registrando valori crescenti edizione dopo edizione;
- > il 27,4% del campione ha un attivo patrimoniale < 50 milioni, mentre il 27,1% è compreso tra 51-100 milioni, mentre una percentuale crescente del 3,1% del campione ha un attivo patrimoniale superiore a 500 milioni;
- > il risultato della gestione immobili è pari al 2,99% della macro-classe “immobili e diritti reali immobiliari” presente nell’attivo della sezione patrimoniale del rendiconto. La gestione immobiliare prevale sulla gestione finanziaria, come osservato nelle precedenti edizioni;
- > la parte più significativa delle attività finanziarie dei fondi immobiliari continua a essere costituita da partecipazioni di controllo non quotate, parti di O.I.C.R. non quotati e titoli di debito non quotati;
- > nella suddivisione dei cluster per scadenza, si osserva come solamente i fondi a lungo termine mantengano una posizione di utile. Al contrario, i fondi a breve e medio termine registrano delle perdite. Tali utili sono trainati soprattutto dalla positiva gestione immobiliare e degli investimenti. Per quanto riguarda la perdita dei fondi a breve termine, questo risultato è imputabile a una non profittevole gestione dei beni immobili. Al contrario, i fondi a medio termine registrano una gestione immobiliare e degli investimenti profittevole. In ogni caso, a pesare sono soprattutto gli oneri finanziari e gli oneri di gestione;
- > secondo la suddivisione in cluster applicata all’intero campione (vedi “Foglio” 1 sez. reddituale), i valori di utile più elevati risultano conseguiti dai fondi non quotati, riservati, a raccolta e a lungo termine;
- > nel 2024 globalmente l’IMU (l’Imposta comunale sugli immobili) e la TASI rappresentano in valore assoluto il 35,91% dell’utile di esercizio complessivo, il 15,34% del valore di immobili e diritti reali immobiliari oggetto di investimento e il 10,19% dei ricavi provenienti dai canoni di locazione.

Presentazione

Il Monitor sulla Finanza Immobiliare nasce dalla collaborazione tra CACEIS Bank e Università degli Studi di Parma.

L'Università degli Studi di Parma, da anni attiva nella ricerca e nella formazione nel campo della finanza immobiliare, vanta in tale ambito un corso universitario dedicato. Ogni anno, esso beneficia delle testimonianze di figure di spicco del mondo finanziario e immobiliare, con le quali sono organizzati numerosi eventi e realizzate diverse pubblicazioni.

In questo contesto, matura il progetto del "Monitor sulla Finanza Immobiliare", che si pone l'obiettivo di rilevare e analizzare gli investimenti finanziari dei fondi immobiliari.

L'iniziativa, realizzata anche grazie alla collaborazione delle principali SGR italiane operanti in campo immobiliare, ha lo scopo di rilevare, su base annuale, la composizione degli investimenti finanziari dei fondi immobiliari e approfondire temi di particolare interesse al momento della rilevazione. L'analisi è svolta sul campione dei fondi che aderiscono all'iniziativa nel suo complesso e su alcuni cluster ritenuti significativi per delineare il contesto operativo italiano.

Coordinatore scientifico del progetto è il Professor Claudio Cacciamani, Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali, coadiuvato dalla dottoressa Evita Allodi, Dottorata in Economia e Management dell'Innovazione e della Sostenibilità presso il medesimo Dipartimento e il dottorando di ricerca in Economia e Management dell'Innovazione e della Sostenibilità presso l'Università di Ferrara, Mario Georgiev Georgiev. Nella realizzazione del progetto, CACEIS Bank è rappresentata dal dottor Giorgio Solcia, Managing Director.

I risultati di ogni singola rilevazione sono presentati, prima della pubblicazione, a un advisory board costituito da esponenti del comparto dei fondi immobiliari e ricercatori in materia.





1. Il campione e la metodologia di indagine

Il Monitor sulla Finanza Immobiliare analizza un campione di fondi gestiti dalle SGR immobiliari operanti in Italia che hanno aderito all'iniziativa.

Alla ventitreesima rilevazione hanno risposto 14 SGR, ai quali fanno capo 325 fondi immobiliari. Per ciascun fondo, si utilizzano le informazioni contenute nelle relazioni annuali al 31 dicembre 2024. Alcune sono disponibili sui siti delle SGR, altre sono fornite volontariamente dagli aderenti all'iniziativa. L'aggiornamento del database e la pubblicazione dei risultati avvengono con cadenza annuale.

Coerentemente con le precedenti edizioni, il Monitor ha considerato l'asset allocation dei fondi immobiliari e, in particolare, la composizione degli strumenti finanziari. Al pari delle precedenti edizioni, questo Monitor fornisce anche un quadro reddituale del campione, prestando attenzione all'impatto dell'IMU e della TASI sul risultato economico di esercizio. Il campione di fondi oggetto del presente studio è suddiviso in cluster ritenuti significativi per delineare il contesto operativo italiano, riportati nelle tabelle 1a, 1b, 1c, 1d e nelle figure 1a, 1b, 1c con la relativa incidenza sul totale.

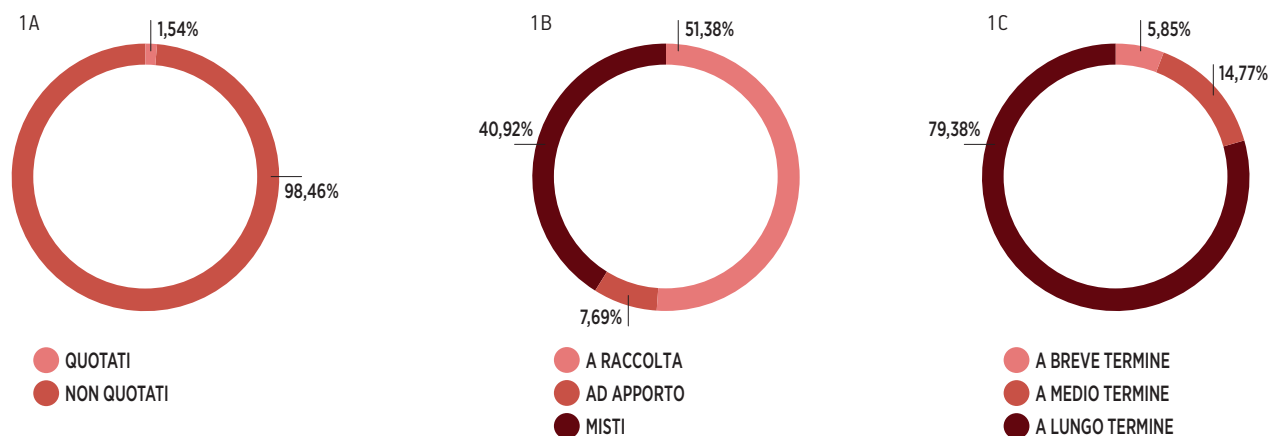
TABELLE 1a, 1b, 1c, 1d:

Classificazione dei fondi immobiliari oggetto della ventitreesima rilevazione



FIGURE 1A, 1B, 1C:

Incidenza dei cluster di fondi immobiliari sul totale del campione



Dal punto di vista metodologico, la prima suddivisione operata distingue tra fondi quotati nei mercati regolamentati italiani e fondi non quotati. La seconda divide i fondi ad apporto da quelli a raccolta e dai misti: nei fondi ad apporto, in cui la sottoscrizione delle quote avviene mediante conferimento di beni, sono inseriti fondi ad apporto sia pubblico sia privato; i fondi misti si caratterizzano per avere quote rappresentative sia di denaro sia di conferimenti di immobili o diritti immobiliari; nei fondi a raccolta sono inseriti solamente quelli con raccolta in denaro. La terza suddivisione segmenta i fondi per destinatario, individuando quelli retail, aperti al pubblico generico dei potenziali sottoscrittori e a eventuali investitori istituzionali, e quelli riservati, destinati invece esclusivamente a investitori istituzionali qualificati e a investitori non professionali.

Infine, l'ultima classificazione è per date di scadenza. A tal fine, si specifica che la scadenza a breve termine è posta non oltre il 31 dicembre 2025, quella a medio termine tra il 1° gennaio 2026 e il 31 dicembre 2027 (con scadenza compresa tra 1 e 3 anni), quella a lungo termine oltre il 1° gennaio 2028 (con scadenza superiore ai 3 anni). Si utilizza la stessa classificazione anche per i fondi che si trovano in grace period dopo la concessione del periodo di proroga da parte di Banca d'Italia.

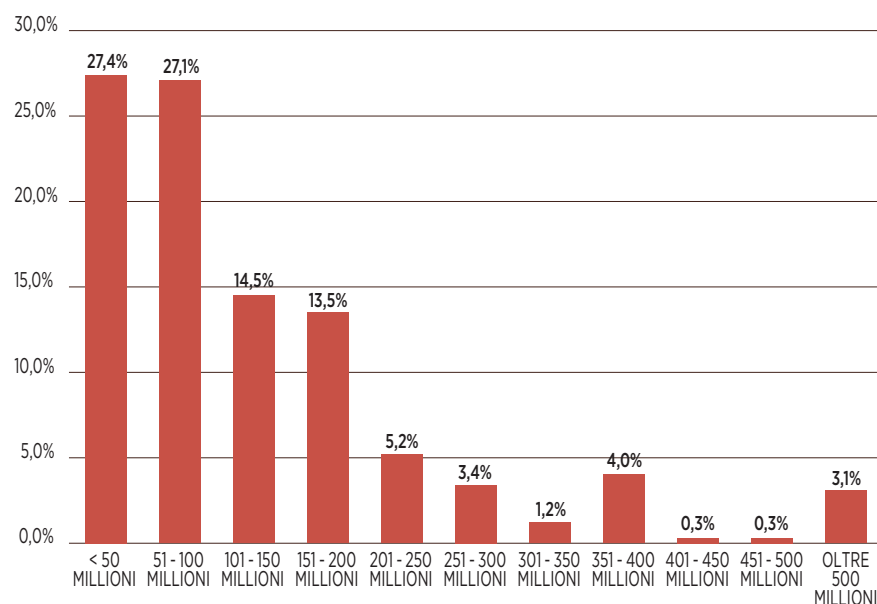
I dati dei fondi immobiliari aderenti all'iniziativa sono trattati in modo anonimo, come richiesto dalle SGR che li gestiscono.

Con riferimento al patrimonio gestito (totale attivo come da sezione patrimoniale del rendiconto di gestione), emerge come la maggior parte dei fondi (27,4%) mostri un totale attivo inferiore ai 50 milioni di euro. Per dimensione, seguono i fondi con totale attivo compreso tra 51 e 100 milioni di euro con il 27,1% e quelli con un attivo compreso fra 101 e 150 milioni con il 14,5%; seguono quelli con un valore dell'attivo compreso fra 151 e 200 milioni di euro (13,5%), fra 251 e 300 milioni di euro (3,4 %), i fondi con totale attivo tra 351 e 400 milioni (4%) e quelli con totale attivo oltre i 500 milioni (3,1%). Si rilevano, successivamente, i fondi con totale attivo tra 201 e 250 milioni (5,2%) e tra 301 e 350 milioni di euro con una percentuale pari al 1,2%. Seguono i fondi con totale attivo tra i 451 e 500 milioni di euro (0,3%). Infine, chiudono la classifica i fondi con un totale attivo tra i 401 e 450 milioni di euro (0,3%). La divisione in gruppi è riportata nella figura 2.



FIGURA 2:

Clusterizzazione dei fondi immobiliari per totale attivo



L'incidenza nel campione dei fondi quotati è rimasta stabile all'1,5%; idem l'incidenza sul totale dei fondi non quotati pari al 98,4%.

La quota dei fondi a raccolta è prevalente, pari al 51,38%. Seguono i fondi classificati come misti pari a 40,92% e ad apporto pari a 7,69% del campione.

All'interno del campione considerato e suddiviso per scadenza, la quota dei fondi a lungo termine è prevalente, pari al 79,38%, mentre i fondi a breve e media scadenza ammontano rispettivamente al 5,85% e al 14,77%.

In ogni caso, il campione di fondi studiato può ritenersi significativo del settore dei fondi immobiliari nazionali.

Per completezza, la tabella 2 riporta un confronto tra l'incidenza dei vari gruppi di fondi dal primo Monitor sulla Finanza Immobiliare.

TABELLA 2:

Incidenze dei diversi cluster nelle varie edizioni del Monitor sulla Finanza Immobiliare

Monitor	Quotati	Non Quotati
Incidenza al 31 dicembre 2024	1,54%	98,46%
Incidenza al 31 dicembre 2023	1,56%	98,4%
Incidenza al 31 dicembre 2022	1%	99%
Incidenza al 31 dicembre 2021	4%	96%
Incidenza al 30 giugno 2021	13%	87%
Incidenza al 31 dicembre 2020	5%	95%
Incidenza al 30 giugno 2020	15%	85%
Incidenza al 31 dicembre 2019	9%	91%
Incidenza al 30 giugno 2019	9%	91%
Incidenza al 31 dicembre 2018	8%	92%
Incidenza al 30 giugno 2018	12%	89%
Incidenza al 31 dicembre 2017	18%	82%
Incidenza al 30 giugno 2017	32%	68%
Incidenza al 31 dicembre 2016	34%	66%
Incidenza al 30 giugno 2016	29%	71%
Incidenza al 31 dicembre 2015	39%	61%
Incidenza al 30 Giugno 2015	39%	61%
Incidenza al 31 Dicembre 2014	42%	58%
Incidenza al 30 Giugno 2014	49%	51%
Incidenza al 31 Dicembre 2013	43%	57%
Incidenza al 30 Giugno 2013	33%	67%
Incidenza al 31 Dicembre 2012	37%	63%
Incidenza al 30 Giugno 2012	40%	60%

Monitor	A raccolta	Ad apporto	Misti
Incidenza al 31 dicembre 2024	51,38%	7,69%	40,92%
Incidenza al 31 dicembre 2023	76,56%	10,94%	12,50%
Incidenza al 31 dicembre 2022	96%	1%	2%
Incidenza al 31 dicembre 2021	64%	13%	23%
Incidenza al 30 giugno 2021	85%	10%	5%
Incidenza al 31 dicembre 2020	50%	16%	34%
Incidenza al 30 giugno 2020	85%	12%	3%
Incidenza al 31 dicembre 2019	56%	8%	36%
Incidenza al 30 giugno 2019	39%	26%	35%
Incidenza al 31 dicembre 2018	47%	20%	33%
Incidenza al 30 giugno 2018	38%	31%	31%
Incidenza al 31 dicembre 2017	33%	36%	29%
Incidenza al 30 giugno 2017	45%	15%	40%
Incidenza al 31 dicembre 2016	48%	15%	36%
Incidenza al 30 giugno 2016	35%	14%	51%
Incidenza al 31 dicembre 2015	47%	19%	34%
Incidenza al 30 Giugno 2015	46%	20%	34%
Incidenza al 31 Dicembre 2014	47%	20%	33%
Incidenza al 30 Giugno 2014	49%	21%	30%
Incidenza al 31 Dicembre 2013	46%	29%	25%
Incidenza al 30 Giugno 2013	39%	32%	29%
Incidenza al 31 Dicembre 2012	45%	32%	23%
Incidenza al 30 Giugno 2012	44%	38%	18%

TABELLA 2:

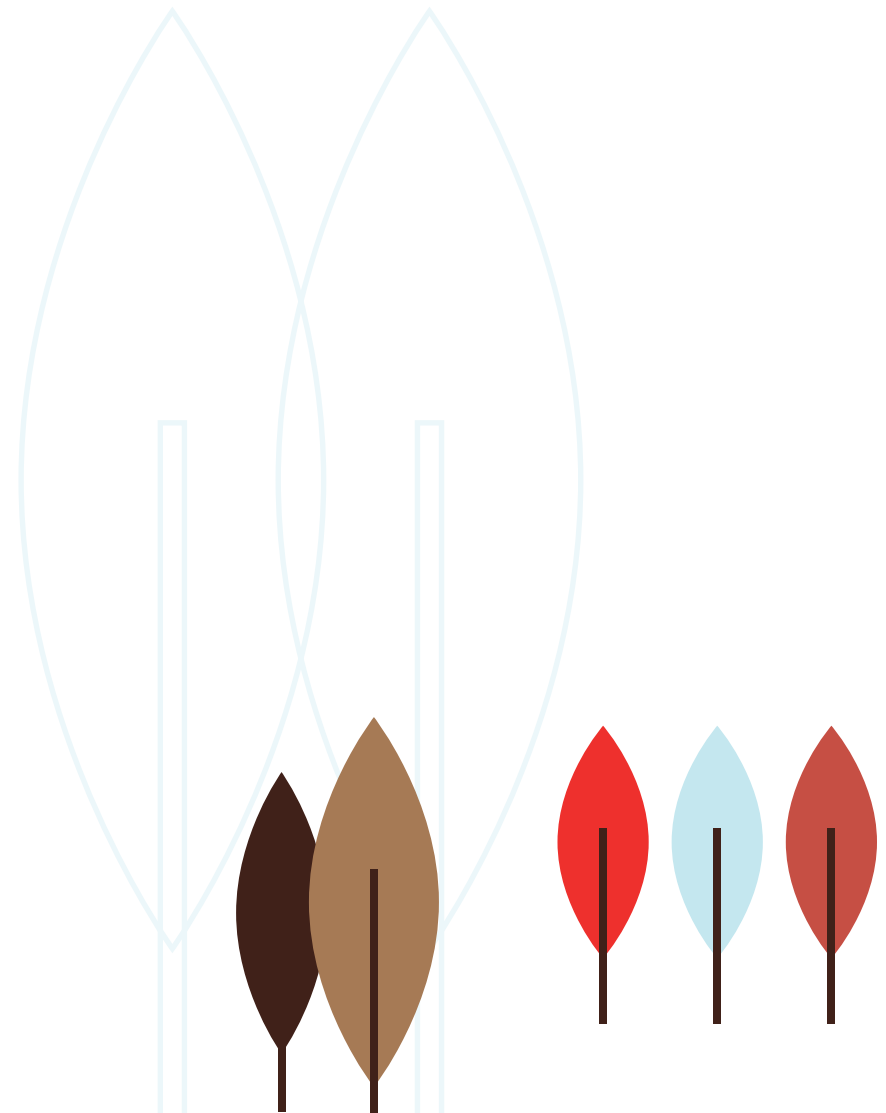
Incidenze dei diversi cluster nelle varie edizioni del Monitor sulla Finanza Immobiliare

Monitor	Retail	Riservati
Incidenza al 31 dicembre 2024	1,54%	98,46%
Incidenza al 31 dicembre 2023	1,56%	98,4%
Incidenza al 31 dicembre 2022	0%	100%
Incidenza al 31 dicembre 2021	5%	95%
Incidenza al 30 giugno 2021	18%	82%
Incidenza al 31 dicembre 2020	7%	93%
Incidenza al 30 giugno 2020	15%	85%
Incidenza al 31 dicembre 2019	9%	91%
Incidenza al 30 giugno 2019	9%	91%
Incidenza al 31 dicembre 2018	8%	92%
Incidenza al 30 giugno 2018	12%	88%
Incidenza al 31 dicembre 2017	18%	82%
Incidenza al 30 giugno 2017	32%	68%
Incidenza al 31 dicembre 2016	34%	66%
Incidenza al 30 giugno 2016	30%	70%
Incidenza al 31 dicembre 2015	41%	59%
Incidenza al 30 Giugno 2015	43%	57%
Incidenza al 31 Dicembre 2014	47%	53%
Incidenza al 30 Giugno 2014	51%	49%
Incidenza al 31 Dicembre 2013	45%	55%
Incidenza al 30 Giugno 2013	36%	64%
Incidenza al 31 Dicembre 2012	43%	57%
Incidenza al 30 Giugno 2012	45%	55%

Monitor	Breve scadenza	Media scadenza	Lunga scadenza
Incidenza al 31 dicembre 2024	5,85%	14,77%	79,38%
Incidenza al 31 dicembre 2023	6,25%	24,22%	69,53%
Incidenza al 31 dicembre 2022	8%	12%	80%
Incidenza al 31 dicembre 2021	12%	31%	58%
Incidenza al 30 giugno 2021	15%	38%	47%
Incidenza al 31 dicembre 2020	11%	28%	61%
Incidenza al 30 giugno 2020	16%	38%	46%
Incidenza al 31 dicembre 2019	17%	29%	54%
Incidenza al 30 giugno 2019	15%	28%	57%
Incidenza al 31 dicembre 2018	12%	27%	61%
Incidenza al 30 giugno 2018	11%	28%	61%
Incidenza al 31 dicembre 2017	12%	32%	56%
Incidenza al 30 giugno 2017	13%	25%	62%
Incidenza al 31 dicembre 2016	15%	25%	61%
Incidenza al 30 giugno 2016	9%	28%	64%
Incidenza al 31 dicembre 2015	12%	37%	51%
Incidenza al 30 Giugno 2015	14%	38%	48%
Incidenza al 31 Dicembre 2014	16%	39%	45%
Incidenza al 30 Giugno 2014	7%	53%	40%
Incidenza al 31 Dicembre 2013	11%	52%	37%
Incidenza al 30 Giugno 2013	8%	42%	50%
Incidenza al 31 Dicembre 2012	12%	40%	48%
Incidenza al 30 Giugno 2012	14%	46%	40%

Ai fini di un'efficace interpretazione della disamina successiva, di seguito, si fornisce un approfondimento della composizione delle macro-voci dell'attivo patrimoniale di ciascun fondo immobiliare:

- gli strumenti finanziari comprendono prodotti quotati (titoli di capitale; titoli di debito - principalmente titoli di Stato o garantiti dallo Stato e parti di O.I.C.R.), non quotati (partecipazioni di controllo e non di controllo; altri titoli di capitale; titoli di debito e parti di O.I.C.R.) e derivati (margini presso organismi di compensazione e garanzia, opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati e non quotati);
- gli immobili e i diritti reali immobiliari sono costituiti da immobili in locazione finanziaria, altri immobili e diritti reali immobiliari;
- i crediti sono relativi a operazioni di cartolarizzazione o costituiti da finanziamenti a società partecipate, a favore di soci, ecc;
- i depositi bancari, principalmente a vista;
- gli altri beni rappresentano una classe residuale, ossia investimenti di patrimonio diversi da quelli precedentemente indicati;
- la posizione netta di liquidità è costituita dalla liquidità disponibile, dalla liquidità da ricevere per operazioni da regolare e dalla liquidità impegnata per operazioni da regolare (si tratta, solitamente, di liquidità temporaneamente disponibile);
- le altre attività comprendono crediti per pronti contro termine attivi e operazioni assimilate, ratei e risconti attivi, risparmio di imposta, credito IVA, crediti verso i locatari, oneri la cui utilità è stimata di valenza pluriennale e la cui iscrizione a conto economico viene differita lungo il periodo stimato di utilità, depositi cauzionali su utenze, ecc.



2. L'asset allocation dei fondi immobiliari: analisi per cluster ed evidenze dal campione

2.1. Fondi quotati e non quotati

Come riportato nella tabella 1a, all'interno del campione analizzato, i fondi quotati sono 5 (1,54%), mentre quelli non quotati sono pari a 320 (98,46%).

Come nella precedente edizione, la composizione degli strumenti finanziari in cui i fondi investono risulta maggiormente diversificata per i fondi non quotati rispetto a quelli quotati (partecipazioni non di controllo non quotate, altri titoli di capitale non quotati, titoli di debito non quotati, titoli di capitale quotati, titoli di debito quotati e strumenti derivati) come mostrano la tabella 3 e le figure 3a e 3b.

TABELLA 3:

Composizione degli investimenti finanziari dei fondi quotati e non quotati del campione

Strumento Finanziario	Percentuale di incidenza sul totale Ventitreesimo Monitor (31/12/2024)		Percentuale di incidenza sul totale Ventiduesimo Monitor (31/12/2023)	
	Fondi quotati	Fondi non quotati	Fondi quotati	Fondi non quotati
Partecipazioni di controllo non quotate	71,20%	25,03%	100%	25,71%
Partecipazioni non di controllo non quotate	0,00%	0,11%	0,00%	1,08%
Altri titoli di capitale non quotati	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Titoli di debito non quotati	0,00%	37,70%	0,00%	5,03%
Parti di O.I.C.R. non quotati	0,00%	34,75%	0,00%	65,62%
Titoli di capitale quotati	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Titoli di debito quotati	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Parti di O.I.C.R. quotati	28,80%	0,45%	0,00%	0,07%
Strumenti derivati	0,00%	1,95%	0,00%	2,51%
TOTALE	100,00%	100,00%	100,00%	100%

Equivalentemente al Ventiduesimo Monitor del 2023, nei fondi quotati si rileva una prevalenza delle partecipazioni di controllo non quotate, con un incremento dell'incidenza delle parti di O.I.C.R. quotati. Questo elemento è dovuto alla temporanea riduzione del campione oggetto di analisi nell'anno precedente.

I fondi non quotati interrompono la tendenza crescente per quanto riguarda le partecipazioni di controllo non quotate (assestandosi al 25,03%); la voce parti di O.I.C.R. non quotati ha registrato una diminuzione percentuale (dal 65,62% al 34,75%). Negli ultimi anni si era assistito a una tendenza in crescita dell'incidenza della voce parti di O.I.C.R. non quotati, arrestata in questo anno di analisi. Costante, rispetto al precedente monitor, seppur con un leggerissimo aumento, è l'incidenza degli O.I.C.R. quotati (pari allo 0,45% rispetto allo 0,07% dell'anno precedente); essa è seguita dalla voce titoli di debito quotati, nulla come nel 2023. Si nota una lieve diminuzione di circa mezzo punto percentuale degli strumenti derivati, che passano dal 2,51% al 1,95%.

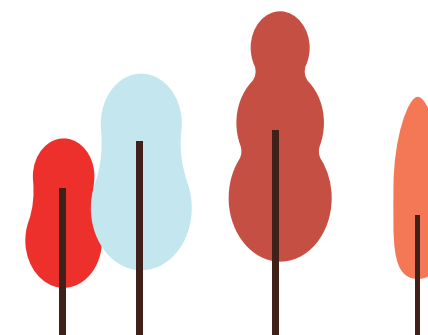
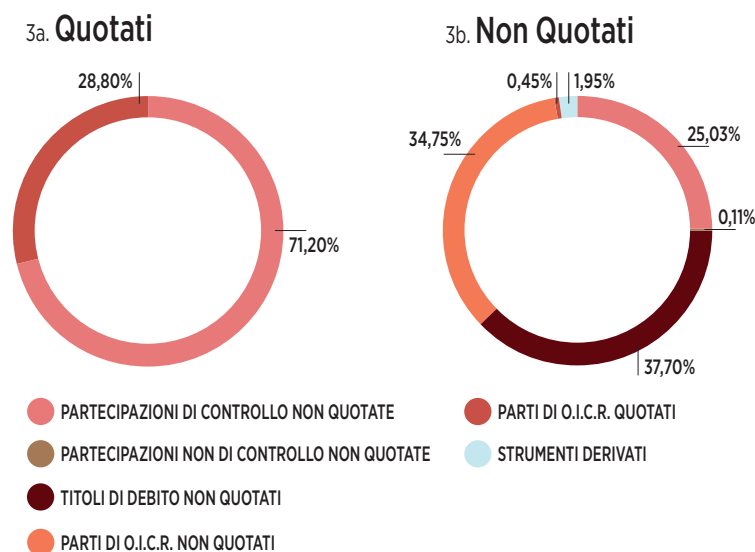


FIGURE 3a E 3b:

Composizione degli strumenti finanziari dei fondi immobiliari quotati e non quotati del campione



- il **2,18%** (era l'1,67% al 31 dicembre 2023) in altre attività;
- lo **0,89%** (era lo 0,02% al 31 dicembre 2023) in strumenti finanziari;
- lo **0,00%** (era lo 0,00% al 31 dicembre 2023) in depositi bancari;
- l'**1,12%** (era il 2,66% al 31 dicembre 2023) in crediti;
- lo **0,00%** in altri beni.

Per quanto riguarda i fondi **non quotati**, la struttura delle attività è rappresentata da (i dati in parentesi si riferiscono al 31 dicembre 2022):

- l'**86,67%** (era il 91,24%) di immobili e diritti reali immobiliari;
- il **4,29%** (era il 3,54%) di posizione netta di liquidità;
- il **4,94%** (era il 2,4%) di strumenti finanziari;
- il **2,70%** (era il 2,4%) di altre attività;
- l'**1,35%** (era lo 0,3%) di crediti;
- lo **0,04%** di depositi bancari (era lo 0,13%);
- lo **0,00%** di altri beni.

In ossequio alla normativa, gli strumenti finanziari dei fondi immobiliari costituiscono una quota limitata delle attività totali, rappresentate da una parte immobiliare prevalente. Di seguito, si riporta l'incidenza delle diverse macrocategorie nelle figure 5a e 5b.

I fondi **quotati** detengono:

- l'**81,94%** (era l'86,68% al 31 dicembre 2023) delle attività in immobili e diritti reali immobiliari;
- il **13,87%** (era l'8,97% al 31 dicembre 2023) di posizione netta di liquidità;

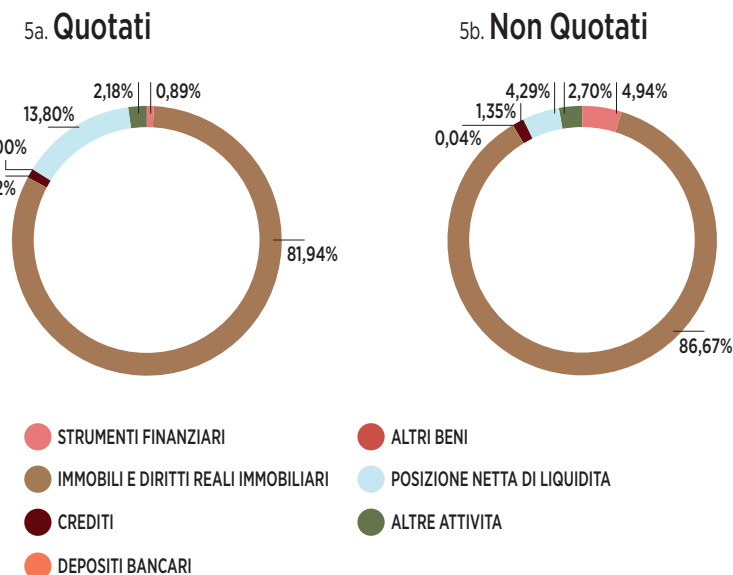


Rispetto all'anno precedente, i fondi quotati registrano un decremento delle attività immobiliari, che passa dal 86,68% al 81,94% dovuto, in parte, all'incremento della voce posizione netta di liquidità, che sale da 8,97% al 13,87%, e a un leggero incremento della voce altre attività, a loro volta da 1,67% a 2,18%.

Nei fondi non quotati, allo stesso modo, si evidenzia un decremento delle attività immobiliari di circa 5 punti percentuali, dovuto a un leggero incremento della posizione netta di liquidità, che passa da 3,54% al 4,29%, di crediti, che passano da 0,3% nell'anno precedente a 1,35% e dall'incremento nella detenzione di strumenti finanziari, che cresce di 2,54 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Rimangono abbastanza stabili le altre poste di depositi bancari e altri beni.

FIGURE 5a E 5b:

Composizione attività dei fondi immobiliari quotati e non quotati



2.2. Fondi ad apporto, a raccolta e misti

Come emerge dalla tabella 1b, i fondi a raccolta presenti nel campione sono n° 167 (51,38%), i fondi misti sono n° 133 (40,92%), mentre i fondi ad apporto sono 25 (7,69% del totale).

L'esatta composizione degli strumenti finanziari per ciascuna tipologia di fondo è riportata nella tabella 5 e nelle figure 6a e 6b.

TABELLA 5:

Composizione degli investimenti finanziari dei fondi ad apporto, a raccolta e misti del campione

Strumento Finanziario	Percentuale di incidenza sul totale Ventitreesimo Monitor (31/12/2024)			Percentuale di incidenza sul totale Ventiduesimo Monitor (31/12/2023)		
	Fondi ad apporto	Fondi a raccolta	Fondi misti	Fondi ad apporto	Fondi a raccolta	Fondi misti
Partecipazioni di controllo non quotate	17,13%	34,02%	26,43%	98,69%	24,4%	29,03%
Partecipazioni non di controllo non quotate	0,20%	0,06%	0,00%	0,00%	1,15%	0,00%
Altri titoli di capitale non quotati	0,00%	0,00%	0,00%	11,89%	0,00%	0,00%
Titoli di debito non quotati	79,08%	3,38%	0,00%	0,00%	5,32%	0,00%
Parti di O.I.C.R. non quotati	2,92%	60,56%	64,50%	0,0%	67,23%	51,61%
Titoli di capitale quotati	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Titoli di debito quotati	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Parti di O.I.C.R. quotati	0,00%	0,14%	2,97%	0,00%	0,07%	0,00%
Strumenti derivati	0,67%	1,84%	6,11%	1,31%	1,79%	19,36%
TOTALE	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

La composizione degli investimenti finanziari dei fondi è mutata rispetto all'anno precedente. I fondi ad apporto optano per una composizione degli investimenti finanziari lievemente meno diversificata rispetto ai fondi misti e a raccolta, in cui però la quota preponderante è costituita da titoli di debito non quotati (79,08%), seguita dal 17,13% composto da partecipazioni di controllo non quotate e dal 2,92% composto da parti di O.I.C.R. non quotati. La variazione di composizione e valori rispetto al 2023 è dovuta alla diversa composizione del campione osservato rispetto all'anno precedente.

I fondi a raccolta optano per una composizione degli investimenti finanziari con una maggiore diversificazione, che segue, in linea di massima, la composizione dell'anno precedente. Essi investono principalmente in parti di O.I.C.R. non quotati (che registrano una lieve diminuzione rispetto alla precedente edizione -6,67%) e partecipazioni di controllo (che, invece, aumentano dal 24,4% al 34,02%). Si rilevano, rispetto

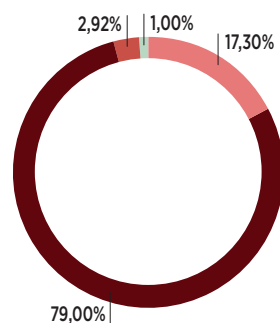
al precedente monitor, due cambiamenti: un valore lievemente superiore delle parti di O.I.C.R. quotati, che passa da 0,07% a 0,14%, e un valore di -1,94% di titoli di debito non quotati.

Riguardo ai fondi misti, si rileva una parziale diminuzione dell'incidenza delle partecipazioni di controllo non quotate, che passano dal 29,03% al 26,43%, a favore di un netto aumento delle parti di O.I.C.R. non quotati, che registra un +12,89%. Si evidenzia, rispetto all'anno precedente, un calo della quota di strumenti finanziari derivati, che dal 19,36% del 2023 passa a un valore pari al 6,11%. Inoltre, è da evidenziare un netto aumento delle parti di O.I.C.R. quotati, che da un valore nullo nel 2023 registrano un + 2,97%.

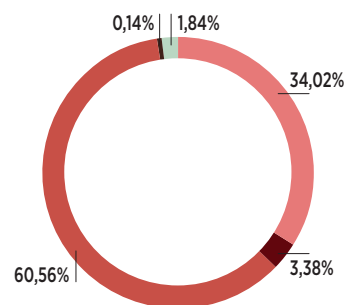
FIGURE 6a, 6b, 6c:

Composizione degli strumenti finanziari dei fondi immobiliari ad apporto, a raccolta e misti del campione

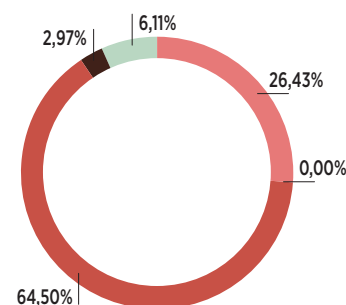
6a. Ad Apporto



6b. A Raccolta



6c. Misti



- PARTECIPAZIONI DI CONTROLLO NON QUOTATE
- PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO NON QUOTATE
- ALTRI TITOLI DI CAPITALE NON QUOTATI
- TITOLI DI DEBITO NON QUOTATI
- PARTI DI O.I.C.R. NON QUOTATI
- TITOLI DI CAPITALE QUOTATI
- TITOLI DI DEBITO QUOTATI
- PARTI DI O.I.C.R. QUOTATI
- STRUMENTI DERIVATI

Relativamente alle parti di O.I.C.R., emerge come la quasi totalità degli stessi sia non quotata, per i fondi a raccolta e misti. I titoli di debito, in particolare non quotati, risultano particolarmente significativi nella composizione degli strumenti finanziari detenuti dai fondi ad apporto.

Da ultimo, le figure 8a, 8b e 8c, riguardanti la composizione delle attività, evidenziano differenze nell'incidenza delle diverse macro-classi di investimenti tra fondi ad apporto, a raccolta e misti.

Rispetto al totale attivo, nei fondi **ad apporto** emergono (con confronto rispetto al 2023):

- immobili e diritti reali immobiliari per il **74,34%** (era 91,20%);
- posizione netta di liquidità per il **3,06%** (era il 6,30%);
- altre attività per il **2,16%** (era l'1,95%);
- strumenti finanziari per il **14,28%** (era lo 0,28%);
- crediti per il **6,15%** (era lo 0,27%);
- depositi bancari per lo **0,00%** (era lo 0,00%);
- altri beni per lo **0,00%** (era lo 0,00%);

I fondi **a raccolta** mostrano:

- immobili e diritti reali immobiliari per l'**86,27%** (era il 90,55% al 31 dicembre 2023);
- strumenti finanziari per il **4,62%** (era il 2,96% l'anno precedente);
- posizione netta di liquidità per il **5,33%** (era il 3,41% l'anno precedente);
- altre attività per il 3,05% (era il **2,53%** l'anno precedente);
- crediti per lo **0,69%** (era lo 0,39% l'anno precedente);
- depositi bancari per lo **0,03%** (era lo 0,16% l'anno precedente)
- altri beni per lo **0%** (era lo 0,00% l'anno precedente).

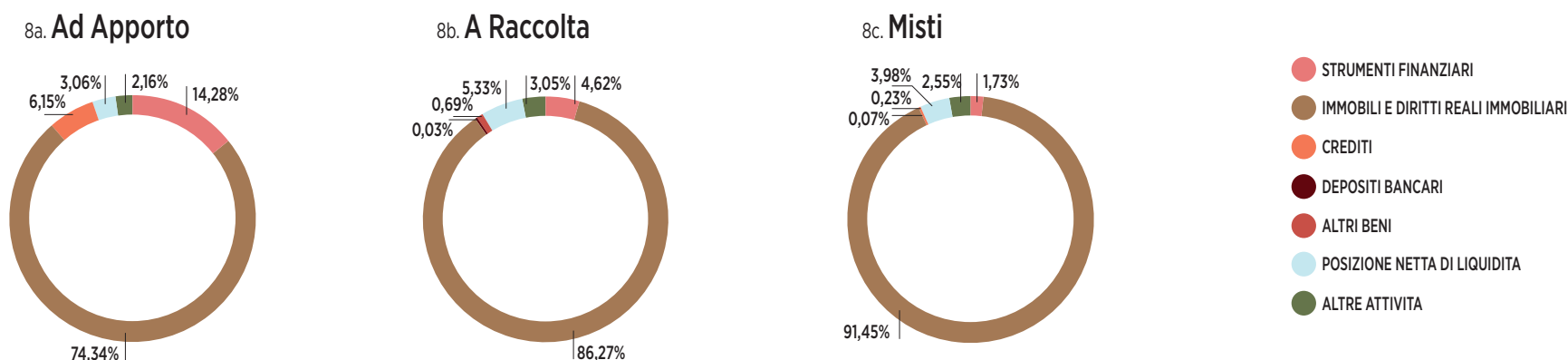
Infine, i fondi **misti** presentano:

- immobili e diritti reali immobiliari per il **91,45%** (era il 95,17%);
- posizione netta di liquidità per il **3,98%** (era il 2,05%);
- altre attività per il **2,55%** (era il 1,96%);
- strumenti finanziari per l'**1,73%** (era lo 0,81%);
- crediti per lo **0,23%** (era lo 0,00%);
- depositi bancari per lo **0,07%** (era lo 0,01%);
- e altri beni per **0,00%**, come al 31 dicembre 2023.

Si rileva una diminuzione della quota di immobili e diritti reali immobiliari per tutti e tre i cluster.

FIGURE 8a, 8b, 8c:

Composizione attività dei fondi immobiliari ad apporto, a raccolta e misti del campione



2.3. Fondi con scadenza a breve, medio e lungo termine

Nel sotto-campione di fondi classificato per scadenza emergono differenze nella composizione degli strumenti finanziari, come mostrano la tabella 9 e le figure 12a, 12b, 12c. Si ricorda che il campione è costituito per

il 5,85% da fondi a breve termine, per il 14,77% da fondi a medio termine e per il 79,38% da fondi a lunga scadenza.

TABELLA 9:

Composizione degli investimenti finanziari dei fondi con scadenza a breve, medio e lungo termine del campione

Strumento Finanziario	Percentuale di incidenza sul totale Ventitreesimo Monitor (31/12/2024)			Percentuale di incidenza sul totale Ventiduesimo Monitor (31/12/2023)		
	Fondi con scadenza a BT	Fondi con scadenza a MT	Fondi con scadenza a LT	Fondi con scadenza a BT	Fondi con scadenza a MT	Fondi con scadenza a LT
Partecipazioni di controllo non quotate	100,00%	46,75%	23,33%	0,00%	37,63%	17,71%
Partecipazioni non di controllo non quotate	0,00%	0,30%	0,10%	0,00%	2,69%	0,00%
Altri titoli di capitale non quotati	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Titoli di debito non quotati	0,00%	0,00%	40,56%	0,00%	0,00%	8,40%
Parti di O.I.C.R. non quotati	0,00%	46,64%	33,84%	0,00%	59,41%	69,79%
Titoli di capitale quotati	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Titoli di debito quotati	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Parti di O.I.C.R. quotati	0,00%	0,78%	0,48%	0,00%	0,00%	0,11%
Strumenti derivati	0,00%	5,53%	1,68%	100%	0,28%	3,22%
TOTALE	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Va sottolineato come i fondi a breve termine analizzati detengano un portafoglio di strumenti finanziari costituito esclusivamente da partecipazioni di controllo non quotate, una netta differenza rispetto ai fondi a BT del ventiduesimo monitor, dove figurava un portafoglio di strumenti finanziari costituito unicamente da strumenti finanziari derivati. Sono portate allo 0,00% le poste di strumenti finanziari derivati e per le altre poste non risultano differenze rispetto all'anno precedente.

Confrontando i fondi a media scadenza con l'anno precedente, si rileva un incremento delle partecipazioni di controllo non quotate (si passa dal 37,63% al 46,75%), a fronte di un decremento delle parti di O.I.C.R. non quotate (si passa da 59,41% al 46,64%); di contro, viene registrato un primo valore negativo pari al -2,39% delle partecipazioni non

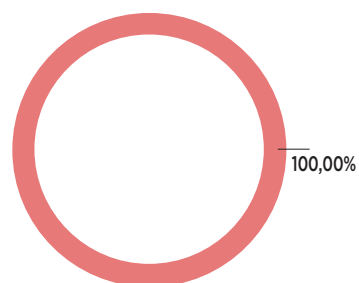
di controllo non quotate seguito da un lieve incremento delle parti di O.I.C.R. quotati (da 0,00% a 0,78%) e negli strumenti finanziari derivati (da 0,28% a 5,53%).

Emerge con chiarezza che i fondi a lungo termine mostrano un consistente decremento dell'incidenza parti di O.I.C.R. non quotate (che passano dal 69,79% al 33,84%); seppure in maniera contenuta, sono registrati aumenti nelle poste parti di O.I.C.R. quotati (+0,37%) e titoli di debito non quotate che registrano un +32,16%. Specularmente diminuisce la percentuale degli strumenti derivati (da 3,22% a 1,68%).

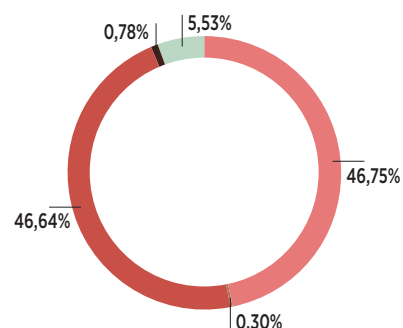
FIGURE 12a, 12b, 12c:

Composizione degli strumenti finanziari dei fondi immobiliari con scadenza a breve, medio e lungo termine del campione

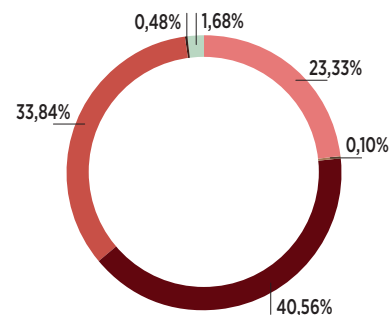
12a. A breve termine



12b. A medio termine



12c. A lungo termine



- PARTECIPAZIONI DI CONTROLLO NON QUOTATE
- PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO NON QUOTATE
- ALTRI TITOLI DI CAPITALE NON QUOTATI
- TITOLI DI DEBITO NON QUOTATI
- PARTI DI O.I.C.R. NON QUOTATI
- TITOLI DI CAPITALE QUOTATI
- TITOLI DI DEBITO QUOTATI
- PARTI DI O.I.C.R. QUOTATI
- STRUMENTI DERIVATI

Dalle figure 14a, 14b, 14c, relative alla composizione delle attività, si notano alcune importanti differenze nelle tre sottoclassi di fondi classificate per scadenza.

Relativamente alla composizione delle attività, i fondi con **scadenza a breve termine** presentano:

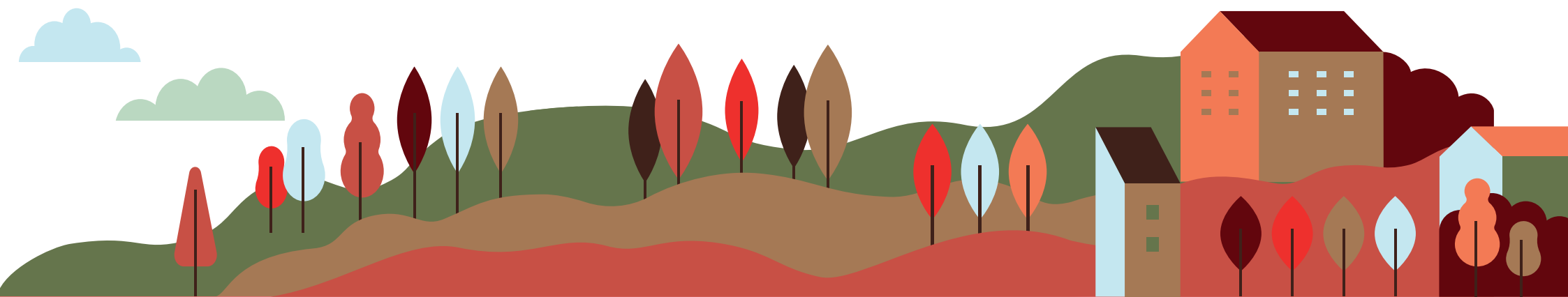
- immobili e diritti immobiliari per **89,76%** (era 89,44% al 31 dicembre 2023);
- posizione netta di liquidità per **6,02%** (era 9,38%);
- altre attività per **3,95%** (era 1,17%);
- strumenti finanziari per **0,27%** (era 0,01%);
- depositi bancari per **0,00%** (era 0,00%);
- crediti per **0,00%** (era 0,00%);
- altri beni per lo **0,00%** (come per l'anno precedente).

Si nota un lieve incremento delle voci immobili e diritti immobiliari (+0,32%), della posta strumenti finanziari (+0,26%) e della posta altre attività (+2,78%) e, conseguentemente, un decremento della posizione netta di liquidità (-3,36%), rimangono invariate le voci relative ai depositi bancari, crediti e altri beni.

Nei fondi immobiliari con **scadenza a medio termine**:

- gli immobili e i diritti reali immobiliari sono pari a **88,78%** (era 90,83%) del totale;
- la posizione netta di liquidità al **5,19%** (era 3,63% al 31 dicembre 2023);
- le altre attività al **2,87%** (era 2,47%);
- gli strumenti finanziari al **3,13%** (era 2,90%);
- i crediti allo **0,02%** (era 0,17%);
- i depositi bancari allo **0,00%** (era 0,00%);
- gli altri beni allo **0,00%**, (era 0%).

Per i fondi a medio termine, si segnala la percentuale della voce immobili e diritti immobiliari (seppure in leggera diminuzione pari a -2,05%); si segnalano incrementi, anche se leggeri, delle poste: strumenti finanziari (+0,23%) e altre attività (+0,4%) e posizione netta di liquidità (+1,56%).



Si rilevano decrementi nella posta crediti (-0,15%), mentre rimangono invariate le poste depositi bancari e altri beni.

La composizione delle attività per i fondi immobiliari con **scadenza a lungo termine** evidenzia:

- immobili e diritti reali per **86,23%** (era 91,14% al 31 dicembre 2023);
- strumenti finanziari per **5,30%** (era 2,17%);
- posizione netta di liquidità per **4,23%** (era 3,42%);
- altre attività per **2,63%** (era 2,38%);
- crediti per **1,57%** (era 0,42%);
- depositi bancari per **0,05%** (era lo 0,19%);
- altri beni per **0,00%** (come nella rilevazione di dicembre 2022 e 2023).

Nei fondi a lungo termine, la quota di immobili e diritti reali ha subito un decremento, registrando un -4,91% rispetto all'anno precedente, così come i depositi bancari, che denotano una lieve diminuzione pari a -0,14%. Il decremento viene compensato dall'incremento delle restanti poste tra cui: gli strumenti finanziari (+3,13%); la posizione netta di liquidità (+0,81%); i crediti (+1,15%); altre attività (+0,25%).

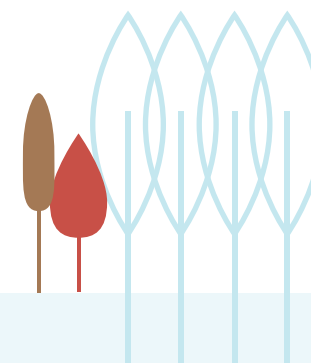
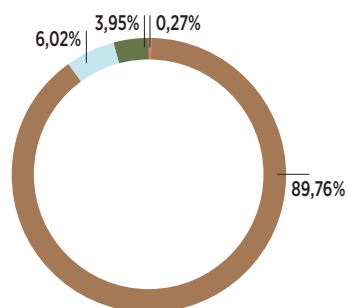


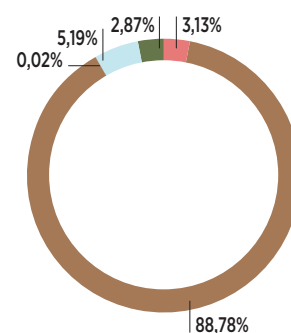
FIGURE 14a, 14b, 14c:

Composizione attività dei fondi immobiliari del campione con scadenza a breve, a medio e a lungo termine

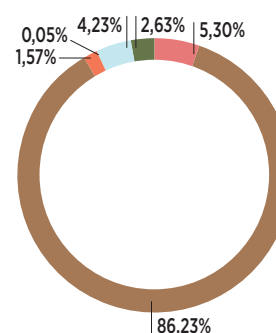
14a. A breve termine



14b. A medio termine



14c. A lungo termine



2.4. Evidenze dal campione

Dopo avere analizzato le specificità dei diversi tipi di fondi immobiliari in relazione alla composizione e alle caratteristiche principali degli strumenti finanziari a cui essi ricorrono, il presente paragrafo sintetizza le evidenze dell'intero campione.

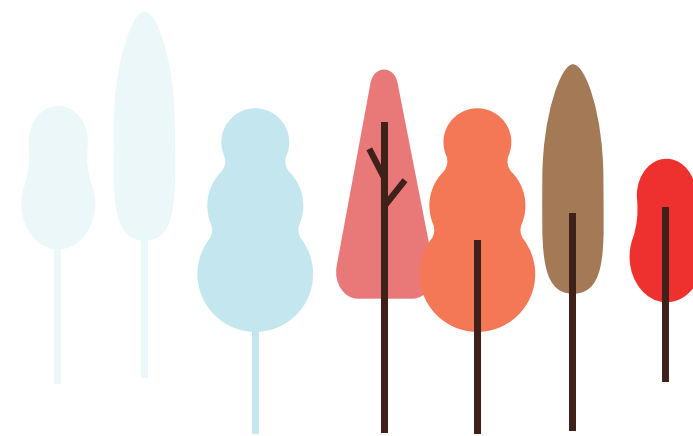
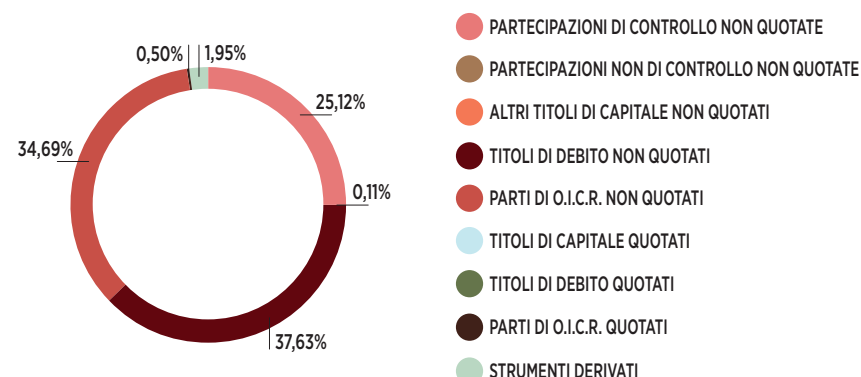
Secondo i dati dei rendiconti al 31 dicembre 2024, mediamente la composizione degli strumenti finanziari a cui ricorrono i fondi immobiliari è (figura 15 con riferimento alla situazione al 2023):

- partecipazioni non quotate, per il **25,23%** (era il 26,79%), di cui:
 - **25,12%** (era il 25,71%) di controllo;
 - **0,11%** (era l'1,08%) non di controllo;
- titoli di debito, per il **37,63%** (era 5,03%), di cui:
 - **37,63%** (era 5,03%) non quotati;
 - **0,00%** (era 0,00%) quotati;
- parti di O.I.C.R., per il **35,19%** (era il 65,68%), di cui:
 - **34,69%** (era il 65,61%) non quotato;
 - **0,50%** (era lo 0,07%) quotato;
- strumenti derivati per **1,95%** (era 2,51%), inoltre non sono presenti degli investimenti in altri titoli di capitale non quotati rispetto all'anno precedente

FIGURA 15:

Composizione degli strumenti finanziari dei fondi immobiliari del campione

Intero campione



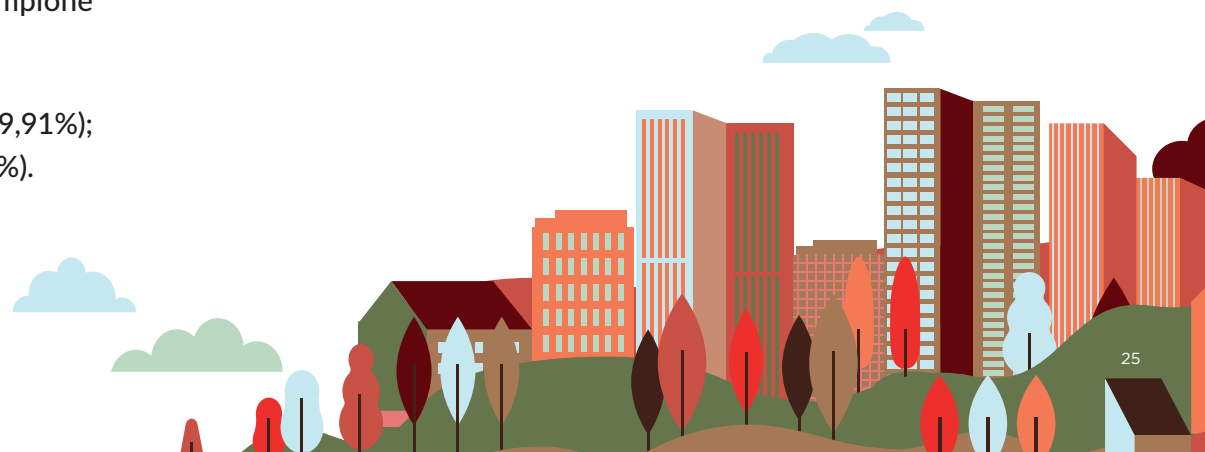
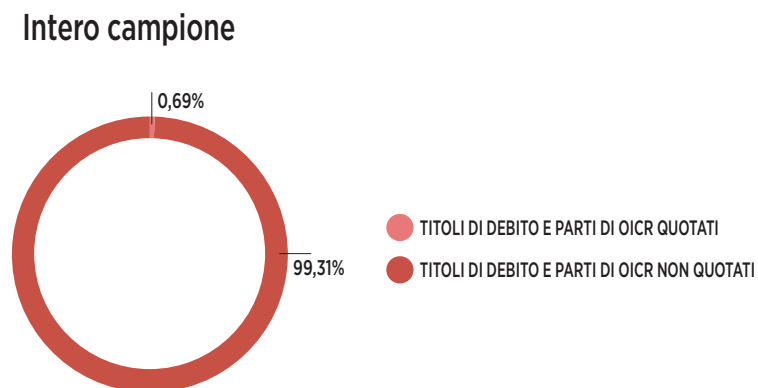
Come precedentemente rilevato, le partecipazioni sono spesso in società immobiliari con cui il fondo detiene rapporti a vario titolo strategici. Predominanti sono i titoli di debito non quotati, che registrano un + 32,60% seguito delle parti di O.I.C.R. non quotati (pur passando dal 65,61% al 34,69%). Gli strumenti derivati passano dal 2,51% all'1,95% mostrando una lieve diminuzione. I fondi compresi nel campione li utilizzano esclusivamente a scopo di copertura del rischio di tasso legato a finanziamenti in essere o a contratti di leasing che hanno finanziato l'acquisto di immobili, come previsto anche dalla normativa e dai regolamenti.

Come si nota dalla figura 16 e coerentemente con quanto emerso dall'analisi dei singoli *cluster*, i fondi immobiliari oggetto del campione prediligono principalmente (99,31%) investimenti finanziari non quotati. Una piccola percentuale pari allo 0,69% viene destinata verso investimenti in strumenti quotati. Ciò avviene a discapito di una maggiore esposizione verso rischi di controparte, legati alla solvibilità e alla trasparenza delle controparti con cui si realizzano le transazioni, e rischi di liquidità, connessi alla possibilità che uno strumento non possa essere smobilizzato rapidamente a un prezzo appropriato a causa dell'assenza di un mercato regolamentato. Nel passaggio dal 2023 al 2024, il ricorso a strumenti finanziari quotati si incrementa, sorpassando il valore quasi nullo dell'anno precedente. Più precisamente, i fondi del campione presentano (con situazione anche al 2023):

- titoli di debito e quote di O.I.C.R. non quotate per 99,31% (era 99,91%);
- titoli di debito e quote di O.I.C.R. quotati per 0,69% (era 0,09%).

FIGURA 16:

Quote strumenti finanziari quotati e non nei fondi immobiliari del campione



Le attività del campione di fondi osservato si articolano in (figura 17):

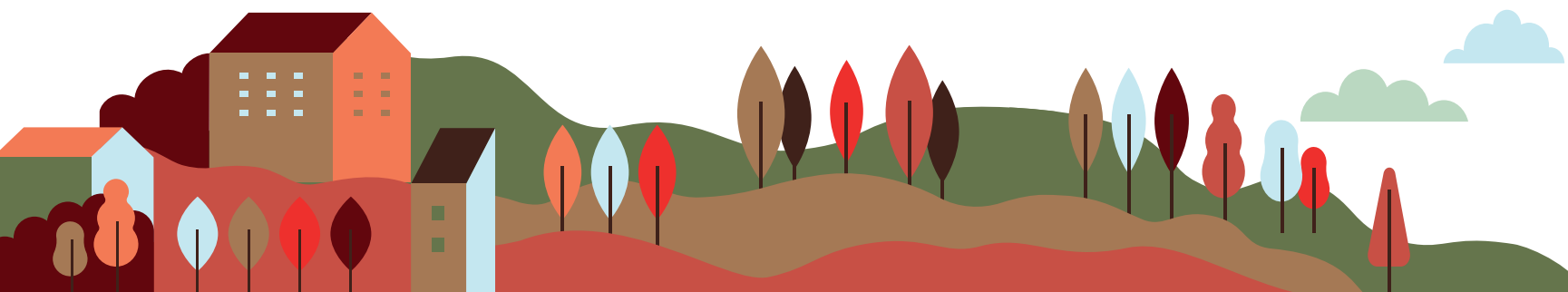
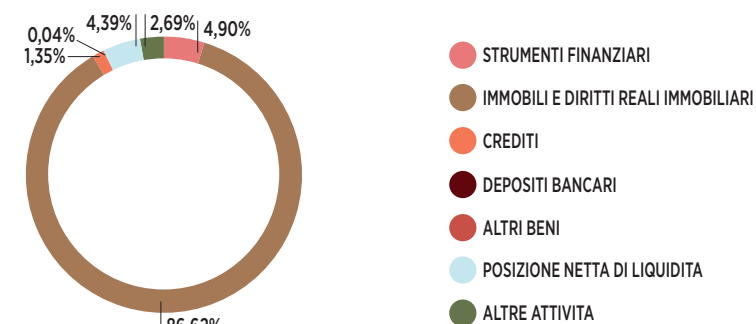
- immobili e diritti reali, per l'**86,62%** (era il 91,18%);
- posizione netta di liquidità, per il **4,39%** (era il 3,61%);
- strumenti finanziari, per il **4,90%** (era il 2,37%);
- altre attività, per il **2,69%** (era il 2,39%);
- crediti, per l'**1,35%** (era lo 0,33%);
- depositi bancari, per lo **0,04%** (era lo 0,13%);
- altri beni, per lo **0,00%** del totale, esattamente come al 31 dicembre scorso.


L'elemento più significativo e rilevante sono gli investimenti in immobili e diritti reali, seguito da piccole variazioni in positivo di: posizione netta di liquidità, che registra un incremento pari a +0,78%, strumenti finanziari, che registrano un +2,53% e crediti che registra un incremento di +1,02 punti percentuali. Il conseguente lieve decremento si è registrato nelle voci dei depositi bancari che passano da 0,13% a 0,04%. Il calo più significativo è stato rilevato nella posta "immobili e diritti reali", che passano dal 91,18% al 86,62% ma rimane comunque la posta con l'incidenza predominante nelle attività dei fondi.

FIGURA 17:

Composizione degli strumenti finanziari dei fondi immobiliari del campione

Intero campione





3. L'aspetto reddituale e l'impatto dell'IMU e della TASI sul risultato d'esercizio: analisi per cluster ed evidenza dal campione

3.1. Fondi quotati e non quotati

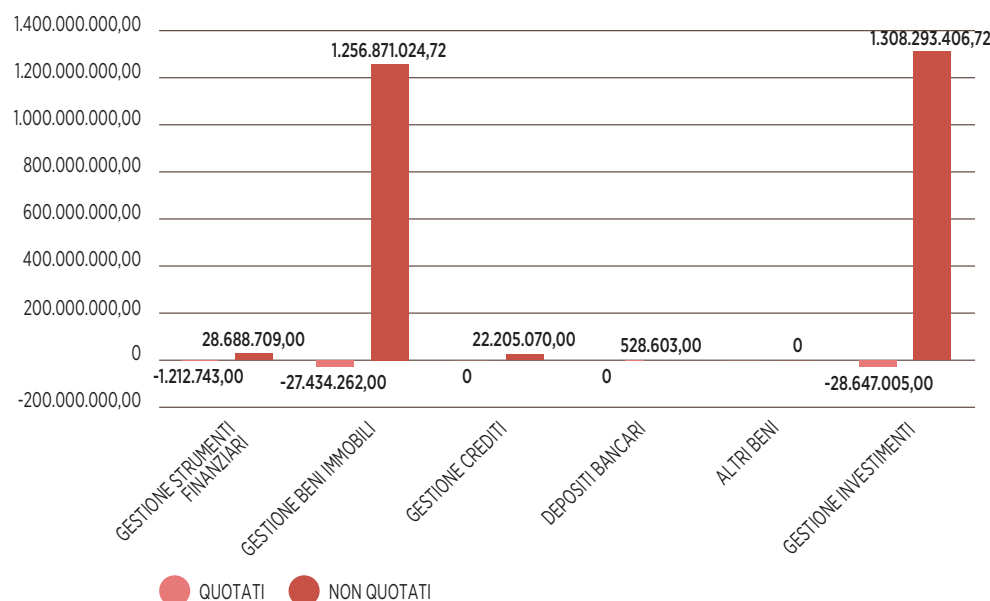
Dal punto di vista reddituale, il campione di fondi quotati oggetto di studio presenta una perdita pari a euro 37.494.133,00, in diminuzione rispetto al precedente risultato del 2023 dove si era realizzata una perdita di euro 45.465.750,00. Questa tendenza positiva è seguita anche dai fondi non quotati, i quali presentano un utile pari a euro 562.790.499,72 (in aumento rispetto ai 183.051.495,012 euro del 2023; il dato potrebbe anche essere spiegato dalla maggiore numerosità del campione rispetto all'anno precedente).

La gestione dei beni immobili fornisce un contributo positivo solo nel caso dei fondi non quotati, come accadeva già nel 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 e 2023 (con euro 1.245.871.024,72 di 320 fondi rispetto ai precedenti euro 459.922.510,82 registrati al 2023 in un campione di 128 fondi) mentre, nel caso dei fondi quotati, risulta negativa e pari a euro -27.434.262,00 (in aumento rispetto ai -43.867.369,00 euro del 2023, i fondi erano 9 nel 2021, 2 nel 2022 e 2023, e 5 nel 2024).

Il risultato della gestione crediti rimane nullo per i fondi quotati, come nel 2020, 2021, 2022 e 2023, mentre per i fondi non quotati aumenta, passando da euro 1.080.000,00 della scorsa rilevazione a euro 22.205.070,00 (ancora una volta il dato è spiegato dalla maggiore numerosità del campione). I depositi bancari sono nulli per i fondi quotati, così come nel 2023, mentre per i fondi non quotati il risultato registra un valore positivo pari a euro 528.603,00, in aumento rispetto ai 2.275,00 euro registrati nel 2023.

FIGURA 18:

Risultato gestione investimenti fondi quotati e non quotati



Il risultato della gestione relativa agli strumenti finanziari è positivo per i fondi non quotati, il cui valore è pari a euro 28.688.709,00 (era pari a euro 5.017.016,00 nel 2023). Per i fondi quotati, il valore è negativo, pari a euro -1.212.743,00 (risultato che segna un discostamento rispetto al 2023 in cui era positivo e pari a euro 862.113,00).

L'analisi conduce a un risultato intermedio della gestione degli investimenti negativo per i fondi quotati, di euro -28.647.005,00 (era euro -43.005.256,00 nel 2023). Al contrario, i fondi non quotati realizzano un risultato della gestione degli investimenti positivo, pari a euro 1.308.293.406,72 (era euro 466.021.801,00 nel 2023). La macro-voce "Altri beni" è nulla in entrambi i casi, come nell'anno precedente. Il dettaglio delle diverse gestioni è rappresentato graficamente in figura 18.

Il risultato relativo alla gestione cambi è nullo per i fondi quotati, mentre nel caso dei fondi non quotati è positivo per 2.699,00 euro (nella precedente rilevazione erano -72,00 euro). Gli oneri finanziari sono pari a euro -565.347.886,00 nei non quotati e -2.946.807,00 euro nei quotati (nel 2023 erano -216.548.210,70 euro per i primi e -13.459,00 euro per i secondi); il dato conduce a un risultato netto della gestione caratteristica pari a -31.593.812,00 euro per i fondi quotati ed euro 742.948.219,72 per i non quotati.

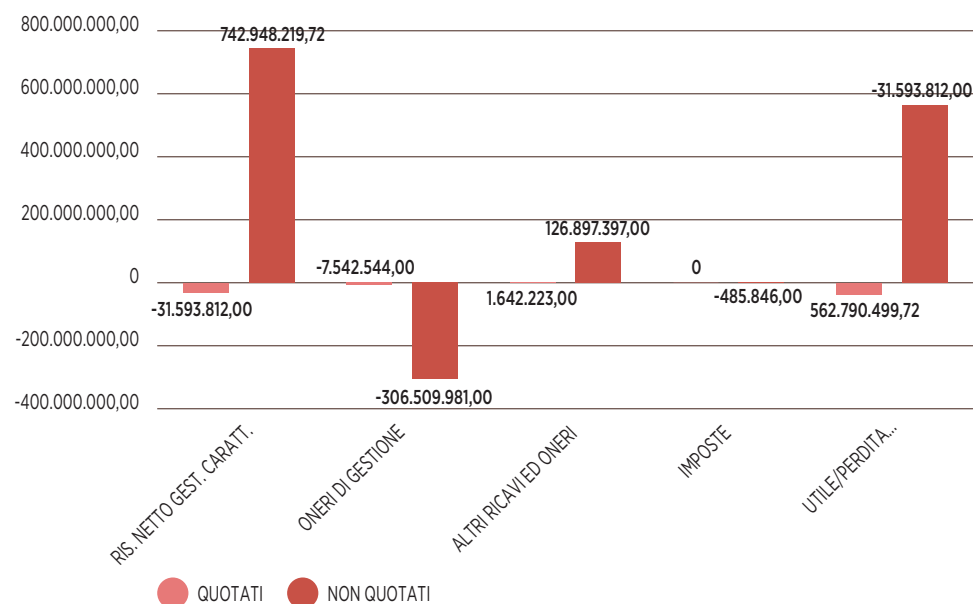
Per arrivare al risultato d'esercizio, al risultato netto della gestione caratteristica vengono sottratti gli oneri di gestione, pari a euro -306.509.981,00 (erano -101.136.220,00) per i non quotati ed euro -7.542.544,00 (erano -3.114.473,00 nel 2023) per i fondi quotati.

Successivamente, viene sommata la voce altri ricavi e oneri, positiva per entrambi, per i non quotati per euro 126.897.397,00 (era 34.714.245,00 euro nel 2023), mentre per i quotati e pari ad euro 1.642.223,00 (era 2.415.122,00 euro nel 2023).

Infine, si sottraggono imposte per euro -485.846,00 per i fondi non quotati. Il dettaglio dei risultati intermedi è mostrato nella seguente figura 20.

FIGURA 20:

Risultato di esercizio per fondi quotati e non quotati

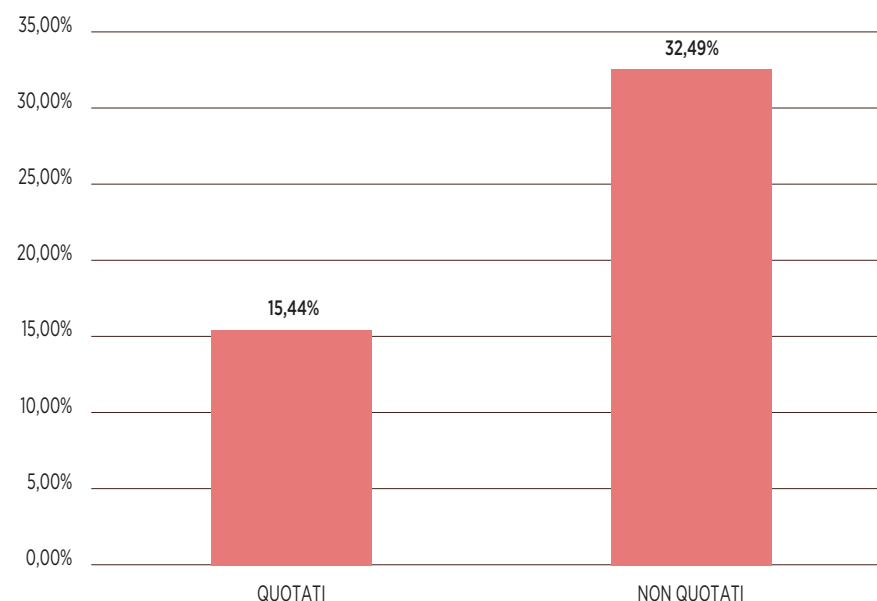


Una nota che viene tenuta in considerazione all'interno del monitor è l'incidenza di IMU e TASI¹: pari al 32,49% (era il 43,43% nel 2023) dell'utile per i fondi non quotati (figura 21) e al 15,44% (era il 10,5%) della perdita complessiva riportata dai fondi quotati. È possibile notare che c'è stato un forte decremento della quota di incidenza per i primi pari a -10,94% seguito da un incremento di circa +5 punti percentuali nell'incidenza per i secondi.

¹ Le due imposte citate sono espresse nella stessa voce di bilancio per molte SGR. Solo pochi fondi, all'interno del campione, IE esprimono separatamente. Per uniformità, si è preferito riportare il valore "complessivo".

FIGURA 21:

incidenza IMU e TASI su risultato economico di esercizio per fondi quotati e non quotati



3.2. Fondi ad apporto, a raccolta, misti

Per quanto riguarda il risultato di esercizio, la suddivisione per natura ha rilevato un utile nei due cluster a raccolta e misti. In merito, si rileva una perdita nei fondi ad apporto, così come evidenziato nell'anno precedente. In particolare, i fondi a raccolta e misti presentano un utile rispettivamente di 248.220.680,72 euro e 350.335.192,00 euro, mentre i fondi ad apporto presentano una perdita di 73.259.506,00 euro.

La gestione dei beni immobili presenta valori positivi per tutti e tre i fondi: a raccolta, ad apporto e misti; per i fondi a raccolta pari a euro 496.659.618,72 (era 307.499.756,82 nel 2023), per i fondi misti da 92.001.237,00 euro del 2023 è passata ad euro 697.971.524,00 e per i fondi ad apporto è pari a euro 34.805.620,00 (nel 2023 era pari a 16.554.148 euro).

La gestione crediti è positiva per tutti e tre le categorie di fondi: per quelli a raccolta è pari a euro 2.526.945,00, per i fondi ad apporto è pari a euro 18.598.125,00 e per quelli misti è pari a euro 1.080.000,00. Il risultato della gestione dei depositi bancari è positivo solo per i fondi misti il valore è pari a euro 528.603,00 (l'anno precedente era uguale euro 0,00), mentre il contributo della medesima gestione è pari a zero nei due restanti cluster ad apporto e a raccolta.

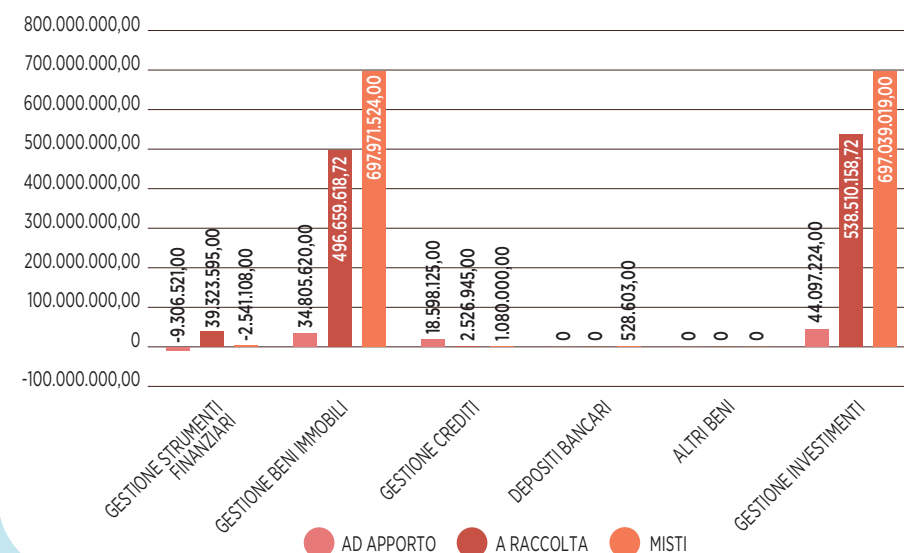
La gestione degli strumenti finanziari ha saldo positivo solo per fondi a raccolta. Il risultato maggiore viene detenuto dai fondi a raccolta, con un contributo pari a euro 39.323.595,00 (nel 2023 era pari a euro 1.669.279), seguiti dai fondi misti che registrano un -2.541.108,00

di euro (nel 2023 era euro 2.747.691), chiudono la classifica i fondi ad apporto, che passano da euro 1.146.231 a euro -9.306.521,00. Il contributo della posta "Altri beni" è nullo nei tre cluster.

Tutto ciò porta a un risultato della gestione degli investimenti positivo per tutti e tre i fondi: a raccolta (pari a euro 538.510.158,72), misti (pari a euro 697.039.019,00) e ad apporto (pari a euro 44.097.224,00). Si veda a tal proposito la figura 22.

FIGURA 22:

Risultato gestione investimenti per fondi a raccolta, ad apporto e misti

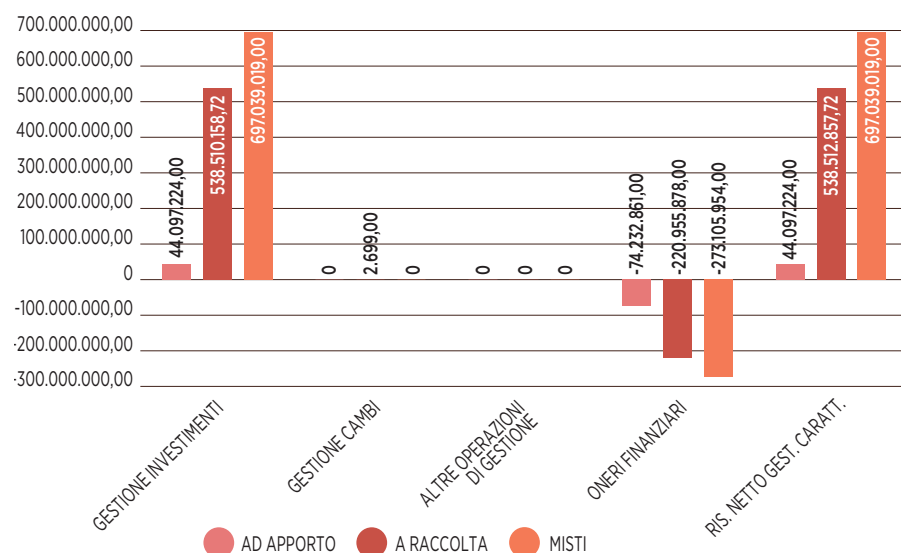


La gestione cambi è presente solo nei fondi a raccolta con un risultato che segue il trend positivo dell'anno precedente, passando da euro 72,00 a euro 2.699,00. I fondi ad apporto e misti seguono il trend dell'anno precedente, stabilizzandosi su un valore nullo. Gli oneri finanziari più significativi sono quelli dei fondi misti (euro -273.105.954,00), seguiti da quelli a raccolta (euro -220.955.878,00) e ad apporto (euro -74.232.861,00).

Ciò conduce a un risultato netto della gestione caratteristica pari a euro 317.556.979,72 per i fondi a raccolta, euro 423.933.065,00 per i fondi misti e a una perdita di euro -30.135.637,00 per i fondi ad apporto (figura 23).

FIGURA 23:

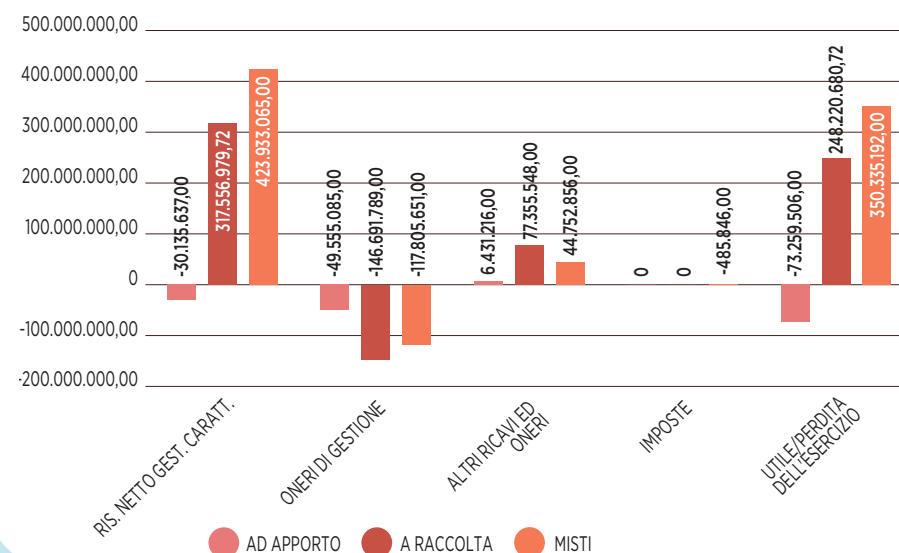
Risultato netto gestione caratteristica per fondi a raccolta, ad apporto e misti



Per arrivare al risultato d'esercizio, il risultato netto della gestione caratteristica viene ridotto/integrato dalle poste "oneri di gestione" e "altri ricavi ed oneri". I risultati sono pari a, nel caso dei fondi ad apporto, euro -49.555.085,00 ed euro 6.431.216,00; nel caso dei fondi a raccolta sono -7.146.691.548,00 e 77.355.548,00, mentre per i fondi misti ammontano a euro -117.805.651,00 ed euro 44.752.856,00. Le imposte sono pari a -485.846,00 nei fondi misti e nulle negli altri come mostra la figura 24.

FIGURA 24:

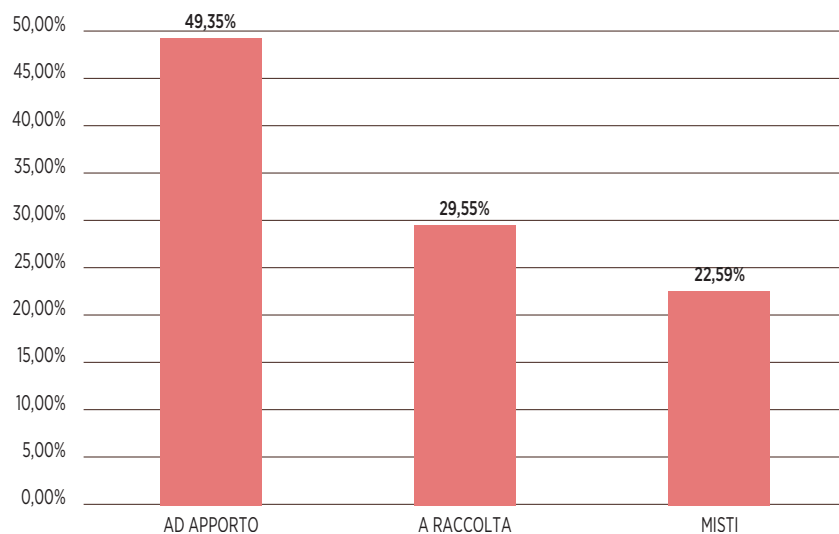
Risultato economico d'esercizio per fondi a raccolta, ad apporto e misti



Per il 2023, l'incidenza di IMU e TASI è stata pari a euro -73.338.966,00 per i fondi a raccolta, a -36.152.891,00 euro per quelli ad apporto e a -79.151.332 euro per i misti. In relazione al risultato di esercizio, IMU e TASI rappresentano, in valore assoluto, il 49,35% (fondi ad apporto), il 29,55% (fondi a raccolta) ed il 22,59% (fondi misti). Nel 2023, l'incidenza era pari, rispettivamente, a 27,58%, il 62,30% ed il 17,18% (in valore assoluto).

FIGURA 25:

Incidenza IMU e TASI su risultato economico di esercizio per fondi a raccolta, ad apporto e misti

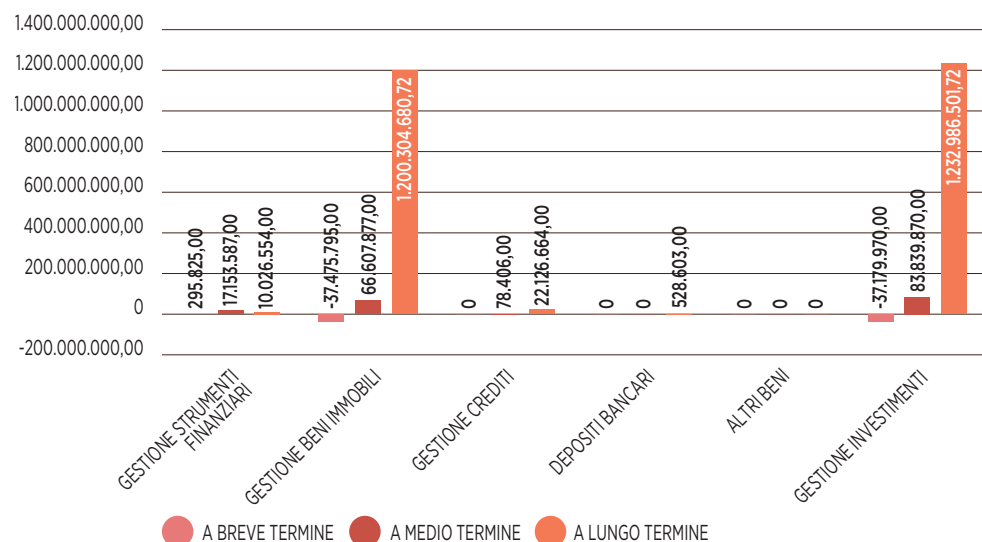


3.3. Fondi con scadenza a breve, medio e lungo termine

Dal punto di vista reddituale, i fondi a breve scadenza presenti nel campione (19) registrano una perdita pari a -55.070.314,00 euro (era pari a -14.839.779 euro nel 2023), quelli a medio termine (48) segnano una perdita di euro -22.175.922,00 (era pari a -26.088.722 euro nel monitor precedente), solo i fondi a lungo termine (258) registrano un utile di euro 602.542.602,72 (era 178.514.246,82 euro l'anno precedente).

FIGURA 30:

Risultato gestione investimenti per fondi a breve, media e lunga scadenza



La gestione dei beni immobili fornisce un contributo positivo in due dei tre casi. Nello specifico, essa è positiva per i fondi a lungo termine e pari a euro 1.200.304.680,72, a euro 66.607.877,00 per i fondi a medio termine e negativa per un valore pari a euro -37.475.795,00 per i fondi con scadenza a breve termine. La gestione crediti risulta positiva nei fondi a lungo termine (euro 22.126.664,00) e in quelli a medio termine (euro 78.406,00), mentre è nulla per i fondi a breve scadenza. Per quanto riguarda la gestione di depositi bancari, l'unica ad avere un valore non nullo è quella dei fondi a lungo termine, pari a euro 528.603,00 (seguendo il trend dell'anno precedente).

Il risultato della gestione relativa agli strumenti finanziari è positivo per tutte e tre le categorie: nei fondi a breve termine essa è pari a euro 295.825,00, per i fondi a medio termine è pari a euro 17.153.587,00 e per i fondi a lungo termine è pari a euro 10.026.554,00. La voce altri beni è nulla per tutti i cluster analizzati, in linea con i precedenti monitor del 2022 e del 2023.

L'analisi conduce a un risultato negativo della gestione investimenti di euro -37.179.970,00 per il cluster a breve termine, positivo per il secondo cluster (medio termine), pari a euro 83.839.870,00 e, infine, positivo è anche il cluster a lungo termine di euro 1.232.984.315,00. I risultati si discostano in maniera significativa rispetto a quelli dell'anno precedente, pari rispettivamente a -12.282.488,00 euro, 75.681.372,00 euro ed euro 359.617.661,82, a causa della diversa numerosità campionaria. Si noti in particolare che viene comunque seguita la tendenza positiva per i cluster a medio e lungo termine e negativo per i fondi a breve termine. Per il risultato si rimanda alla figura 30.

Il risultato relativo alla gestione cambi è nullo nel caso dei fondi a medio termine, negativo per un valore di euro -2.186,00 in quelli a lungo termine e positivo per i fondi a breve termine per un valore pari a 4.885,00. Gli oneri finanziari, pari a euro -12.724.666,00 nel caso dei fondi a breve, a euro -73.025.146,00 nel caso dei fondi a medio termine e a euro -482.544.881,00 nel caso dei fondi a lungo termine; i dati conducono a un risultato netto della gestione caratteristica pari a -49.899.751,00 euro per i fondi a breve scadenza, a 10.814.724,00 euro per quelli a media scadenza e a 750.439.434,72 euro per quelli a lunga scadenza (figura 31).

Per arrivare al risultato d'esercizio, il risultato netto della gestione caratteristica viene ridotto di oneri di gestione e ridotto/aumentato dalla voce altri ricavi e oneri. Nei fondi a breve scadenza le voci sono pari,

rispettivamente, a -15.811.456,00 euro e 10.640.893,00 euro; nei fondi a media scadenza l'importo è pari a -37.034.214,00 euro e 4.043.568,00 euro; nei fondi a lungo termine ammontano a -261.206.855,00 euro e 113.855.159,00 euro.

Nel 2024, le imposte sono pari a 0,00 per i fondi a breve e media scadenza, mentre per i fondi a lunga scadenza sono pari a -485.846,00 euro. I dettagli dei risultati intermedi e delle macro-voci sono riportati in figura 32.

Nel 2024 si rileva un utile d'esercizio unicamente per il cluster di fondi a lungo termine pari a euro 602.542.602,72. Seguono risultati in perdita i fondi a medio termine con euro -22.175.922,00 e chiudono i fondi a breve termine per euro -55.070.314,00.

FIGURA 31:

Risultato netto gestione caratteristica per fondi a breve, media e lunga scadenza

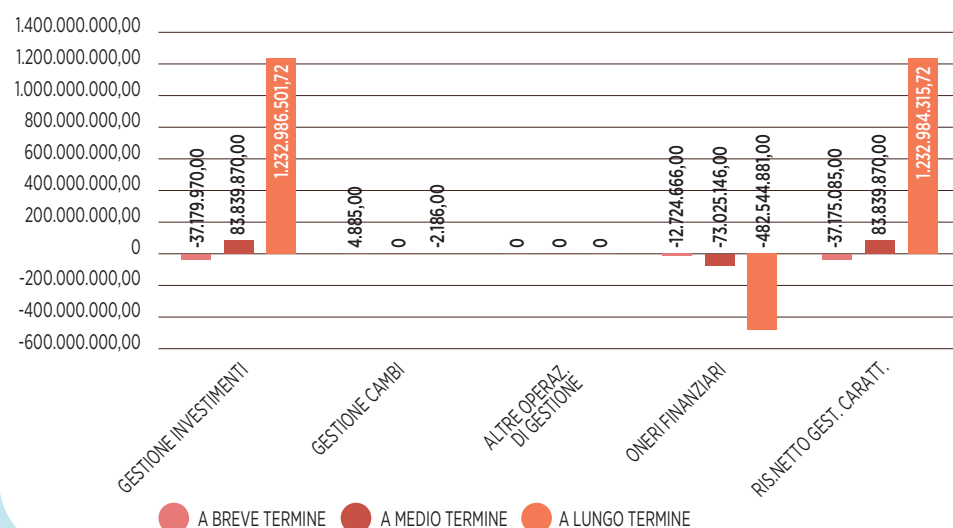
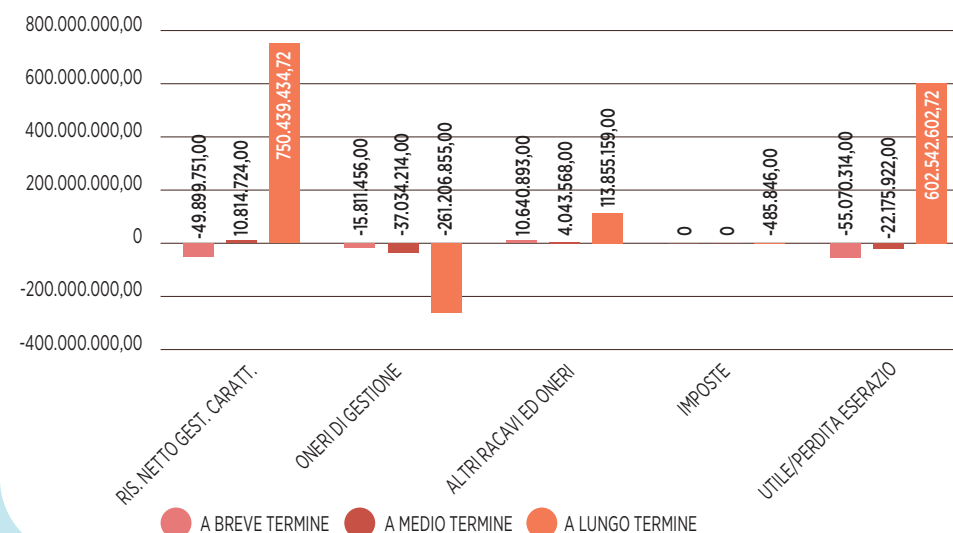


FIGURA 32:

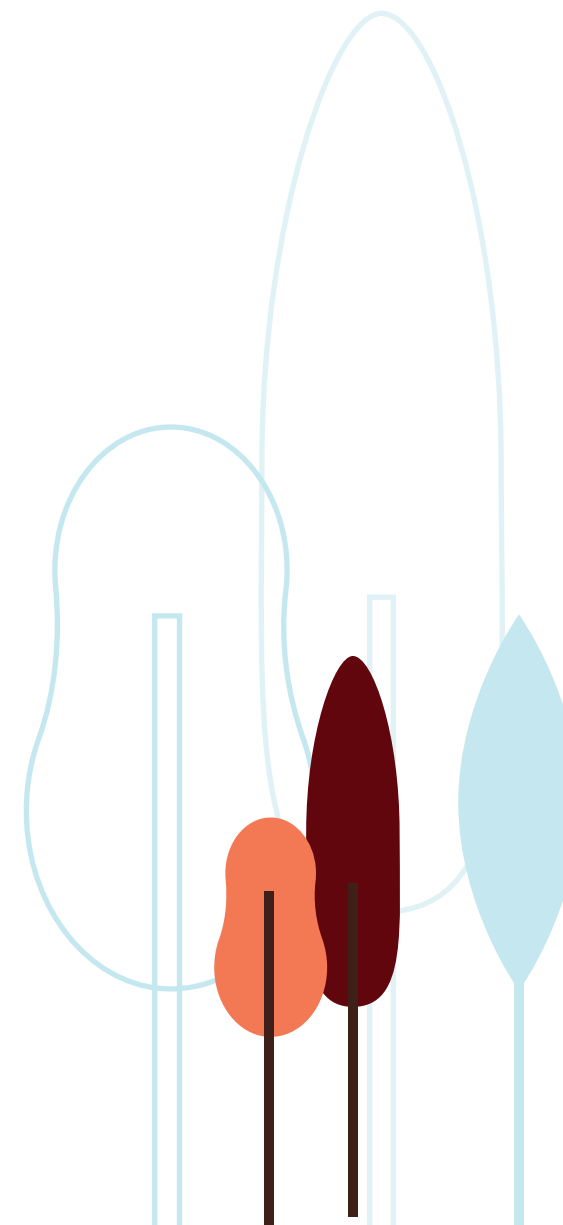
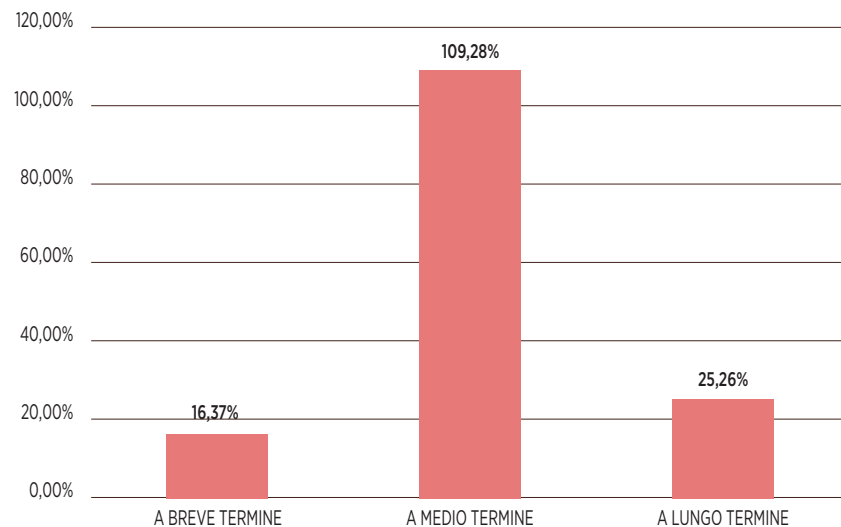
Risultato d'esercizio per fondi a breve, media e lunga scadenza



L'incidenza di IMU e TASI è pari a -12.183.586,00 euro (era -2.050.864 euro nel 2023) per i fondi a breve scadenza; a 24.234.570,00 euro (erano -29.335.634 euro) per quelli a media scadenza e a -152.225.033,00 euro (erano -51.980.310,19 euro) per quelli a lunga scadenza. Tali quote rappresentano il 16,37% del risultato d'esercizio per la prima tipologia di cluster analizzata (era 17,52% nel 2023), il 109,28% per la seconda (era il 112,45% nel 2023) e il 25,26% per la terza (era il 29,12% nel 2023). Si veda la figura 33.

FIGURA 33:

Incidenza IMU e TASI su risultato economico di esercizio per fondi a breve, media e lunga scadenza

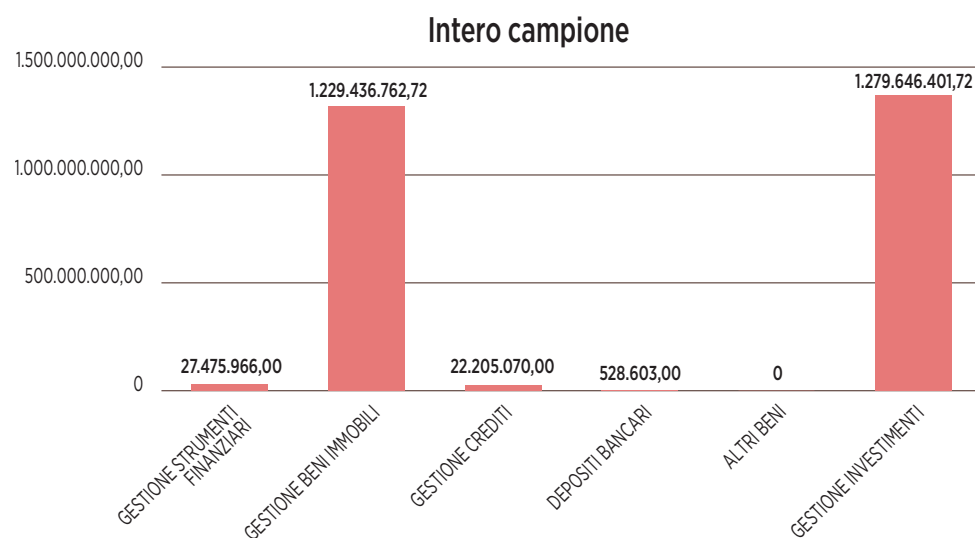


3.4. Evidenze dal campione

Il primo importante dato che emerge dall'osservazione della sezione reddituale dei rendiconti relativi ai fondi immobiliari presenti nel campione è il risultato economico d'esercizio positivo, pari a 525.296.366,72 euro; risulta un incremento rispetto alla precedente rilevazione, che registrava un utile pari a 137.585.745,12 euro (anche dovuto alla numerosità minore del campione).

FIGURA 34:

Formazione del risultato della gestione investimenti del campione



La gestione dei beni immobili fornisce un contributo positivo al risultato d'esercizio pari a 1.229.436.762,72 euro, in aumento rispetto al risultato registrato l'anno precedente in cui era pari a 416.055.141,82 euro.

Sono in aumento i contributi della gestione crediti, che passano da 1.080.000,00 euro a 22.205.070,00. I depositi bancari risultano pari a euro 528.603,00, in aumento rispetto all'anno precedente in cui erano pari a 2.275,00 euro nulli. Gli altri beni forniscono un contributo reddituale nullo, in linea con l'anno precedente. Il risultato della gestione relativa agli strumenti finanziari è positivo e in aumento rispetto alla precedente rilevazione. Il risultato è pari a 27.475.966,00 euro (5.879.129,00 euro nella rilevazione passata). Il risultato intermedio di gestione degli investimenti cresce, passando da 423.016.545,82 euro del 2023 a 1.279.646.401,72 euro del 2024, come da figura 34.



Il risultato relativo alla gestione cambi ammonta a euro 2.699,00, gli oneri finanziari sono pari a -568.294.693,00 euro. Tutto ciò conduce a un risultato netto della gestione caratteristica pari a 711.354.407,72 euro (figura 35). Dal grafico è visibile come la gestione degli investimenti (1.279.646.401,72 euro) sia inferiore rispetto al risultato netto della gestione caratteristica; la differenza che li separa è spiegata dalla gestione cambi e dagli oneri finanziari.

Per arrivare al risultato d'esercizio, il risultato netto della gestione caratteristica viene decurtato degli oneri di gestione per -314.052.525,00 euro e aumentato dalla posta "altri ricavi e oneri", positiva per 128.539.620,00 euro. Da tale risultato si sottraggono le imposte per -485.846,00 euro, come mostrato in figura 36.

FIGURA 35:

Formazione del risultato netto della gestione caratteristica

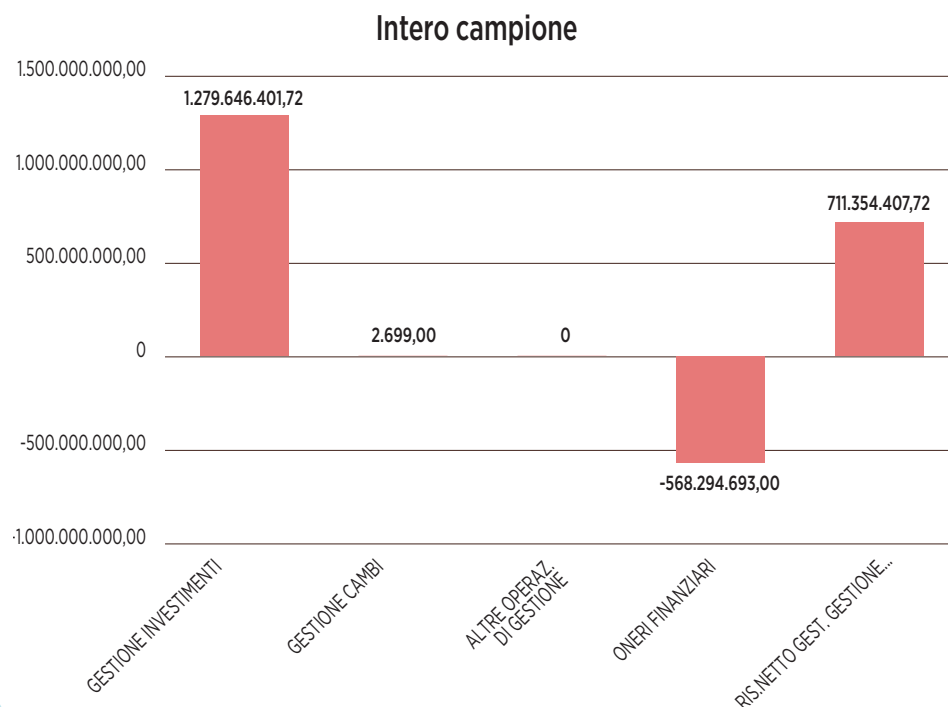
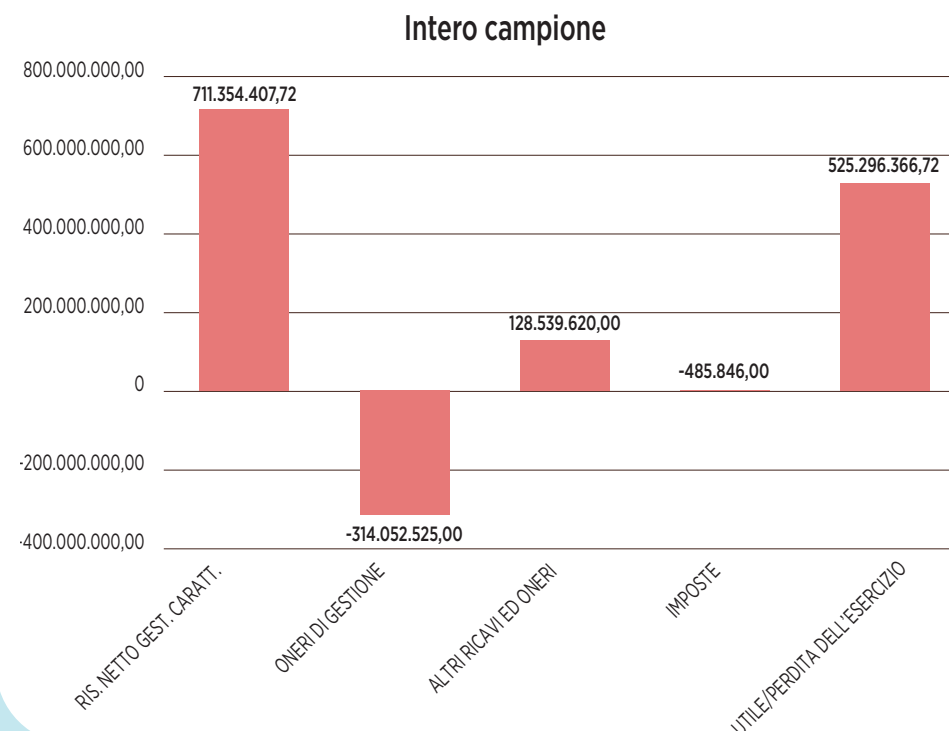


FIGURA 36:

Risultato d'esercizio del campione

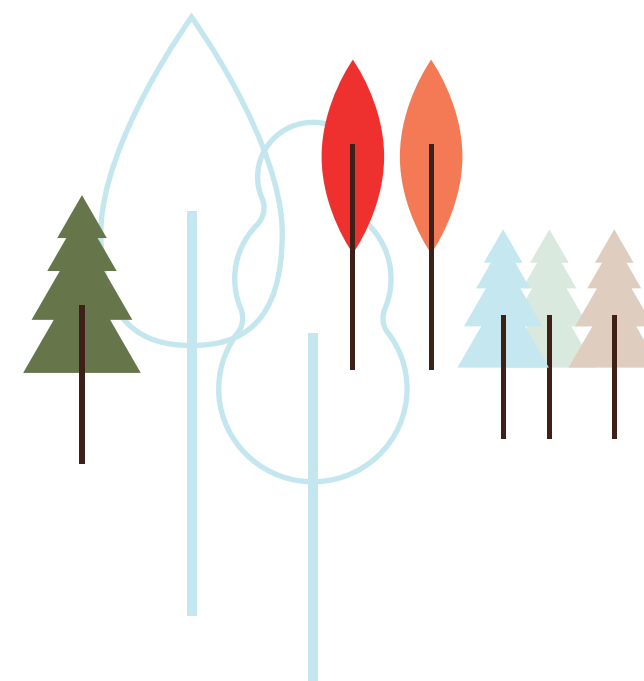
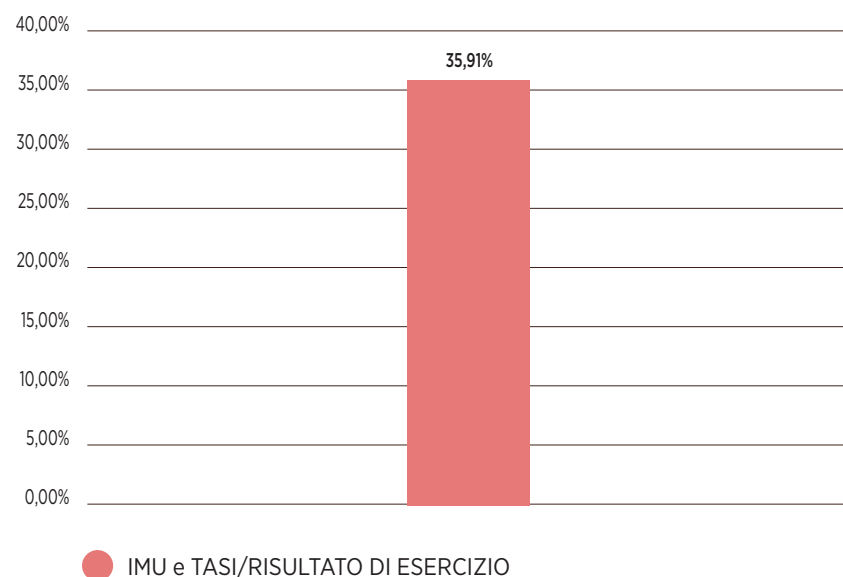


Una nota che anche nel corrente Monitor viene evidenziata è l'incidenza dell'IMU, tenendo presente che, dal rendiconto del 2014, molti fondi inseriscono in questa posta anche la TASI, ma senza separata indicazione. L'impatto di queste due imposte è collocabile all'interno del risultato della gestione dei beni immobili ed è, per il 2024, pari -188.643.189 euro (rispetto ai -5.530.570 euro del 2023 e rispetto ai -133.782.639 euro del 2022; come per gli altri risultati il dato viene in parte spiegato anche dalla diversa numerosità campionaria). Rappresentano il 35,91% dell'utile d'esercizio complessivo registrato nell'anno dal campione oggetto di osservazione, come mostra la figura 37, (era il 4,02% nel 2023,

il 9,65% nel 2022, il 12,28% nel 2021, il 28,78% nel 2020, il 10,49% nel 2019, il 37,70% nel 2018, il 39,34% nel 2017, 16,31% nel 2016, il 66,51% nel 2015, il 19,38% nel 2014, il 28,7% per il 2013 e il 21,53% nel 2012). Va comunque tenuto in considerazione che l'incidenza maggiore è detenuta dall'imposta comunale sugli immobili, pari a -159.666.978 euro.

FIGURA 37:

Incidenza IMU e TASI su risultato economico di esercizio del campione



4. Conclusioni

Il Ventitreesimo Monitor sulla Finanza Immobiliare fornisce:

un dato di verifica della composizione delle attività e alcune informazioni di *trend*;

2 un quadro reddituale del campione di fondi osservato;

Relativamente all'asset allocation, molti risultati indicati nelle precedenti edizioni del Monitor sono confermati, altri solo in parte. In generale, analizzando il campione dei 325 fondi considerati, si osserva un incremento degli investimenti immobiliari, (con alcune eccezioni). Il risultato è spiegato per la corrente analisi del 2024 dalla maggiore numerosità del campione rispetto al Monitor precedente. Come noto, la normativa prevede che i fondi immobiliari investano non meno dei due terzi del loro patrimonio complessivo in immobili, diritti reali immobiliari, partecipazioni in società immobiliari e quote di altri fondi immobiliari, anche esteri, secondo un criterio di prevalenza o di esclusività. Tuttavia, dall'analisi si evince come il campione di fondi immobiliari osservato detenga una percentuale di gran lunga più elevata rispetto al 66,67% minimo (pari al 86,62%). A tale voce fa seguito, per dimensioni, la quota destinata alla voce "strumenti finanziari", pari al 4,90% circa del totale attivo, in aumento rispetto alla quota detenuta nel 2023 pari al 3,61%; l'aumento della voce "posizione netta di liquidità" (pari a 4,39%) può essere spiegata più fenomeni come: vendita di immobili, minore distribuzione ai quotisti oppure da una quota di pagamenti minore destinata a imposte e debiti in essere. Segue per percentuale la posta altre attività (pari al 2,69%) sul totale attivo del campione.

Successivamente, si passa a esaminare la prima macro-voce che compone lo stato patrimoniale: A) Strumenti Finanziari. Entrando nella disamina dei vari gruppi di fondi considerati, nella composizione delle attività, i fondi non quotati continuano a rispecchiare in maniera abbastanza fedele la media del campione, in quanto in maggioranza rispetto al numero dei fondi quotati, che rappresentano solamente l'1,54% del campione. I fondi quotati si discostano dalla media del campione per un minor valore in percentuale dell'attivo degli investimenti in strumenti finanziari, principalmente composto da partecipazioni di controllo non quotate.

Nel cluster in cui sono presenti i fondi ad apporto, a raccolta e misti. In particolare, quelli a raccolta rispecchiano maggiormente la media del campione, avvicinandosi maggiormente per composizioni di: parti di O.I.C.R. non quotate (60,56%), partecipazioni di controllo non quotate (34,02%), titoli di debito non quotati (3,38%) e strumenti derivati (1,84%). I fondi misti e quelli ad apporto presentano le percentuali più basse della parte strettamente finanziaria. Di contro, i fondi misti registrano una percentuale di immobili maggiore rispetto al cluster dei fondi ad apporto e a raccolta, ma anche rispetto alla media del campione.

Nella classificazione tra fondi retail e riservati, i secondi rispecchiano efficacemente la composizione media del campione complessivo. In ogni caso, non differisce la classificazione per i quotati poiché i (5) fondi retail sono i fondi quotati (5). Tra i fondi quotati e non quotati, i primi si discostano dal dato medio, detenendo principalmente partecipazioni di controllo non quotate (71,20% rispetto alla media del campione di 25,12%).

Infine, tra i fondi analizzati secondo il criterio dell'orizzonte temporale, quelli a lungo termine sono i più rappresentativi della media relativa al totale del campione. In particolare, in percentuale essi detengono una

maggior quota di parti di O.I.C.R. non quotate (33,84% rispetto all'intero campione, che mostra un valore pari al 34,69% di strumenti derivati (1,68% rispetto alla media dell'intero campione di 1,95%) e di titoli di debito non quotati (40,56% rispetto alla media dell'intero campione di 37,63%); questo avviene a discapito di una riduzione di partecipazioni di controllo non quotate e di partecipazioni non di controllo non quotate. I fondi a breve determinano detengono la percentuale maggiore di partecipazioni di controllo non quotate (100%), mentre i fondi a medio termine sono composti per il 46,75% da partecipazioni di controllo non quotate, dal 46,64% da parti di O.I.C.R. non quotati e per la restante parte da strumenti derivati (5,53%) e parti di O.I.C.R. quotati (0,78%).

Con specifico riferimento agli investimenti dell'intero campione, come visto, una quota rilevante degli stessi è rappresentata da: titoli di debito non quotati (37,63%), seguiti dalle parti di O.I.C.R. non quotati (34,69%) e dalle partecipazioni di controllo non quotate (25,12%). Le quote sono maggiori in questi strumenti, specialmente per quanto riguarda le partecipazioni di controllo non quotate. Per ottenere una maggiore capacità gestionale e decisiva, i fondi mirano a gestire attivamente gli asset sottostanti per massimizzare i rendimenti, ma anche per beneficiare della possibile fiscalità ridotta.

Infine, tra i fondi analizzati secondo il criterio dell'orizzonte temporale, quelli a lungo termine sono i più rappresentativi della media relativa al totale del campione, con una quota di immobili e strumenti finanziari vicina a quanto rilevato per i 325 fondi analizzati. La parte immobiliare è in linea rispetto alla media nei fondi a breve e media scadenza. I fondi a breve e medio termine sono caratterizzati da alti livelli di liquidità. In particolare, il livello di posizione netta di liquidità più alto è detenuto dai fondi a breve termine (6,02%).

Infine, si considerano globalmente i successivi tipi di classificazione: B) Diritti immobiliari, C) Crediti, D) Depositi bancari, E) Altri beni, F) Posizione netta di liquidità e G) Altre attività. Nella classificazione, i fondi che si avvicinano maggiormente al dato medio sono quelli riservati e non quotati. Nella diversificazione per tipologia (a raccolta, apporto e misto) i fondi che appartengono al cluster "a raccolta" sono quelli che si avvicinano maggiormente ai dati della media del campione. Al contrario, la percentuale maggiore di immobili e diritti immobiliari, che supera anche la media del campione, è detenuta dai fondi misti (91,45%), a scapito di una quota minore della posizione netta di liquidità e altre attività. Per i fondi classificati per scadenza, sia i fondi a lunga scadenza che quelli a medio termine sono rappresentativi della media del campione. A loro volta, i fondi a medio detengono una maggiore quantità di immobili e diritti immobiliari e posizione netta di liquidità, mentre i fondi a lungo termine detengono una quota maggiore di crediti.

Dal punto di vista reddituale, il primo importante dato che emerge è il risultato economico d'esercizio positivo, come nella precedente rilevazione, pari a euro 525.296.366,72. Tale risultato è frutto del risultato positivo della gestione immobiliare. Analizzando le poste relative alla gestione immobili, il contributo positivo è dato dai canoni di locazione, a cui si va ad aggiungere la voce "utili da realizzo" (a cui fanno seguito le plusvalenze). L'incidenza di IMU e TASI sul risultato d'esercizio rappresenta un fattore di ostacolo alla redditività dei fondi.

Passando alla classificazione dei fondi, i fondi quotati conseguono un risultato negativo, in particolare una perdita pari euro -37.494.133,00, mentre i fondi non quotati registrano un risultato positivo, pari a 562.790.499,72, dovuto principalmente alla gestione dei beni immobili e alla gestione degli investimenti. Seguono il trend i fondi retail e riservati. Nello specifico, i fondi riservati mostrano un utile di esercizio partico-

larmente significativo, dovuto, per importanza, al risultato positivo della gestione beni immobili e alla gestione degli investimenti. I fondi retail registrano, anche in questa rilevazione, una perdita di esercizio: alla perdita contribuiscono in modo sostanziale gli oneri finanziari e gli oneri di gestione. I fondi a raccolta e misti presentano un utile di periodo: tra questi, i fondi misti mostrano il dato più rilevante. Per le tipologie di fondo ad apporto e misti, il risultato relativo alla gestione degli strumenti finanziari è negativo, mentre i fondi a raccolta mostrano un risultato della gestione degli strumenti finanziari positivo. Per quanto riguarda la gestione dei beni immobili, tutte e tre le tipologie di fondi mostrano risultati positivi (la più redditizia risulta quella dei fondi misti, con euro 697.971.524,00). Il risultato della gestione degli investimenti è anch'esso positivo per tutti i cluster. Nella classificazione dei fondi per scadenza, i fondi a breve e medio termine registrano perdite. Il contributo per l'intero campione è costituito, essenzialmente, dai fondi a lungo termine. Pesano sul risultato della gestione degli investimenti (negativo per i fondi a breve scadenza e positivo per i fondi a media scadenza) gli oneri finanziari, seguiti dagli oneri di gestione. La gestione dei beni immobiliari risulta positiva nei fondi a medio termine, ma soprattutto nei fondi a lungo termine. Si rafforza, quindi, il peso dei fondi a lungo termine, cioè gli unici con risultati maggiormente stabili nel tempo (seguendo il trend già emerso nella rilevazione precedente).





UNIVERSITÀ
DI PARMA

caceis
INVESTOR SERVICES