

## I PARTE - FONDI IMMOBILIARI E REIT IN EUROPA E NEL RESTO DEL MONDO

### 1. - INTRODUZIONE

*Strategie di gestione del rischio in contesti instabili. Ovvero, come affrontare questo momento?*

Il mondo economico internazionale, società e persone, sta affrontando un periodo prolungato in cui avvenimenti che storicamente avrebbero segnato, definito e indirizzato un intero ciclo, dalle guerre con ripercussioni globali, alle alleanze tra paesi a geometrie variabili, alle fusioni e ripermetrazioni di aziende di enormi dimensioni, al riordino del commercio internazionale, fino all'avvento della tecnologia più significativa dalla diffusione dei computer, sono diventati consuetudini che si succedono, le une alle altre, a ritmi veloci.

Questa modificazione strutturale delle fasi economiche ha investito in pieno anche il settore real estate e l'industria immobiliare nella sua totalità, tanto che nei primi mesi del 2025 i responsabili degli investimenti di grandi piattaforme globali avevano descritto il mercato immobiliare come una asset class in transizione verso un nuovo equilibrio. Dopo due anni segnati da un ritorno inatteso dell'inflazione, da rialzi dei tassi ai massimi da oltre un decennio e da un repricing in alcuni ambiti a doppia cifra, il 2025 è stato considerato l'inizio di un nuovo regime in cui il costo del capitale è rimasto più elevato rispetto al passato, la domanda è convogliata sugli immobili e sulle città più adatti ad affrontare le crisi e la qualità delle strategie di gestione ha fatto la differenza tra chi ha consolidato flussi economici e indebitamenti e chi ha perso posizioni nel mercato.

In questo scenario, la velocità di conoscenza, con assorbimento immediato e uso e consumo delle informazioni, è diventata pratica di decifrazione di ogni contesto e di ogni ambito. Le oscillazioni giornaliere sono analizzate come segnali di mutamenti duraturi, distorcendo non solo le previsioni ma anche le letture di lungo periodo.

Nel frattempo, la ricchezza si è concentrata nei beni, mobiliari e immobiliari, e ha premiato chi li possiede. Così, nel settore immobiliare, la maggior parte dei grandi investitori globali ha dichiarato di voler aumentare, non ridurre, l'esposizione al real estate nei prossimi dodici-diciotto mesi, pur adottando criteri di selezione più stringenti rispetto al ciclo precedente. E, nel 2025, il patrimonio complessivo riconducibile a fondi quotati, fondi non quotati e reit ha raggiunto il valore globale 5.110 miliardi di euro, con un incremento del 6,2 per cento rispetto all'anno precedente.

Se questa è la qualità vincente e riconosciuta del mercato immobiliare, offrire opportunità di investimento solide e redditizie, nonostante le fluttuazioni economiche e le sfide del settore, garantendo al tempo stesso stabilità e potenziale di crescita, va considerato che, *nei suoi momenti migliori, l'investimento a lungo termine compie una sorta di miracolo civico*, grazie a una ciclicità di lungo periodo che collega persone, amministrazioni, Paesi, finanza, aziende e sviluppo.

Ne discende che le scelte di investimento, anche personali, sono particolarmente importanti in questo momento, momento in cui, contemporaneamente, molte economie stanno ridefinendo le proprie strategie industriali. L'Europa sta costruendo una filiera della difesa più autonoma, rafforzando capacità produttive, ricerca e integrazione tra industria civile e militare. I principali Paesi emergenti, dall'Asia al Medio Oriente e all'America Latina, stanno investendo per aumentare la produzione di energia domestica, diversificando le fonti, potenziando le infrastrutture di rete e riducendo la dipendenza da fornitori esteri. Gli Stati Uniti puntano a ricostruire la base manifatturiera interna, in particolare nei comparti considerati strategici dei semiconduttori, tecnologie digitali, transizione energetica, attraverso incentivi fiscali, programmi di sostegno agli investimenti e politiche di reshoring. In altre aree del mondo, dalla Corea del Sud al Giappone,

fino ad alcune economie del Golfo, gli sforzi si concentrano sul consolidamento di filiere tecnologiche e logistiche proprie, con investimenti mirati in infrastrutture, porti, corridoi commerciali e poli di innovazione.

Con modalità diverse, i Paesi sembrano essere disposti ad accettare costi più elevati nel breve periodo per ridurre la dipendenza esterna su alcuni settori chiave e per rafforzare la propria capacità industriale, vincolare posti di lavoro e investimenti sul territorio e garantire un maggiore controllo sulle infrastrutture e sui servizi strategici. Questo processo incide direttamente anche sui mercati immobiliari, perché orienta la domanda verso nuovi poli logistici, nel senso di infrastruttura, e tecnologici, legati ai centri della produzione, e modifica gli indirizzi, qualitativi e fisici, degli investimenti in costruito.

Il caso più evidente di questa trasformazione riguarda l'espansione dei data center e delle infrastrutture legate all'intelligenza artificiale. Nel 2024 i data center hanno assorbito circa quattrocento terawattora di elettricità, pari a poco più dell'1,5 per cento dei consumi mondiali, e le proiezioni basate sugli scenari energetici internazionali indicano che entro la fine del decennio il fabbisogno potrebbe più che raddoppiare, avvicinandosi ai livelli attuali di un grande Paese industriale. In alcuni mercati, come l'Irlanda, la domanda di energia dei data center si sta già avvicinando a quella delle famiglie, mettendo sotto pressione reti e sistemi di produzione e alimentando il dibattito su prezzi, sicurezza dell'approvvigionamento e uso delle risorse.

Per assicurare energia continua e a basse emissioni a questa nuova infrastruttura digitale, la discussione sta oltre a riguardare l'utilizzo di rinnovabili o la preferenza per il gas, include il ricorso a tecnologie nucleari avanzate, in particolare ai piccoli reattori modulari. Alcune grandi piattaforme tecnologiche stanno valutando accordi di lungo periodo con impianti esistenti o progetti dedicati, nella prospettiva di legare la crescita dei propri data center a fonti stabili e con un'impronta di carbonio più contenuta. È una tendenza ancora iniziale, con molti nodi aperti sul piano regolatorio, finanziario e sociale, con quest'ultimo in questo momento pubblico, anche se limitatamente reale, ago della bilancia, che conferma quanto il rapporto fra sviluppo digitale, infrastrutture energetiche e mercato immobiliare stia apportando modifiche strutturali al settore, dalle scelte di localizzazione alle modalità di investimento nel prossimo decennio.

Tutto sta avvenendo in anni complessi per le economie internazionali. Nel 2025 la ricchezza mondiale è continuata a evolversi a un ritmo moderato ma sorprendentemente positivo considerando la catena di turbamenti che ha caratterizzato la prima metà del decennio.

La crescita resta più bassa rispetto al ciclo precedente alla pandemia ma superiore alle attese formulate nei momenti più critici della crisi energetica e inflazionistica, con il Pil globale in aumento del 3,4 per cento nel 2025, dopo il 3,1 per cento del 2024, con una proiezione, in gran parte dipendente dal protrarsi o risolversi dei conflitti e delle ricadute sul commercio per il 2026, compresa tra il 3,1 e il 3,2 per cento.

Secondo lo scenario centrale delineato dal Fondo Monetario Internazionale nel World Economic Outlook di aprile 2026, la crescita delle economie avanzate si stabilizzerà intorno all'1,8 per cento annuo nel 2026, con i mercati emergenti e in via di sviluppo manterranno un ritmo vicino al quattro per cento, il che rafforzerà il loro peso relativo nella dinamica del Pil globale. Le revisioni rispetto alle previsioni formulate nel 2024 sono contenute ma significative in positivo, confermando la maggiore capacità di reazione dei Paesi rispetto al previsto, pur in un contesto di rischi che continuano a essere elevati.

Negli scorsi dodici mesi l'inflazione è diminuita attestandosi su livelli più contenuti nella maggior parte delle economie avanzate, pur mantenendosi, a livello globale, ancora superiore ai target delle Banche centrali. Nei Paesi avanzati il processo di disinflazione è stato più rapido con un riferimento tra il 2-2,5 per cento nel 2025, nelle economie emergenti la media del cinque per cento è dipesa da forti differenze regionali. In questo quadro, i temi di maggiore complessità riguardano la combinazione tra un'inflazione in discesa e un costo del capitale che resta più elevato rispetto al ciclo precedente, debito elevato e tassi reali positivi sono un vincolo forte per le politiche di bilancio in molte economie avanzate.

Nel 2025 l'economia statunitense ha continuato a crescere a un ritmo superiore alla media delle altre economie avanzate. La crescita del Pil si è mantenuta intorno al due per cento, sostenuta da un mercato del lavoro ancora robusto, con tassi di disoccupazione su livelli storicamente bassi e salari reali in ripresa, e da una domanda interna che ha tenuto nonostante il rialzo dei tassi e il rallentamento del credito. La combinazione fra crescita positiva, inflazione in rientro e tassi in fase di stabilizzazione ha consentito ai mercati finanziari di costruire un percorso graduale di normalizzazione, nonostante il debito pubblico in aumento. In questo contesto, il mercato immobiliare statunitense ha visto un raffreddamento più marcato nei comparti a maggiore intensità di capitale, in particolare alcuni segmenti degli uffici e dell'hospitality, mentre ha mantenuto una dinamica più favorevole nel residenziale in locazione, nella logistica e negli immobili legati all'innovazione tecnologica e alla sanità.

In Asia il quadro è più articolato. La Cina ha proseguito in un percorso di rallentamento strutturale, legato sia alla transizione del modello di crescita sia alle tensioni interne del settore immobiliare, dove l'eccesso di offerta, l'elevato indebitamento di alcuni operatori e i cambiamenti demografici hanno reso più complessa la gestione del ciclo. Le autorità hanno alternato misure di sostegno mirato a interventi di contenimento dei rischi, con risultati differenziati a seconda delle città e delle regioni. Al contrario, altre economie asiatiche, in particolare l'India e diversi Paesi dell'area sud-est, hanno mantenuto ritmi di espansione più elevati, con crescita del Pil ben superiore alla media globale, sostenuta da dinamiche demografiche favorevoli, investimenti infrastrutturali e processi di rilocalizzazione di attività produttive (crescita 2025 India più 7,5 per cento, Cina più cinque per cento, Paesi in sviluppo Asia più 5,5 per cento). In queste aree la domanda di spazi residenziali, logistici e produttivi ha continuato a crescere, pur in presenza di livelli di volatilità e di rischio politico più elevati rispetto alle economie avanzate.

Il Giappone si è collocato in una posizione peculiare rispetto alle altre economie industrializzate. Dopo un lungo periodo di inflazione molto bassa o negativa, il ritorno di una dinamica dei prezzi positiva ha consentito alla banca centrale di iniziare a rivedere, in modo graduale, le politiche ultra-espansive adottate negli anni precedenti. Il Pil è cresciuto a un ritmo moderato, 1,2 per cento con previsioni al ribasso per 2026 e 2027, il mercato del lavoro è rimasto teso con tassi di disoccupazione contenuti, ma la crescita potenziale si è confermata limitata e il debito pubblico su livelli molto elevati. In questo contesto, gli asset immobiliari giapponesi hanno suscitato un interesse rinnovato come strumento di diversificazione nei portafogli globali, in particolare nei segmenti residenziale e logistico, pur con rendimenti meno generosi rispetto ad altre aree.

Nelle economie emergenti dell'America Latina l'evoluzione è stata disomogenea. Alcune realtà dell'area andina e del Cono Sud, come Argentina, Paraguay, Uruguay e Perù, hanno beneficiato di condizioni relativamente favorevoli sul fronte delle materie prime, di politiche macroeconomiche più stabili e, in alcuni casi, di programmi di riforma che hanno contribuito a contenere l'inflazione e a mantenere tassi di crescita positivi. Altri grandi mercati, in particolare Brasile e Messico, hanno sperimentato una dinamica più lenta, frenata da tassi di interesse ancora elevati, margini fiscali più stretti e una domanda esterna meno vivace, con ripercussioni su valute, tassi e investimenti. Nei mercati immobiliari della regione, i segmenti legati alle infrastrutture, alla logistica e alle attività produttive hanno attirato maggiore attenzione, mentre il residenziale e il terziario hanno risentito della maggiore volatilità del reddito delle famiglie e delle imprese.

Guardata da giugno 2026, la geografia della crescita e dei mercati immobiliari restituisce quindi un quadro in cui gli Stati Uniti restano il principale riferimento fra le economie avanzate, l'Asia mostra un contrasto netto fra la fase di assestamento della Cina e la crescita di India e sud-est asiatico, il Giappone evolve lungo una traiettoria più graduale e l'America Latina procede per percorsi nazionali, con opportunità selettive ma profili di rischio molto elevati. Questo sfondo globale costituisce la base per interpretare le scelte di allocazione dei capitali nelle diverse aree e per collocare, nelle sezioni successive, la posizione dell'Europa e dell'Italia rispetto ai principali concorrenti.

In sintesi per i prossimi diciotto mesi, considerando una crescita globale stabilmente poco sopra il tre per cento, con un differenziale persistente tra economie avanzate ed emergenti, l'inflazione moderata ma

ballerina e mediamente posizionata su valori mediamente più elevati rispetto al decennio precedente, i tassi d'interesse e il costo del capitale in attesa delle decisioni delle Banche centrali, con criteri di selezione più rigorosi per gli investimenti, il quadro di riferimento per le decisioni di allocazione del capitale sarà molto modificato, in particolare per gli investimenti a lunga durata come quelli immobiliari.

All'interno di questo scenario globale, l'area euro presenta un profilo di crescita debole ma positiva. Il 2025 ha espresso un incremento del Pil di circa l'1,4 per cento, dopo lo 0,9 per cento del 2024, a cui farà seguito un ampliamento previsto all'1,1 per cento nel 2026 e all'1,2 per cento nel 2027. Le analisi confermano un quadro di sviluppo disomogeneo tra i principali Paesi dell'area. Dal lato della domanda, la componente interna di consumi e investimenti, in parte sostenuti dai programmi legati alla transizione energetica e digitale, resta il principale motore della crescita, mentre il contributo del commercio estero rimane debole a causa di una domanda globale meno dinamica e di un contesto commerciale più frammentato e complesso.

Sul fronte dei prezzi, l'inflazione dell'area euro ha confluato progressivamente verso il target del due per cento fissato da Bce (dato dicembre 2025), per poi tornare a crescere nei primi mesi dell'anno in corso (3,2 per cento maggio 2026). Le componenti energetiche contribuiscono in misura significativa alla fluttuazione dell'inflazione complessiva e in questo momento spingono con i servizi il tasso complessivo al rialzo, mentre è in diminuzione quella dei beni alimentari. Bce ha adottato un approccio prudente ma, alla data di redazione di questo rapporto, le decisioni per il prossimo futuro sembrano dipendere dagli esponenti più forti dei falchi e delle colombe e dalla loro forza persuasiva, e le indicazioni fanno propendere per un probabile rialzo dei tassi di venticinque punti base nella seduta dell'11 giugno, crescita graduale con l'obiettivo di assicurare il ritorno stabile dell'inflazione al target senza generare nuovi squilibri sui mercati finanziari.

Le condizioni del credito nell'area euro riflettono questa fase di transizione. Il costo medio dei finanziamenti alle imprese, pur in riduzione rispetto ai picchi raggiunti durante il ciclo di rialzo dei tassi, resta superiore di alcuni punti percentuali rispetto ai livelli precedenti il 2022, inducendo molte aziende a selezionare con maggiore attenzione i progetti di investimento. La crescita dei prestiti alle imprese rimane complessivamente moderata, con andamenti più dinamici in Francia e Spagna, più contenuti in Italia e molto bassi in Germania, come evidenziato dalle statistiche creditizie delle banche centrali nazionali. I mutui alle famiglie hanno mostrato segnali di ripresa soprattutto nei Paesi in cui il mercato del lavoro si mantiene solido e i redditi reali sono cresciuti, ma la domanda resta sensibile al livello dell'indebitamento e alle aspettative sui prezzi delle abitazioni.

In questo contesto, nel mondo, non solo in Europa, nel 2025 l'azione dei governi non si è tradotta in politiche evidenti e dirette di sostegno all'industria immobiliare, quanto in interventi selettivi su casa, infrastrutture e transizione energetica. I programmi di investimento pubblico, spesso legati a piani pluriennali o a fondi straordinari, hanno sostenuto soprattutto la domanda di infrastrutture materiali e digitali, e, a macchia di leopardo, l'edilizia pubblica e i progetti di rigenerazione urbana. Dall'altro lato gli strumenti fiscali e le garanzie sui mutui sono stati ricalibrati per orientare le risorse verso il miglioramento del patrimonio esistente e l'efficienza energetica.

In diverse economie avanzate ed emergenti, i sistemi fiscali e regolatori sono stati adattati per integrare obiettivi climatici e di sicurezza energetica, introducendo al tempo stesso vincoli e standard più stringenti per gli immobili meno efficienti, almeno teoricamente e come indirizzo generale. In altre aree, in particolare dove il settore immobiliare presentava squilibri accumulati negli anni precedenti, l'azione pubblica si è concentrata soprattutto sulla gestione dei rischi, dal rafforzamento di operatori in difficoltà, al completamento dei cantieri critici, alla moderazione degli effetti di eventuali fallimenti sul sistema finanziario. Nel complesso, le politiche del 2025 hanno inciso più sulla direzione e sulla qualità degli investimenti immobiliari che sul livello complessivo dell'attività, contribuendo a definire il quadro entro il quale, nel biennio 2026-2027, si collocano le scelte dei capitali privati nei diversi mercati, ma incidendo in maniera modesta sui volumi fisici ed economici.

In questo contesto, il sistema immobiliare gestito ha avviato e sta affrontando una fase di aggiustamento in cui sono cambiati i volumi di investimento, sono aumentati i rendimenti richiesti sugli immobili e si è reso necessario rivedere strutture finanziarie e portafogli in quasi tutte le tipologie di veicoli: fondi immobiliari non quotati, società immobiliari quotate, strumenti regolati a livello nazionale, oltre ai reit attivi sui mercati globali. Il 2025 ha segnato l'avvio di una ripresa selettiva, con una crescita dei volumi concentrata nei segmenti e nelle aree considerati più solidi dal punto di vista macroeconomico e regolatorio.

Le grandi piattaforme di investimento stanno allocando capitale all'immobiliare con un atteggiamento diverso rispetto al ciclo precedente. La domanda si concentra su portafogli in cui è possibile combinare flussi di reddito sicuri e ricorrenti, capacità di indicizzazione all'andamento dei prezzi e flessibilità gestionale. Fra le destinazioni privilegiate emergono il residenziale in locazione nelle sue diverse forme, le infrastrutture sociali e sanitarie, i data center, la nuova logistica e gli immobili a forte contenuto operativo. Uffici e retail tradizionali restano presenti nei portafogli con una variazione di peso degli elementi essenziali in atto da almeno un triennio ma oggi particolarmente evidente, dalla localizzazione, alla qualità degli spazi, alle caratteristiche di sostenibilità non solo ambientale.

Questa selettività si riflette anche nella domanda di strumenti. L'interesse per i fondi immobiliari non quotati e per i veicoli nazionali specializzati rimane elevato, con una preferenza per strategie capaci di lavorare sul patrimonio esistente più che per iniziative fortemente speculative. Le strategie core e core-plus concentrano gli sforzi sulla gestione attiva, sul controllo dei costi, sulla riduzione delle emissioni e sul miglioramento dell'efficienza energetica; le strategie value-add e opportunistiche vengono utilizzate per interventi mirati di riposizionamento e trasformazione. I veicoli quotati, dopo una fase in cui le quotazioni hanno scontato in anticipo il nuovo regime dei tassi, stanno progressivamente recuperando interesse come strumento di accesso liquido a portafogli diversificati, con rendimenti attesi che tornano competitivi rispetto ad altre forme di investimento.

L'esperienza degli ultimi anni ha riportato al centro il tema della struttura finanziaria dei veicoli. Il rialzo dei tassi e il costo più elevato del debito hanno rimesso in primo piano la leva di finanziamento, le scadenze del debito, la capacità di rifinanziamento e la qualità delle relazioni con il sistema bancario e con i mercati dei capitali. Nei mercati in cui la variazione dei prezzi è stata più marcata, la capacità di gestire in modo ordinato le scadenze e di mantenere margini di sicurezza sugli indici finanziari è diventata una condizione essenziale per continuare a raccogliere capitali. In parallelo, l'integrazione delle dimensioni ambientale, sociale e di governance nei mandati di gestione è passata da elemento distintivo a requisito minimo per una parte crescente degli investitori istituzionali.

Nel complesso, la fase che si apre nel biennio 2026-2027 è caratterizzata da un sistema immobiliare gestito che torna ad ampliarsi, ma con un perimetro modificato rispetto al passato. I capitali si concentrano sui mercati e sugli strumenti in grado di dimostrare, con dati e risultati, la tenuta dei flussi reddituali, la solidità delle strutture finanziarie e la coerenza con gli obiettivi di transizione energetica e digitale. All'interno di questo quadro, il peso relativo delle diverse famiglie di veicoli, fondi, società quotate, strumenti nazionali regolati, dipenderà meno dalla forma giuridica e più dalla capacità di interpretare il nuovo regime, traducendo un contesto di crescita moderata e costo del capitale più elevato in strategie di investimento che sappiano unire prudenza e visione di lungo periodo.

Nel 2025 il fatturato realizzato dai cinque principali Paesi europei è stato di 986,5 miliardi di euro, in crescita di 4,7 punti percentuali rispetto ai dodici mesi precedenti. Si stima un ulteriore consolidamento per il 2026, con volumi che superano i 1.138 miliardi di euro.

La Germania ha registrato nel 2025 una crescita del fatturato pari a 3,1 per cento, segnando una dinamica moderata e risultando, insieme alla Francia (più 2,8 per cento annuo), tra i mercati più deboli del continente. Per il 2026 le prospettive restano caute, con un'espansione attesa ancora contenuta, pari a più 3,4 per cento annuo, per un volume complessivo che si avvicina ai trecentotrentacinque miliardi di euro.

Nel confronto europeo, le economie del Sud Europa si confermano invece il principale motore di crescita. L'Italia si distingue con una performance particolarmente robusta, attesa in accelerazione nel 2026 a più 8,7 per cento, mentre la Spagna continua a sovraperformare, con una crescita di circa più otto per cento, dopo aver già registrato nel 2025 un incremento superiore ai nove punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Anche Francia e Regno Unito mostrano nel 2026 un miglioramento del quadro congiunturale, con un aumento del fatturato previsto superiore a quello osservato nel 2025, pur restando su livelli di crescita più contenuti rispetto ai mercati iberici e italiani.

In riferimento ai prezzi degli immobili per ogni comparto, sempre guardando ai dati relativi ai cinque Paesi, durante il 2025 l'unico risultato sotto l'uno per cento ha interessato il comparto residenziale in Gran Bretagna.

Residenziale, terziario e commerciale si confermano i tre segmenti più performanti, con una variazione annua rispettivamente del 5,5 per cento, 3,4 per cento e 3,3 per cento. Le previsioni per il 2026 restano improntate alla prudenza, ma mantengono un'impostazione complessivamente positiva, sostenute anche dall'attesa di un miglioramento del quadro finanziario e congiunturale.

Nel 2025 gli investimenti immobiliari commerciali in Europa hanno raggiunto i 244,5 miliardi di euro, sostenuti da un quarto trimestre particolarmente dinamico, con volumi pari a 88,3 miliardi di euro e una crescita del più diciassette per cento annuo. Nel complesso, il mercato evidenzia una crescita media di almeno il dieci per cento annuo, confermando un ritorno strutturale a condizioni di espansione.

Il segnale è chiaro: il 2025 ha segnato il definitivo rientro degli investimenti in territorio positivo, dopo una fase di contrazione. Il processo di riallocazione del capitale verso asset più resilienti è risultato evidente e trasversale ai principali mercati europei, riflettendo un progressivo ribilanciamento delle strategie di investimento. Negli ultimi anni, il settore immobiliare ha infatti attraversato una trasformazione significativa nell'allocazione degli asset, con una crescente selezione dei rischi e una maggiore enfasi su segmenti caratterizzati da stabilità dei cash flow e solidità dei fondamentali.

Negli ultimi anni il settore residenziale ha consolidato la propria leadership nel panorama immobiliare europeo. Nel 2025 ha raggiunto 53 miliardi di euro di investimenti, pari a una quota del 22 per cento, mantenendosi al primo posto davanti agli uffici, al diciannove per cento.

Per il 2026, il residenziale è atteso confermare il proprio ruolo dominante, mentre il comparto uffici potrebbe beneficiare di un progressivo miglioramento del sentiment macroeconomico, con segnali di stabilizzazione già visibili nei segmenti prime.

Hotel, sanità e, più recentemente, data center hanno registrato una crescita significativa, contribuendo a una più ampia diversificazione del mercato immobiliare, trend destinato a proseguire anche nel 2026. Il retail ha evidenziato un forte rimbalzo, raggiungendo 25,3 miliardi di euro, in crescita del più 18,5 per cento annuo, ai massimi dal 2016. Gli uffici prime mostrano segnali di normalizzazione, con investimenti in aumento del 13 per cento su base annua, mentre la logistica registra un lieve calo dei volumi pari a meno 2,6 per cento, riconducibile prevalentemente alla limitata disponibilità di prodotto più che a un indebolimento della domanda strutturale.

Il 2026 si apre quindi con prospettive complessivamente più solide e un contesto di mercato progressivamente più equilibrato. Nel 2026 il settore living si conferma il più attrattivo, sostenuto da una domanda strutturalmente superiore all'offerta e da una dinamica degli affitti ancora in crescita. I data center proseguono una fase di forte espansione, trainata dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale e dal crescente fabbisogno di infrastrutture digitali, con pressioni al rialzo sui valori immobiliari. La logistica resta in equilibrio, con offerta in riduzione e domanda occupier solida; la piena ripresa è attesa nel 2027, mentre il 2026 dovrebbe segnare un progressivo consolidamento del ciclo. Gli uffici prime continuano a beneficiare di un'elevata selettività degli investitori, con una chiara preferenza per asset centrali e di alta qualità. Nel 2025 circa il 75 per cento della domanda locativa si è concentrata in location prime, confermando il

persistere del “flight to quality”, atteso anche nel 2026. Nel retail, high street e centri commerciali prime evidenziano un miglioramento sostenuto dal recupero dei consumi e dal turismo, con prospettive di ulteriore compressione dei rendimenti nel 2026.

Lo squilibrio strutturale tra offerta abitativa e domanda continuerà a sostenere la crescita delle soluzioni residenziali alternative in Europa. Il mercato evidenzia un eccesso di abitazioni di grandi dimensioni e una carenza persistente di unità più piccole, con circa un terzo della popolazione Ue che vive in condizioni di sottoutilizzo degli spazi, quota che supera il cinquanta per cento in Paesi come Spagna e Paesi Bassi.

In questo contesto si rafforzano modelli abitativi flessibili, co-living e riconversioni da asset alternativi, come uffici e hotel. Le dinamiche di prezzo restano eterogenee: la Spagna guida la crescita con incrementi significativi, mentre il Regno Unito evidenzia un rallentamento, trainato dal calo marcato di Londra e delle principali aree centrali. In Italia, il 2025 conferma un ciclo positivo del residenziale, con aumento delle transazioni e crescita dei prezzi pari a circa il tre per cento nelle compravendite e circa il cinque per cento nelle locazioni.

La media dei cinque principali mercati europei evidenzia un incremento dei prezzi pari al 5,5 per cento. Il Regno Unito registra una lieve contrazione (meno 0,5 per cento), mentre tutti gli altri mercati mostrano variazioni positive: Francia (1,1 per cento), Germania (3,5 per cento) e Italia (3,1 per cento), infine la Spagna che si distingue per la crescita più marcata, pari al 14,4 per cento.

La domanda di spazi ufficio nell'area Emea è influenzata da driver eterogenei, tra cui lavoro ibrido, politiche di ritorno in ufficio, competizione per i talenti e crescente adozione dell'intelligenza artificiale. In questo contesto, i comportamenti degli occupier risultano divergenti: alcune aziende riducono gli spazi, altre si espandono, mentre molte procedono al rinnovo dei contratti in fase di revisione delle proprie esigenze immobiliari.

Questi segnali si riflettono in una ripresa ancora disomogenea dell'assorbimento. Nel quarto trimestre 2025, l'assorbimento su base annua a dodici mesi è aumentato dello 0,5 per cento, con una crescita trimestrale dell'1,2 per cento, segnando un lieve miglioramento della media quinquennale dopo la debolezza dei trimestri precedenti.

Nel complesso la dinamica resta eterogenea: circa il 55 per cento dei mercati Emea ha registrato un incremento dell'assorbimento annuo, mentre il restante 45 per cento ha evidenziato una contrazione, confermando una fase di ripresa selettiva e non uniforme.

La media dei cinque principali Paesi registra un incremento dei prezzi del 3,4 per cento. In campo positivo le cinque big europee con Spagna e Uk in testa, rispettivamente a 5,3 per cento e 4,3 per cento.

Il processo di espansione dei retailer in Europa prosegue, sempre più guidato dall'utilizzo dei dati nella selezione delle location strategiche. Le strategie prevalenti restano di tipo geografico e urbano, con le città che concentrano meno aperture ma di maggiore rilevanza qualitativa.

Il negozio fisico assume un ruolo crescente come spazio esperienziale del brand, supportato da investimenti in design e customer experience. Nel 2025 gli investimenti retail hanno raggiunto circa quaranta miliardi di euro, in crescita del 26,5 per cento rispetto al 2024, nonostante le contrazioni in Germania (meno nove per cento) e Regno Unito (meno 12,5 per cento). Per il 2026 è attesa un'ulteriore crescita di circa il sedici per cento, fino a poco sotto i 45 miliardi di euro, sostenuta da condizioni finanziarie più favorevoli e dal rafforzamento dei mercati del Sud Europa, oltre al recupero di Germania e Regno Unito. In questo contesto si prevede una graduale compressione dei rendimenti nei principali segmenti retail, sostenuta dal miglioramento della domanda occupier e dal ritorno della liquidità degli investitori.

Nel quarto trimestre 2025 l'attività di investimento nella logistica europea è risultata in forte accelerazione, con volumi pari a 13,6 miliardi di euro, in aumento del quaranta per cento rispetto al trimestre precedente e in linea con lo stesso periodo dell'anno precedente. Il totale annuo ha raggiunto 43,2 miliardi di euro, in crescita del tre per cento su base annua. Nel 2025 il mercato logistico europeo ha consolidato una fase di

normalizzazione dopo il rallentamento del biennio precedente. L'attività locativa è rimasta selettiva, l'offerta si è progressivamente ridotta e gli investimenti hanno mostrato maggiore continuità, pur mantenendosi al di sotto dei picchi registrati nel ciclo espansivo precedente.

Il mercato occupier conferma un trend di recupero strutturale: il take-up logistico europeo è in crescita costante dal minimo ciclico di due anni fa e, a fine 2025, ha superato la media quinquennale, con un aumento del 36,6 per cento su base annua e del 18,3 per cento su base semestrale.

La domanda continua a essere sostenuta da driver strutturali di lungo periodo, quali la riorganizzazione delle catene di approvvigionamento, l'espansione dell'e-commerce, lo sviluppo della logistica urbana e la crescente esigenza di resilienza operativa. Tuttavia, una parte significativa dell'attività registrata nel 2025 è stata determinata da processi di consolidamento e riallocazione degli spazi esistenti, più che da nuova domanda netta.

La ripresa risulta sempre più diffusa a livello Emea, con circa il 68 per cento dei mercati in crescita, rispetto al 54 per cento dell'anno precedente. Nel complesso, i fondamentali del settore restano solidi e confermano la resilienza del comparto, seppur in un contesto caratterizzato da marcate differenze tra mercati, localizzazioni e qualità degli immobili. Per il 2026 si prevede un graduale rafforzamento dell'attività, sostenuto dalla persistente domanda per asset moderni, efficienti e ben posizionati.

Nel 2025 il patrimonio complessivo riconducibile a fondi quotati, fondi non quotati e reit ha proseguito il proprio percorso di crescita, raggiungendo a livello globale 5.110 miliardi di euro, con un incremento del 6,2 per cento rispetto all'anno precedente. La composizione del mercato è rimasta sostanzialmente stabile, confermando la netta prevalenza dei reit, che concentrano circa il 76 per cento del patrimonio complessivo, a testimonianza del loro ruolo centrale nell'industria immobiliare indiretta a livello internazionale.

Tra i fondi immobiliari, i quotati rappresentano nel mondo meno del due per cento dei veicoli di investimento immobiliare, mentre continua a consolidarsi la quota di mercato dei fondi non quotati, attestatasi oltre il ventidue per cento (in crescita sia come peso sul totale sia come valore di circa sessantadue miliardi di euro).

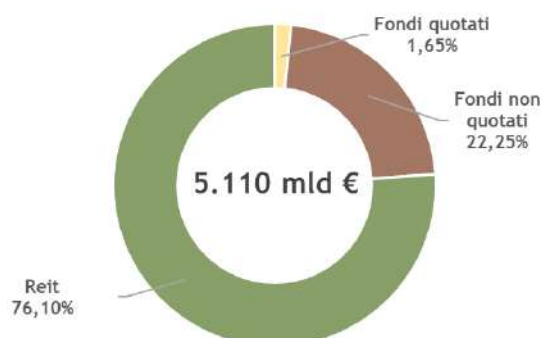
Nel 2025 la fase espansiva dei veicoli del vecchio continente rallenta sebbene siano cresciuti numericamente e in termini di patrimonio. Complessivamente sono operativi 2.478 fondi e 283 reit, con un patrimonio complessivo pari a 1.730 miliardi di euro (4,9 punti percentuali di incremento). Il peso dei veicoli europei sul patrimonio complessivo nel mondo diminuisce in termini percentuali e si attesta a circa il 34 per cento, ma cresce in volume e conferma il ciclo positivo degli ultimi anni. I reit europei rappresentano il 33,5 per cento (580 miliardi di euro) del patrimonio totale gestito nel vecchio continente, mentre il mercato continua a essere guidato dai fondi non quotati, che pesano oltre 64 per cento e rappresentano circa un quarto del patrimonio globale.

Il patrimonio dei fondi immobiliari continua a concentrarsi prevalentemente su strategie core e core-plus, orientate verso asset caratterizzati da elevati livelli di occupazione, flussi reddituali stabili e contratti di lungo periodo. Cresce l'interesse per operazioni value-add, finalizzate alla riqualificazione e al riposizionamento di immobili con potenziale di creazione di valore. In un mercato sempre più selettivo, la capacità di generare performance dipende tuttavia non solo dalla qualità della localizzazione, ma anche dagli standard Esg, dall'efficienza energetica e dalla resilienza dei flussi di cassa nel lungo termine.

Il presente Rapporto esamina il sistema dei reit e delle principali tipologie di fondi immobiliari operanti nei mercati europei più rilevanti. Oltre agli otto Paesi tradizionalmente inclusi nell'analisi - Francia, Germania, Regno Unito, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna, Svizzera e Italia - questa edizione amplia il perimetro di osservazione ai fondi immobiliari della Polonia. Per quanto riguarda il comparto dei reit, l'analisi è stata estesa anche a Portogallo, Bulgaria e Germania. Reit e fondi immobiliari sono trattati in capitoli distinti, in considerazione delle profonde differenze che caratterizzano i due strumenti sotto il profilo normativo, operativo e finanziario. Tali peculiarità rendono infatti solo parzialmente comparabili i dati e le metriche di riferimento, rendendo opportuno un approccio analitico separato.

**TAV. 1 - ASSET ALLOCATION TOTALE DI FONDI IMMOBILIARI E REIT NEL MONDO - ANNO 2025**

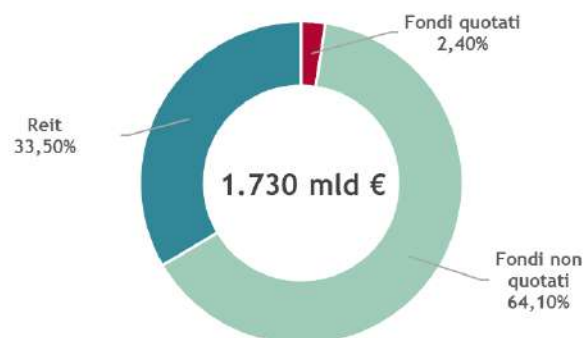
Patrimonio totale: 5.510 miliardi di euro



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 2 - ASSET ALLOCATION TOTALE DI FONDI IMMOBILIARI E REIT IN EUROPA - ANNO 2025**

Patrimonio totale: 1.730 miliardi di euro



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

## 2. - I FONDI IMMOBILIARI IN EUROPA

### 2.1. - ANDAMENTO E PROSPETTIVE

Le prospettive per il 2026 si inseriscono in uno scenario di consolidamento del mercato e maggiore selettività da parte degli operatori. Il contesto macroeconomico continua, infatti, a presentare elementi di complessità: l'inflazione si è dimostrata più persistente delle attese e la Federal Reserve ha mantenuto un orientamento prudente, confermando una politica monetaria "higher for longer", con tassi Fed Funds stabilmente compresi tra il 3,5 per cento e il 3,75 per cento per più riunioni consecutive.

A ciò si aggiunge un quadro geopolitico sempre più incerto, aggravato dalle tensioni in Medio Oriente, che hanno contribuito a indebolire ulteriormente l'economia globale e a riaccendere le pressioni inflazionistiche sia nell'area euro sia negli Stati Uniti a partire dal mese di marzo.

Nel 2025 il fatturato realizzato dai cinque principali Paesi europei è stato di 986,5 miliardi di euro, in crescita di 4,7 punti percentuali rispetto ai dodici mesi precedenti. Si stima un ulteriore consolidamento per il 2026 con volumi che superano i 1.138 miliardi di euro.

La Germania continua a rappresentare circa un terzo dei volumi complessivi con 324 miliardi di euro; si conferma al secondo posto la Francia con 220 miliardi di euro.

Nel 2025 la crescita maggiore è stata registrata dalla Spagna (9,2 per cento), seguita dall'Italia (7,1 per cento); i loro fatturati ammontano rispettivamente a 127,8 e 162,7 miliardi di euro. Le stime per il 2026 sono di una crescita diffusa oltre il cinque per cento, ad eccezione della Germania con il 3,4 per cento e la Francia con il 4,1 per cento.

La Spagna si conferma il mercato immobiliare più dinamico tra le principali economie europee. Il comparto residenziale registra una crescita eccezionale dei valori pari al 14,4 per cento nel 2025, pur con una fisiologica normalizzazione attesa nel 2026 (sette per cento). Positiva anche la performance degli uffici, in aumento del 5,3 per cento nel 2025 e prevista in ulteriore rafforzamento al 5,5 per cento nel 2026. Più contenuta la crescita della logistica (2,1 per cento nel 2025 e 1,9 per cento nel 2026), mentre il comparto commerciale continua a beneficiare della ripresa dei consumi e del turismo, con incrementi del 6,3 per cento e del 4,8 per cento rispettivamente nei due anni.

La Germania conferma un quadro di crescita diffusa in tutti i principali comparti immobiliari, pur mantenendo ritmi più moderati rispetto ad altri mercati europei. Il settore residenziale si conferma il più dinamico, con un incremento dei valori del 3,5 per cento nel 2025 e una previsione di ulteriore accelerazione al quattro per cento nel 2026, a conferma del progressivo recupero successivo alla fase correttiva degli anni precedenti. Positivi anche gli uffici, che registrano una crescita del 2,1 per cento nel 2025 e sono attesi in rafforzamento al 3,6 per cento nel 2026, sostenuti dalla domanda per immobili prime e di elevata qualità. La logistica mantiene una dinamica solida e stabile, con valori in aumento del 3,2 per cento nel 2025 e del 3,3 per cento nel 2026, confermando la resilienza del comparto. Più contenuta la crescita del settore commerciale, pari al 2,8 per cento nel 2025, con una moderata decelerazione prevista nel 2026 (2,2 per cento), pur rimanendo in territorio positivo.

Il mercato immobiliare britannico evidenzia un quadro in progressivo miglioramento. Dopo la lieve contrazione del 0,5 per cento registrata dal residenziale nel 2025, il comparto è atteso tornare in territorio positivo nel 2026 con una crescita del quattro per cento. Gli uffici mostrano una dinamica robusta (4,3 per cento nel 2025), pur con una moderata normalizzazione prevista nel 2026 (3,3 per cento). Anche la logistica mantiene un andamento positivo, con una crescita del 3,7 per cento nel 2025 e del 2,4 per cento nel 2026. Più stabile il comparto commerciale, atteso in lieve accelerazione dal 2,2 per cento al 2,5 per cento.

La Francia conferma una fase di recupero graduale e diffusa nei principali segmenti immobiliari. Il mercato residenziale continua a beneficiare di un progressivo miglioramento delle condizioni finanziarie, con una crescita prevista del quattro per cento nel 2025 e del 4,5 per cento nel 2026. Gli uffici mostrano segnali di rafforzamento, sostenuti dalla domanda per asset prime e di elevata qualità, mentre la logistica continua a beneficiare di fondamentali solidi. Anche il comparto commerciale mantiene una dinamica positiva, favorita dalla stabilizzazione dei consumi e dal progressivo ritorno degli investitori verso gli asset retail di maggiore qualità.

Il mercato immobiliare italiano prosegue il percorso di crescita avviato negli ultimi anni, con performance positive in tutti i principali comparti. Il residenziale registra un incremento del 3,1 per cento nel 2025, con un'accelerazione prevista al 4,2 per cento nel 2026. Più moderata la crescita degli uffici (1,5 per cento nel 2025 e due per cento nel 2026), sostenuta principalmente dagli immobili prime localizzati nei principali mercati urbani. La logistica conferma una dinamica favorevole, con valori in aumento dell'1,6 per cento nel 2025 e del 2,2 per cento nel 2026, mentre il comparto commerciale evidenzia una graduale ripresa, passando dall'uno per cento all'1,5 per cento. Nel complesso, il mercato italiano continua a beneficiare dell'interesse degli investitori istituzionali e di fondamentali in progressivo rafforzamento.

Sebbene il contesto internazionale continui a essere caratterizzato da elevata incertezza geopolitica e macroeconomica, il mercato immobiliare europeo ha ormai superato la fase più critica del ciclo. Dopo il ritorno alla crescita registrato nel 2025, il 2026 si apre con prospettive di consolidamento della ripresa, sostenute dalla graduale normalizzazione delle condizioni finanziarie e da una rinnovata attività degli investitori nei segmenti caratterizzati dai migliori fondamentali.

Dopo la sostanziale stabilizzazione osservata negli anni precedenti, il 2025 evidenzia un quadro ancora eterogeneo per l'industria europea dei fondi immobiliari. Il patrimonio complessivo si attesta a 951,5 miliardi di euro, in lieve flessione rispetto ai 961,5 miliardi di euro del 2024 (meno un per cento), mentre il numero totale dei veicoli diminuisce da 2.503 a 2.478 fondi, confermando il proseguimento dei processi di razionalizzazione e consolidamento del settore.

Il patrimonio immobiliare dei fondi europei conferma nel 2025 una sostanziale tenuta, con dinamiche differenziate tra i principali mercati.

La Germania mantiene la leadership europea con un patrimonio complessivo di oltre 276 miliardi di euro. Tuttavia, la dinamica interna evidenzia una crescente divergenza tra i segmenti: i fondi aperti registrano una contrazione significativa, passando da 122,5 a 112,2 miliardi di euro, accompagnata da una riduzione del numero di veicoli da 57 a 54. In controtendenza, gli Spezialfonds continuano a crescere, raggiungendo 164,3 miliardi di euro, pur con una lieve diminuzione del numero di fondi.

La Francia conferma la solidità del proprio mercato. Le Scpi mostrano una sostanziale stabilità patrimoniale, con masse in lieve aumento a 89,1 miliardi di euro e un numero di fondi pari a 226. Analoga la dinamica delle Opci, che raggiungono 121 miliardi di euro, consolidando il ruolo della Francia come secondo mercato europeo per dimensione dell'industria immobiliare.

Tra i mercati in crescita si distinguono Italia, Svizzera e Paesi Bassi. I fondi italiani incrementano il patrimonio a 125,7 miliardi di euro e raggiungono quota 700 veicoli, confermando la vivacità del mercato nazionale e rafforzando il posizionamento del mercato nazionale nel panorama europeo.

La Svizzera registra una delle migliori performance dell'anno, con patrimoni in aumento a 80,6 miliardi di euro e un ampliamento del numero di fondi da 72 a 76. Positivo anche il dato olandese, che supera i 58 miliardi di euro di patrimonio con 33 veicoli attivi.

Particolarmente positiva la performance dei Paesi Bassi, dove il patrimonio sale a 58,1 miliardi di euro, con una crescita superiore al cinque per cento su base annua.

Sul fronte opposto, le contrazioni più significative riguardano Gran Bretagna, Lussemburgo e soprattutto Polonia. I fondi britannici vedono il patrimonio scendere da 51,3 a 48,7 miliardi di euro, con una lieve riduzione del numero di Puts. In Lussemburgo il patrimonio si riduce a 126,1 miliardi di euro, mentre il numero dei fondi cala sensibilmente da trecento a 271, risentendo di un contesto di mercato ancora caratterizzato da maggiore selettività degli investitori e da processi di riallocazione del capitale. Ancora più marcata la flessione della Polonia, dove il patrimonio dei fondi riservati passa da 34,7 a 25,7 miliardi di euro, accompagnato da una riduzione del numero dei veicoli da 496 a 470.

Nel complesso, il 2025 conferma la centralità di Germania e Francia nell'industria europea dei fondi immobiliari, mentre emerge un rafforzamento dei mercati svizzero, italiano e olandese, che mostrano le dinamiche di crescita più interessanti nel periodo considerato.

TAV.3 - IL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Nav al 31 dicembre di ogni anno, mln di euro

PAESE	QUOTAZ.	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
GRAN BRETAGNA		10.143	10.428	12.142	16.598	24.000	44.825	60.294	42.795	36.503	26.075	37.089	40.684	46.858
NUMERO PUTS	NO	26	27	25	25	33	53	60	62	63	61	67	65	68
GERMANIA		48.824	47.825	55.800	85.500	85.322	94.991	82.011	89.621	83.660	92.368	84.740	77.616	77.282
N. FONDI APERTI	NO	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	25.030
N. FONDI RISERVATI	NO	41	49	60	75	86	93	101	106	119	110	115	115	120
FRANCIA (SCPI)		11.840	11.260	10.783	10.520	11.512	13.240	15.000	17.229	17.414	18.944	22.315	24.840	27.230
NUMERO FONDI	NO	248	227	225	143	137	133	128	126	130	132	138	155	150
FRANCIA (OPCI)		-	-	-	-	-	-	-	104	500	7.467	11.200	23.100	28.900
NUMERO FONDI	NO	-	-	-	-	-	-	4	28	80	101	161	194	
SPAGNA		1.216	1.488	2.099	2.830	4.378	6.477	8.678	8.586	8.177	6.351	6.075	4.486	1.607
NUMERO FONDI	NO	5	7	9	8	7	6	6	9	9	7	7	6	4
SVIZZERA		15.443	17.600	20.318	18.385	18.785	9.136	7.924	9.149	15.524	14.454	17.339	20.592	23.000
NUMERO FONDI	SI	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	30.500	31.500	29.400
NUMERO FONDI	MISTI	17	22	25	25	25	28	30	32	31	29	30	30	30
LUSSEMBURGO		790	2.530	2.816	3.101	3.130	6.712	8.053	16.943	21.382	19.615	19.895	23.083	25.357
NUMERO FONDI	MISTI	6	18	18	20	22	33	64	95	129	146	171	212	230
POLONIA		-	-	-	-	-	-	-	-	3.500	4.500	6.400	8.000	13.000
N. FONDI RISERVATI		-	-	-	-	-	-	-	-	174	224	298	372	466
ITALIA		-	2.438	3.236	4.048	7.782	13.002	19.360	23.940	27.000	31.200	35.600	37.800	38.500
NUMERO FONDI	MISTI	-	7	13	17	29	58	155	186	238	270	320	327	373
<b>TOTALE NAV</b>		<b>168.261</b>	<b>182.857</b>	<b>203.040</b>	<b>239.207</b>	<b>254.863</b>	<b>289.583</b>	<b>303.753</b>	<b>314.615</b>	<b>312.067</b>	<b>289.636</b>	<b>288.953</b>	<b>312.251</b>	<b>336.164</b>
<b>TOTALE NUMERO FONDI</b>		<b>143</b>	<b>399</b>	<b>414</b>	<b>351</b>	<b>386</b>	<b>448</b>	<b>590</b>	<b>676</b>	<b>985</b>	<b>1.119</b>	<b>1.308</b>	<b>1.509</b>	<b>1.700</b>

PAESE	QUOTAZ.	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
GRAN BRETAGNA		53.418	48.797	59.953	49.000	77.370	74.200	78.900	70.000	79.400	64.000	59.200	51.300	48.700
NUMERO PUTS	NO	63	58	56	55	63	64	66	67	67	56	50	41	40
GERMANIA		81.121	80.696	85.090	87.650	89.200	98.200	115.900	117.500	125.200	131.100	130.756	122.500	112.200
N. FONDI APERTI	NO	34	32	31	30	30	43	43	49	45	46	46	57	54
GERMANIA		29.500	48.800	56.647	64.466	77.000	89.900	104.100	115.800	135.250	155.560	160.495	161.800	164.300
N. FONDI RISERVATI	NO	125	156	162	170	175	185	186	180	176	145	194	194	191
FRANCIA (SCPI)		29.980	32.870	37.830	43.500	50.300	55.400	65.200	71.400	78.600	89.400	90.100	88.600	89.100
NUMERO FONDI	NO	157	162	171	178	181	175	191	206	209	215	216	225	226
FRANCIA (OPCI)		34.700	45.700	61.900	78.100	89.100	99.000	109.000	109.000	124.750	135.800	125.110	119.600	121.000
NUMERO FONDI	NO	179	205	259	292	324	390	425	319	371	384	409	413	417
SPAGNA		1.352	326	325	370	360	310	310	310	310	314	265	0	0
NUMERO FONDI	NO	4	3	3	3	3	2	2	2	2	2	1	0	0
SVIZZERA		26.887	31.883	27.030	33.779	34.636	52.800	49.800	53.400	62.700	72.900	77.500	73.900	80.600
NUMERO FONDI	MISTI	31	27	29	33	37	42	64	66	0	73	75	72	76
OLANDA		30.200	30.500	31.700	32.000	34.800	37.700	41.000	41.000	49.550	54.500	51.700	54.900	58.100
NUMERO FONDI	MISTI	30	30	32	32	32	33	32	31	29	29	28	30	33
LUSSEMBURGO		28.405	32.565	39.287	49.597	55.628	69.000	86.500	93.495	110.800	137.384	133.418	132.700	126.100
NUMERO FONDI	MISTI	244	302	309	315	317	330	323	332	321	330	314	300	271
POLONIA		19.300	20.800	32.100	34.700	37.300	34.000	34.000	28.400	29.400	29.500	33.800	34.700	25.700
N. FONDI RISERVATI		529	594	723	834	806	779	699	561	592	561	539	496	470
ITALIA		40.600	45.200	50.200	60.000	68.100	74.000	81.400	87.600	95.300	105.000	114.000	121.500	125.700
NUMERO FONDI	MISTI	380	400	425	440	458	483	505	535	570	615	640	675	700
<b>TOTALE NAV</b>		<b>375.463</b>	<b>418.137</b>	<b>482.062</b>	<b>533.162</b>	<b>613.794</b>	<b>684.510</b>	<b>766.110</b>	<b>787.905</b>	<b>891.260</b>	<b>975.458</b>	<b>976.344</b>	<b>961.500</b>	<b>951.500</b>
<b>TOTALE NUMERO FONDI</b>		<b>1.776</b>	<b>1.969</b>	<b>2.200</b>	<b>2.382</b>	<b>2.426</b>	<b>2.526</b>	<b>2.536</b>	<b>2.409</b>	<b>2.382</b>	<b>2.456</b>	<b>2.512</b>	<b>2.503</b>	<b>2.478</b>

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

## TAV.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	462
GERMANIA (FONDI APERTI)	100	98	114	175	175	195	168	184	171	189	174	159	158
GERMANIA (FONDI RISERVATI)	100	137	184	211	225	253	287	306	311	255	279	322	392
FRANCIA (SCPI)	100	95	91	89	97	112	127	146	147	160	188	210	230
FRANCIA (OPCI)	-	-	-	-	-	-	-	100	481	7.180	10.769	22.212	27.788
SPAGNA	100	122	173	233	360	533	714	706	672	522	500	369	132
SVIZZERA	100	114	132	119	122	59	51	59	101	94	112	133	149
OLANDA	100	109	114	115	116	115	114	118	107	71	41	43	40
LUSSEMBURGO	100	320	356	393	396	850	1.019	2.145	2.707	2.483	2.518	2.922	3.210
POLONIA	-	-	-	-	-	-	-	-	100	129	183	229	371
ITALIA	-	100	133	166	319	533	794	982	1.107	1.280	1.460	1.550	1.579

PAESE	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
GRAN BRETAGNA	527	481	591	483	763	732	778	690	783	631	584	506	480
GERMANIA (FONDI APERTI)	166	165	174	180	183	201	237	241	256	269	268	251	230
GERMANIA (FONDI RISERVATI)	462	764	887	1.009	1.206	1.408	1.630	1.813	2.118	2.436	2.513	2.533	2.572
FRANCIA (SCPI)	253	278	320	367	425	468	551	603	664	755	761	748	753
FRANCIA (OPCI)	33.365	43.942	59.519	75.096	85.673	95.192	104.808	104.808	119.952	130.577	120.298	115.000	116.346
SPAGNA	111	27	27	30	30	25	25	25	25	26	22	0	0
SVIZZERA	174	206	175	219	224	342	322	346	406	472	502	479	522
OLANDA	41	41	43	43	47	51	56	56	67	74	70	75	79
LUSSEMBURGO	3.596	4.122	4.973	6.278	7.042	8.734	10.949	11.835	14.025	17.390	16.888	16.797	15.962
POLONIA	551	594	917	991	1.066	971	971	811	840	843	966	991	734
ITALIA	1.665	1.854	2.059	2.461	2.793	3.035	3.339	3.593	3.909	4.307	4.676	4.984	5.156

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

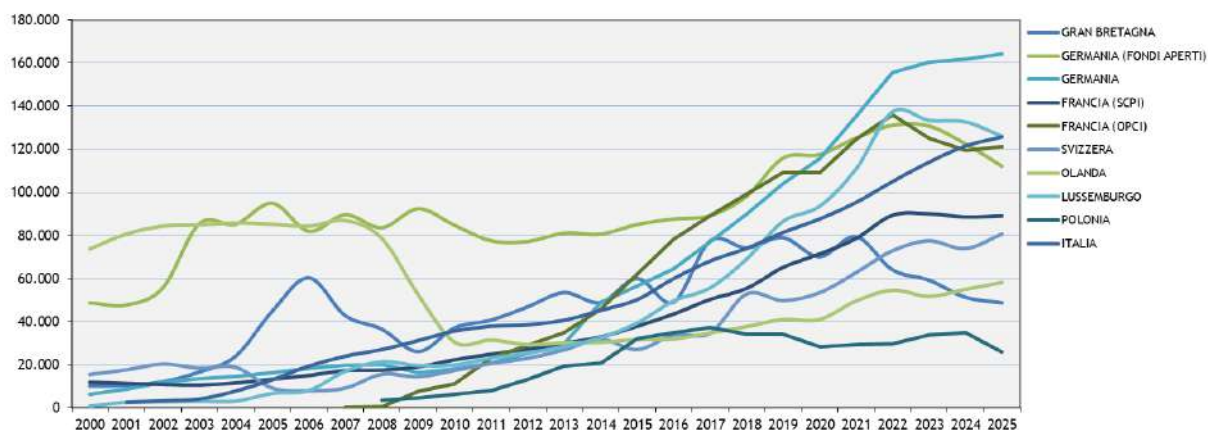
All'interno dell'industria dei fondi immobiliari del vecchio continente figurano anche veicoli portoghesi, Oia imobiliários. Il comparto include diverse tipologie di veicoli, tra cui fondi aperti, fondi chiusi e strutture di investimento immobiliare specializzate, che si differenziano principalmente per grado di liquidità, orizzonte temporale e politica di distribuzione dei proventi.

I fondi chiusi (Fundos Fechado) sono caratterizzati da capitale stabile e illiquido e sono prevalentemente utilizzati per strategie di lungo periodo, operazioni di sviluppo e gestione di portafogli dedicati. I fondi

aperti si distinguono invece tra fondi di accumulazione (Fundos Aberto Acumulação), orientati al reinvestimento dei proventi e alla crescita del nav, e fondi a rendimento (Fundos Aberto Rendimento), focalizzati sulla distribuzione periodica dei flussi reddituali. Completano il quadro i Fungepi, dedicati alla gestione e valorizzazione di patrimoni immobiliari esistenti, i fondi di riabilitazione immobiliare, orientati al recupero e alla rigenerazione urbana, e i fondi forestali, specializzati nella gestione di asset fondiari e silvicoli.

TAV.5 - ANDAMENTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

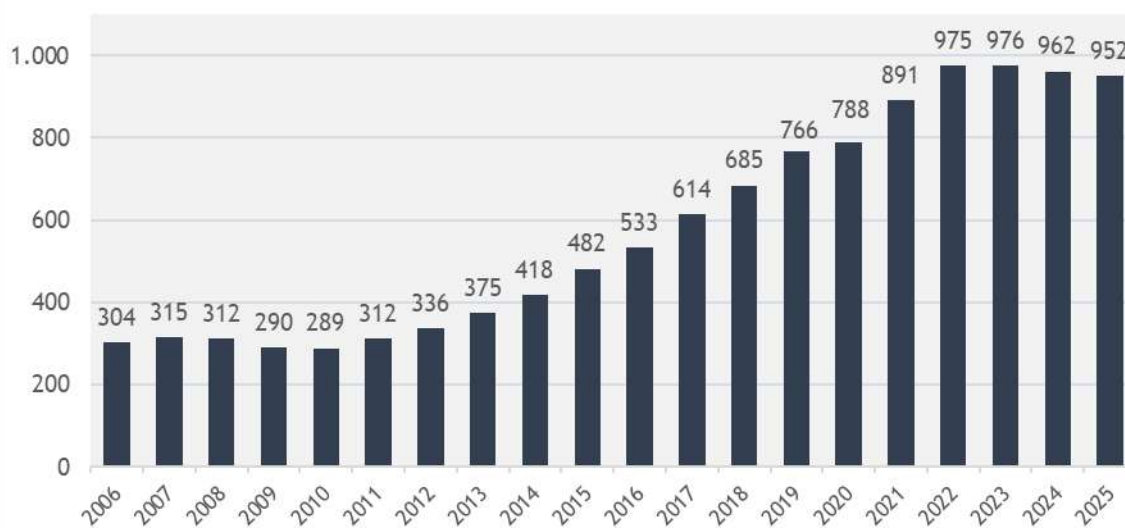
Mln di euro



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

TAV.6 - ANDAMENTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

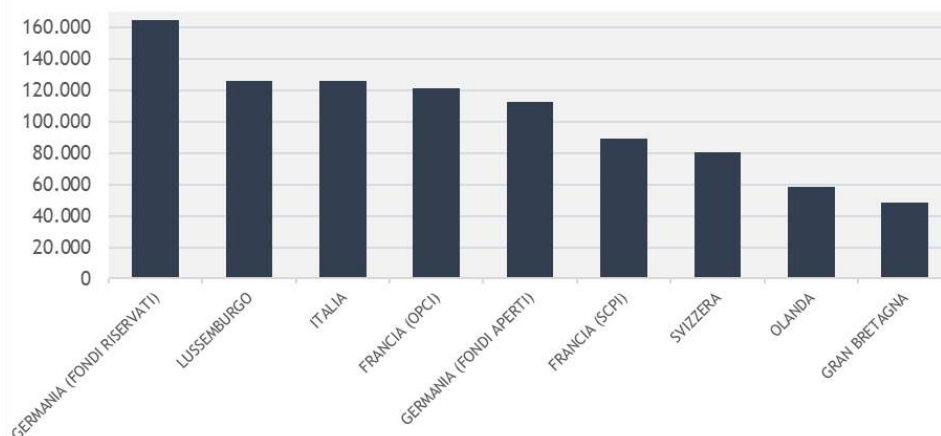
Nav, mld di euro, 31 dicembre di ogni anno, totale Europa



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

TAV.7 - CONFRONTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Nav, mln di euro, valori al 31 dicembre 2025



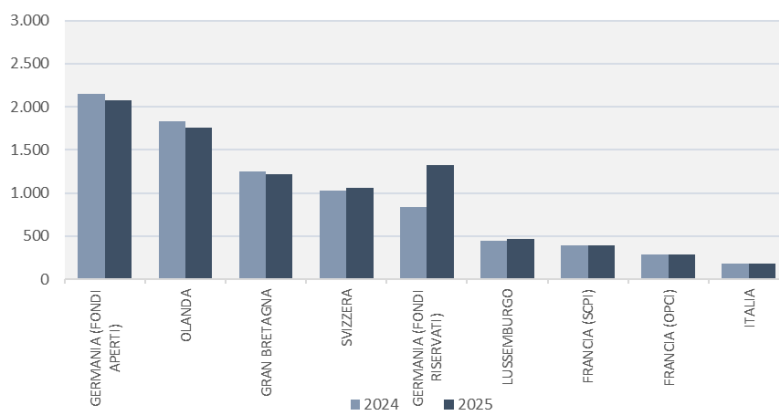
Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

La Germania si conferma il mercato con i veicoli di maggiore dimensione media in Europa, grazie al primato dei fondi riservati, che registrano un netto incremento da 834 a 1.325 milioni di euro, rafforzando ulteriormente il proprio posizionamento nella parte alta della classifica. Seguono i fondi aperti tedeschi, che pur in lieve contrazione si attestano a 2.078 milioni di euro, mantenendo la leadership in termini di dimensione media del patrimonio.

Al secondo posto si collocano i Paesi Bassi, con un Nav medio di 1.761 milioni di euro, seguiti dal Regno Unito a 1.218 milioni di euro e dalla Svizzera, che si rafforza a 1.061 milioni di euro. Più distaccato il Lussemburgo, con una dimensione media pari a 465 milioni di euro, mentre Francia e Italia si confermano sui livelli più contenuti del campione: le Scpi francesi restano stabili a 394 milioni di euro, le Opci a 290 milioni di euro, mentre i fondi italiani mantengono la struttura media più piccola con circa 180 milioni di euro. Nel complesso, il quadro evidenzia una marcata eterogeneità dimensionale tra i principali mercati europei, con un divario significativo tra i veicoli tedeschi e olandesi e le strutture più frammentate dell'Europa meridionale.

TAV.8 - CONFRONTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Nav, mln di euro, valori al 31 dicembre di ogni anno



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

## TAV.9 - I DIECI FONDI IMMOBILIARI PIÙ GRANDI A LIVELLO EUROPEO

Dicembre 2025

FONDO	PAESE	SOCIETÀ DI GESTIONE	NAV (MLN DI EURO)	RENDIMENTO %
1 Deka-ImmobilienEuropa	Germania	Deka Immobilien Investment GmbH	17.950	1,1
2 Unilmmo: Deutschland	Germania	Union Investment Real Estate GmbH	15.800	0,4
3 HausInvest	Germania	Commerz Real Investment GmbH	15.400	1,9
4 Unilmmo: Europa	Germania	Union Investment Real Estate GmbH	13.000	-1,1
5 WestInvest InterSelect	Germania	WestInvest GmbH	10.150	0,2
6 UBS (CH) Property Fund - Swiss Mixed «Sima»	Svizzera	UBS AG	8.997	6,0
7 Deka-ImmobilienGlobal	Germania	Deka Immobilien Investment GmbH	6.700	0,5
8 Grundbesitz Europa RC	Germania	DWS Grundbesitz GmbH	5.850	-1,8
9 Legal & General Managed Property Fund	Uk		5.286	4,3
10 AXA Real Estate Fund Switzerland	Svizzera	AXA Investment Managers Schweiz AG	4.673	5,1
<b>TOTALE</b>			<b>103.806</b>	<b>1,7</b>

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

La classifica dei principali fondi immobiliari europei per patrimonio conferma la netta leadership dei veicoli tedeschi, che occupano sette delle prime dieci posizioni, affiancati da due fondi svizzeri e da un fondo britannico. Il patrimonio gestito varia dai 4,7 miliardi di euro di Axa Real Estate Fund Switzerland fino ai 18 miliardi di euro di Deka Immobilien Europa, che si conferma il maggiore fondo immobiliare europeo per il quinto anno consecutivo.

Alle sue spalle si colloca Unilmmo: Deutschland, con masse gestite pari a 15,8 miliardi di euro, che supera Hausinvest, terzo in graduatoria con un patrimonio di 15,4 miliardi di euro. La graduatoria evidenzia ancora una volta la centralità del mercato tedesco nell'industria europea dei fondi immobiliari e la forte concentrazione del patrimonio nei principali veicoli retail aperti.

Le dieci società leader, complessivamente, gestiscono un patrimonio di quasi 104 miliardi di euro, che rappresenta circa l'undici per cento del totale europeo.

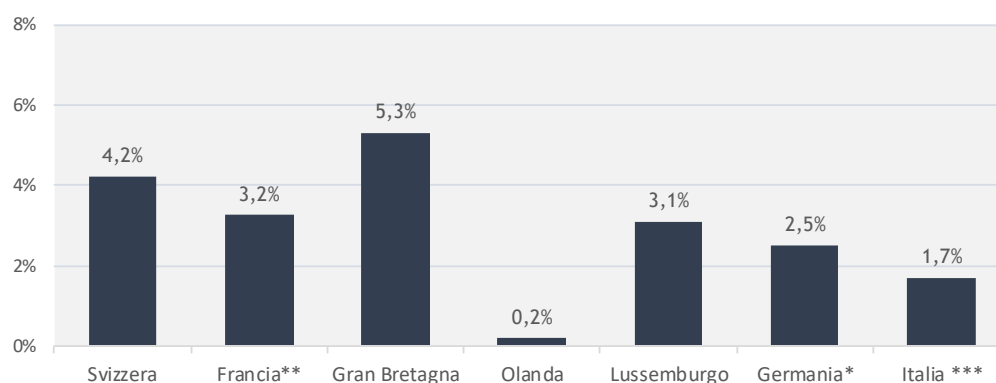
Il rendimento dei fondi immobiliari europei continua a riflettere le specificità dei singoli mercati, influenzato dall'andamento del settore immobiliare sottostante, dalle strategie di gestione, dalla struttura finanziaria dei veicoli e dai differenti regimi fiscali nazionali. Nel 2025 la performance media si attesta al 2,9 per cento, confermando un quadro complessivamente positivo e in graduale miglioramento.

La Gran Bretagna si conferma il mercato con i rendimenti più elevati (5,3 per cento), seguita dalla Svizzera (4,2 per cento), che consolida il recupero registrato negli ultimi anni grazie alla solidità dei propri veicoli quotati e non quotati. Su livelli superiori alla media si collocano anche Francia (3,2 per cento) e Lussemburgo (3,1 per cento). La Germania, pur rappresentando il principale mercato europeo per dimensione dell'industria dei fondi immobiliari, registra una performance più contenuta (2,5 per cento), risentendo ancora degli effetti della fase di aggiustamento che ha interessato alcuni fondi aperti e del contesto di mercato più complesso rispetto al passato.

Più modesti i rendimenti registrati in Italia (1,7 per cento) e soprattutto nei Paesi Bassi (0,2 per cento), dove le dinamiche di mercato e la composizione dei veicoli hanno limitato la capacità di generare performance. Nel complesso, il settore conferma comunque una buona resilienza, sostenuta dalla progressiva stabilizzazione dei mercati immobiliari europei e dal ritorno di condizioni finanziarie più favorevoli.

## TAV. 10 - LA PERFORMANCE DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Roe medio del settore, dicembre 2025



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

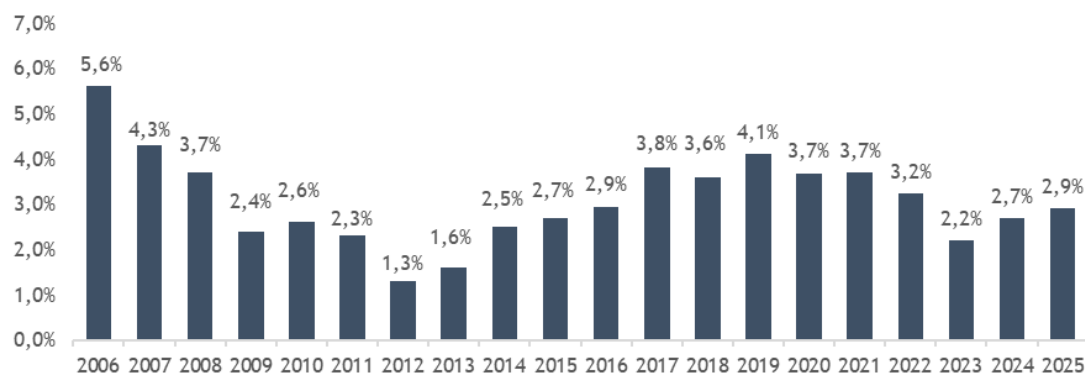
\*\* In Francia la performance rappresenta la media delle Scpi e delle Opci

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

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

## TAV. 11 - ANDAMENTO DELLA PERFORMANCE DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Roe medio del settore, media europea



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

La performance dei fondi immobiliari europei nel periodo 2005-2025 evidenzia un'elevata eterogeneità tra mercati, con cicli profondamente differenziati e una progressiva convergenza su livelli di rendimento più contenuti nella fase più recente. Nel lungo periodo, la Gran Bretagna si distingue per la maggiore volatilità e per i picchi di rendimento più elevati, con una forte accelerazione tra il 2017 e il 2020 (fino a 8,4 per cento), seguita da una fase di normalizzazione che mantiene comunque la performance su livelli superiori alla media europea, attestata nel 2025 al 5,3 per cento.

La Svizzera mostra un profilo complessivamente solido e più stabile, con rendimenti mediamente elevati e una tendenza strutturalmente positiva nel tempo, nonostante la fase di correzione tra il 2007 e il 2008. Nel 2025 si colloca al 4,2 per cento, confermandosi tra i mercati più resilienti.

La Francia evidenzia un andamento più ciclico ma complessivamente robusto, con una progressiva compressione dei rendimenti nella fase post-2015 e una successiva stabilizzazione. Il 2025 segna una ripresa al 3,2 per cento, in miglioramento rispetto agli anni immediatamente precedenti.

I Paesi Bassi mostrano invece una fase di progressivo indebolimento negli ultimi anni: dopo livelli prossimi al 5 per cento tra il 2018 e il 2021, il rendimento si riduce sensibilmente fino allo 0,2 per cento nel 2025, segnalando una forte compressione dei ritorni.

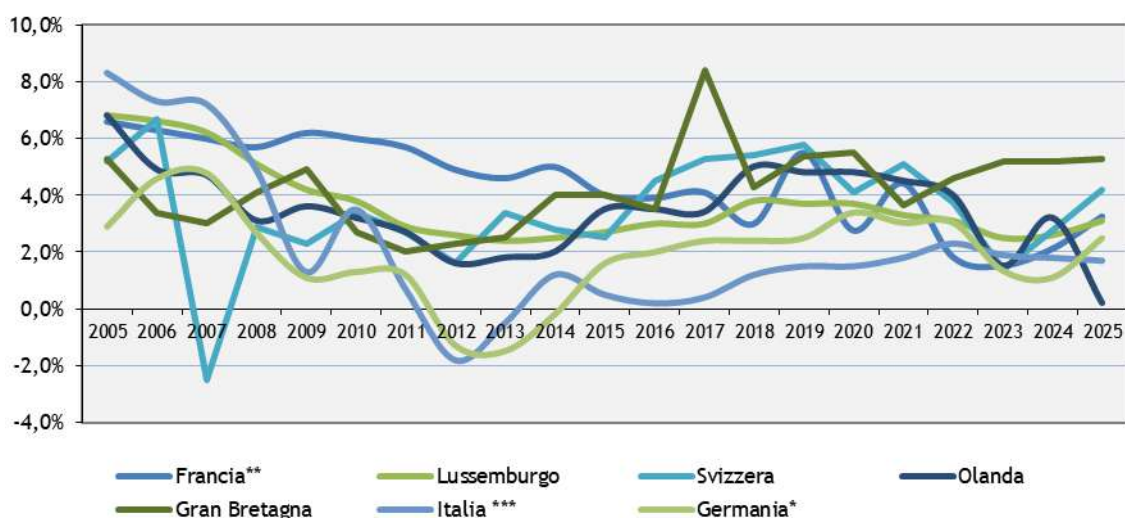
La Germania evidenzia una traiettoria più contenuta ma relativamente stabile, con rendimenti strutturalmente inferiori rispetto ai mercati anglosassoni. Dopo la fase di contrazione tra il 2008 e il 2013, il mercato si stabilizza su livelli compresi tra il 2 e il 3 per cento, attestandosi al 2,5 per cento nel 2025.

L'Italia presenta il profilo più debole in termini di rendimento medio nel periodo considerato, con una lunga fase di compressione successiva alla crisi finanziaria e una successiva stabilizzazione su livelli contenuti. Nel 2025 il rendimento si attesta all'1,7 per cento, inferiore rispetto agli altri principali mercati europei.

Nel complesso, il quadro evidenzia una progressiva convergenza dei rendimenti verso livelli più moderati nell'ultimo decennio, con una netta distinzione tra mercati a maggiore volatilità e rendimento (Regno Unito e Svizzera) e mercati caratterizzati da maggiore stabilità ma ritorni più contenuti (Germania e Italia).

TAV. 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®

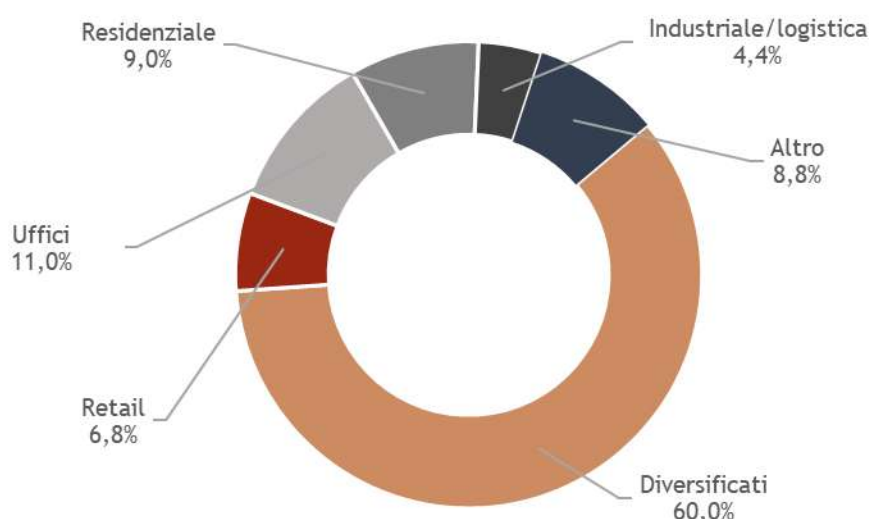
Le società di gestione confermano una netta preferenza per strategie diversificate, che rappresentano circa il 60,9 per cento del totale, evidenziando la centralità dei veicoli multi-asset nella costruzione dei portafogli europei.

Le asset class specializzate mantengono un peso complessivamente contenuto. Gli uffici si attestano all'11,5 per cento, mentre il residenziale scende lievemente all'8,8 per cento. Il retail resta stabile al 6,8 per cento, mentre la logistica si conferma invariata al 4,4 per cento, riflettendo un'esposizione ancora selettiva nonostante il crescente interesse strategico per il settore.

Nel complesso, uffici e retail rappresentano meno del diciotto per cento dell'universo complessivo dei veicoli europei, confermando la prevalenza di strutture diversificate e l'elevata frammentazione dell'offerta tra le diverse asset class.

TAV. 13 - SETTORI DI SPECIALIZZAZIONE DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Per cento di fondi, dicembre 2025



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

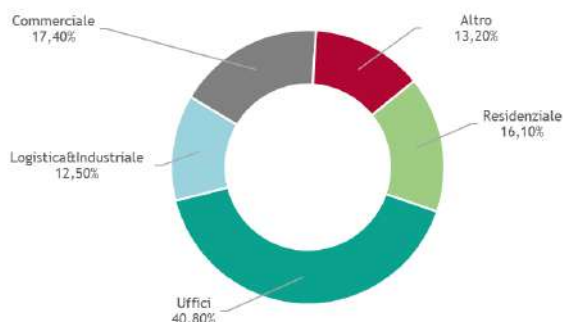
La composizione del portafoglio immobiliare dei fondi europei nel 2025 evidenzia una struttura sostanzialmente stabile, con variazioni marginali rispetto all'anno precedente. Gli uffici si confermano l'asset class dominante, rappresentando circa il 41 per cento delle superfici gestite, a conferma del loro ruolo di core allocation nei portafogli istituzionali.

Il settore commerciale si mantiene stabile al 17,3 per cento, mentre il residenziale si attesta al 16 per cento, riflettendo il progressivo rafforzamento del living come componente strutturale delle strategie di investimento. La logistica e l'industriale raggiungono il 12,6 per cento, consolidando il proprio ruolo strategico all'interno dei portafogli, pur restando ancora inferiori rispetto alle asset class tradizionali. La voce "altro" si mantiene al 13,1 per cento, a testimonianza della crescente diversificazione del mercato.

Nel complesso, il sistema conferma una marcata concentrazione sugli uffici, mentre si rafforzano gradualmente le asset class legate alle dinamiche strutturali di lungo periodo, in particolare logistica e residenziale, sostenute da processi di trasformazione urbana, transizione energetica e riconversione del patrimonio esistente. Il retail mantiene un peso stabile, in un contesto di profonda evoluzione dei modelli di consumo e di progressiva integrazione tra canali fisici e digitali.

**TAV.14 - ASSET ALLOCATION MEDIA DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI**

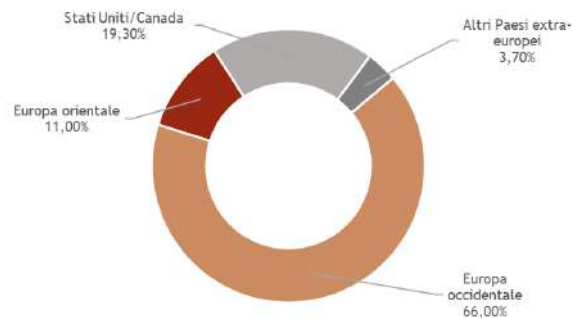
Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 15 - DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI**

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

L'Europa occidentale si conferma l'area di riferimento per i principali operatori, concentrando circa il 65,8 per cento delle superfici immobiliari detenute dai fondi europei. Insieme all'Europa orientale (undici per cento), il continente europeo nel suo complesso rappresenta circa il 77 per cento del patrimonio in termini di superfici, confermando il ruolo centrale dell'Europa nell'allocazione degli investimenti immobiliari.

Fuori dall'Europa, gli Stati Uniti e il Canada mantengono una quota significativa pari al 19,7 per cento, mentre i mercati extra-europei residuali si attestano al 3,5 per cento, evidenziando una presenza internazionale ancora selettiva e prevalentemente orientata verso mercati maturi e altamente liquidi.

Nel 2025 le decisioni di investimento nel real estate europeo continuano a essere guidate da elevata prudenza, in un contesto ancora caratterizzato da disallineamenti tra domanda e offerta di prezzo e da una liquidità più concentrata. La dimensione dei mercati, la profondità della liquidità e la capacità di garantire exit efficienti restano i principali driver nella scelta delle location.

In questo scenario, le transazioni si concentrano sui mercati core dell'Europa occidentale, con particolare preferenza per Regno Unito, Francia e Paesi del nord Europa.

Londra si conferma al primo posto, mantenendo la leadership per il quarto anno consecutivo. Madrid consolida il secondo posto, confermando il miglioramento già registrato nell'anno precedente e rafforzando il proprio posizionamento tra i mercati più dinamici del continente. Parigi scende invece al terzo posto, perdendo una posizione rispetto al 2024, pur mantenendo un profilo di assoluta centralità nel panorama europeo.

Tra le altre principali città, Berlino mantiene il quarto posto, confermando una fase di stabilizzazione del ciclo dopo il precedente aggiustamento. Amsterdam resta al sesto posto, invariata rispetto al 2024, sostenuta da fondamentali solidi e bassi livelli di vacancy. Milano perde una posizione e si colloca al settimo posto, pur continuando a mostrare un trend di rafforzamento strutturale nei segmenti a maggiore valore aggiunto, come uffici prime, living e hospitality.

Nel complesso, il confronto con il 2024 evidenzia una sostanziale stabilità nelle posizioni di vertice, con movimenti limitati ma significativi tra le città, a conferma di un mercato in cui la riallocazione dei capitali avviene in modo graduale e guidata da logiche di liquidità, qualità e resilienza dei fondamentali.

I mercati dell'Europa meridionale, pur restando più ciclici, beneficiano di un miglioramento relativo del posizionamento grazie a fondamentali economici e demografici più solidi. Nel complesso, il 2025 conferma una chiara strategia di "flight to liquidity e quality", ovvero la tendenza degli investitori a privilegiare mercati e asset facilmente negoziabili e caratterizzati da maggiore stabilità e sicurezza. In particolare, i

capitali si concentrano su immobili prime, ubicati in mercati profondi e trasparenti, con locatari solidi e contratti di lungo periodo. Questo comportamento tende ad accentuarsi nelle fasi di incertezza economica e finanziaria, favorendo i principali mercati europei più liquidi e consolidati.

Permangono elementi di incertezza legati al quadro geopolitico internazionale e alle tensioni commerciali globali, che continuano a incidere sul clima di fiducia degli operatori. Tuttavia, il contesto macroeconomico europeo nel 2025 ha mostrato segnali di progressiva stabilizzazione, sostenuto dal miglioramento delle condizioni finanziarie e dalla fase di normalizzazione della politica monetaria avviata dalla Bce.

Secondo il Bollettino della Banca d'Italia (aprile 2026), l'economia italiana ha proseguito nel 2025 un percorso di crescita moderata, in un contesto caratterizzato da dinamiche ancora eterogenee tra settori. L'attività economica ha beneficiato del miglioramento del quadro finanziario, mentre permangono elementi di debolezza legati alla domanda interna e al contesto internazionale.

In questo scenario, il 2025 ha rappresentato un anno di consolidamento della fase di stabilizzazione del ciclo, successiva alla correzione registrata nel biennio precedente. Il progressivo allentamento delle condizioni monetarie ha favorito il ritorno degli investitori sui principali mercati immobiliari europei, determinando un incremento della liquidità e una ripresa selettiva dell'attività transattiva.

Il settore immobiliare ha così beneficiato di un contesto più favorevole sul piano finanziario, pur rimanendo caratterizzato da un approccio prudente e altamente selettivo da parte degli investitori, in un quadro ancora segnato da incertezze geopolitiche e macroeconomiche.

Nel 2025 il mercato immobiliare italiano ha consolidato il percorso di ripresa avviato nel corso del 2024, superando i dodici miliardi di euro di investimenti complessivi. Il settore ha evidenziato una crescente diversificazione sia per asset class sia per strategie di investimento e profili di capitale, mentre il ruolo degli investitori internazionali si è ulteriormente rafforzato, arrivando a rappresentare circa il sessanta per cento dei volumi complessivi.

La Lombardia, e Milano in particolare, si confermano il principale polo di attrazione degli investimenti, concentrando oltre la metà delle transazioni nazionali. A livello settoriale, il retail si è distinto come principale asset class per volumi investiti, mentre logistica, living e hospitality hanno continuato a beneficiare di solidi fondamentali e di un crescente interesse da parte degli investitori istituzionali. Il comparto uffici ha mostrato segnali di stabilizzazione, sostenuto dalla domanda per asset prime, ben locati e caratterizzati da elevati standard qualitativi ed ESG.

Nel complesso, il 2025 ha confermato il progressivo rafforzamento del mercato italiano, sostenuto da una crescente diversificazione degli investimenti e da un rinnovato interesse del capitale internazionale. Le proiezioni rimangono altrettanto ottimistiche anche per il 2026, che suggeriscono una ulteriore crescita del settore, le stime ipotizzano il raggiungimento della soglia di 12,6 miliardi di euro con un tasso di crescita del fatturato immobiliare di 8,7 punti percentuali.

Il fatturato del mercato immobiliare ha sfiorato i 163 miliardi di euro, registrando un incremento del 7,1 per cento rispetto al 2024. Le prospettive per il 2026 indicano una crescita superiore rispetto alla media dei principali Paesi europei, con un incremento atteso pari all'8,7 per cento. In questo contesto, il mercato italiano si colloca in una fase di progressivo miglioramento del sentiment degli operatori, in transizione da un approccio prudenziale a condizioni di maggiore fiducia operativa.

Il mercato immobiliare italiano conferma nel 2025 una dinamica di crescita diffusa, con un fatturato complessivo pari a 162,7 miliardi di euro, in aumento del 7,1 per cento rispetto al 2024, e atteso in ulteriore espansione a 176,8 miliardi di euro nel 2026 (più 8,7 per cento).

Il comparto residenziale si conferma il principale driver del mercato, con un fatturato pari a 133,9 miliardi di euro nel 2025, in crescita dell'8,2 per cento su base annua e atteso in ulteriore accelerazione nel 2026. Il segmento continua a beneficiare di una domanda strutturalmente solida e di una crescente diversificazione delle soluzioni abitative.

Nel comparto industriale e logistico il fatturato raggiunge 5,7 miliardi di euro nel 2025 (più 2,7 per cento), con un ulteriore incremento previsto nel 2026, sostenuto soprattutto dalla componente logistica. Il settore uffici mostra invece una dinamica contenuta, con volumi pari a 6,1 miliardi di euro nel 2025 e una crescita marginale nel 2026, riflettendo una fase di stabilizzazione del ciclo.

Il segmento commerciale evidenzia un lieve arretramento nel 2025 a 7,8 miliardi di euro (meno 5,2 per cento), seguito da una ripresa attesa nel 2026. All'interno del comparto, la Gdo mostra una dinamica positiva e resiliente, mentre il retail continua a risentire di un processo di ristrutturazione strutturale dei modelli distributivi. In crescita anche il segmento delle seconde case nelle località turistiche, che si attesta a 2,1 miliardi di euro nel 2025, confermando il rafforzamento della domanda legata al turismo e agli investimenti lifestyle, così come il comparto box e posti auto, in progressivo consolidamento.

Nel complesso, il mercato immobiliare italiano conferma una fase di espansione moderata ma diffusa, con un progressivo rafforzamento atteso nel 2026 e un miglioramento del profilo ciclico dei principali comparti.

Gli investimenti istituzionali nel mercato immobiliare italiano nel 2025 si attestano a circa 12,1 miliardi di euro, in crescita del 19,3 per cento rispetto al 2024, confermando il progressivo rafforzamento del ciclo dopo la fase di rallentamento del biennio precedente.

La ripresa risulta diffusa tra le principali asset class, con un significativo riequilibrio dei flussi di capitale e una crescente diversificazione settoriale. Il comparto commerciale si conferma il principale destinatario degli investimenti, con circa 3,3 miliardi di euro (27,6 per cento del totale), seguito dalla logistica con circa 2,1 miliardi (diciassette per cento), sostenuta da fondamentali ancora solidi e da una domanda occupier resiliente. Gli uffici assorbono circa 1,9 miliardi di euro (15,6 per cento), evidenziando un ritorno selettivo dell'interesse degli investitori, concentrato sugli asset prime nelle principali location. Il settore alberghiero registra circa 2,4 miliardi di euro (19,5 per cento), confermandosi tra i comparti più dinamici grazie al sostegno dei flussi turistici e all'interesse crescente dei capitali internazionali.

Il comparto residenziale si attesta a circa un miliardo di euro (7,9 per cento), con una crescita significativa su base annua, sostenuto dallo sviluppo di strategie build-to-rent, student housing e senior living, in un contesto di persistente squilibrio tra domanda e offerta. Infine, il segmento "altro" (Rsa e mixed-use) raggiunge circa 1,5 miliardi di euro (12,4 per cento), in forte espansione, riflettendo la crescente rilevanza degli asset alternativi e delle strategie core-plus e value-add. Nel complesso, il 2025 conferma un mercato in fase di normalizzazione avanzata, caratterizzato da maggiore selettività degli investitori, progressivo ritorno ai fondamentali e crescente centralità degli asset core e degli utilizzi alternativi.

## 2.2. - I FONDI IMMOBILIARI NEI PRINCIPALI PAESI EUROPEI

### 2.2.1. - FRANCIA

Il mercato immobiliare francese ha confermato nel corso del 2025 la fase di stabilizzazione dei volumi osservata nell'anno precedente, evidenziando al contempo i primi segnali di una graduale ripresa dell'attività. Il contesto macroeconomico rimane tuttavia caratterizzato da elementi di incertezza, legati all'instabilità politica, alla gestione delle finanze pubbliche e al livello ancora elevato dei tassi di interesse, con il rendimento del titolo di Stato decennale attestato intorno al 3,5 per cento, contribuendo a mantenere elevato il costo del debito e a incidere sulle condizioni finanziarie di società, famiglie e Stato. Nell'incertezza che continua a caratterizzare il contesto globale, una piena ripresa del mercato appare ancora graduale e non immediata, pur in presenza, nei primi mesi del 2026, di segnali di miglioramento del sentiment degli investitori.

Il 2025 ha registrato un incremento dei volumi investiti nel mercato immobiliare francese, pari a circa 21,3 miliardi di euro, accompagnato da un contesto ancora selettivo, in cui le strategie di investimento risultano condizionate dalle nuove condizioni di mercato e dalla necessità di una maggiore attenzione al rischio. Al fine di costruire portafogli più resilienti, gli investitori hanno continuato nel 2025 nel percorso di diversificazione degli asset in un contesto caratterizzato da elevata incertezza economica e condizioni finanziarie restrittive, privilegiando strategie più selettive e una maggiore attenzione alla qualità degli asset, alla liquidità e alla sostenibilità dei rendimenti. La distribuzione degli investimenti tra le principali tipologie immobiliari evidenzia la presenza di più segmenti attivi, con una prevalenza del comparto uffici, che rappresenta la quota principale degli investimenti, pur in assenza di una concentrazione dominante.

In particolare, il segmento della logistica, pur mantenendo un ruolo significativo, evidenzia segnali di riequilibrio, con una riduzione dei volumi di investimento e della domanda a fronte di un incremento dell'offerta disponibile. Il comparto residenziale e quello commerciale mostrano invece dinamiche positive in termini di volumi di investimento, mentre il segmento alberghiero registra una crescita più moderata. Più in generale, le dinamiche settoriali evidenziano andamenti differenziati tra le diverse tipologie di attivo, in un contesto di mercato ancora caratterizzato da condizioni di equilibrio fragile.

Il bilancio 2025 delle Scpi conferma, da un lato, la stabilità del tasso di distribuzione medio, pari a circa il 4,9 per cento e, dall'altro, maschera una realtà più articolata, caratterizzata da una significativa eterogeneità tra i diversi fondi: per le Scpi più mature si osservano generalmente livelli di rendimento più contenuti e stabili, mentre per i fondi di più recente costituzione si registrano, in diversi casi, rendimenti e performance più elevati.

Anche il 2025 si è caratterizzato per un'evoluzione della dinamica di raccolta, che dopo la contrazione registrata nel 2024 è tornata a crescere, raggiungendo i 4,5 miliardi di euro, segnalando un progressivo ritorno dell'interesse degli investitori, pur in presenza di una marcata dispersione dei risultati tra i diversi veicoli.

Le performance degli Ocpi, tornate in territorio positivo nel corso del 2025, evidenziano segnali di miglioramento rispetto agli anni precedenti, pur senza indicare una piena inversione di tendenza. Le uscite nette di capitale destinate al pubblico si attestano a circa 1,3 miliardi di euro, in diminuzione rispetto ai due miliardi di euro del 2024 e ai tre miliardi del 2023. Tali dinamiche si accompagnano a una performance complessiva pari a più 0,9 per cento, che segna un ritorno a valori positivi dopo le flessioni registrate negli anni precedenti. Tuttavia, l'analisi delle performance dei singoli fondi evidenzia una marcata eterogeneità, con risultati che variano significativamente da valori positivi a performance negative anche rilevanti.

## Le Scpi

Le Scpi, nel corso del 2025, hanno proseguito nel processo di diversificazione e articolazione dei portafogli, come evidenziato dalla distribuzione degli investimenti tra le principali tipologie immobiliari. Il comparto direzionale continua a rappresentare la componente prevalente, con una quota pari al 56 per cento, affiancato da una significativa presenza di investimenti diversificati e alternativi (21 per cento), nonché dai segmenti sanitario (dieci per cento), commerciale (sette per cento) e residenziale (quattro per cento), mentre risultano più marginali gli investimenti in ambito industriale e logistico (due per cento). Sotto il profilo geografico, l'attività di investimento non risulta concentrata esclusivamente sul mercato domestico, evidenziando una progressiva apertura verso mercati esteri. Come accennato in precedenza, anche per questi motivi, i veicoli hanno restituito andamenti eterogenei, in linea con la dispersione dei rendimenti e delle performance osservata tra i diversi fondi.

A fine 2025 la capitalizzazione delle Scpi si mantiene sotto quota novanta miliardi di euro, attestandosi a 89,1 miliardi, in lieve recupero rispetto agli 88,6 miliardi dell'anno precedente. Il dato conferma una fase di sostanziale stabilizzazione del mercato dopo l'interruzione del ciclo di crescita sostenuta che, fino al 2022, aveva portato a triplicare le dimensioni complessive delle società in meno di dieci anni. Dopo il brusco rallentamento del 2023, con una crescita limitata a circa l'uno per cento, e la contrazione di quasi il due per cento registrata nel 2024, il 2025 evidenzia infatti una variazione solo marginalmente positiva, pari a poco più dello 0,5 per cento.

Degli 89,1 miliardi di euro di capitalizzazione complessiva si stima che solo il cinque per cento, pari a circa 4,5 miliardi di euro, possa essere ricondotto all'asset class residenziale. Per il comparto direzionale si stima che la quota si mantenga sotto il 55 per cento, pari a circa 48 miliardi di euro, mentre il peso delle strutture sanitarie e per l'educazione risulta consolidato intorno al dieci per cento, per un valore prossimo ai nove miliardi di euro.

L'appetibilità nei confronti dei sottoscrittori evidenzia nel corso del 2025 segnali di parziale recupero rispetto all'anno precedente, pur rimanendo distante dalla cifra record osservata nel 2022. Nel quarto trimestre del 2025, i volumi della raccolta si sono attestati a circa 1,27 miliardi di euro, in aumento rispetto ai trimestri precedenti. Le dinamiche di mercato descritte in apertura hanno continuato ad avere importanti ripercussioni sulle Scpi: complessivamente, il valore delle quote è diminuito del 3,45 per cento, a seguito del processo di adeguamento dei prezzi ancora in atto, seppur in attenuazione rispetto all'anno precedente.

La raccolta netta delle Scpi nel corso del 2025 si è attestata intorno a 4,5 miliardi di euro, in crescita di quasi il trenta per cento rispetto ai 3,5 miliardi registrati nell'anno precedente. Il dato segnala un parziale recupero dell'appetibilità dello strumento presso i sottoscrittori, pur rimanendo ancora distante dal picco raggiunto nel 2022, anno record per volume complessivo delle sottoscrizioni nette, pari a 10,2 miliardi di euro.

Le Scpi diversificate hanno raggiunto nel corso del 2025 i livelli di distribuzione più elevati, con valori prossimi al sei per cento, seguite da quelle prevalentemente logistiche e attive nei locali d'attività al 5,6 per cento e da quelle turistico-alberghiere al 5,1 per cento. Le Scpi commerciali si sono attestate intorno al 4,9 per cento, mentre quelle a prevalenza direzionale hanno registrato un tasso pari al 4,6 per cento e quelle focalizzate sui comparti sanitario, educativi e residenziali valori prossimi al 4,2 per cento.

Considerando le diverse asset class, il tasso medio di distribuzione varia tra il 4,2 per cento degli strumenti che gestiscono prevalentemente strutture sanitarie, scolastiche e residenziali e il sei per cento delle Scpi a strategia diversificata. Il 2025 conferma un mercato più selettivo sul fronte della creazione di nuovi veicoli: undici nuove Scpi sono state lanciate nel corso dell'anno, a fronte di circa dieci veicoli usciti dal mercato o oggetto di ristrutturazione.

I volumi di raccolta delle Scpi hanno mostrato, nel corso del 2025, segnali di progressiva normalizzazione dopo la contrazione osservata nel biennio precedente. La ripresa dell'attività, pur restando distante dai livelli record del 2022, si è consolidata nel corso dell'anno, con una media trimestrale di poco superiore al

miliardo di euro e livelli più elevati nel secondo e nel quarto periodo. Il miglioramento delle sottoscrizioni nette può essere ricondotto a condizioni di mercato progressivamente più favorevoli, anche in relazione alla correzione dei valori immobiliari avviata nel 2022 e alla contrazione dei volumi scambiati osservata nel 2023.

La maggior parte delle nuove Scpi ha continuato a orientarsi verso una maggiore diversificazione dei portafogli, sia dal punto di vista funzionale sia localizzativo, al fine di ridurre l'esposizione ai segmenti più penalizzati del mercato. Tale scelta appare coerente con le performance meno brillanti registrate dai veicoli storicamente concentrati sugli immobili direzionali francesi e, conseguentemente, meno in grado di cogliere le opportunità offerte da asset class alternative e mercati internazionali.

I risultati annuali delle Scpi sono stati complessivamente positivi, grazie a una raccolta di circa 4,5 miliardi di euro di sottoscrizioni nette, in aumento di quasi il trenta per cento rispetto al 2024. L'andamento complessivo resta tuttavia espressione dell'eterogeneità rilevata tra i diversi veicoli, in cui le Scpi maggiormente diversificate tendono a concentrare la quota principale della raccolta e a mostrare risultati più solidi, a discapito di quelle specializzate negli uffici, ancora penalizzate dalla debolezza del mercato immobiliare tradizionale e da un interesse più contenuto da parte degli investitori.

A fine 2025 il rapporto medio tra quote in attesa e capitalizzazione di mercato si è attestato intorno al 3,1 per cento, in aumento rispetto al 2,65 per cento registrato nell'anno precedente. Il dato conferma il permanere di tensioni sulla liquidità del mercato, nonostante i segnali di parziale recupero osservati sul fronte della raccolta. Il fenomeno resta fortemente concentrato: circa quindici Scpi rappresentano quasi i tre quarti dello stock complessivo di quote in attesa. I veicoli maggiormente esposti risultano prevalentemente riconducibili a strategie con una forte componente direzionale, più penalizzate dal processo di adeguamento dei valori immobiliari. Al contrario, le strategie diversificate continuano a intercettare la quota principale dei volumi raccolti, confermando l'orientamento degli investitori verso veicoli meno concentrati su singole asset class. Nel corso dell'anno il mercato secondario si è comunque mantenuto attivo, con circa 967 milioni di euro di scambi, pari all'1,1 per cento della capitalizzazione complessiva.

La capitalizzazione dei primi dieci fondi, cresciuta di oltre venti punti percentuali nel corso del biennio 2021-2022 e successivamente contrattasi dell'otto per cento nel 2023 e del 3,7 per cento nel 2024, ha evidenziato nel 2025 una sostanziale stabilizzazione, attestandosi a circa 33,9 miliardi di euro, in lieve calo dell'1,4 per cento rispetto all'anno precedente. Immorente, gestita da Sofidy, occupa il primo posto con una capitalizzazione di circa 4,4 miliardi di euro, seguita da Primovie, di Primonial Reim, con 4,2 miliardi di euro, ed Epargne Foncière, di La Française, con circa 4,1 miliardi di euro.

Immorente, prima Scpi per capitalizzazione nel 2025, è attiva dalla seconda metà degli anni Ottanta e adotta una consolidata strategia di diversificazione del portafoglio e di localizzazione degli asset in Europa. Investe in immobili (circa il 35 per cento uffici, ventidue per cento retail di centro città, sedici per cento medie superfici commerciali e la restante parte in asset diversificati quali hotel, logistica, attività e residenziale) localizzati prevalentemente in Francia (circa il 79 per cento) e nei principali mercati europei. Nel 2025 la capitalizzazione si attesta a 4,39 miliardi di euro, sostanzialmente invariata rispetto a quella del 2024, con una variazione marginalmente positiva. Il rendimento è pari al cinque per cento, in lieve diminuzione rispetto al 5,04 per cento dell'anno precedente. Nel corso del 2025 ha proseguito l'attività di investimento attraverso acquisizioni diversificate, tra cui una struttura sanitaria a Marsiglia, un portafoglio alberghiero a Parigi (15° arrondissement - Eiffel e 2° arrondissement - Opéra), un immobile direzionale in rue de Provence nel quartiere centrale degli affari e un asset misto in place Sadi Carnot a Marsiglia, affiancate dalla consegna di una residenza per anziani ad Athis-Mons e da operazioni di arbitraggio volte a valorizzare il portafoglio.

Primovie, fondata nel 2012, è stata la prima Scpi sul mercato a focalizzare la propria strategia di investimento sul settore immobiliare sanitario e dell'istruzione in Francia e in Europa, comparti caratterizzati da una domanda strutturalmente elevata e da una minore esposizione ai cicli economici. Nel 2025 la capitalizzazione si attesta a 4,21 miliardi di euro, in calo rispetto ai 4,75 miliardi del 2024, con una contrazione di circa l'undici per cento. Il rendimento è pari al 4,04 per cento, in diminuzione rispetto al 4,20 per cento dell'anno precedente, con una flessione di sedici punti base. Il portafoglio è composto

prevalentemente da immobili sanitari e per anziani (oltre il 78 per cento del valore del patrimonio), affiancati da una quota minoritaria di uffici e immobili legati all'istruzione, con una presenza significativa in Francia e negli altri principali mercati europei. Tale strategia è orientata alla riqualificazione degli asset, alla riduzione dell'impatto ambientale e all'integrazione di criteri ESG nella gestione del patrimonio. Nel corso del 2025 la Scpi ha proseguito l'attività di gestione attraverso operazioni di arbitraggio, tra cui la cessione di una clinica a Kiel e di un immobile a uso scolastico a Parigi, con l'obiettivo di migliorare la qualità complessiva del portafoglio e ridurre l'esposizione al comparto uffici.

Épargne Foncière, fondata nel 1968, detiene un ampio portafoglio immobiliare localizzato prevalentemente in Francia (circa il 91 per cento tra Parigi, Île-de-France e altre regioni) e, in misura minore, nei principali mercati europei. Nel 2025 la capitalizzazione si attesta a 4,14 miliardi di euro, in netta diminuzione rispetto ai 5,20 miliardi del 2024, con una contrazione di circa il venti per cento. Il rendimento, invece, sale al 4,86 per cento, rispetto al 4,52 per cento dell'anno precedente, con un incremento di 34 punti base. Il patrimonio, composto in larga parte da immobili a uso terziario, presenta una forte prevalenza del comparto direzionale (circa il 69,8 per cento), affiancato da una componente retail (19,8 per cento) e, in misura residuale, da asset nei segmenti alberghiero, sanitario e logistico. Il portafoglio della Scpi, fortemente concentrato negli uffici e nell'area parigina, ha continuato a risentire nel corso del 2025 delle dinamiche negative del mercato direzionale, ancora interessato dal processo di repricing avviato negli anni precedenti. In tale contesto, la società di gestione ha proseguito le attività di adattamento del portafoglio al fine di preservarne la qualità e migliorarne il posizionamento nel medio periodo.

Corum Origin, lanciata nel 2012, è caratterizzata da una strategia di investimento opportunistica e diversificata a livello europeo, con un portafoglio composto prevalentemente da immobili a uso uffici (58 per cento), affiancati da asset retail (26 per cento), alberghieri (otto per cento) e, in misura residuale, logistici e legati ad altre attività. Nel 2025 la capitalizzazione raggiunge 3,79 miliardi di euro, in aumento rispetto ai 3,26 miliardi del 2024, con una crescita di circa il sedici per cento. Il rendimento si attesta al 6,50 per cento, in aumento rispetto al 6,05 per cento dell'anno precedente, con un incremento di 45 punti base. La Scpi presenta una forte diversificazione geografica, con una presenza significativa al di fuori della Francia, in Paesi quali Paesi Bassi (27 per cento), Italia (quindici per cento), Irlanda (tredici per cento) e Spagna (nove per cento), mentre la Francia rappresenta una quota più contenuta del portafoglio (circa il sette per cento). Nel corso del 2025 ha proseguito l'attività di investimento attraverso acquisizioni diversificate, tra cui immobili direzionali e a uso misto a Madrid, un asset alberghiero a Lazise in Italia e complessi direzionali nei Paesi Bassi e nell'area parigina, affiancate da operazioni di cessione in Francia (Limay, Les Ulis) e in Italia (Capri), che hanno consentito la realizzazione di plusvalenze e l'ottimizzazione della composizione del portafoglio. In tale contesto, la Scpi ha confermato un livello di rendimento elevato, coerente con una strategia orientata alla selezione di opportunità in mercati dislocati e alla gestione attiva degli asset.

Pierval Santé, Scpi pioniera del mercato, concentra gli investimenti esclusivamente nel settore immobiliare sanitario, un comparto caratterizzato da domanda strutturalmente crescente e limitata ciclicità economica. Nel 2025 la capitalizzazione si attesta a 3,30 miliardi di euro, invariata rispetto al 2024. Anche il rendimento risulta sostanzialmente stabile, pari al 4,06 per cento, rispetto al 4,05 per cento dell'anno precedente, con una variazione positiva marginale. Il portafoglio del fondo è localizzato prevalentemente in Europa, con una presenza significativa in Francia (oltre il trenta per cento), Regno Unito (circa il venticinque per cento) e Germania (circa il quindici per cento), ed è composto principalmente da residenze sanitarie assistenziali (oltre il settanta per cento), affiancate da ambulatori e altre strutture del settore. Nel corso del 2025 la Scpi ha proseguito l'attività di investimento nel comparto sanitario, confermando un approccio difensivo e di lungo periodo, a fronte di un livello di rendimento più contenuto rispetto ad altre tipologie di investimento immobiliare.

Edissimmo, tra le principali Scpi storiche del mercato, investe prevalentemente in immobili a uso direzionale, che rappresentano circa il settanta per cento del portafoglio, affiancati da una componente retail e da altre destinazioni d'uso residuali. Nel 2025 la capitalizzazione si attesta a 3,03 miliardi di euro, in calo rispetto ai 3,38 miliardi del 2024, con una contrazione di circa il dieci per cento. Il rendimento è pari al 3,63 per cento, in diminuzione rispetto al 4,56 per cento dell'anno precedente, con una flessione di 93 punti base. Il patrimonio è localizzato principalmente in Francia (circa il 76 per cento tra Parigi, Île-de-France e altre regioni), con una presenza significativa anche negli altri mercati europei, in particolare in

Germania e Spagna. Il portafoglio, fortemente esposto agli uffici, si inserisce in un contesto di mercato ancora debole e caratterizzato da una revisione dei valori immobiliari. In tale scenario, la Scpi ha proseguito l'attività di gestione attiva, a fronte di un livello di rendimento contenuto.

Rivoli Avenir Patrimoine è focalizzata su asset direzionali di grandi dimensioni localizzati principalmente a Parigi, nell'Île-de-France e nelle principali città europee. Nel 2025 la capitalizzazione si attesta a 2,93 miliardi di euro, in calo rispetto ai 3,22 miliardi del 2024, con una contrazione di circa il nove per cento. Il rendimento è pari al 3,46 per cento, in diminuzione rispetto al 3,89 per cento dell'anno precedente, con una variazione di meno 43 punti base. Il portafoglio presenta una prevalenza di immobili a uso uffici, affiancati da una componente residuale di asset retail e alberghieri. Nel corso del 2025 la Scpi ha operato in un contesto di mercato complesso per il segmento direzionale, avviando un progressivo processo di diversificazione del portafoglio e realizzando operazioni di investimento nel comparto alberghiero, affiancate da cessioni di asset non strategici. In tale scenario, il rendimento si è attestato su livelli contenuti.

Épargne Pierre, lanciata nel 2013, è una Scpi classificata nel segmento direzionale ma caratterizzata da un portafoglio ampiamente diversificato, composto da uffici (circa il 47 per cento), affiancati da asset commerciali (29 per cento) e, in misura minore, da immobili turistici, logistici e sanitari. Nel 2025 la capitalizzazione raggiunge 2,80 miliardi di euro, in crescita rispetto ai 2,73 miliardi del 2024, con un incremento di circa il 2,6 per cento. Il rendimento resta stabile al 5,28 per cento, invariato rispetto all'anno precedente. Il patrimonio è localizzato principalmente nelle metropoli regionali francesi. Nel corso del 2025 la Scpi ha proseguito una strategia di investimento orientata alla diversificazione, con acquisizioni nei comparti retail, alberghiero e sanitario, mantenendo un elevato livello di occupazione (oltre il 94 per cento) e un rendimento superiore alla media di mercato grazie a una minore esposizione agli uffici prime e a una maggiore diversificazione geografica e settoriale.

Notapierre, lanciata nel 1988, è una Scpi caratterizzata da un portafoglio prevalentemente direzionale, composto per circa il 74 per cento da uffici, affiancati da immobili industriali e logistici (diciassette per cento) e commerciali (quattro per cento) e, in misura residuale, da altre destinazioni d'uso (circa il cinque per cento), localizzato quasi esclusivamente in Francia. Nel 2025 la capitalizzazione si mantiene a 2,69 miliardi di euro, invariata rispetto al 2024. Anche il rendimento resta stabile al 4,10 per cento, senza variazioni rispetto all'anno precedente. Nel corso del 2025 la Scpi ha operato in un contesto di mercato in fase di aggiustamento, mantenendo un approccio orientato alla gestione attiva del patrimonio. In particolare, non evidenzia una significativa attività di acquisizione, ma realizza operazioni di arbitraggio e un'intensa attività locativa.

Accimmo-Pierre, lanciata nel 1987, è una Scpi caratterizzata da un portafoglio prevalentemente direzionale, composto per circa il 69 per cento da uffici, affiancati da asset commerciali (sedici per cento), alberghieri (sei per cento), logistici (cinque per cento) e, in misura residuale, sanitari (circa il quattro per cento), localizzati principalmente in Île-de-France (circa il 67 per cento) e nelle altre regioni francesi. Nel 2025 la capitalizzazione si attesta a 2,66 miliardi di euro, in lieve diminuzione rispetto ai 2,68 miliardi del 2024, con una flessione inferiore all'uno per cento. Il rendimento sale al 4,77 per cento, rispetto al 3,88 per cento dell'anno precedente, registrando una variazione positiva di 89 punti base. Nel corso del 2025 la Scpi ha proseguito l'attività di gestione attiva del patrimonio, con operazioni di cessione e arbitraggio, in un contesto di mercato ancora complesso per il segmento direzionale.

Il rendimento medio delle prime dieci Scpi per capitalizzazione è pari al 4,57 per cento, in espansione di tre punti base rispetto al 4,54 per cento del 2024, con Corum Origin che anche per il 2025 fa segnare il risultato più elevato, 6,50 per cento, e Rivoli Avenir Patrimoine quello più basso, 3,46 per cento.

La raccolta complessiva nel 2025 ammonta a quasi 4,5 miliardi di euro, in crescita del 28,5 per cento rispetto ai 3,5 miliardi di euro del 2024. Nell'asset allocation, la strategia immobiliare vede, anche nel 2025, un interesse preponderante per gli uffici, 56 per cento, un punto percentuale in più rispetto al 55 per cento del 2024, seguiti da altri (diversificati-alternativi) e sanità rispettivamente consolidatisi al ventuno per cento e al dieci per cento. I prodotti commerciali, residenziali e industriali/logistica completano il quadro occupando quote marginali pari, nel 2025, rispettivamente al sette per cento, al quattro per cento e al due per cento.

## TAV. 16 - LE DIECI SCPI NON FISCALI PIÙ IMPORTANTI NEL 2025

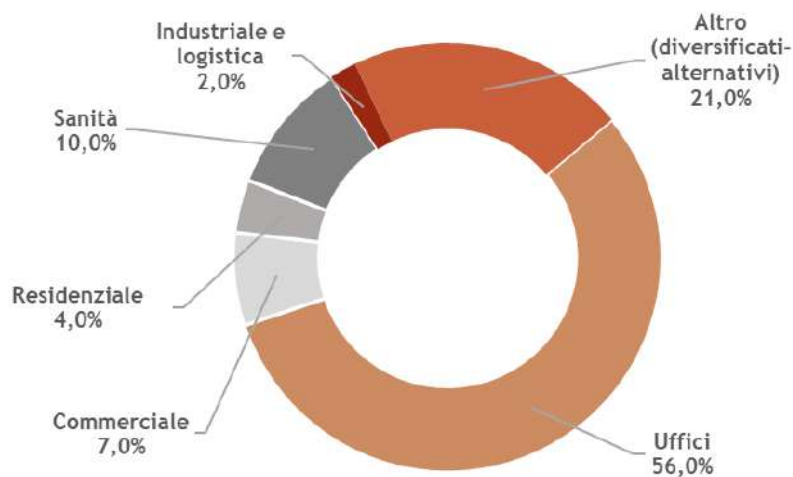
Dicembre 2025

#	SCPI	SOCIETÀ DI GESTIONE	CATEGORIA	CAPITALIZZAZIONE (MLN DI EURO)	RENDIMENTO
1	Immorente	Sofidy	Commerce	4.392	5,00
2	Primovie	Primonial Reim	Santé & éducation	4.210	4,04
3	Epargne fonciere	La Française	Bureaux	4.143	4,86
4	Corum origin	Corum Am	Diversifiée	3.794	6,50
5	Pierval sante	Euryale	Santé & éducation	3.301	4,06
6	Edissimo	Amundi Immobilier	Bureaux	3.030	3,63
7	Rivoli Avenir Patrimoine	Amundi Immobilier	Bureaux	2.927	3,46
8	Epargne pierre	Atland Voisin	Bureaux	2.804	5,28
9	Notapierre	Unofi	Bureaux	2.690	4,10
10	Accimmo-pierre	BnpParibas	Bureaux	2.658	4,77
<b>TOTALE</b>				<b>33.947</b>	<b>4,57</b>

Fonte: leif

## TAV. 17 - ASSET ALLOCATION DELLE SCPI FRANCESI

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Scpi

## Le Opci

Nel 2025 gli Opci grand public hanno registrato una raccolta netta negativa pari a meno 1,3 miliardi di euro, in miglioramento rispetto ai meno due miliardi del 2024 e ai meno tre miliardi del 2023. Il dato segnala un'attenuazione delle uscite nette rispetto agli esercizi precedenti, pur confermando il permanere di esigenze di liquidità da parte degli investitori. Nel quarto trimestre del 2025, la raccolta netta è stata pari a meno 472 milioni di euro, un valore quasi raddoppiato rispetto al trimestre precedente.

Il patrimonio netto del comparto ha tuttavia continuato a ridursi, attestandosi a fine 2025 intorno agli 11 miliardi di euro, rispetto ai circa 12,6 miliardi del 2024, pari a una contrazione annua di circa il dodici per cento.

Nel 2025, solo pochi veicoli di investimento hanno fatto registrare variazioni positive dell'attivo netto, mentre alcuni risultano sostanzialmente stabili a fine anno: Axa Immo Avenir evidenzia un incremento pari a circa 956 milioni di euro, affiancato da variazioni più contenute registrate da So Living (circa sette milioni di euro) e Colivim (due milioni di euro), mentre Amundi Transmission Immobilier e Sofidy Pierre Europe si mantengono su valori sostanzialmente invariati. Alcune tra le Opci più grandi e presenti da più tempo sul mercato sono, ancora una volta, tra quelle che hanno fatto registrare le maggiori contrazioni dell'attivo netto: Opcimmo (circa 744 milioni di euro), Bnp Paribas Diversipierre (126 milioni di euro), Immo Diversification ISR (75 milioni di euro), Swisslife Esg Dynapierre (circa quaranta milioni di euro) e Groupama Gan Pierre 1 (circa 37 milioni di euro).

La contrazione dell'attivo netto di Opcimmo, che si conferma anche nel 2025 tra i principali veicoli del mercato con oltre 3,2 miliardi di euro di patrimonio, rappresenta la riduzione più rilevante in valore assoluto. Seguono Bnp Paribas Diversipierre e Immo Diversification ISR, mentre Swisslife Esg Dynapierre e Groupama Gan Pierre 1 registrano riduzioni più contenute.

Le dinamiche descritte confermano, nel 2025, il progressivo rallentamento delle tendenze negative avviate a partire dall'ultimo trimestre del 2022, periodo in cui, per la prima volta, gli Opci hanno registrato sottoscrizioni nette trimestrali in territorio negativo. Tali risultati, susseguitisi nel corso dei trimestri e degli anni, sono riconducibili a una progressiva contrazione della raccolta, delineatasi già a partire dai primi mesi della pandemia e proseguita negli anni successivi. Gli Opci sono passati, dal secondo trimestre del 2020, da livelli di raccolta prossimi e superiori al miliardo di euro a valori significativamente inferiori, fino a registrare nel 2025 deflussi netti pari a 1,3 miliardi di euro.

Dopo aver raggiunto il picco di attrattività nel biennio 2016-2017, con raccolte annuali prossime ai quattro miliardi di euro e volumi trimestrali compresi tra i 700 milioni e gli 1,4 miliardi di euro, il comparto ha progressivamente perso appeal presso gli investitori. Tale perdita di attrattività risulta riconducibile a performance giudicate non soddisfacenti, in quanto gli Opci risultano indirettamente esposti alle fluttuazioni dei mercati finanziari e direttamente influenzati dalle dinamiche del mercato immobiliare sottostante.

Nel 2025 la classifica delle principali Opci cambia al vertice, con Axa Immo Avenir, gestita da AXA REIM, che si colloca al primo posto con un Nav pari a circa 3,7 miliardi di euro, in crescita del 35 per cento rispetto ai 2,7 miliardi del 2024. Scivola invece in seconda posizione Opcimmo, gestita da Amundi Immobilier, con un attivo prossimo ai 3,2 miliardi di euro, in calo del diciannove per cento rispetto ai 3,9 miliardi del 2024. Sul gradino più basso del podio si conferma Bnp Paribas Diversipierre, con circa 1,46 miliardi di euro di Nav, anch'essa in riduzione dell'otto per cento rispetto all'anno precedente.

Il Nav complessivo delle prime dieci Opci si attesta intorno ai 10,5 miliardi di euro, in calo rispetto agli 11,8 miliardi del 2024. Rispetto alla graduatoria dell'anno precedente, il principale cambiamento riguarda dunque il passaggio di Axa Immo Avenir al primo posto e il conseguente arretramento di Opcimmo in seconda posizione.

Al fine di evidenziare le principali dinamiche del comparto, si analizzano alcuni fondi rappresentativi selezionati sulla base della performance e della tipologia di strategia di investimento.

Axa Immo Avenir è un Opci lanciato nel 2016 e gestito da AXA REIM, che nel 2025 si colloca al primo posto della classifica con un Nav pari a circa 3,7 miliardi di euro, in crescita rispetto all'anno precedente. Il fondo adotta una strategia di investimento diversificata, basata su una combinazione di asset immobiliari, strumenti finanziari e liquidità, con l'obiettivo di generare rendimento attraverso canoni di locazione, dividendi e plusvalenze. Il portafoglio si configura come diversificato con una forte componente immobiliare, pari a circa il 75 per cento, affiancata da una quota di strumenti finanziari e liquidità, che consente una maggiore flessibilità nella gestione e una parziale esposizione alle dinamiche dei mercati finanziari. Dal punto di vista geografico, il fondo investe prevalentemente in Europa, con una presenza significativa nei principali mercati, tra cui Francia, Germania e Italia. A livello settoriale, l'esposizione è articolata tra diverse destinazioni d'uso, tra cui residenziale, uffici e asset specializzati.

Opcimmo è un Opci lanciato nel 2011 e gestito da Amundi Immobilier, che nel 2025 si colloca al secondo posto della classifica con un Nav pari a circa 3,2 miliardi di euro, in calo rispetto ai 3,9 miliardi del 2024. Il portafoglio si configura come diversificato con una forte componente immobiliare, superiore all'ottanta per cento, affiancata da una quota più contenuta di strumenti finanziari e liquidità. A livello settoriale, l'esposizione è fortemente concentrata nel comparto direzionale, che rappresenta circa il 75 per cento del patrimonio immobiliare, seguito da immobili commerciali (circa il dieci per cento) e, in misura più contenuta, da hotel, sanitario e altre destinazioni d'uso residuali. Dal punto di vista geografico, il fondo è prevalentemente investito in Francia (circa il cinquanta per cento), con una presenza significativa anche in Germania (circa il venti per cento) e nei Paesi Bassi (circa il dieci per cento), mentre la restante quota è distribuita tra altri Paesi europei. La riduzione del Nav nel corso del 2025 si inserisce in un contesto di repricing del mercato immobiliare, in particolare nel segmento degli uffici, cui il fondo risulta fortemente esposto. In tale scenario, la società di gestione ha proseguito un'attività di gestione attiva del portafoglio, con l'obiettivo di mantenere la capacità reddituale del fondo.

Bnp Paribas Diversipierre, Opci lanciato nel 2014 e gestito da Bnp Paribas Reim, si colloca al terzo posto della classifica con un Nav pari a circa 1,46 miliardi di euro, in calo rispetto agli 1,58 miliardi del 2024 (meno otto per cento circa). Il fondo adotta una strategia di investimento bilanciata e diversificata a livello europeo, con una prevalente componente immobiliare (circa il 75-80 per cento), affiancata da strumenti finanziari e liquidità, con l'obiettivo di generare rendimento attraverso canoni di locazione, dividendi e plusvalenze. La presenza di una componente obbligazionaria e di attivi liquidi evidenzia un approccio multi-asset volto a coniugare stabilità dei flussi e gestione della liquidità. A livello settoriale, l'esposizione è principalmente concentrata su uffici (circa il cinquanta per cento), seguiti da hotel e tempo libero (circa il quindici per cento), retail (circa il quindici per cento) e altre tipologie residuali. Dal punto di vista geografico, il portafoglio presenta una significativa diversificazione a livello europeo, con una presenza prevalente in Francia (circa il cinquanta per cento), seguita da Germania (circa il venticinque per cento) e Italia (circa il quindici per cento), mentre la restante quota è distribuita in altri Paesi.

Immo Diversification ISR, gestito da AEW Ciloger, si colloca al quarto posto della classifica con un Nav pari a circa 664 milioni di euro, in calo rispetto ai circa 739 milioni del 2024 (meno dieci per cento circa). Il fondo presenta una strategia di investimento diversificata, con l'obiettivo di generare rendimento attraverso una combinazione di canoni di locazione, dividendi e plusvalenze. Il portafoglio si configura come multi-asset, con una componente immobiliare pari a circa il 61 per cento, affiancata da strumenti finanziari e liquidità, funzionali anche alla gestione delle richieste di rimborso. A livello settoriale, l'esposizione è articolata principalmente tra retail (circa il 35 per cento), asset misti (circa il ventiquattro per cento) e uffici (circa il venti per cento), con una quota più contenuta in logistica (circa il tredici per cento) e componenti residuali in residenziale e sanitario (complessivamente circa il cinque per cento). Dal punto di vista geografico, il fondo è investito prevalentemente in Francia (circa il 48 per cento), seguita dal Regno Unito (circa il ventitre per cento) e dalla Germania (circa il tredici per cento), mentre la restante quota (circa il quindici per cento) è distribuita tra altri Paesi europei. La riduzione del Nav nel corso del 2025 è riconducibile al contesto di mercato ancora complesso e ai deflussi registrati nel periodo, cui si affiancano dinamiche legate all'evoluzione delle valutazioni immobiliari.

Groupama Gan Pierre 1, Opci lanciato nel 2015 e gestito da Groupama Gan REIM, si colloca al sesto posto della classifica con un Nav pari a circa 352 milioni di euro, in calo rispetto ai circa 389 milioni del 2024 (meno dieci per cento circa). Il fondo adotta una strategia di investimento a prevalente vocazione immobiliare, con l'obiettivo di generare rendimento principalmente attraverso canoni di locazione e, in misura complementare, dividendi e plusvalenze. Il portafoglio presenta una componente immobiliare pari a circa il 65 per cento, affiancata da strumenti finanziari (circa il venti-venticinque per cento) e liquidità (circa il dieci- quindici per cento). A livello settoriale, l'esposizione immobiliare è articolata principalmente tra uffici (circa il 45 per cento) e logistica (circa il trenta per cento), seguiti da immobili commerciali (circa il dieci- quindici per cento) e asset legati al tempo libero (circa il dieci per cento). Dal punto di vista geografico, il portafoglio risulta concentrato prevalentemente in Francia, con una distribuzione degli asset su diverse aree del territorio nazionale. Nel corso del quarto trimestre 2025, il fondo ha realizzato la dismissione di un asset commerciale situato a Saint-Martin-Boulogne, generando una plusvalenza, mentre le valutazioni immobiliari hanno registrato una lieve flessione, in un contesto di mercato ancora complesso.

TAV.18 - LE PRIME DIECI OPCI GRAND - PUBLIC OPERATIVE IN FRANCIA

Dicembre 2025

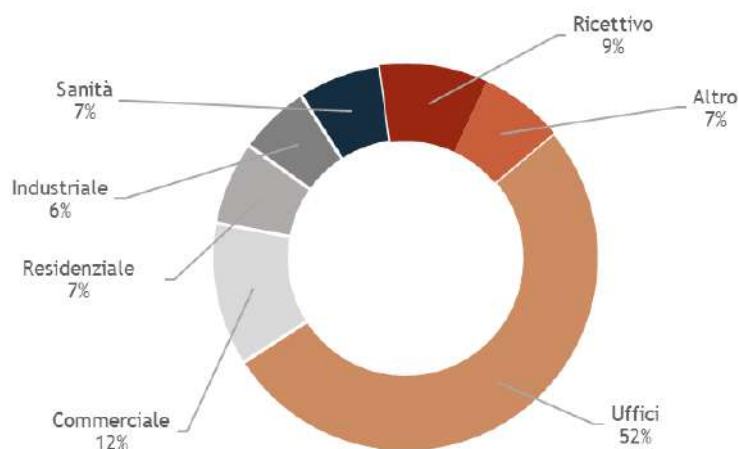
#	OPCI	SOCIETÀ DI GESTIONE	ANNO DI CREAZIONE	NAV (MLN DI EURO)
1	Axa Immo Avenir	AXA REIM	2016	3.698
2	Opcimmo	Amundi Immobilier	2011	3.205
3	Bnp Paribas Diversipierre	BNP Paribas REIM	2014	1.459
4	Immo Diversification Isr	Aew Ciloger	2013	664
5	Swisslife Esg Dynapierre	Swisslife AM	2010	413
6	Groupama Gan Pierre 1	Groupama Gan REIM	2015	352
7	Opci Franceurope Immo Isr	Aew Ciloger	2008	282
8	Ofi Invest Isr Experimmo	OFI Invest	2019	261
9	Preimum	Praemia REIM	2016	96
10	Lf Opsi Patrimoine	La Française REM	2009	94
<b>TOTALE</b>				<b>10.524</b>

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi

In termini di asset allocation, anche gli Opci mantengono una prevalenza del comparto direzionale, pari a circa il 52 per cento del patrimonio. Seguono gli immobili commerciali, pari a circa il dodici per cento, il comparto ricettivo, intorno al nove per cento, e le componenti residenziale, sanitaria e alternative, ciascuna pari a circa il sette per cento. Più contenuta risulta invece l'esposizione verso immobili industriali, pari a circa il sei per cento.

## ASSET ALLOCATION DELLE OPCIS GRAND - PUBLIC FRANCESI

Per cento della superficie\*, dicembre 2025



\* Opci grand public

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Opci, Aspim

## 2.2.2. - GERMANIA

## I fondi aperti

Il settore dei fondi immobiliari aperti attraversa una fase di mercato particolarmente complessa e sfidante. Il contesto è segnato da incertezza economica, mercati delle transazioni deboli, significativi deflussi di capitali e sospensioni puntuali dei rimborsi, che riflettono una crescente tensione sul fronte della liquidità. A questo si aggiungono le persistenti tensioni geopolitiche – tra cui la recente guerra in Iran – che continuano a pesare sul sentiment dei mercati finanziari, amplificandone la volatilità e l'avversione al rischio.

In questo scenario, i gestori stanno rispondendo in modo sempre più attivo e strutturato: la gestione della liquidità, l'ottimizzazione del portafoglio e l'adattamento al quadro normativo diventano leve centrali di governo. L'evoluzione regolamentare, con l'introduzione di nuovi strumenti di liquidità e un ampliamento delle possibilità di investimento – ad esempio nelle energie rinnovabili – sta inoltre ridefinendo i margini di manovra strategici del settore.

Nel 2024 si sono registrate numerose richieste di recesso che hanno comportato, allo scadere del periodo di preavviso di dodici mesi nel 2025, l'obbligo per i gestori dei fondi di procedere al rimborso degli investitori interessati. I mercati immobiliari stanno mostrando solo segnali gradualmente di ripresa e il quadro relativo alle diverse classi di rischio rimane ancora caratterizzato da un'elevata incertezza. Un contesto di mercato sfidante che ha causato significativi deflussi di capitale a testimonianza dell'incertezza degli investitori e una diminuzione del patrimonio complessivo dei fondi, dopo anni di andamenti positivi.

L'ammontare complessivo delle masse gestite continua a ridursi, attestandosi a 112 miliardi di euro, in calo di oltre ottanta punti base rispetto ai dodici mesi precedenti. Anche il numero dei veicoli diminuisce, con una contrazione di tre unità.

Nel 2025 i rimborsi hanno raggiunto livelli particolarmente elevati nel mese di marzo. Si è trattato sia di rimborsi programmati con dodici mesi di preavviso, sia di rimborsi immediati da parte di investitori entrati prima del luglio 2013 secondo la vecchia normativa, che consente il disinvestimento diretto fino a 30.000 euro per semestre.

L'impennata delle richieste è stata innescata dalla sentenza del tribunale relativa a Unilmmo: Wohnen ZBI (febbraio 2025), amplificata da una forte attenzione mediatica negativa. Ma ad alimentare ulteriormente questi deflussi è stato il crollo delle azioni del fondo Unilmmo Wohnen. A metà del 2024 il fondo ha dovuto rettificare il valore di diversi asset del suo portafoglio a causa del crollo dei prezzi delle case, il loro valore effettivo risultava inferiore a quello dichiarato in bilancio. Di conseguenza, molti investitori del fondo hanno venduto le loro azioni in borsa, dando il via a una vera e propria ondata di vendite e disdette. Il trend si è confermato anche nella seconda parte dell'anno, con ulteriori picchi a luglio e dicembre e deflussi netti mensili pari rispettivamente a 0,9 e 0,8 miliardi di euro.

L'impatto dei rimborsi, tuttavia, non è uniforme tra i diversi fondi: ne derivano fabbisogni di liquidità e pressioni operative eterogenei. I veicoli in cui gli afflussi compensano stabilmente i riscatti non sono costretti a dismettere asset immobiliari per far fronte alle uscite, mantenendo così una maggiore stabilità di portafoglio.

Wertgrund WohnSelect D, specializzato nel segmento residenziale tedesco, ha risentito in maniera significativa delle criticità legate alle svalutazioni dell'indice Unilmmo: Wohnen Zbi e il 15 gennaio 2026 ha sospeso il rimborso e la sottoscrizione delle quote. Il livello persistentemente elevato dei rimborsi, unitamente alle dismissioni immobiliari effettuate, non è risultato più sufficiente a garantire un'adeguata posizione di liquidità nel contesto di mercato corrente.

In seguito, il 26 febbraio 2026 anche Fokus Wohnen Deutschland ha disposto la sospensione dei rimborsi e della sottoscrizione delle quote per un periodo fino a 36 mesi. La società di gestione Intreal ha motivato la decisione evidenziando l'insufficienza delle disponibilità liquide del fondo, non idonee né a far fronte ai rimborsi in scadenza né a sostenere la gestione ordinaria del portafoglio immobiliare.

In questo contesto, la gestione della liquidità si conferma il fattore chiave per la stabilità dei fondi immobiliari aperti, in un contesto in cui nuove criticità possono riattivare pressioni sui rimborsi e generare ulteriori richieste di recesso. Il preavviso di dodici mesi per le quote sottoscritte dopo il 22 luglio 2013 continua tuttavia a svolgere un ruolo stabilizzante, contribuendo ad attenuare la pressione immediata sul comparto. Pur non escludendo ulteriori casi isolati di sospensione dei rimborsi, le stime dei gestori indicano che la maggior parte dei fondi dovrebbe essere in grado di far fronte alle richieste nel corso del 2026, grazie alle misure già adottate e a quelle in fase di implementazione.

Le società di gestione confermano inoltre il ricorso, ove necessario, a vendite immobiliari e strumenti di finanziamento per garantire la liquidità. Nel complesso, lo scenario prevalente resta quello di una tenuta del sistema, con una diffusione limitata dei casi di sospensione.

Nonostante questo rallentamento il peso dell'industria immobiliare dei fondi aperti tedeschi nel suo complesso (Spezialfonds per gli investitori istituzionali e Publikumsfonds per investitori privati) si conferma il più consistente nel patrimonio gestito del vecchio continente, rappresentandone circa il trenta per cento del valore dei portafogli immobiliari e oltre il sette per cento del numero complessivo dei veicoli.

Il patrimonio immobiliare dei fondi immobiliari aperti tedeschi nella sua totalità supera i 276 miliardi di euro (nel 2024 ammontava a oltre 285 miliardi di euro); la variazione sui dodici mesi precedenti è pari a meno 2,7 punti percentuali. I fondi immobiliari (pubblici e riservati) tedeschi si confermano pertanto al primo posto per maggiore patrimonio gestito tra gli otto Paesi europei presi a riferimento. Il ridimensionamento del patrimonio dei veicoli tedeschi è imputabile essenzialmente al calo del volume di transazioni nel mercato immobiliare.

Tra gli elementi che impattano sulla redditività dei portafogli immobiliari il tasso di occupazione degli immobili. Il sistema dei fondi immobiliari aperti tedeschi, secondo l'impostazione Scope, resta

caratterizzato da una elevata resilienza operativa, con tassi di occupazione che, dopo la correzione dal picco superiore al 95 per cento registrato nel biennio 2022-2023, si sono assestati nel 2024 e nel 2025 su livelli leggermente inferiori ma ancora solidamente sopra il 93 per cento, evidenziando una fase di normalizzazione più che di stress strutturale.

Nel 2025, il mercato dei fondi immobiliari aperti tedeschi si colloca in una fase di stabilizzazione post-aggiustamento dei tassi, con indicatori operativi ancora solidi e sostanzialmente stabili rispetto al 2024. Il tasso di occupazione medio ponderato si mantiene nel range 93-94 per cento, leggermente inferiore ai livelli superiori al 95 per cento osservati nel picco del ciclo 2022-2023, ma coerente con una normalizzazione del mercato immobiliare europeo, in particolare nel segmento uffici.

Dal punto di vista finanziario, i fondi continuano a presentare coefficienti di liquidità generalmente compresi tra cinque per cento e 25 per cento del Nav, con una concentrazione nella fascia 10-18 per cento, livelli considerati adeguati a gestire i flussi di rimborso in assenza di tensioni sistemiche. La leva finanziaria rimane contenuta, in linea con il profilo prudenziale del settore.

Nel complesso, il 2025 evidenzia un settore caratterizzato da stabilità operativa, occupazione ancora elevata e struttura finanziaria conservativa, con assenza di stress generalizzati e una fase di riequilibrio più che di deterioramento del ciclo immobiliare.

Questo parametro ha una grande influenza sulla performance di un fondo ed è quindi uno degli indicatori chiave da tenere monitorato. Gli immobili sfitti non solo non generano reddito da locazione, ma comportano anche costi aggiuntivi, ad esempio per la ristrutturazione e la commercializzazione. Una gestione oculata prevede di mantenere a un livello elevato il tasso di occupazione: un valore pari o superiore al 98 per cento può già ritenersi (a causa della fluttuazione naturale dei conduttori) full occupancy.

Le quote dei fondi immobiliari aperti tedeschi, nonostante i periodi di detenzione, possono essere negoziate, su base giornaliera, in modo molto flessibile su diverse borse valori. Il prezzo delle azioni non si basa sul controvalore effettivo, il valore patrimoniale netto, ma esclusivamente sulla domanda e sull'offerta; infatti, a seconda della situazione di mercato, sono previsti supplementi o sconti sul valore intrinseco delle quote del fondo.

I fondi immobiliari aperti si trovano in una situazione difficile: dalla metà del 2023 i deflussi hanno superato gli afflussi, questa condizione si traduce in una riduzione del patrimonio. Il difficile contesto di mercato, interessanti investimenti alternativi e sorprendenti svalutazioni di portafoglio stanno mettendo sotto pressione i fondi tedeschi. In questo contesto di mercato il rapporto di liquidità dei fondi aperti tedeschi è diminuito, mentre il rapporto di indebitamento è aumentato.

L'attuale livello di indebitamento del comparto risulta significativamente inferiore a quello osservato durante la crisi finanziaria globale: a fine 2009 il rapporto di leva superava infatti il trenta per cento, ben al di sopra dei livelli odierni. Tale evoluzione riflette anche gli interventi normativi introdotti a tutela degli investitori, che hanno ridotto il limite massimo di indebitamento dal cinquanta per cento al trenta per cento del valore di mercato degli immobili per il debito a lungo termine e al trenta per cento per quello a breve termine, contribuendo a rafforzare la solidità finanziaria del settore.

Nonostante le tensioni che interessano il comparto, i fondi immobiliari aperti tedeschi continuano a mostrare una solida posizione finanziaria. A gennaio 2026 la liquidità detenuta dai principali 26 fondi ammontava a 15,4 miliardi di euro, pari al 15,2 per cento del patrimonio complessivo, un livello ampiamente superiore alla soglia regolamentare del cinque per cento.

Anche la leva finanziaria si mantiene contenuta, con un rapporto di indebitamento pari al 18,4 per cento del valore di mercato degli immobili. In questo contesto, l'accesso al credito e il rifinanziamento delle posizioni debitorie continuano a essere considerati strumenti pienamente disponibili dai gestori, senza particolari criticità operative.

Il tasso medio di occupazione si è attestato al 92,6 per cento, sostanzialmente in linea con i livelli di fine 2024, sostenuto da contratti di locazione di lungo periodo e dai meccanismi di indicizzazione dei canoni che continuano a supportare i flussi di cassa.

Permangono tuttavia alcune criticità, in particolare nel segmento uffici, dove gli immobili situati in mercati secondari, gli asset obsoleti o caratterizzati da standard Esg non adeguati registrano una minore domanda e livelli di sfritto più elevati. I portafogli dei fondi restano comunque prevalentemente concentrati su immobili core nei principali mercati europei, che continuano a garantire maggiore resilienza e stabilità.

Nel 2024 i fondi immobiliari aperti al pubblico hanno registrato un rendimento medio pari al meno 1,3 per cento, con performance comprese tra meno 20,1 per cento e più 3,8 per cento. Il quadro è rimasto sostanzialmente stabile nel 2025, con un rendimento su dodici mesi pari al meno 1,2 per cento, confermato anche a gennaio 2026, quando la media del settore si è attestata ancora al meno 1,2 per cento (in un intervallo tra meno 18,2 per cento e più 3,2 per cento). Tuttavia, la dispersione dei risultati è tornata ad ampliarsi a seguito di nuovi impatti negativi su alcuni fondi, tra cui il Leading Cities Invest di KanAm Grund Group e le rettifiche di valore sugli uffici statunitensi di due fondi di Union Investment.

La debole performance media riflette principalmente le svalutazioni immobiliari nei portafogli e gli effetti delle attività di dismissione. La crescente pressione sui rimborsi ha infatti incrementato il ritmo delle vendite, con il rischio di realizzazioni a prezzi non ottimali in un contesto percepito come stressato. In alcuni casi, inoltre, l'intensità delle dismissioni ha inciso sulla qualità della diversificazione, poiché gli asset più liquidi e di migliore qualità risultano più facilmente cedibili rispetto a quelli più complessi o meno appetibili.

La causa principale del rendimento medio negativo è da ricercarsi nelle rettifiche di valore nei portafogli immobiliari di alcuni fondi e negli effetti negativi derivanti dalle attività di vendita. In questo scenario, la riduzione dei rendimenti ha parzialmente eroso l'attrattività relativa dei fondi immobiliari aperti rispetto ad altre asset class, in particolare rispetto agli strumenti obbligazionari, che pur in un contesto di normalizzazione dei tassi continuano a offrire rendimenti competitivi. Le distribuzioni dei fondi restano tuttavia sostenute dalla solidità del mercato locativo, che continua a garantire flussi di reddito relativamente stabili.

Con l'entrata in vigore della revisione della direttiva Aifm (aifmd ii), i fondi immobiliari aperti dovranno rafforzare in modo significativo i propri strumenti di gestione della liquidità. A partire da aprile 2026, oltre ai meccanismi già esistenti (periodi minimi di detenzione, preavviso di rimborso e sospensione delle quote), sarà obbligatorio integrare almeno due ulteriori liquidity management tools (Lmt) da un catalogo normativamente definito.

Tra gli strumenti previsti figurano, tra gli altri, il gating, la proroga dei termini di rimborso, le commissioni di rimborso, lo swing pricing e altri meccanismi di aggiustamento dei prezzi e dei flussi. L'obiettivo è aumentare la resilienza dei fondi, migliorare la gestione delle fasi di stress di mercato e ridurre il rischio sistemico, armonizzando al contempo le regole a livello europeo.

In pratica, la scelta degli strumenti sarà adattata alle caratteristiche dei singoli fondi, ma per i prodotti retail le opzioni più rilevanti saranno soprattutto il gating e le commissioni di rimborso, mentre altri strumenti potranno essere utilizzati in funzione della struttura del veicolo e della strategia di investimento.

Nel mercato dei fondi immobiliari aperti tedeschi (Offene Immobilienfonds) il coefficiente di liquidità si mantiene generalmente in un intervallo compreso tra circa cinque per cento e 25 per cento del Nav, con una concentrazione prevalente nella fascia dieci per cento - 18 per cento, che rappresenta il vero "standard operativo" del mercato. Questo livello riflette l'esigenza strutturale dei fondi di garantire la gestione dei riscatti, mantenendo al tempo stesso un'allocatione quasi interamente investita nel real estate.

I principali fondi core del mercato operano all'interno di questo range. Deka-ImmobilienEuropa e HausInvest si collocano tipicamente intorno alla doppia cifra, in linea con la media di settore. Anche veicoli di Union

Investment come Unilmmo: Deutschland e Unilmmo: Europa mantengono livelli simili, coerenti con una gestione prudente della liquidità.

Per i fondi in cui i rimborsi continuano a superare gli afflussi, la cessione di immobili rappresenta la principale leva per generare liquidità. L'analisi condotta sui principali venti fondi evidenzia come il settore abbia dimostrato una significativa capacità di dismissione: nel 2024 le vendite immobiliari hanno raggiunto 5,3 miliardi di euro a fronte di deflussi netti pari a 5,1 miliardi di euro, mentre nel 2025 i volumi sono saliti rispettivamente a 6,7 e 6,2 miliardi di euro.

Questi dati confermano la capacità dei gestori di reperire risorse attraverso il mercato, affiancando alle dismissioni il ricorso a ulteriori strumenti di liquidità, inclusi i mezzi propri delle società di gestione. Di conseguenza, la maggior parte degli operatori - in particolare quelli dei principali fondi del comparto - continua a considerare improbabile una sospensione generalizzata dei rimborsi. Resta tuttavia aperta la possibilità di tensioni su singoli veicoli, per i quali non possono essere esclusi ulteriori interventi straordinari.

Nonostante le tensioni che hanno interessato il comparto negli ultimi due anni, i fondi immobiliari aperti tedeschi continuano a rappresentare uno strumento di investimento orientato al lungo termine, caratterizzato da un elevato grado di diversificazione e da una volatilità generalmente contenuta rispetto agli strumenti quotati. La combinazione di differenti destinazioni d'uso, aree geografiche e profili di rischio contribuisce a mitigare l'impatto delle fasi negative che possono interessare singoli segmenti del mercato immobiliare.

Le prospettive per il 2026 restano improntate alla cautela. Dopo aver registrato nel 2025 deflussi netti per circa 7,6 miliardi di euro, in aumento rispetto ai 5,9 miliardi dell'anno precedente, i fondi immobiliari aperti potrebbero continuare a subire pressioni sulla raccolta. Le stime per l'anno in corso sono di un'ulteriore contrazione delle masse gestite, sebbene con impatti differenziati tra i diversi operatori. Alcuni gestori segnalano infatti un graduale rallentamento delle richieste di rimborso, un segnale che potrebbe indicare l'avvio di una fase di progressiva stabilizzazione del comparto.

In un contesto ancora caratterizzato da deflussi e pressioni sulla liquidità, la qualità e la diversificazione dei portafogli restano i principali fattori di resilienza del settore, sostenendone le prospettive nel medio-lungo periodo.

Le energie rinnovabili si candidano a diventare una nuova leva di crescita per i fondi immobiliari aperti. Oltre a offrire rendimenti potenzialmente più elevati rispetto agli investimenti immobiliari tradizionali, questa asset class consente di migliorare la diversificazione dei portafogli e di contribuire concretamente agli obiettivi della transizione energetica. La rapidità con cui si arriverà all'attuazione della regolamentazione e semplificazione delle procedure saranno fattori fondamentali per sfruttare al meglio l'enorme potenziale di questa tipologia di investimento.

Il nuovo quadro normativo introduce un significativo ampliamento delle strategie di investimento per i fondi immobiliari aperti, aprendo per la prima volta all'esposizione diretta nel settore delle infrastrutture e delle energie rinnovabili.

Con la legge sulla promozione della piazza finanziaria (StoFöG), in vigore dal febbraio 2026, i fondi possono investire fino al quindici per cento del patrimonio in impianti per la produzione, lo stoccaggio e la distribuzione di energia rinnovabile, inclusi impianti fotovoltaici, infrastrutture di ricarica e partecipazioni in società infrastrutturali. È inoltre consentita la gestione diretta di tali asset, anche in assenza di un collegamento fisico con gli immobili detenuti in portafoglio.

La riforma elimina precedenti incertezze regolamentari e fiscali, garantendo la compatibilità tra attività operative nel settore energetico e status di fondo di investimento, e favorendo così una maggiore integrazione tra real estate e infrastrutture.

Nel complesso, la normativa mira a rafforzare la piazza finanziaria tedesca e a mobilitare capitali potenzialmente rilevanti verso la transizione energetica, con una capacità teorica di investimento

nell'ordine di decine di miliardi di euro. Tuttavia, l'effettiva implementazione dipenderà dalla disponibilità di margini di investimento, oggi in parte limitati dalla pressione sulle dismissioni e dalle esigenze di liquidità del settore.

TAV.20 - I DIECI FONDI APERTI PIÙ IMPORTANTI OPERATIVI IN GERMANIA NEL 2025

Dicembre 2025

N°	FONDO	SOCIETÀ DI GESTIONE	PATRIMONIO (MLN DI EURO)	RENDIMENTO (%)
1	Deka-ImmobilienEuropa	Deka Immobilien Investment GmbH	17.950	1,1
2	Unilmmo: Deutschland	Union Investment Real Estate GmbH	15.800	0,4
3	HausInvest	Commerz Real Investment GmbH	15.400	1,9
4	Unilmmo: Europa	Union Investment Real Estate GmbH	13.000	-1,1
5	WestInvest InterSelect	WestInvest GmbH	10.150	0,2
6	Deka-ImmobilienGlobal	Deka Immobilien Investment GmbH	6.700	0,5
7	Grundbesitz Europa RC	DWS Grundbesitz GmbH	5.850	-1,8
8	Unilmmo: Wohnen ZBI	Union Investment Real Estate GmbH	3.300	
9	Unilmmo: Global	Union Investment Real Estate GmbH	2.950	-1,5
10	Grundbesitz Global IC	DWS Grundbesitz GmbH	2.600	
<b>TOTALE</b>			<b>93.700</b>	

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi

Il 2025 conferma il podio dei dodici mesi precedenti: Deka-Immobilien Europa si consolida al primo posto, mentre HausInvest arretra al terzo, superato da Unilmmo: Deutschland. Tutti e tre i fondi condividono un'impostazione internazionale e a distribuzione, caratterizzata da una politica stabile di corresponsione periodica dei proventi agli investitori.

Facendo un confronto Deka-Immobilien Europa: leader per scala e diversificazione, ma più esposto alla compressione dei rendimenti e alla riallocazione settoriale (uffici ancora dominanti); Unilmmo: Deutschland: il più difensivo e stabile, beneficia del focus domestico e di una struttura più conservativa del rischio; HausInvest: più ciclico, penalizzato dalla maggiore esposizione a segmenti non-core (hotel/retail), ma con buona diversificazione geografica.

Deka-Immobilien Europa si conferma stabile al primo posto per masse gestite e tra i principali attori del settore, con un portafoglio di circa 130 immobili distribuiti in 17 Paesi europei e un patrimonio superiore ai 18 miliardi di euro. In particolare, il fondo ha raggiunto 18,5 miliardi di euro nel 2024, in crescita rispetto ai 18,3 miliardi del 2023, ai livelli poco inferiori ai diciotto miliardi del 2022 e ai 17,6 miliardi del 2021, evidenziando un trend di progressiva espansione nel quadriennio.

Due terzi del patrimonio del fondo è investito in immobili ad uso ufficio, circa il dodici per cento in retail e ristorazione (in linea con i dati del biennio precedente), in via residuale alberghi, logistica e magazzini.

Il tasso di occupazione è aumentato di 2,6 punti percentuali a 93,6 per cento e il coefficiente di liquidità è cresciuto al 17,3 per cento (nel 2024 era 15,4 per cento e nel 2023 era quattordici per cento). Il rapporto di indebitamento è pressoché stabile al 16,7 per cento. I costi di gestione ammontano a 2,91 per cento al netto del supplemento di emissione del 5,26 per cento.

Il fondo adotta una strategia d'investimento flessibile su scala europea, concentrata prevalentemente su immobili situati in località centrali delle principali capitali e delle città economicamente più rilevanti.

Nella selezione e gestione degli asset, Deka-ImmobilienEuropa integra sistematicamente criteri ESG, promuovendo caratteristiche ambientali e sociali lungo l'intero processo di investimento. In particolare, il fondo aderisce a politiche di esclusione del carbone e ai principi del Global Compact delle Nazioni Unite, con un focus esplicito sulla riduzione delle emissioni medie di CO<sub>2</sub> entro il 2030 e sull'ottimizzazione dell'efficienza energetica degli immobili.

Deka-ImmobilienEuropa è inoltre classificato come prodotto ESG con approccio PAI (Principal Adverse Impacts), incorporando quindi nella gestione sia i fattori ambientali sia i principali effetti negativi sulle variabili di sostenibilità, già a partire dalla fase di selezione degli investimenti immobiliari.

Tra gli immobili appartenenti al fondo che rispondono ai più alti requisiti ecologici figurano lo Spree-Palais am Dom nel centro di Berlino, Le Centorial nel quartiere finanziario di Parigi e l'hotel Le Méridien su Las Ramblas a Barcellona e via Broletto 16 a Milano. Ad oggi quattro edifici su cinque nel portafoglio immobiliare del fondo sono certificati secondo il Green Building Standard.

La strategia del fondo è orientata alla localizzazione strategica, al focus su un comparto specifico e alla scelta di conduttori stabili. Il rendimento medio scende sotto il tre per cento (dopo aver superato tale soglia nell'ultimo biennio), pur tuttavia restando superiore al risultato del 2021 (2,4 per cento).

Unilmmo: Deutschland, fondo che investe principalmente in immobili nelle aree metropolitane tedesche e nelle città europee con potenziale di sviluppo economico sostenibile, grazie a oltre sedici miliardi di euro di masse gestite, si conferma nel 2025 in seconda posizione tra i fondi aperti tedeschi per patrimonio. La strategia del fondo è orientata alla diversificazione del portafoglio: dagli uffici agli immobili commerciali, agli alberghi e immobili residenziali.

Il fondo concentra circa il sessanta per cento (era 54 per cento nel 2024) delle sue attività in Germania e il restante quaranta per cento sul mercato immobiliare europeo. Unilmmo: Deutschland, presente sul mercato da circa sessant'anni, è gestito da Union Investment Real Estate.

Il focus degli 81 immobili del fondo sono gli uffici (oltre il sessanta per cento), seguiti dal retail (23,6 per cento) e gli hotel (12,8 per cento) in via residuale il residenziale, poco più del tre per cento.

La strategia di investimento non fa riferimento ad un benchmark, piuttosto, le decisioni di investimento vengono prese attivamente sulla base delle valutazioni correnti del mercato immobiliare e dei capitali, valutando attentamente i requisiti ambientali e/o sociali degli immobili.

Il tasso di occupazione si attesta al 93,4 per cento e il coefficiente di liquidità (percentuale su patrimonio del fondo) al 20,7 per cento (era 15,9 per cento). Il rapporto di indebitamento è al 3,93 per cento e i costi di gestione ammontano al 1,1 per cento, al netto del supplemento di emissione del cinque per cento.

HausInvest Europa, al terzo posto nel podio dei fondi aperti tedeschi, ha un volume di oltre quindici miliardi di euro, ottocento mila investitori e 160 immobili di alta qualità, distribuiti in diciassette Paesi e in tredici tipologie di utilizzo, dai complessi di uffici agli hotel; concentra l'85 per cento delle sue attività sul mercato immobiliare europeo (di cui circa il 45 per cento in Germania), ma investe anche in Nord America e nella regione Asia-Pacifico. Il fondo, presente sul mercato da oltre cinquant'anni, è gestito dalla controllata di Commerzbank Commerz Real.

Il focus si concentra su uffici, centri commerciali e hotel, ma vengono effettuati investimenti anche in ristoranti, spazi per la cultura e l'intrattenimento e la logistica in aree economicamente forti. Il fondo ha attualmente un totale di 3,1 milioni di metri quadrati di asset in gestione localizzati in diciassette paesi e 59 città, con circa quattro mila inquilini e un tasso di occupazione del 93,1 per cento (stabile su base annua, era 93,7 per cento nel 2023 e 94,8 nel 2022). Questo ampio mix garantisce flussi di reddito affidabili e protegge il fondo dalle fluttuazioni dei singoli comparti. Nel 2025, il fondo ha realizzato una performance

di circa il due per cento, in contrazione di dieci punti base; nell'ultimo triennio si era attestata al 2,1 per cento. I costi di gestione ammontano allo 0,8 per cento, al netto del supplemento di emissione del cinque per cento.

Dal 2023, 14.500 metri quadrati del Forum City Mülheim sono stati convertiti nel Forum Medikum a scopi medici e terapeutici, operazione compiuta nell'ambito del rimodellamento e riutilizzo di alcuni grandi spazi commerciali inutilizzati nel centro commerciale di complessivi 52mila metri quadrati.

Sul mercato da circa vent'anni, Deka Immobilien Global ha un volume di sette miliardi di euro e quaranta immobili. Il Fondo è stato classificato come prodotto sostenibile Esg poiché tiene conto di particolari caratteristiche ecologiche e sociali nella scelta e nella gestione degli immobili. Ad oggi tre edifici su quattro nel portafoglio immobiliare del fondo sono certificati secondo il Green Building Standard. Tra gli immobili in portafoglio sono Stantec Tower a Edmonton in Canada, The Edge ad Amsterdam, Hafenspitze a Düsseldorf e Quadrum in Lituania.

Quadrum è un moderno edificio per uffici in una posizione centrale della città. L'immobile, completato nel 2019, ha una superficie locativa totale di circa 44.000 metri quadrati, occupata da un unico inquilino, Luminor Bank, uno dei principali fornitori di servizi finanziari del Baltico. L'edificio dispone di certificazioni di sostenibilità di elevato livello.

Il focus restano gli uffici, con un peso preponderante sul patrimonio complessivo (82,4 per cento) si riduce la quota destinata al retail e al ricettivo, complessivamente al 10,3 per cento (era poco più del dodici per cento), stabile la quota destinata alla logistica al 2,3 per cento.

Il tasso di occupazione si attesta al 93,6 per cento, in aumento rispetto al 91,8 per cento dei dodici mesi precedenti, pur rimanendo inferiore di circa un punto percentuale rispetto al 2023 e di oltre tre punti rispetto ai due anni precedenti, quando si collocava rispettivamente al 92,8 per cento e al 94,9 per cento. Il coefficiente di liquidità si riduce al 22 per cento, rispetto al 22,5 per cento del 2024, al 22,1 per cento del 2023 e al 20,2 per cento del 2022. Il rapporto di indebitamento si attesta al 25,6 per cento. Le spese di gestione si collocano al 3,3 per cento, al netto del supplemento di emissione pari al 5,26 per cento.

WestInvest InterSelect, presente sul mercato da oltre vent'anni, detiene un portafoglio di oltre cento immobili in Europa; un'ampia quota di questo patrimonio è ubicata in prime location in Germania e in Europa, circa il 75 per cento è attualmente certificato secondo il Green Building Standard.

Tra gli immobili in portafoglio Kings Place a Londra, Campus Tower ad Amburgo e Gap 15 a Düsseldorf. La Campus Tower di Amburgo, il più grande progetto di sviluppo urbano d'Europa, si trova nelle immediate vicinanze di HafenCity. L'hotel "The Marker" in posizione centrale nel quartiere Docklands di Dublino ha 187 camere/suite e comprende anche un ristorante, un bar, una terrazza e sale conferenze.

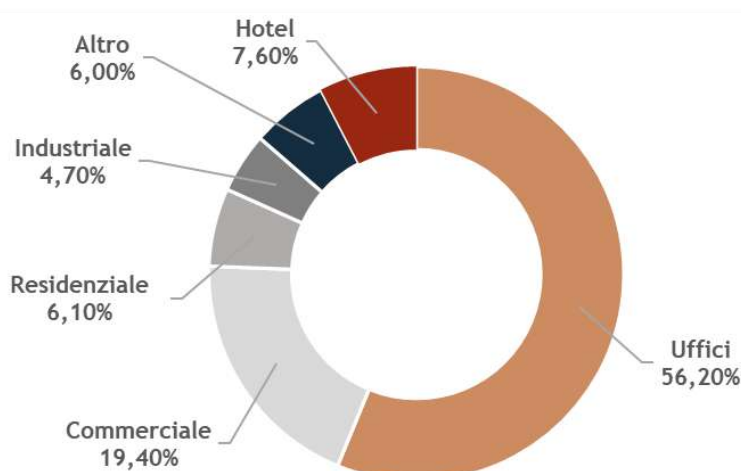
Il tasso di occupazione si mantiene sostanzialmente stabile al 92,7 per cento, mentre il coefficiente di liquidità continua a crescere fino al 17,2 per cento, rispetto al 16,4 per cento del 2024, al tredici per cento del 2023 e al 14,5 per cento del 2022. Il rapporto di indebitamento registra un lieve incremento, passando dal 21,1 per cento al 21,4 per cento. Sul fronte dei costi, la commissione di gestione si attesta al 3,08 per cento, in aumento rispetto al 2,85 per cento del 2024 e al 2,63 per cento del 2023, a cui si aggiunge una tassa d'iscrizione del 5,26 per cento.

Sostanzialmente stabile la composizione del portafoglio, con variazioni contenute tra le principali componenti. Gli uffici si riducono leggermente, passando dal 56,2 per cento al 55,0 per cento, pur mantenendosi la prima asset class per peso relativo. Il segmento commerciale registra invece un incremento dal 19,4 per cento al 20,9 per cento, risultando la variazione più significativa.

In lieve flessione anche il residenziale, che scende dal 6,1 per cento al 5,3 per cento, mentre l'industriale mostra un modesto aumento dal 4,7 per cento al cinque per cento. La voce "altro" rimane sostanzialmente stabile (dal sei per cento al 5,9 per cento), così come il comparto hotel, in leggero aumento dal 7,6 per cento al 7,9 per cento.

## TAV.21 - ASSET ALLOCATION DEI FONDI APERTI TEDESCHI

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi aperti tedeschi

Consapevoli della crescente rilevanza dell'efficienza energetica e della conformità ai criteri Esg, prosegue l'analisi della composizione del portafoglio in termini di vetustà degli immobili detenuti dai fondi aperti tedeschi. I fattori Environmental, Social e Governance, finalizzati alla valutazione e all'integrazione della sostenibilità economica, sociale e ambientale e della qualità della governance, riflettono i principi della Corporate Social Responsibility (Csr), promuovendo un approccio gestionale orientato all'equilibrio tra obiettivi economici e impatti sul contesto sociale e territoriale. In tale contesto, tali criteri stanno assumendo un ruolo sempre più centrale nel mercato tedesco, configurandosi come uno dei principali driver delle decisioni di investimento nel settore real estate.

Nel 2025 la struttura del portafoglio evidenzia un ulteriore invecchiamento relativo degli asset, con una riduzione della quota di immobili più recenti e un rafforzamento delle classi di età più elevate. Gli immobili costruiti da meno di cinque anni scendono al quindici per cento, in lieve contrazione rispetto al 14,5 per cento del 2024 e in progressiva diminuzione rispetto al 16,2 per cento del 2022 e al 16,5 per cento del 2021. La fascia 5-10 anni si attesta al dodici per cento, in linea con una dinamica di stabilizzazione su livelli contenuti.

Gli immobili con età 10-15 anni rappresentano il quindici per cento, mentre la classe 15-20 anni si colloca al diciassette per cento, evidenziando un peso crescente delle fasce intermedie. La componente oltre 20 anni risulta pari al 27,5 per cento, confermandosi la singola classe più rilevante e riflettendo il progressivo aumento della quota di immobili maturi nel portafoglio.

Nel complesso, la composizione al 2025 conferma un portafoglio caratterizzato da una significativa incidenza di asset datati, con una quota rilevante concentrata nelle fasce oltre vent'anni e una riduzione progressiva degli immobili più recenti rispetto agli anni precedenti. La dinamica evidenzia un trend di invecchiamento strutturale del portafoglio, coerente con la natura core e core-plus dei fondi immobiliari aperti tedeschi, dove la stabilità dei cash flow tende a prevalere sulla rotazione aggressiva degli asset.

Nel 2025 la struttura del portafoglio evidenzia una progressiva concentrazione verso le classi di maggiore dimensione, con un rafforzamento del peso degli asset più grandi e una contestuale riduzione delle fasce intermedie. La quota di immobili con valore superiore a 200 milioni di euro si attesta al 38,8 per cento, in

lieve flessione rispetto al 41 per cento del 2024, ma comunque in crescita strutturale rispetto al 39,7 per cento del 2023, al 38,8 per cento del 2022 e al 37 per cento del 2021.

Le classi intermedie mostrano invece un ridimensionamento. In particolare, il segmento 50-100 milioni di euro scende al 12,3 per cento, rispetto al 18,1 per cento del 2024, segnando una contrazione significativa. Anche la fascia 100-150 milioni di euro si riduce al 19,4 per cento, dopo il forte calo già registrato nel 2024 rispetto ai livelli precedenti (16,9 per cento).

Il 2025 conferma un portafoglio fortemente orientato verso asset di grande dimensione, con una significativa polarizzazione sulla fascia superiore ai duecento milioni di euro. Rispetto agli anni precedenti, si osserva una maggiore frammentazione delle classi intermedie e una riduzione del loro peso relativo, a favore di una struttura più concentrata su immobili “large ticket”, coerente con strategie core e core-plus di lungo periodo tipiche dei fondi aperti tedeschi.

Nel 2025 la distribuzione geografica del portafoglio evidenzia una lieve riallocazione interna, con una maggiore frammentazione sul mercato tedesco e una sostanziale stabilità della componente extraeuropea, a fronte di una moderata riduzione dell’esposizione alla Francia e agli altri Paesi europei.

La Germania si conferma il principale mercato di riferimento, con una quota complessiva pari al 38,3 per cento, inferiore al 44,2 per cento della rilevazione precedente. All’interno del Paese si osserva una diversa articolazione: le principali città tedesche scendono al 19,6 per cento rispetto al 24,3 per cento, mentre le aree metropolitane del Reno-Meno e Reno-Ruhr si attestano rispettivamente al 6,3 per cento e al 5,9 per cento, e le altre città tedesche al 6,5 per cento.

La quota relativa alla Francia si riduce al 9,2 per cento, in lieve calo rispetto a poco meno del 10 per cento precedente. La componente “altri Paesi europei” (area euro e non euro) si attesta al 22,6 per cento, sostanzialmente stabile ma leggermente superiore rispetto al 22,1 per cento dell’anno precedente, mentre la categoria “altri Paesi europei non euro” si colloca al 6,6 per cento.

Il Regno Unito rappresenta l’11,5 per cento del portafoglio, in linea con la dinamica del biennio precedente e sostanzialmente stabile come area di investimento.

Infine, i Paesi extraeuropei pesano per l’11,8 per cento, in lieve riduzione rispetto al 13,5 per cento del periodo precedente. Nel complesso, il 2025 evidenzia una maggiore diversificazione intra-europea e una lieve riduzione del peso della Germania, pur mantenendo quest’ultima il baricentro del portafoglio.

Si conferma una struttura geografica ampiamente diversificata, con una presenza significativa nel Regno Unito e una quota extraeuropea ancora rilevante, sebbene in lieve contrazione rispetto all’anno precedente.

Il 2026 è atteso come un anno di progressiva stabilizzazione, con possibile rallentamento dei deflussi. Il settore rimane solido ma in fase di riequilibrio ciclico, con tre variabili chiavi da monitorare: evoluzione dei rimborsi e della liquidità, stabilizzazione dei valori immobiliari e adattamento al nuovo regime regolamentare.

Nel complesso, i fondi immobiliari aperti tedeschi restano uno dei segmenti più resilienti del real estate europeo, ma con un profilo di rischio più selettivo e fortemente dipendente dalla gestione della liquidità nel breve termine.

## I fondi riservati

Il mercato immobiliare tedesco continua a confrontarsi con un contesto operativo complesso, sebbene nel 2025 emergano segnali di progressiva stabilizzazione dopo la significativa correzione dei valori registrata negli ultimi anni. La ripresa dell'attività di investimento appare graduale e selettiva, sostenuta da una maggiore convergenza delle aspettative di prezzo tra acquirenti e venditori e da condizioni di finanziamento più prevedibili rispetto al recente passato.

Permangono tuttavia alcuni elementi di cautela. La disponibilità di capitale resta disciplinata e gli investitori continuano a privilegiare asset caratterizzati da elevata qualità, solidi fondamentali locativi e forte resilienza dei flussi di cassa. In tale contesto, la selettività si conferma il principale driver delle strategie di allocazione.

Il graduale assestamento del quadro macrofinanziario sta contribuendo a migliorare l'attrattività relativa del settore immobiliare rispetto alle alternative obbligazionarie. Dopo il significativo repricing osservato nel ciclo 2022-2024, i rendimenti prime mostrano segnali di stabilizzazione e si collocano su livelli storicamente interessanti per gli investitori di lungo periodo.

Gli uffici prime nelle principali città tedesche esprimono rendimenti generalmente compresi tra il 4,7 e il 5,2 per cento, mentre il comparto logistico si attesta intorno al 4,2-4,8 per cento. Nel segmento retail high street, i rendimenti prime oscillano tra il 3,8 e il 4,5 per cento, confermando una sostanziale stabilizzazione dei valori dopo la fase di correzione registrata negli anni precedenti.

Nel 2025 il segmento dei fondi immobiliari aperti tedeschi nel suo complesso – comprendente sia gli Spezialfonds destinati agli investitori istituzionali sia i Publikumsfonds rivolti agli investitori retail – prosegue il proprio percorso di crescita, seppur a un ritmo più contenuto rispetto agli anni precedenti, sostenuto in particolare dalle buone performance dei fondi riservati.

Il patrimonio immobiliare complessivo dei fondi aperti tedeschi si attesta a oltre 276 miliardi di euro, in calo rispetto ai circa 285 miliardi di euro del 2024, con una variazione negativa pari al 2,7 per cento su base annua. Nonostante tale ridimensionamento, i fondi immobiliari tedeschi – sia pubblici sia riservati – si confermano al primo posto in Europa tra gli otto Paesi considerati, per consistenza del patrimonio gestito.

Il mercato tedesco degli investimenti immobiliari continua a operare in un contesto caratterizzato da elevata selettività, ma mostra segnali di progressiva stabilizzazione dopo la fase di aggiustamento innescata dall'aumento dei tassi di interesse. In questo scenario, gli Spezialfonds, veicoli riservati agli investitori professionali, confermano il proprio ruolo centrale nell'allocazione dei capitali istituzionali.

Dopo il rallentamento osservato nel biennio 2023-2024, la raccolta dei fondi immobiliari speciali si mantiene positiva, pur su livelli inferiori ai picchi registrati negli anni precedenti. Gli investitori istituzionali continuano ad adottare un approccio prudente e selettivo, privilegiando strategie consolidate, asset di elevata qualità e segmenti sostenuti da solidi fondamentali di mercato, quali residenziale, logistica e living.

La maggior parte dei nuovi capitali continua a essere indirizzata verso fondi esistenti, a conferma della preferenza degli investitori per piattaforme già operative e portafogli consolidati, piuttosto che verso la costituzione di nuovi veicoli. Tale dinamica riflette una maggiore attenzione alla qualità degli asset, alla sostenibilità dei flussi di cassa e alla capacità dei gestori di cogliere opportunità di investimento generate dalla fase di repricing del mercato immobiliare europeo.

Nel complesso, i risultati conseguiti dagli Spezialfonds confermano la resilienza del modello e il ruolo strategico che tali veicoli continuano a svolgere per gli investitori istituzionali, anche in una fase di mercato ancora caratterizzata da incertezza macroeconomica e da una maggiore disciplina nell'allocazione del capitale. Per il terzo anno consecutivo, i fondi immobiliari aperti tedeschi registrano una contrazione del patrimonio, un trend che contribuisce ad ampliare ulteriormente il divario rispetto ai fondi riservati.

Nel lungo periodo si conferma il significativo riequilibrio strutturale del mercato: nel 2011 il patrimonio dei fondi aperti risultava circa quattro volte superiore a quello dei fondi riservati, mentre tale rapporto si è progressivamente invertito a favore di questi ultimi.

In termini più recenti, il 2023 si era chiuso con masse pari a oltre 160 miliardi di euro per i fondi riservati e circa 131 miliardi di euro per i fondi aperti. Nel 2024 i rispettivi patrimoni si sono attestati a 161,8 miliardi e 122,5 miliardi di euro, mentre nel 2025 il divario si è ulteriormente ampliato, con 164,3 miliardi di euro per i fondi riservati e 112,3 miliardi di euro per i fondi aperti.

Nel complesso, il mercato evidenzia una progressiva polarizzazione a favore dei veicoli riservati, che consolidano la propria leadership in termini di masse gestite rispetto alla componente retail dei fondi aperti. Al primo trimestre dell'anno in corso tale divario si è ulteriormente accentuato: i riservati hanno raggiunto un patrimonio di oltre 173,5 miliardi di euro contro i centodieci miliardi di euro dei fondi aperti.

Il patrimonio dei fondi riservati tedeschi è cresciuto di 150 punti base rispetto ai dodici mesi precedenti, nel 2022 la variazione era stata a doppia cifra. Il numero dei veicoli diminuisce di tre unità, determinando una crescita del patrimonio medio da 834 milioni di euro a 860 milioni di euro. La chiusura di fondi obsoleti compensata dal lancio di nuovi fondi focalizzati su energie rinnovabili e logistica.

I fondi immobiliari riservati sono veicoli di investimento istituiti e gestiti da una società di gestione del risparmio (Sgr), attiva sia nel perimetro Oicvm sia Aifm, che opera per conto di investitori professionali attraverso l'emissione di quote del fondo. Tali quote sono generalmente sottoscrivibili e rimborsabili su base continuativa, garantendo una gestione dinamica della liquidità.

La società di gestione, denominata Master-KVG, è autorizzata e supervisionata dall'Autorità federale di vigilanza finanziaria tedesca (BaFin) ai sensi della normativa tedesca sugli investimenti, a presidio della solidità e della trasparenza del veicolo.

Un elemento distintivo di questa struttura risiede nel fatto che gli investitori partecipano esclusivamente al singolo fondo immobiliare e non alla società di gestione, consentendo a quest'ultima di amministrare un numero potenzialmente illimitato di veicoli. I fondi riservati possono essere strutturati sia per un singolo investitore istituzionale sia per una platea ristretta di soggetti, sebbene nella prassi prevalga un numero contenuto di partecipanti.

Questa configurazione rappresenta uno dei principali punti di forza del modello. In un contesto di mercato complesso, infatti, il rischio di disinvestimenti massivi risulta limitato: eventuali richieste di uscita dovrebbero essere gestite tenendo conto delle potenziali perdite di valore derivanti da vendite forzate, con un impatto diretto sugli stessi investitori.

La relazione diretta e trasparente tra investitore e gestore consente inoltre di attivare soluzioni personalizzate e condivise in funzione delle specifiche condizioni di mercato. Ne deriva una gestione più flessibile dei flussi in uscita e un contenimento strutturale dei rischi di liquidità rispetto ad altre tipologie di fondi immobiliari.

Il modello Master-KVG rappresenta una soluzione particolarmente attrattiva per i gestori patrimoniali internazionali, in quanto consente di strutturare e gestire un fondo di investimento di diritto tedesco senza la necessità di costituire una propria società di gestione locale. Si tratta, di fatto, di una piattaforma regolamentata che semplifica l'accesso al mercato tedesco, mantenendo al contempo elevati standard di governance e controllo.

Questa architettura è ampiamente utilizzata anche dagli investitori istituzionali domestici, in particolare dalle compagnie assicurative, che già operano attraverso fondi riservati tedeschi e trovano nel modello Master-KVG uno strumento efficiente per l'allocazione e la gestione dei capitali.

In questo contesto, il modello Master-LAMal si configura come un ulteriore livello di flessibilità, consentendo agli investitori istituzionali di selezionare in modo mirato i gestori patrimoniali ritenuti più idonei o performanti per ciascuna specifica asset class, favorendo così un approccio multi-manager altamente specializzato e modulare.

Nel corso degli ultimi anni il mercato dei fondi immobiliari tedeschi ha evidenziato un progressivo riequilibrio tra la componente retail e quella istituzionale, con una crescente centralità dei veicoli riservati (Spezialfonds) rispetto ai fondi aperti. In un contesto caratterizzato da maggiore selettività e da una fase di mercato meno liquida, gli investitori internazionali hanno progressivamente ridimensionato l'esposizione ai fondi aperti tedeschi, orientando in misura crescente le allocazioni verso strutture riservate, più flessibili e personalizzabili nella gestione dei flussi di capitale.

Dopo una fase di sostanziale stabilizzazione nel biennio 2019-2020, la presenza di capitali esteri nei fondi riservati ha ripreso a crescere, attestandosi su livelli prossimi a un quarto del patrimonio netto complessivo, sebbene con differenze significative tra i singoli veicoli e le strategie di investimento.

Dal punto di vista dell'asset allocation, il portafoglio dei fondi riservati tedeschi rimane fortemente concentrato sul mercato europeo, che rappresenta oltre il novanta per cento degli investimenti complessivi. In termini settoriali, uffici e retail continuano a costituire la componente principale, pur con una graduale riduzione del loro peso relativo, oggi intorno al 55-60 per cento. Parallelamente, si osserva un rafforzamento delle asset class alternative, in particolare il residenziale, che supera il quindici per cento, insieme a una crescente allocazione verso segmenti strutturalmente in espansione quali logistica e data center.

Nel 2025 Wertgrund WohnSelect D conferma il proprio posizionamento come fondo specializzato nel residenziale tedesco, mantenendo una forte focalizzazione sul segmento core, ma con una progressiva evoluzione verso strategie più attive di sviluppo. L'ampliamento dell'attività a progetti di nuova costruzione in località consolidate rappresenta il principale elemento di evoluzione strategica, insieme a una crescente integrazione di obiettivi legati all'housing a canone calmierato, che stanno assumendo un ruolo sempre più strutturale nella pipeline di investimento.

Il portafoglio immobiliare del fondo comprende attualmente oltre duemila unità residenziali con una superficie abitabile complessiva di circa 122 mila metri quadrati e 108 unità commerciali con circa diciassette mila metri quadrati di superficie utilizzabile.

A marzo 2024 è stato lanciato Wertgrund MarktChancen (Wohnen), un nuovo Fia pubblico nazionale come complemento strategico di Wertgrund WohnSelect D. Wertgrund MarktChancen (Wohnen) è stato concepito per cogliere opportunità di creazione di valore nel mercato residenziale tedesco attraverso un approccio più dinamico rispetto al tradizionale WohnSelect D. Mentre quest'ultimo è orientato prevalentemente a immobili residenziali stabilizzati e generatori di reddito corrente, MarktChancen punta a operazioni con maggiore potenziale di valorizzazione, incluse acquisizioni di portafogli, immobili da riqualificare e asset con margini di ottimizzazione gestionale.

La strategia di investimento del fondo prevede, in una fase iniziale, l'acquisizione di immobili residenziali di recente realizzazione in Germania, con un'età non superiore a tre anni, nonché di progetti di sviluppo e terreni destinati alla realizzazione di nuove iniziative immobiliari. Una volta raggiunta un'adeguata diversificazione del portafoglio, l'obiettivo sarà quello di combinare la generazione di flussi reddituali ricorrenti con la crescita del valore del capitale nel lungo periodo.

Nella selezione delle opportunità di investimento, particolare attenzione viene riservata alla coerenza strategica degli asset con la composizione complessiva del portafoglio. I progetti di sviluppo e i terreni acquisiti devono infatti essere in grado di integrarsi efficacemente nel patrimonio del fondo una volta completati, contribuendo alla costruzione di un portafoglio equilibrato e resiliente.

I criteri di investimento privilegiano immobili caratterizzati da una sostenibile capacità di generare reddito, da una struttura diversificata e solida degli occupanti e da un'adeguata distribuzione geografica e dimensionale. Pur non escludendo la presenza di componenti commerciali, la strategia mantiene una chiara

focalizzazione sul comparto residenziale, considerato il principale motore di crescita e creazione di valore del fondo.

A differenza dei fondi immobiliari aperti destinati al pubblico retail, i fondi immobiliari riservati tedeschi (Spezialfonds) sono veicoli dedicati esclusivamente a investitori istituzionali e, per ragioni di riservatezza, non presentano generalmente la stessa visibilità commerciale dei fondi aperti al pubblico. I nomi dei singoli fondi e le relative informazioni di dettaglio non vengono infatti divulgati con la medesima trasparenza riservata a prodotti retail quali hausInvest o Deka-ImmobilienEuropa. Il mercato è tuttavia dominato da un numero ristretto di grandi società di gestione (Kvg), che amministrano per conto di investitori istituzionali mandati immobiliari di dimensioni rilevanti, spesso dell'ordine di diversi miliardi di euro.

Le principali società di gestione (Kapitalverwaltungsgesellschaften) controllano la quasi totalità del patrimonio gestito dei fondi riservati tedeschi: Union Investment (27 per cento) con focus diversificati (uffici e retail), Deka Immobilien (21 per cento), IntReal (diciotto per cento), Dws -Deutsche Bank (dodici per cento), Commerz Real (sei per cento) e Patrizia Se (quattro per cento).

Nel dettaglio le strategie di alcuni tra i gestori (Kvg) più importanti nel comparto Offene Immobilien-Spezialfonds.

Union Investment Real Estate, leader di mercato, caratterizzato da una gestione estremamente prudente e diversificata, si conferma tra i principali gestori immobiliari istituzionali tedeschi nel segmento degli Spezialfonds, con una strategia prevalentemente orientata a investimenti core e core-plus nelle principali economie europee. Il focus è rivolto ad asset di elevata qualità nei comparti uffici, logistica, retail dominante, hotel e living, privilegiando location consolidate, conduttori di standing elevato e flussi reddituali stabili nel lungo periodo. La crescente integrazione dei criteri ESG e gli investimenti finalizzati alla decarbonizzazione del patrimonio immobiliare rappresentano elementi centrali della strategia di gestione e valorizzazione degli asset.

Deka Immobilien, braccio immobiliare del gruppo Sparkassen (Casse di Risparmio), con una forte impronta internazionale, figura tra i gestori più significativi dell'industria dei fondi riservati tedeschi, con una strategia prevalentemente orientata a investimenti core e core-plus caratterizzati da elevata qualità degli asset e stabilità dei flussi reddituali. Il focus è rivolto principalmente ai comparti uffici, retail dominante, logistica e hotel, con una crescente attenzione verso il living e gli asset alternativi. La piattaforma beneficia di una consolidata presenza internazionale e di un approccio prudente alla gestione del rischio, privilegiando immobili prime, conduttori di elevato standing e strategie di valorizzazione coerenti con gli obiettivi di sostenibilità e decarbonizzazione del patrimonio immobiliare.

Intreal si conferma una delle principali piattaforme Service-KVG del mercato tedesco, con masse amministrate distribuite su tutte le principali asset class immobiliari. Sebbene storicamente il settore uffici abbia rappresentato la componente prevalente dei portafogli gestiti, negli ultimi anni si è registrato un crescente interesse verso il comparto living, la logistica e gli investimenti alternativi, riflettendo l'evoluzione delle strategie degli investitori istituzionali e la ricerca di flussi di reddito resilienti nel lungo periodo.

Union Investment privilegia la stabilità core e la qualità degli asset prime, Deka combina approccio core con una maggiore spinta alla crescita tramite logistica e internazionalizzazione, mentre Intreal si configura come piattaforma abilitante per strategie specialistiche gestite da partner esterni.

Patrizia si conferma tra i principali investment manager europei specializzati in real assets, con una strategia sempre più orientata verso i settori supportati da trend strutturali di lungo periodo. Il focus degli investimenti si concentra principalmente sul comparto living, sulle infrastrutture e sulla logistica, affiancati da una selettiva esposizione agli uffici prime e agli asset alternativi. L'approccio riflette la crescente ricerca da parte degli investitori istituzionali di flussi reddituali resilienti, sostenibilità e protezione dall'obsolescenza degli immobili tradizionali.

Nel segmento degli Spezialfonds, Dws rappresenta uno dei principali gestori istituzionali tedeschi, con una piattaforma focalizzata sulla gestione di mandati immobiliari personalizzati per compagnie assicurative, fondi pensione e altri investitori professionali. Le strategie adottate sono prevalentemente orientate ai segmenti core e core-plus e privilegiano asset di elevata qualità nei comparti uffici, logistica, living e retail dominante. Negli ultimi anni il gestore ha progressivamente ampliato l'esposizione verso asset alternativi e sostenibili, integrando obiettivi Esg e programmi di decarbonizzazione all'interno dei processi di investimento e asset management.

La performance media si è attestata al 3,5 per cento, in particolare i fondi specializzati in logistica hanno registrato punte di rendimento superiori al sette per cento grazie alla crescita costante dei canoni; i fondi con immobili "Core" (posizioni centrali e green) hanno mantenuto rendimenti stabili, mentre i fondi con asset periferici hanno subito svalutazioni, con performance reali vicine allo zero o leggermente negative.

Il mercato dei fondi immobiliari speciali tedeschi si è confermato nel 2025 come il segmento più solido dell'intero comparto "Real Estate" in Germania.

Mentre i fondi retail hanno perso miliardi, i fondi speciali hanno attirato 2,8 miliardi di euro di nuovi capitali. La riduzione di valore degli asset è stata compensata dall'indicizzazione degli affitti, permettendo ai fondi speciali di chiudere l'anno con un valore patrimoniale complessivo in crescita inferiore al due per cento.

Gli Spezialfonds rappresentano il principale strumento di investimento immobiliare per gli investitori istituzionali tedeschi, quali fondi pensione, compagnie assicurative e casse di previdenza. Riservati esclusivamente a investitori professionali, questi veicoli si distinguono per l'elevata flessibilità operativa, che consente di personalizzare strategie di investimento, profilo di rischio e condizioni di rimborso in funzione delle esigenze dei singoli sottoscrittori. Il settore è regolato dal Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) e sottoposto alla vigilanza della BaFin, garantendo elevati standard di trasparenza e controllo.

La crescente centralità dei criteri Esg sta modificando profondamente le strategie di investimento degli Spezialfonds. L'evoluzione della normativa europea, dalla Tassonomia Ue (obbligo di miglioramento delle prestazioni energetiche del trenta per cento per le ristrutturazioni green.) alla futura revisione dello Sfd, la cosiddetta Sfd 2.0, orienta sempre più il mercato verso asset in grado di dimostrare un impatto ambientale concreto e un percorso credibile di decarbonizzazione. In questo contesto, gli interventi di riqualificazione energetica e il miglioramento delle prestazioni degli edifici assumono un ruolo strategico nella gestione dei portafogli.

Tali dinamiche si riflettono direttamente sui valori immobiliari: gli asset conformi ai requisiti ESG tendono a beneficiare di una maggiore attrattiva per investitori e finanziatori, generando un "green premium", mentre gli immobili caratterizzati da standard energetici obsoleti sono sempre più esposti al rischio di svalutazione, il cosiddetto "brown discount". La sostenibilità si conferma quindi uno dei principali driver di creazione e preservazione del valore nel mercato immobiliare istituzionale tedesco.

A differenza dei fondi immobiliari aperti destinati alla clientela retail, che negli ultimi anni hanno dovuto mantenere consistenti riserve di liquidità per far fronte alle richieste di rimborso degli investitori, gli Spezialfonds hanno potuto conservare una quota significativamente più elevata del patrimonio investita in asset immobiliari. Tale caratteristica ha consentito di beneficiare in misura maggiore della stabilità dei flussi reddituali generati dai canoni di locazione e di mantenere un'esposizione più efficiente al mercato immobiliare.

I rendimenti target (obiettivi di rendimento annuo) per i Spezialfonds immobiliari dei primi tre gestori sono strutturati per superare l'inflazione e offrire un premio rispetto ai titoli di Stato, mantenendo una bassa volatilità.

## TAV.23 - SINTESI DEI TARGET MEDI PER IL 2026

Per cento della superficie, dicembre 2025

N°	SOCIETÀ DI GESTIONE	PROFILO DI RISCHIO	RENDIMENTO TARGET	Dividend Yield	Componente aggiuntiva	
			(Total Return)*	(Cedola)	%	Note
			(%)			
1	Union Investment Real Estate GmbH	Basso (Core)	3,5% - 4,5%	2,5% - 3,0%	1,0% - 1,5%	crescita dei canoni indicizzati
2	Deka Immobilien Investment GmbH	Medio-Basso (Core+)	4,0% - 5,5%	3,0% - 3,5%	1,0% - 2%	costi di gestione più bassi e forte domanda di spazi
3	IntReal	Variabile (da Core a Opportunistic)	4,5% - 6,5%			

N°	SOCIETÀ DI GESTIONE	STRATEGIA	PROFILO DI RISCHIO	RENDIMENTO TARGET	FOCUS
				(Total Return)*	
				(%)	
1	Union Investment Real Estate GmbH	Core/Core+		3,5% - 4,5%	Rendimenti stabili sostenuti da locazioni di lungo periodo con conduttori di elevato standing creditizio (Stati o multinazionali).
2	Deka Immobilien Investment GmbH	Internazionale/Logistica		4,0% - 5,5%	La maggiore esposizione alla logistica e ai mercati internazionali comporta un profilo di rendimento tendenzialmente più dinamico e obiettivi di performance più ambiziosi. Sfruttare il differenziale di rendimento tra i mercati europei e quelli extra-UE, in particolare il mercato statunitense.
3	IntReal	Multi-Asset/Nicchia	Social Infrastructure (Sanità/RSA)	4,0% - 5,0%	Rendimento molto stabile e poco correlato ai cicli economici.
			Value-Add (Riqualficazione)	7,0% - 9,0%	I fondi con maggiore profilo di rischio, includendo interventi di ristrutturazione profonda e strategie di riposizionamento ESG, al fine di generare potenziali plusvalenze significative in fase di dismissione.
			Residenziali	3,0% - 3,5%	Rendimento più contenuto, bilanciato da un elevato livello di sicurezza e protezione del capitale.

\* Target sono "al lordo delle imposte" ma spesso "al netto dei costi di gestione"

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi riservati tedeschi

I costi di gestione per gli Open-ended Spezialfonds sono generalmente molto più bassi rispetto ai fondi retail, poiché gli investitori istituzionali hanno un forte potere contrattuale e le masse gestite sono imponenti. Per un fondo speciale immobiliare tedesco, il Ter- Total Expense Ratio, oscilla solitamente in un range tra lo 0,50 per cento e lo 0,90 per cento del patrimonio totale (AuM) all'anno. Di seguito il dettaglio dei costi medi per i primi tre gestori:

N°	SOCIETÀ DI GESTIONE	Costi di Gestione (TER)	Property Management Fee	Acquisition Fee	Performance Fee
1	Union Investment Real Estate GmbH	0,55% - 0,75%	0,10%-0,25%	0,50%-1,00%	Rara, limitata a strategie selettive
2	Deka Immobilien Investment GmbH	0,60% - 0,80%	0,10%-0,20%	0,50%-1,00%	Poco frequente nei core, presente in mandati selettivi
3	IntReal	0,40% - 0,70%	0,10%-0,25%	0,50%-1,00%	Più comune (value-add / opportunistic / third-party managers)

N°	SOCIETÀ DI GESTIONE	Costi totali	Note
1	Union Investment Real Estate GmbH	0,95% - 1,45%	Struttura dei costi efficiente, sostenuta da significative economie di scala.
2	Deka Immobilien Investment GmbH	1,05% - 1,55%	Lievemente superiori, a causa della maggiore complessità derivante dalla gestione su scala internazionale.
3	IntReal	1,10% - 1,80%	In qualità di Service-KVG, la componente commissionale amministrativa risulta contenuta (circa 0,05%-0,15%), a cui si aggiunge la fee riconosciuta al gestore delegato.

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi riservati tedeschi

Oltre alla commissione di gestione, gli investitori istituzionali devono considerare ulteriori voci di costo tra cui la Property Management Fee (0,10 per cento e 0,25 per cento), relativa alla gestione operativa degli immobili (manutenzione, locazione e riscossione canoni, spesso esternalizzata), l'Acquisition Fee (0,50 per cento e un per cento una tantum) applicata in fase di acquisto degli asset e la Performance Fee, tipica delle strategie value-add (es. IntReal) e meno frequente nei mandati core (es. Union o Deka), che scatta solo al superamento di un hurdle rate generalmente pari al 4-5 per cento, con un impatto complessivo che, su un rendimento lordo target del cinque per cento, si traduce in circa 0,70 per cento di costi ricorrenti e 0,20 per cento di costi di transazione, portando il rendimento netto per l'investitore a circa il 4,1 per cento.

In un contesto caratterizzato da tassi di interesse strutturalmente più elevati rispetto al passato, il margine di gestione per i fund manager si è progressivamente compresso, portando nel 2025/2026 gli investitori istituzionali a esercitare una pressione crescente verso una riduzione delle commissioni fisse e una maggiore indicizzazione della remunerazione alla performance, con una crescente diffusione di meccanismi legati anche a obiettivi Esg, come bonus al gestore subordinati al raggiungimento di target di riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub> a livello di portafoglio.

Nel 2026, la strategia internazionale dei fondi immobiliari speciali tedeschi si concentra su mercati in grado di combinare stabilità istituzionale e dinamismo economico e demografico. Sebbene la Germania resti il nucleo principale dei portafogli, la diversificazione geografica è sempre più rilevante per mitigare i rischi domestici e ottimizzare il profilo rischio-rendimento.

Secondo le più recenti indagini sulle intenzioni degli investitori, la Spagna ha superato Regno Unito, Germania e Francia come principale mercato target in Europa, trainata dal forte dinamismo del segmento hotel e luxury a Madrid e da una combinazione di ripresa turistica e rendimenti più elevati rispetto al mercato tedesco. Gli Stati Uniti si confermano invece la principale destinazione extra-europea, grazie alla profondità e scala del mercato, con focus su logistica e multifamily nelle aree tecnologiche in crescita e con la capacità di assorbire grandi volumi di capitale da parte di investitori istituzionali come Deka.

In parallelo, i mercati core tradizionali – Parigi, Londra e Berlino – restano pilastri strategici per i grandi gestori come Union Investment e Dws, grazie a elevati livelli di trasparenza e liquidità. La Francia si conferma stabilmente tra le prime cinque destinazioni per l'investimento residenziale internazionale, mentre cresce l'interesse selettivo verso mercati europei più frammentati ma in espansione come Italia e Grecia, con l'Italia sostenuta in particolare dalla logistica e dagli uffici prime di Milano, che rimane uno dei principali hub emergenti del real estate europeo.

Accanto a questi mercati, alcuni fondi speciali stanno esplorando ulteriori destinazioni ad alto potenziale, come Portogallo e Paesi Bassi, apprezzati per la stabilità economica e per contesti regolamentari favorevoli agli investitori, e la Polonia, che si conferma hub logistico dell'Europa centrale con rendimenti interessanti per strategie di diversificazione al di fuori dell'Eurozona.

Nel complesso, l'allocazione geografica dei fondi tedeschi nel 2026 è guidata dalla ricerca di rendimenti reali indicizzati per la protezione dall'inflazione e dalla crescente necessità di adeguamento agli standard Esg europei, che influenzano sempre più la selezione degli asset e dei mercati target.

Paese	Priorità Strategica	Settore Chiave
Spagna	Massima crescita	Hotel e Luxury Retail
USA	Scala e Liquidità	Logistica e Residenziale
Francia / UK	Sicurezza Core	Uffici Prime e Logistica
Italia	Diversificazione	Logistica e uffici a Milano
Polonia	Rendimento (Yield)	Logistica e Light Industrial

Un aspetto tecnico fondamentale per i fondi speciali tedeschi che investono fuori dall'Eurozona (Usa, Uk, Svizzera, Polonia) è il rischio di cambio (hedging).

TAV.24 - CONFRONTO OPPORTUNITÀ: EUROPA VS. EXTRA-UE (2026)

Mercato	Attrattività 2026	Motivo Principale
Eurozona (es. Spagna, Italia)	Alta	Nessun rischio cambio, costi di gestione inferiori, inflazione sotto controllo.
Regno Unito (Londra)	In ripresa	Sterlina stabile e prezzi degli uffici "Prime" che hanno già toccato il fondo e stanno risalendo.
Stati Uniti	Selettiva	Ottima crescita dei canoni, ma costi di hedging ancora elevati che riducono il rendimento netto.

Per i grandi gestori come Union Investment e Deka, il 2026 si configura come un anno di "home bias" selettivo, ovvero la tendenza degli investitori a privilegiare gli investimenti nel proprio mercato domestico (o regionale di riferimento), anche quando la diversificazione internazionale potrebbe offrire un miglior rapporto rischio-rendimento. La preferenza resta orientata verso l'Europa, dove l'assenza o la limitatezza dei costi di copertura valutaria consente di preservare il rendimento netto distribuibile e di ridurre la volatilità del dividendo. Gli investimenti extra-Ue vengono invece mantenuti su un approccio opportunistico e altamente selettivo, limitato a operazioni in grado di offrire rendimenti lordi significativamente superiori, generalmente superiori al sei o sette per cento tali da compensare il maggiore profilo di rischio e i costi di hedging associati. In sintesi, un fondo internazionale è più costoso ma viene scelto dagli istituzionali per la diversificazione: il maggior costo è accettato se il mercato estero (es. Logistica in USA) offre rendimenti lordi superiori che compensano le spese extra.

Nel 2026 il settore immobiliare istituzionale opera in un contesto regolamentare e macro-finanziario più stringente: l'evoluzione della normativa Esg (Sfdr 2.0) impone la dimostrazione di riduzioni effettive di CO<sub>2</sub>, penalizzando gli asset obsoleti attraverso un crescente "brown discount"; il livello dei tassi d'interesse ha ridotto lo spread rispetto ai bond sovrani, inducendo i gestori a mantenere una leva prudente, con Ltv generalmente contenuto in un range che va dal venticinque al trenta per cento; infine, il rischio cambio viene quasi integralmente neutralizzato tramite coperture valutarie (hedging), a tutela della stabilità dei rendimenti in euro.

## TAV.25 - ANDAMENTO DEI FONDI RISERVATI TEDESCHI

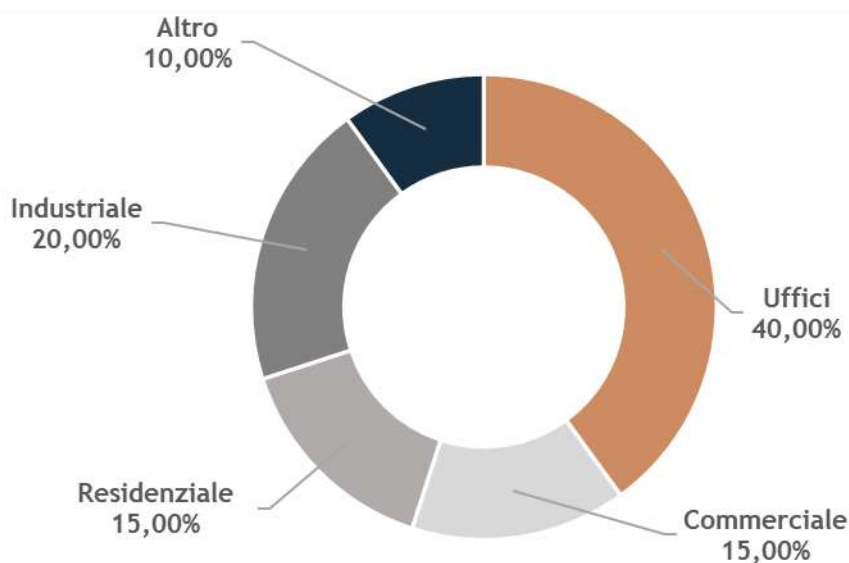
Mln di euro

ANNO	NUMERO	PATRIMONIO TOTALE	PATRIMONIO MEDIO PER FONDO
1990	7	476	68
1993	9	1.443	161
1996	13	2.144	165
1997	16	2.303	144
1998	21	2.951	141
1999	31	4.618	149
2000	41	6.387	156
2001	49	8.778	179
2002	60	11.726	195
2003	75	13.485	180
2004	86	14.400	167
2005	93	16.188	174
2006	101	18.325	181
2007	106	19.547	184
2008	119	19.856	167
2009	110	16.280	148
2010	115	17.800	155
2011	115	20.550	179
2012	120	25.030	208
2013	125	29.500	236
2014	156	48.800	313
2015	162	56.650	350
2016	170	64.500	379
2017	175	77.400	442
2018	185	89.900	486
2019	186	104.100	560
2020	180	115.800	643
2021	176	135.250	768
2022	145	155.560	1.073
2023	194	160.495	827
2024	194	161.800	834
2025	191	164.300	860

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Deutsche Bundesbank

**TAV.26 - ASSET ALLOCATION DEI FONDI RISERVATI TEDESCHI**

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi riservati tedeschi

**2.2.3. - GRAN BRETAGNA**

Il Regno Unito tra il 2025 e il 2026 ha attraversato una fase di profonda trasformazione strutturale, segnata dalle conseguenze della Brexit, dalle tensioni economiche globali e dalla necessità di ridefinire il proprio modello di sviluppo. Il governo laburista di Keir Starmer ha cercato di ristabilire stabilità economica e credibilità istituzionale, ma si è trovato a operare in un contesto caratterizzato da crescita debole, persistente inflazione, vincoli fiscali e crescente polarizzazione sociale. La situazione non rappresenta una semplice fase ciclica negativa, bensì una crisi di adattamento che coinvolge simultaneamente economia, finanza pubblica, società e politica.

Sul piano economico, il Paese ha evitato la recessione ma continua a registrare una crescita fragile e inferiore ai livelli storici. Sebbene il Pil sia aumentato moderatamente, il Pil pro capite rimane stagnante, evidenziando una produttività insufficiente e una dipendenza dalla crescita demografica e migratoria. La Brexit ha contribuito a frenare investimenti esteri, integrazione commerciale e disponibilità di manodopera qualificata. Parallelamente, l'inflazione resta superiore agli obiettivi della Bank of England, registrata al tre per cento nei primi mesi del 2026, mentre l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato e del costo del debito pubblico alimenta preoccupazioni sulla sostenibilità fiscale e limita la capacità dello Stato di investire in infrastrutture e sviluppo.

A metà maggio 2026 i rendimenti dei titoli di Stato decennali britannici hanno superato il 5,1 per cento, raggiungendo i livelli più alti dal 2008, mentre i trentennali hanno toccato circa il 5,8 per cento, massimo degli ultimi ventotto anni. La dinamica è particolarmente significativa perché segnala una crescente sfiducia degli investitori sulla sostenibilità fiscale britannica nel medio periodo. Il costo annuale del servizio del debito pubblico ha ormai superato i cento miliardi di sterline annui, comprimendo fortemente la capacità di spesa pubblica produttiva. Inoltre, l'instabilità politica derivante anche dall'incertezza della politica

fiscale ha prodotto un effetto immediato sui mercati finanziari. Gli investitori temono che un eventuale cambio di leadership possa tradursi in un'espansione fiscale più aggressiva e quindi in maggiore debito pubblico. Per questo motivo la crisi politica britannica non è percepita soltanto come una questione parlamentare interna, ma come un fattore direttamente rilevante per la stabilità macrofinanziaria del Paese.

Dal punto di vista sociale e politico, la crisi del costo della vita continua a pesare sulle famiglie, soprattutto sui giovani occupati nei grandi centri urbani, sulle famiglie in locazione e sulle fasce medio-basse della popolazione. Persistono forti disuguaglianze territoriali tra Londra e il Sud-Est, più dinamici e integrati nell'economia globale, e le regioni periferiche e post-industriali, caratterizzate da stagnazione e precarietà. Anche il sistema sanitario e quello educativo mostrano crescenti difficoltà, alimentando richieste di un maggiore intervento pubblico. La questione migratoria mantiene un forte peso politico, con minori flussi in entrata contrapposti a forti uscite.

Sul piano politico, in sintesi, il Labour è attraversato da tensioni interne sulla gestione della spesa pubblica, mentre l'ascesa di Reform UK e di Nigel Farage riflette il malcontento diffuso su immigrazione, servizi pubblici e condizioni economiche.

A livello internazionale, il governo Starmer sta promuovendo un graduale riavvicinamento pragmatico all'Unione Europea senza mettere in discussione la Brexit, nel tentativo di ridurre i costi economici, tramite un graduale riavvicinamento tecnico all'Unione Europea in materia di ricerca, sicurezza, standard regolatori e cooperazione industriale, pur evitando qualsiasi riferimento a un ritorno nel mercato unico.

Tuttavia, il Regno Unito si trova di fronte a un dilemma strategico: mantenere il tradizionale modello liberal-finanziario centrato sulla City, che inizia a mostrare segnali di esaurimento, oppure sviluppare una nuova politica industriale più interventista. Le prospettive per il 2026 restano incerte, con crescita modesta, inflazione persistente e rischi legati sia alle tensioni geopolitiche sia all'instabilità politica interna. La capacità di affrontare problemi strutturali come bassa produttività, disuguaglianze territoriali e fragilità fiscale sarà decisiva per il futuro economico e politico del Paese.

In questo scenario politico, economico e sociale, il mercato dei fondi immobiliari britannici ha attraversato nel corso del 2025 una fase di progressiva normalizzazione dopo il forte shock correttivo del triennio 2022-2024, con l'aumento dei tassi d'interesse e la significativa compressione delle valutazioni immobiliari, in particolare nel comparto commerciale, con conseguenti impatti rilevanti sui Net Asset Value dei principali fondi UK. Nel 2025, tuttavia, il mercato ha iniziato a mostrare segnali di stabilizzazione, sostenuti dal rallentamento dell'inflazione, da aspettative più favorevoli sui tassi e da un graduale ritorno della fiducia degli investitori istituzionali.

Il 2025 rappresenta il primo anno di effettiva inversione del ciclo dopo la fase di repricing del real estate europeo. I fondi immobiliari non quotati hanno registrato rendimenti trimestrali nuovamente positivi, con l'Europa tra le aree più resilienti a livello globale. In particolare, il Global Real Estate Fund Index (GREFI) evidenzia come i rendimenti siano tornati in territorio positivo già dal primo trimestre del 2025, confermando un recupero progressivo della performance operativa dei fondi. Nel Regno Unito il miglioramento è stato favorito soprattutto dalla stabilizzazione dei rendimenti immobiliari, che ha riattivato gradualmente il mercato delle transazioni e ridotto la volatilità delle valutazioni. Dal punto di vista delle performance, l'elemento più caratterizzante del mercato britannico nel 2025 è stato l'andamento molto differenziato tra i vari segmenti immobiliari: i fondi focalizzati sul comparto logistico e residenziale hanno continuato a evidenziare i risultati migliori, mentre il settore degli uffici è rimasto strutturalmente debole.

Il comparto logistico-industriale si è confermato tra i più solidi grazie alla continua crescita dell'e-commerce, alla domanda di infrastrutture distributive urbane e alla scarsità di asset prime disponibili. I fondi specializzati nella logistica dell'ultimo miglio, magazzini urbani e supply chain hubs hanno mantenuto livelli di occupancy elevati e una crescita locativa ancora positiva, sebbene meno intensa rispetto agli anni immediatamente successivi alla pandemia. Il segmento industriale ha continuato a offrire ritorni superiori rispetto ad altre asset class commerciali, beneficiando di fondamentali ancora molto robusti. Decisamente più interessante è risultata la dinamica del comparto residenziale. Il mercato build-to-rent britannico ha infatti continuato ad attrarre capitali istituzionali grazie al persistente squilibrio tra domanda e offerta

abitativa. L'elevato costo dei mutui e la difficoltà di accesso alla proprietà hanno sostenuto la domanda di locazione, favorendo la crescita dei canoni e la stabilità dei flussi reddituali. I fondi specializzati in edilizia residenziale plurifamiliare, student housing e senior living hanno registrato i migliori risultati in rapporto al rischio assunto nell'intero panorama immobiliare.

I dati confermano come il residenziale sia stato il settore con i rendimenti annuali calcolati su base mobile più elevati nel corso del 2025. Diversa invece la situazione del comparto uffici, principale elemento di criticità del mercato immobiliare britannico: la diffusione strutturale del lavoro ibrido ha modificato in maniera permanente la domanda di spazi corporate, penalizzando soprattutto gli immobili secondari e meno efficienti dal punto di vista energetico. Nel mercato londinese si è accentuata la polarizzazione tra edifici prime, moderni e sostenibili, capaci di attrarre tenant internazionali, e stock obsoleto destinato a subire vacancy elevata e pressioni sui valori. Molti fondi immobiliari Uk hanno pertanto incrementato i programmi di riqualificazione Esg, destinando maggiori risorse a interventi di retrofit energetico. L'elemento Esg è diventato nel 2025 un fattore centrale nella valutazione dei fondi immobiliari britannici. Le normative legate ai Minimum Energy Efficiency Standards (MEES) e alla disclosure climatica stanno accelerando il processo di selezione qualitativa degli asset. Gli immobili non conformi agli standard energetici rischiano infatti di diventare progressivamente illiquidi o difficilmente locabili, per questo motivo molti gestori stanno orientando le strategie verso approcci "brown-to-green", puntando alla riqualificazione di asset sottovalutati con potenziale di repricing successivo.

Sul piano della raccolta, il mercato Uk ha mostrato una crescente concentrazione del capitale verso i grandi operatori. In un contesto di costi finanziari ancora elevati e margini sotto pressione, le economie di scala sono diventate un elemento competitivo essenziale. Una delle operazioni più significative del 2025, la fusione tra i fondi immobiliari di Legal & General e Federated Hermes, riflette la tendenza del settore verso il consolidamento e la razionalizzazione delle strutture di gestione, dinamica che evidenzia come il mercato immobiliare britannico stia vivendo una trasformazione strutturale, nella quale la dimensione operativa e l'efficacia nella gestione del rischio diventano fattori sempre più determinanti.

Un altro tema centrale del 2025 riguarda la gestione della liquidità nei fondi aperti Uk. Dopo le criticità emerse negli anni precedenti – quando numerosi fondi avevano sospeso i riscatti a causa della scarsa liquidità degli asset sottostanti – i gestori hanno adottato approcci più prudenti. Molti fondi hanno aumentato i buffer di cassa, ridotto la leva e introdotto meccanismi di controllo più rigorosi sui riscatti. Parallelamente gli investitori istituzionali stanno mostrando crescente preferenza verso strutture semi-liquide ed evergreen nei mercati privati, così come per veicoli chiusi dotati di finestre di liquidità programmate, ritenuti più allineati al profilo illiquido del real estate.

Dal punto di vista prospettico, il mercato dei fondi immobiliari Uk è in una fase di transizione. La correzione dei valori sembra essersi in larga misura completata; tuttavia, il contesto macroeconomico britannico rimane fragile: la crescita economica resta moderata, il costo del debito continua a essere relativamente elevato e il mercato terziario presenta ancora criticità strutturali significative. Nel medio termine, le prospettive più favorevoli sembrano concentrarsi nei segmenti residenziale, logistico e alternative living. In questo scenario, il mercato immobiliare britannico del 2025 evidenzia il passaggio da una logica di esposizione generalizzata al real estate commerciale verso un approccio molto più selettivo, focalizzato su qualità degli asset, sostenibilità, resilienza dei flussi di cassa e capacità gestionale.

Analizzando nel dettaglio il comparto dei fondi immobiliari inglesi al 31 dicembre 2025, il Nav totale è sostanzialmente allineato all'anno precedente. Attivi quaranta fondi immobiliari (uno in meno rispetto a fine 2024), con un patrimonio complessivo di quasi 42,5 miliardi di sterline, con una contrazione minima dello 0,2 per cento sul 2024 quando si erano registrati quasi 42,6 miliardi di sterline, decremento che raggiunge il 5,2 per cento se il confronto è tra valori espressi in euro, quasi 48,7 miliardi di euro nel 2025 rispetto al 2024 quando si erano registrati quasi 51,4 miliardi di euro, per effetto del puro cambio valuta. In lieve crescita (2,3 per cento) la dimensione media del patrimonio che è passato (quasi 1,04 miliardi di sterline raggiunti nel 2024 a poco più di 1,06 miliardi di sterline del 2025), percentuale che vira su terreno negativo, registrando una contrazione del 2,7 per cento se il confronto è tra valori espressi in euro (1,25 miliardi di euro nel 2024 a 1,22 miliardi nel 2025).

La categoria predominante si conferma quella dei fondi bilanciati, con 22 veicoli attivi (due in meno rispetto al 2024) e circa il 59 per cento del Nav totale, con un patrimonio complessivo del valore di oltre 25 miliardi di sterline e un lieve incremento di quasi il tre per cento rispetto al 2024. I fondi long income detengono il 24 per cento del Nav totale: undici veicoli (uno in più rispetto al 2024) e un patrimonio complessivo di oltre dieci miliardi di sterline, in flessione del 6,7 per cento rispetto al 2024. Seguono i fondi specializzati, sette veicoli (confermando il dato del 2024), che contribuiscono al 17 per cento del Nav totale, pari a oltre 7,2 miliardi di sterline, con un'espansione del due per cento rispetto all'anno precedente. Il cambio valuta comporta, come già visto per la dimensione media del patrimonio, una doppia lettura dei dati: se espressi in euro, i delta tra il 2025 e l'anno precedente virano su terreno negativo, che per i fondi long income raggiunge addirittura le due cifre, forte del segno negativo registrato anche in valuta britannica.

La riduzione del numero dei veicoli è riconducibile alla fusione del Federated Hermes Property Unit Trust (Fhput) nel L&G Managed Property Fund (Mpf). L'operazione coinvolge due dei più storici fondi immobiliari del Regno Unito: Fhput, nato nel 1967, e MPF, lanciato nel 1971. In base ai termini dell'accordo, una parte significativa delle quote detenute dagli investitori del Fhput è stata trasferita nel fondo gestito da L&G, che ha assunto il controllo del portafoglio immobiliare del trust. La fusione mira a rafforzare la scala operativa, migliorare la liquidità del veicolo e sostenere performance di lungo periodo in un contesto difficile per il settore immobiliare commerciale britannico, penalizzato negli ultimi anni dall'aumento dei tassi d'interesse e dai cambiamenti nelle modalità di lavoro post-pandemia.

Il patrimonio dei primi dieci fondi immobiliari della Gran Bretagna al 31 dicembre 2025 si attesta a quasi 24,5 miliardi di sterline con un incremento del 3,5 per cento rispetto al 2024 quando erano stati raggiunti quasi 23,7 miliardi di sterline, variazione che diventa una leggera flessione dell'1,7 per cento se i valori vengono espressi in euro (poco più di 28 miliardi di euro a fine 2025 rispetto ai quasi 28,6 del 2024), evidenziando nuovamente come il tema del cambio valuta rappresenti una criticità nella lettura dei dati tale da condurre a risultati discordanti. Nella classifica si confermano i veicoli presenti al 31 dicembre 2024 con le prime cinque posizioni e le ultime due immutate e con unica variazione nelle posizioni dalla sesta all'ottava: la perdita di due posizioni del veicolo Blackrock UK Property Fund, che passa dalla sesta all'ottava, permette ai veicoli Unite Uk Student Accommodation Fund (Usaf) e Standard Life Investments Pooled Pension Property Fund di guadagnare entrambi un gradino e - rispettando lo stesso ordine del 2024 - salire rispettivamente alla sesta e settima posizione.

Sul podio si confermano i fondi presenti a fine 2024. Il bilanciato Legal & General Managed Property Fund conduce la classifica confermandosi il veicolo di maggiori dimensioni con un patrimonio di oltre 4,6 miliardi di sterline (quasi 5,3 miliardi di euro) e registrando l'incremento più consistente del patrimonio nella classifica (23,1 per cento rispetto all'anno precedente). La performance particolarmente positiva è in maniera significativa riconducibile all'acquisizione del fondo Federated Hermes Property Unit Trust diventata effettiva il 15 agosto 2025. L'operazione ha comportato il trasferimento del patrimonio immobiliare e di una parte rilevante degli investitori del Federated Hermes Property Unit Trust all'interno del Managed Property Fund di L&G. In seguito alla fusione, il fondo risultante ha raggiunto una dimensione complessiva di circa 4,7 miliardi di sterline, diventando uno dei più grandi fondi immobiliari istituzionali del Regno Unito con una strategia sempre più orientata alla diversificazione tra immobili diretti e investimenti immobiliari indiretti. L'operazione ha consentito di rafforzare la liquidità del veicolo, migliorare la diversificazione del portafoglio e aumentare la capacità del fondo di operare in un contesto immobiliare britannico ancora caratterizzato da tassi elevati, scarsa liquidità e criteri di valutazione più selettivi. La fusione rappresenta una scelta strategica volta a rafforzare la struttura patrimoniale del fondo e a migliorarne la resilienza operativa in un contesto ancora volatile. Il fondo investe prevalentemente in immobili commerciali, industriali, logistici e residenziali localizzati nel Regno Unito. Il portafoglio, che presenta una distribuzione geografica orientata verso le principali aree economiche del Paese, dal punto di vista settoriale mantiene una forte esposizione al comparto industriale e logistico. Accanto a questo segmento, il fondo conserva investimenti diversificati in uffici, residenziale build to rent, retail, supermercati, hospitality, self-storage e leisure, con pesi variabili nel tempo. Approfondendo nel dettaglio, il portafoglio è composto prevalentemente da investimenti diretti nel settore immobiliare britannico, per circa il 61,1 per cento del totale degli attivi, cui si aggiunge un'esposizione significativa, pari al 30,3 per cento, in Reit globali, che contribuiscono a una diversificazione geografica e settoriale del rischio. La componente di liquidità è contenuta ma non marginale: il 7,5 per cento del portafoglio è detenuto in cash, mentre un ulteriore 1,2 per cento è allocato in riserve di liquidità destinate a progetti di sviluppo.

Dal punto di vista settoriale, il portafoglio evidenzia una chiara predominanza dell'immobiliare industriale, 38,8 per cento degli investimenti, seguito dagli uffici, 16,7 per cento, e dal segmento hospitality, 14,6 per cento, che conferma l'esposizione a un settore ciclico ma potenzialmente resiliente in ottica di ripresa della domanda turistica e business travel. Una quota rilevante è inoltre investita nel segmento residenziale build-to-rent, che rappresenta l'8,7 per cento del portafoglio, in linea con la crescente domanda strutturale di locazioni abitative nel Regno Unito. Il retail fuori città pesa per l'8,1 per cento, mentre il self-storage raggiunge il sei per cento, segmento sempre più apprezzato per la stabilità dei flussi e la bassa correlazione con il ciclo economico tradizionale. Le restanti esposizioni risultano più contenute: il settore leisure rappresenta il 4,6 per cento, il retail high street l'1,3 per cento e i supermercati l'1,1 per cento, evidenziando una presenza limitata nei comparti retail tradizionali più esposti alla volatilità dei consumi.

Sul podio seguono, rispettivamente al secondo e terzo posto, Royal London Uk Real Estate Fund, che con un patrimonio di quasi 3,3 miliardi di sterline registra una contrazione rispetto a fine 2024 del 2,3 per cento (che peggiora attestandosi al meno 7,2 per cento se i valori sono espressi in euro) e M&G Secured Property Income Fund, che con un Nav di poco più di 2,8 miliardi di sterline mostra una flessione del 4,6 per cento (che raggiunge il meno 9,3 per cento se il dato è espresso in euro) rispetto all'anno precedente.

Royal London Uk Real Estate Fund è uno dei principali veicoli immobiliari core aperti del mercato britannico, - strutturato come Co-ownership Authorised Contractual Scheme - con ampia esposizione al mercato immobiliare commerciale britannico: il portafoglio risulta altamente diversificato per segmento di mercato (uffici, retail, industriale e asset alternativi) con immobili distribuiti sull'intero territorio del Regno Unito e una strategia focalizzata sulla combinazione tra redditività stabile derivante da asset core e gestione attiva orientata alla creazione di valore nel medio-lungo periodo. Il patrimonio è articolato su 62 asset immobiliari, con un'impostazione fortemente diversificata ma con una chiara enfasi sui mercati prime, in particolare Londra e il Sud-Est del Regno Unito. La strategia del fondo nel 2025 conferma un approccio di tipo core-plus, basato su tre direttrici principali: selezione di asset di alta qualità in location strategiche, gestione attiva del portafoglio attraverso attività di asset management e dismissioni selettive, e progressivo riposizionamento verso immobili con maggiore resilienza reddituale. Il fondo ha beneficiato in particolare della buona performance del segmento retail londinese e della forte esposizione agli uffici del Central London, che hanno mostrato una tenuta relativa superiore rispetto ai mercati periferici. Sul piano operativo, il 2025 è stato caratterizzato da una significativa attività di rotazione del portafoglio. Tra le operazioni più rilevanti si segnala la vendita di asset retail prime a Londra in Oxford Street, a valori superiori alle attese, contribuendo positivamente alla performance complessiva del fondo. Parallelamente, il gestore ha continuato a perseguire una strategia di selettivo reinvestimento in asset industriali e logistici, coerentemente con le dinamiche strutturali di lungo periodo del mercato immobiliare britannico. In un contesto di mercato come quello del 2025, il fondo ha mantenuto un posizionamento relativamente difensivo, beneficiando della qualità del portafoglio e della stabilità dei flussi locativi.

M&G Secured Property Income Fund è un fondo immobiliare long-income specializzato nel mercato immobiliare commerciale britannico. Il veicolo adotta una strategia di investimento focalizzata sulla generazione di reddito stabile e prevedibile nel lungo periodo, attraverso un portafoglio diversificato di immobili locati a tenant con elevato merito creditizio e contratti di locazione di lunga durata, in gran parte indicizzati all'inflazione tramite meccanismi di adeguamento legati al Retail Price Index o che prevedono incrementi fissi, garantendo una protezione naturale contro l'inflazione. Al 2025, il portafoglio è composto da circa 165 asset immobiliari, con un rendimento iniziale netto che si colloca intorno al 5,5 per cento, riflettendo la natura difensiva del portafoglio e la sua esposizione a flussi di cassa contrattualmente protetti. La strategia del fondo si basa su tre elementi strutturali: l'acquisizione di immobili "business critical" locati a tenant di elevata qualità creditizia; la prevalenza di contratti di lungo periodo con durata media residua di circa venticinque anni; e infine la struttura dei canoni caratterizzata da indicizzazione all'inflazione o da incrementi programmati, che consente una protezione parziale del reddito reale nel tempo. Un elemento distintivo della gestione è l'integrazione tra analisi immobiliare e credit analysis, supportata dalla piattaforma di fixed income di M&G. Questo approccio consente una valutazione combinata del rischio locativo e della qualità del credito dei tenant, riducendo l'esposizione a eventi di default e migliorando la resilienza del portafoglio nei cicli immobiliari avversi. Nel 2025 il fondo si colloca in una fase di stabilizzazione post-correzione del mercato immobiliare britannico, caratterizzato dalla normalizzazione dei valori dopo il repricing del biennio 2022-2023. In questo contesto, la strategia ha mantenuto un profilo prudente, con attenzione alla qualità dei flussi reddituali e alla protezione del capitale piuttosto che alla crescita aggressiva del Nav. Dal punto di vista della composizione, il portafoglio presenta una significativa

esposizione a settori difensivi e a lunga durata contrattuale, con particolare rilevanza di asset retail essenziali, logistica e immobili con funzione infrastrutturale. Una parte rilevante degli immobili è strutturata secondo modelli di “noleggjo a lungo termine”, in cui i costi operativi e manutentivi sono sostenuti dagli occupanti, riducendo ulteriormente la volatilità dei rendimenti. In prospettiva, il M&G Secured Property Income Fund si configura come un veicolo core per investitori istituzionali alla ricerca di rendimento reale stabile e protezione dall’inflazione. Le principali determinanti future della performance restano la qualità del credito dei tenant, l’evoluzione dei tassi reali nel Regno Unito e la capacità del fondo di mantenere un portafoglio coerente con i requisiti Esg e di efficienza energetica sempre più stringenti nel mercato immobiliare europeo.

Si confermano in classifica, nel medesimo ordine registrato nel 2024, Industrial Property Investment Fund e Aviva Investors Lime Property Fund rispettivamente al quarto e quinto posto.

Il veicolo Industrial Property Investment Fund, con un patrimonio al 31 dicembre 2025 di poco più di 2,3 miliardi di sterline, registra una flessione del 6,1 per cento rispetto al 2024 (che raggiunge le due cifre, meno 10,8 per cento, se riportato in euro) ed è uno dei principali veicoli immobiliari specializzati nel segmento industriale del Regno Unito. Nel 2025 il fondo si conferma tra i più rilevanti strumenti istituzionali esposti al comparto della logistica e degli immobili industriali multi-let, con una strategia focalizzata su asset di alta qualità localizzati prevalentemente a Londra e nel Sud-Est dell’Inghilterra. Il fondo conta 126 asset immobiliari, con un portafoglio altamente diversificato ma concentrato nei mercati a più elevata domanda occupazionale. Il rendimento iniziale netto si attesta intorno al 3,3 per cento, mentre il rendimento equivalente nominale è pari a circa 5,2 per cento, evidenziando un profilo coerente con strategie core/core-plus tipiche del settore industriale prime britannico. Dal punto di vista della struttura finanziaria, il fondo presenta un livello di indebitamento pari a circa 24 per cento, coerente con una gestione prudente del rischio in un contesto di mercato ancora influenzato da tassi d’interesse elevati e condizioni di credito più restrittive rispetto al ciclo pre-2022. La gestione attiva del capitale è supportata da una significativa linea di credito, recentemente rifinanziata e ampliata fino a cinquecento milioni di sterline, con scadenza estesa al 2028, che consente flessibilità nelle operazioni di acquisizione e sviluppo. La strategia del fondo nel 2025 resta fortemente orientata ai fondamentali strutturali del settore industriale, in particolare la crescita della domanda di spazi logistici urbani, la resilienza della supply chain e l’espansione del commercio elettronico. Il portafoglio è caratterizzato da una predominanza di asset multi-let industriali, con un focus su aree ad alta densità economica e occupazionale, dove la domanda degli occupanti continua a superare l’offerta disponibile.

Il veicolo Aviva Investors Lime Property Fund - con un patrimonio al 31 dicembre 2025 di quasi 2,2 miliardi di sterline registra una flessione a due cifre 11,5 per cento rispetto al 2024 (che raggiunge meno 15,9 per cento se il dato viene riportato in euro) - si conferma come uno dei principali veicoli immobiliari core del gruppo Aviva, focalizzato sull’investimento e sviluppo di asset immobiliari nel Regno Unito con strategia orientata alla generazione di reddito stabile nel lungo periodo. Al 31 dicembre 2025 il fondo conta 59 asset immobiliari, con un’impostazione diversificata tra i principali segmenti degli immobili commerciali britannici. Il rendimento iniziale netto si attesta intorno al 5,4 per cento, la struttura finanziaria è prudente con leva negativa pari al meno tre per cento, riflesso di un approccio conservativo alla gestione dell’indebitamento in una fase di mercato ancora caratterizzata da elevati tassi d’interesse.

La strategia del Lime Property Fund nel 2025 rimane coerente con il mandato storico del veicolo, orientato alla creazione di valore attraverso investimenti in immobili core e core-plus, con particolare attenzione alla qualità degli occupanti, alla durata dei contratti di locazione e alla stabilità dei flussi reddituali. Il fondo investe principalmente in asset del settore industriale e logistico, uffici e retail selettivo, includendo inoltre esposizioni in segmenti alternativi come student housing, hotel e residenziale, in linea con un approccio di diversificazione del rischio e del rendimento. Nel 2025 il fondo ha rafforzato le iniziative di miglioramento dell’efficienza energetica del portafoglio e di riduzione delle emissioni, anche attraverso strumenti di monitoraggio avanzato dei dati immobiliari e l’adozione di benchmark di sostenibilità come Gresb, con l’obiettivo di preservare il valore degli asset nel medio-lungo periodo. Nel complesso, il Lime Property Fund si posiziona nel 2025 come un veicolo istituzionale a vocazione difensiva, orientato alla generazione di reddito stabile e alla preservazione del capitale, in un contesto di mercato caratterizzato da fase di stabilizzazione post-repricing del settore immobiliare britannico.

I fondi Unite Uk Student Accommodation Fund (Usaf) e Standard Life Investments Pooled Pension Property Fund al 31 dicembre 2025 registrano entrambi incrementi di patrimonio a due cifre rispetto al 2024: il primo, al sesto posto della classifica, con un Nav di circa 2,09 miliardi di sterline segna un aumento del 12,4 per cento (che si riduce al 6,8 per cento se i valori sono espressi in euro) mentre il secondo, al settimo posto della classifica, con un Nav di poco più di due miliardi di sterline registra un aumento del 14,4 per cento (che si riduce all'8,7 per cento se i valori sono espressi in euro).

Il veicolo Unite Uk Student Accommodation Fund (Usaf) è focalizzato esclusivamente su investimenti in Pbsa nel Regno Unito e rappresenta nel 2025 uno dei più rilevanti veicoli britannici specializzati nel comparto delle residenze universitarie. Al 31 dicembre 2025, presenta un portafoglio composto da 56 asset e circa 28.000 posti letto distribuiti nelle principali città universitarie del Regno Unito. La leva finanziaria pari al 34,3 per cento e il Net Initial Yield del 5,3 per cento confermano il profilo orientato alla generazione di reddito stabile nel lungo periodo. La strategia del fondo è rimasta focalizzata sull'esposizione verso università ad alta attrattività, in particolare Russell Group universities e grandi poli accademici caratterizzati da domanda strutturalmente elevata di alloggi studenteschi, fattori che sostengono elevati livelli di occupancy e crescita dei canoni. Nel corso del 2025 il fondo ha beneficiato di una dinamica operativa positiva: un tasso di prenotazione superiore al 95 per cento per l'anno accademico 2025/26 e una crescita degli affitti intorno al quattro per cento, a conferma della resilienza del segmento student housing anche in un contesto macroeconomico caratterizzato da tassi elevati e debolezza del mercato immobiliare tradizionale. Dal punto di vista patrimoniale, il 2025 è stato caratterizzato da una moderata rivalutazione del portafoglio immobiliare. Nel secondo trimestre 2025 il portafoglio del fondo ha evidenziato una rivalutazione dello 0,6 per cento, mentre la crescita annuale delle valutazioni si è mantenuta positiva nonostante il contesto di repricing immobiliare osservato nel mercato Uk nel biennio precedente. Parallelamente, il veicolo ha proseguito una strategia attiva di rotazione degli asset. Nel giugno 2025 il gruppo ha completato la cessione di nove proprietà per un valore complessivo di circa 212 milioni di sterline, dismettendo asset più maturi e meno strategici localizzati in città secondarie. L'operazione riflette una strategia di progressiva riallocazione del capitale verso università ad alto ranking e mercati con migliori prospettive di crescita locativa di lungo periodo. Rilevante nel 2025 è stato inoltre il rafforzamento della struttura finanziaria del fondo: il veicolo ha ottenuto una nuova facility di investimento da quattrocento milioni di sterline garantita da Rothesay su un portafoglio di 23 asset Pbsa situati in quindici città britanniche. L'operazione conferma il forte interesse degli investitori istituzionali verso il settore degli alloggi per studenti, considerato uno dei segmenti più resilienti del real estate britannico. La pipeline di sviluppo del fondo rappresenta uno degli elementi centrali della strategia di crescita del veicolo: nel 2025 il gruppo ha confermato un piano di sviluppo pari a circa diecimila nuovi posti letto da realizzare nei successivi cinque anni, per un investimento complessivo stimato in circa 1,9 miliardi di sterline. Nel 2025 il fondo ha completato due importanti sviluppi a Bristol ed Edimburgo, con oltre mille nuovi posti letto consegnati per l'anno accademico 2025/26. Tra i principali progetti in corso emerge Hawthorne House a Stratford a Londra, sviluppo da 719 posti letto e investimento pari a circa 185 milioni di sterline, previsto per l'anno accademico 2026/27. Parallelamente, ha rafforzato la propria strategia di partnership universitarie attraverso joint venture con Newcastle University e Manchester Metropolitan University, finalizzate alla realizzazione di oltre 4.300 nuovi posti letto nei prossimi anni.

Il veicolo Standard Life Investments Pooled Pension Property Fund - storico fondo immobiliare pensionistico del mercato britannico con lancio originario nel 1980 ed entrato sotto la gestione del gruppo Aberdeen a partire dal 2017 - è strutturato come veicolo immobiliare core diversificato e ha come obiettivo la generazione di rendimento nel lungo periodo attraverso una combinazione di reddito locativo e rivalutazione del capitale investito in immobili commerciali britannici di elevata qualità. Il portafoglio nel 2025 conta 44 asset immobiliari distribuiti nel Regno Unito, con un Net Initial Yield intorno al 4,4 per cento e un livello della leva finanziaria moderato e negativo (meno 6,5 per cento), evidenziando un approccio prudente nella gestione del ricorso al debito in un contesto ancora caratterizzato da elevata volatilità dei mercati immobiliari e tassi d'interesse superiori alla media storica. La strategia del fondo nel 2025 resta coerente con un'impostazione core/core-plus focalizzata prevalentemente su immobili prime nei principali segmenti del settore immobiliare commerciale britannico. Il portafoglio include esposizioni nei comparti industriale e logistico, uffici, retail selettivo e asset alternativi, con una crescente attenzione verso immobili in grado di garantire resilienza dei flussi reddituali e adeguati standard Esg. Nel contesto operativo come quello del 2025, il fondo ha mantenuto una strategia difensiva orientata alla protezione del capitale e alla qualità degli occupanti, privilegiando asset con elevata occupancy e contratti di locazione sostenibili nel lungo periodo e promuovendo una gestione puntata al miglioramento energetico degli immobili e all'allineamento

agli obiettivi di sostenibilità ambientale. Nel complesso, Standard Life Investments Pooled Pension Property Fund continua a rappresentare nel 2025 un veicolo immobiliare istituzionale a profilo relativamente difensivo, orientato principalmente a investitori pensionistici interessati a esposizione diretta al real estate britannico con focus su stabilità dei flussi di cassa, qualità degli asset e gestione prudente del rischio.

Il veicolo Blackrock Uk Property Fund, all'ottavo posto della classifica, perde la sesta posizione a fronte di una flessione del Nav totale al 31 dicembre 2025 rispetto al 2024 (del meno sette per cento se il dato è espresso in sterline e meno 11,6 per cento se riportato in euro), riconducibile soprattutto all'andamento ancora difficile del mercato immobiliare commerciale britannico e alle conseguenze finanziarie che questo settore ha prodotto sui fondi immobiliari aperti. In particolare, a fronte di un 2025 caratterizzato da condizioni monetarie restrittive e da tassi di interesse superiori rispetto agli anni precedenti, il settore del real estate commerciale ha risentito della pressione sulle valutazioni immobiliari. Un secondo elemento rilevante che ha impattato sul comparto riguarda la ridotta liquidità del mercato immobiliare britannico: le transazioni sono rimaste deboli, rendendo più complessa la vendita degli immobili e spesso possibile solo a valori inferiori rispetto alle precedenti valutazioni teoriche. A ciò si aggiunge la necessità, per i fondi immobiliari aperti, di gestire eventuali richieste di rimborso degli investitori: l'aumento dei riscatti ha costretto il gestore a mantenere maggiore liquidità o a dismettere asset in condizioni di mercato sfavorevoli, con un impatto negativo sul Nav complessivo del fondo. Va poi considerato l'effetto della leva finanziaria negativa (intorno all'8,7 per cento a fine 2025). Nel complesso, quindi, la diminuzione del Nav del Blackrock Uk Property Fund tra il 2024 e il 2025 non è il risultato di un singolo evento straordinario, ma piuttosto della combinazione di diversi fattori strutturali.

In fondo alla classifica si confermano Aviva Investors Real Estate Active Ltaf (Realtaf) e Octopus Healthcare Fund, rispettivamente al nono e al decimo posto. Il veicolo Aviva Investors Real Estate Active Ltaf (Realtaf) - che con un patrimonio di poco più di 1,8 miliardi di sterline registra un incremento dell'8,4 per cento rispetto a fine 2024 - è un fondo di investimento immobiliare strutturato nella forma di Long-Term Asset Fund (Ltaf), veicolo introdotto nel Regno Unito a fine 2021 per ampliare l'accesso di investitori retail sofisticati e istituzionali a classi di attivi illiquidi con orizzonte di investimento di lungo periodo. Il fondo si configura come una delle iniziative più significative nel processo di evoluzione e istituzionalizzazione del mercato immobiliare non quotato britannico, in un contesto caratterizzato da maggiore trasparenza regolamentare e crescente attenzione alla stabilità finanziaria del settore. Nel corso del 2025, il fondo ha consolidato una strategia focalizzata sul real estate commerciale britannico secondo un approccio core e core-plus, privilegiando asset caratterizzati da resilienza dei flussi locativi, elevata qualità degli occupanti e contratti di lungo periodo. L'allocation del portafoglio risulta orientata prevalentemente a logistica, uffici selezionati e immobili mixed-use, con crescente attenzione verso asset conformi ai criteri Esg e agli standard energetici più avanzati. Il 2025 ha inoltre rappresentato un anno di consolidamento strategico per il segmento Ltaf nel mercato britannico, nel quadro dell'evoluzione normativa promossa dalla Financial Conduct Authority per favorire un maggiore accesso agli investimenti alternativi infrastrutturali e immobiliari, riducendo al contempo le tradizionali criticità di liquidità associate al real estate non quotato. In questo contesto, Aviva Investors Real Estate Active Ltaf si posiziona come strumento di convergenza tra asset management istituzionale e progressiva apertura al capitale retail sofisticato. Dal punto di vista della gestione del rischio, la strategia del fondo nel 2025 è rimasta coerente con un approccio prudenziale, fondato su diversificazione settoriale, selezione geografica degli asset all'interno del Regno Unito e controllo della leva finanziaria. Particolare attenzione è stata rivolta alla resilienza dei flussi di cassa in un contesto ancora caratterizzato da tassi d'interesse relativamente elevati e da una fase di assestamento dei valori immobiliari successiva al repricing del biennio 2022-2023. In prospettiva, il fondo si colloca in una fase di progressiva maturazione del proprio posizionamento all'interno del mercato Ltaf. La principale leva strategica resta la capacità di combinare rendimento da reddito stabile, protezione dall'inflazione e adeguamento progressivo del portafoglio agli standard di sostenibilità richiesti dagli investitori istituzionali.

Il veicolo Octopus Healthcare Fund - che con un patrimonio di poco più di 1,5 miliardi di sterline registra un incremento del 5,3 per cento rispetto a fine 2024 - è uno dei principali fondi immobiliari specialistici britannici focalizzati sul settore healthcare e case di cura. Il fondo è gestito da Octopus Capital, a seguito della riorganizzazione avvenuta il 12 maggio 2025 con il lancio del nuovo brand dedicato alla clientela istituzionale del gruppo Octopus, operazione che ha segnato la separazione tra le attività retail di Octopus Investments e la piattaforma specializzata nella gestione di strategie di investimento su larga scala nei settori immobiliare, infrastrutturale e del credito privato. Nel 2025 il veicolo ha consolidato ulteriormente il posizionamento nel segmento delle infrastrutture sanitarie e socioassistenziali del Regno Unito,

beneficiando di forti driver demografici legati all'invecchiamento della popolazione e alla crescente domanda di strutture assistenziali moderne e sostenibili. Il fondo ha raggiunto masse gestite importanti, con oltre cento strutture in portafoglio e più di 7.500 posti letto distribuiti nel Regno Unito. La strategia di investimento è focalizzata prevalentemente su case di cura di nuova generazione e asset healthcare costruiti ad hoc, caratterizzati da contratti di locazione di lungo periodo e flussi reddituali stabili, spesso indicizzati all'inflazione. Nel corso del 2025 il fondo ha ricevuto nuovi capitali istituzionali per circa sessanta milioni di sterline da parte di Lgps Central e Knight Frank Investment Management, confermando il forte interesse degli investitori istituzionali verso il segmento healthcare real estate britannico. L'investimento riflette la crescente ricerca di asset difensivi e resilienti in un contesto macroeconomico caratterizzato da elevata volatilità dei mercati immobiliari tradizionali. Dal punto di vista Esg, il fondo continua a distinguersi nel panorama europeo del real estate specialistico: nel 2025 ha ottenuto per il terzo anno consecutivo il rating massimo "5-Star" nel benchmark internazionale Gresb, con uno score superiore alla media globale del settore. Questo elemento rappresenta un fattore particolarmente rilevante per investitori pensionistici e istituzionali orientati a strategie long income sostenibili. La strategia del fondo evidenzia quindi una forte esposizione a segmenti immobiliari a elevata resilienza strutturale, sostenuti da trend demografici di lungo termine, con particolare attenzione alla qualità operativa delle strutture, alla sostenibilità energetica degli asset e alla stabilità dei flussi di cassa.

I rendimenti dei primi dieci fondi immobiliari britannici si collocano complessivamente sul 4,9 per cento (con un range variabile fra il 3,3 e l'8,4 per cento), in lieve incremento rispetto al dato del 4,7 per cento registrato nel 2024.

TAV.23 - I PRIMI DIECI FONDI IMMOBILIARI OPERATIVI IN GRAN BRETAGNA NEL 2025

#	Società	Tipologia	Patrimonio	Patrimonio	Rendimento
			Mln di sterline	Mln di euro	%
1	Legal & General Managed Property Fund	balanced	4.612	5.286	4,3
2	Royal London UK Real Estate Fund	balanced	3.264	3.740	3,6
3	M&G Secure Property Income Fund	long income	2.811	3.221	5,5
4	Industrial Property Investment Fund	specialist	2.337	2.679	3,3
5	Aviva Investors Lime Property Fund (ex-Lime Property Fund)	long income	2.180	2.499	5,4
6	UNITE UK Student Accommodation Fund (USAF)	specialist	2.089	2.394	5,3
7	Standard Life Investments Pooled Pension Property Fund	balanced	2.009	2.302	4,4
8	BlackRock UK Property Fund	balanced	1.849	2.119	3,5
9	Aviva Investors Real Estate Active LTAF (REALTAF)	balanced	1.819	2.084	8,4
10	Octopus Healthcare Fund	specialist	1.515	1.736	5,5
<b>TOTALE</b>			<b>24.484</b>	<b>28.059</b>	<b>4,9</b>

Fonte: Aref

Nel 2025 il mercato dei fondi immobiliari britannici appare profondamente trasformato rispetto a cinque anni prima. L'aumento dei tassi di interesse tra il 2022 e il 2024, i cambiamenti nelle modalità di utilizzo degli immobili e la ricerca di asset capaci di garantire redditi stabili hanno modificato significativamente la composizione dei portafogli dei principali fondi immobiliari Uk.

I fondi hanno progressivamente ridotto l'esposizione ai tradizionali comparti uffici e retail, privilegiando settori più resilienti, indicizzati all'inflazione e sostenuti da trend strutturali di lungo periodo. La logistica

e il comparto industriale rappresentano oggi il principale segmento di investimento, con un peso pari a circa il trenta-trentacinque per cento dei portafogli, grazie alla crescita dell'e-commerce, al rafforzamento delle catene di approvvigionamento e alla domanda di infrastrutture logistiche moderne.

Parallelamente, il comparto Living - che comprende build-to-rent, student housing, senior living e housing accessibile - ha assunto un ruolo centrale, raggiungendo mediamente il venti-venticinque per cento delle allocazioni e diventando componente centrali delle strategie dei fondi immobiliari britannici. La crescente pressione abitativa nel Regno Unito, unita all'aumento dei canoni residenziali e alla domanda demografica strutturale, ha favorito una forte riallocazione di capitale verso questi segmenti. Il settore residenziale e quello degli alloggi per studenti sono attualmente tra i più ricercati dagli investitori europei, soprattutto per la stabilità dei flussi di reddito e la minore correlazione con il ciclo economico corporate. Nei principali fondi istituzionali Uk, l'esposizione al comparto living ha raggiunto mediamente tra il venti-venticinque per cento con livelli anche superiori nei fondi specializzati.

Il settore uffici, un tempo dominante nel mercato immobiliare britannico, continua ad essere interessato da una fase di ridimensionamento strutturale, arrivando a coprire nel 2025 meno del 22 per cento degli asset dei portafogli dei fondi, da almeno un terzo prima della pandemia, penalizzato dalla diffusione dello smart working, dall'aumento degli spazi sfitti e dall'obsolescenza di molti immobili. L'interesse degli investitori si concentra ormai quasi esclusivamente sugli edifici prime, sostenibili e situati nelle aree centrali di Londra. Le analisi mostrano chiaramente come la selezione qualitativa all'interno del segmento uffici sia diventata determinante per la performance dei fondi.

Anche il retail, pur mostrando segnali di stabilizzazione, mantiene un'incidenza inferiore rispetto al passato. L'interesse si concentra soprattutto su retail parks, commercio di vicinato e centri commerciali dominanti con forte componente esperienziale. In particolare, il retail legato alla spesa alimentare e ai format integrati e sinergici viene considerato relativamente resiliente rispetto ad altre categorie commerciali. Tuttavia, il peso medio del retail nei fondi Uk resta significativamente inferiore rispetto ai livelli superiori al trenta per cento osservati nel decennio precedente alla pandemia

In forte crescita risultano inoltre gli asset alternativi, quali data centre, healthcare real estate, self-storage, life sciences e infrastrutture operative, che rappresentano circa il dieci-quindici per cento dei portafogli immobiliari britannici e continua a espandersi rapidamente grazie alla digitalizzazione dell'economia e all'aumento della domanda di infrastrutture tecnologiche. In particolare, i data centre beneficiano della crescente domanda legata a cloud computing, intelligenza artificiale e digitalizzazione.

In sintesi, è evidente come l'asset allocation dei fondi immobiliari britannici nel 2025 rifletta un cambiamento strutturale profondo. Il tradizionale modello "incentrato su uffici e negozi", che aveva dominato il mercato britannico per oltre vent'anni, appare ormai superato. I portafogli istituzionali si stanno trasformando in piattaforme orientate alla generazione di reddito stabile, alla resilienza inflattiva e all'esposizione verso trend secolari come digitalizzazione, urbanizzazione e cambiamenti demografici. L'orientamento prevalente dei gestori britannici si basa oggi su tre direttrici principali: da un lato, strategie core income focalizzate sui segmenti della logistica e del residenziale, caratterizzate da flussi di cassa stabili e profili di rischio contenuti; dall'altro, approcci core-plus orientati alla riqualificazione e al riposizionamento Esg di asset esistenti, con l'obiettivo di generare valore attraverso interventi di efficientamento energetico, modernizzazione e adeguamento agli standard di sostenibilità e infine strategie operative specializzate in settori alternativi ad alta crescita come data centres e alloggi per studenti.

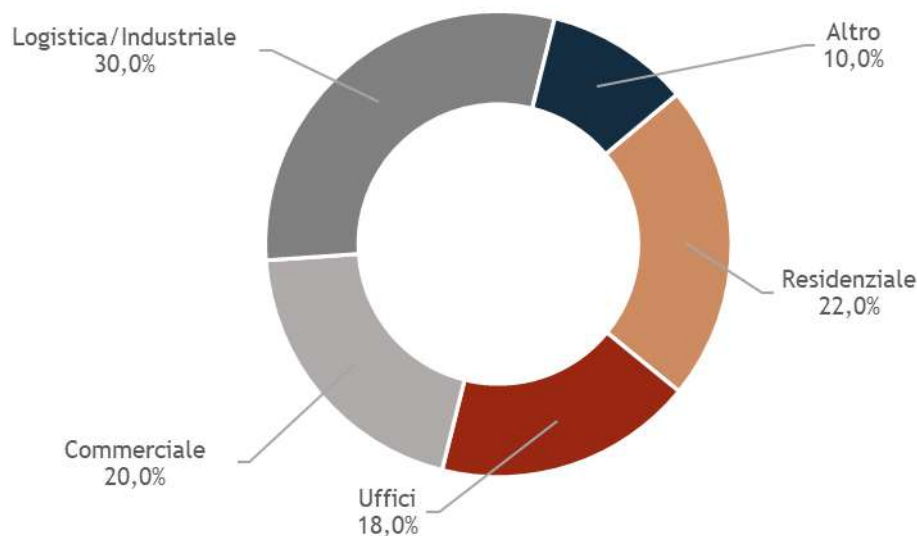
Nonostante le difficoltà attraversate dal mercato immobiliare europeo negli ultimi anni, il Regno Unito continua a rappresentare nel 2025 uno dei mercati più liquidi, trasparenti e sofisticati a livello globale. La profondità del mercato, la presenza di investitori istituzionali internazionali e la rapidità di adattamento alle nuove dinamiche economiche mantengono il real estate britannico al centro delle strategie allocative globali.

Nel dettaglio, l'asset allocation al 31 dicembre 2025 dei fondi immobiliari oggetto di analisi, mostra la prevalenza di spazi dedicati alla logistica/industriale che si attesta al trenta per cento del totale delle superfici, segue la percentuale delle quote di superfici dedicate alla residenza e quelle ad uso commerciale, che si attestano rispettivamente al 22 per cento e al venti per cento per cento (quest'ultima registra la

flessione più marcata rispetto al 2024). In flessione (circa il cinque cento) la quota dedicata agli uffici che passa dal diciannove per cento del 2024 al diciotto per cento del 2025. Infine, si registra un incremento per la componente relativa agli spazi dedicati alle funzioni specializzate nei servizi, dalle infrastrutture agli spazi per la ricerca, fino a quelli per il tempo libero che dall'8,5 di fine 2024 si attesta al dieci per cento nel 2025.

TAV.24 - ASSET ALLOCATION DEI FONDI IMMOBILIARI INGLESÌ

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: Aref, Ipd

Per il 2026 le prospettive per il mercato dei fondi immobiliari britannici sono orientate verso un graduale consolidamento della ripresa avviata nel 2025. Dopo il violento repricing del biennio 2022-2024, il mercato Uk sembra infatti entrare in una nuova fase ciclica nella quale la crescita dei rendimenti non sarà più guidata da una compressione generalizzata degli yield, bensì dalla capacità degli asset di generare crescita locativa stabile, qualità ESG e resilienza operativa. La prevista riduzione dei tassi d'interesse da parte della Bank of England dovrebbe favorire l'attività di investimento, migliorare l'accesso al credito e sostenere la liquidità del mercato. Tuttavia, i rendimenti obbligazionari britannici ancora relativamente elevati e volatili, limitano il potenziale di compressione significativa yield. Il consenso sul decennale Uk resta infatti attorno al 4,3 per cento, livello ancora storicamente alto per il mercato immobiliare. Questo implica che il recupero dei valori immobiliari nel 2026 dovrebbe essere graduale e trainato più dalla crescita dei canoni che da una rivalutazione aggressiva degli asset.

Dal punto di vista settoriale, le aspettative restano fortemente polarizzate. Il comparto residenziale continua a rappresentare il segmento più interessante per gli investitori istituzionali. Il mercato britannico soffre infatti di un deficit strutturale di offerta abitativa, mentre la domanda locativa resta sostenuta dall'elevato costo dei mutui e dalla ridotta accessibilità economica del mercato della proprietà. Nel 2026 il settore build-to-rent dovrebbe continuare ad attrarre capitali, soprattutto nei segmenti degli alloggi plurifamiliari, case unifamiliari in affitto e alloggi per studenti. Si stima che il comparto living possa beneficiare di una domanda locativa ancora elevata, di tassi di occupazione prossimi al 97 per cento, di una crescita positiva dei canoni e di un ritorno graduale del capitale core istituzionale. Particolarmente rilevante è anche la prospettiva di una maggiore attività nel segmento degli alloggi a prezzi accessibili, sostenuta dalle iniziative governative britanniche e da nuovi programmi pubblici di investimento residenziale. Questo

potrebbe favorire un incremento delle joint venture tra fondi immobiliari privati e operatori housing pubblici o semi-pubblici.

Anche il comparto logistico-industriale dovrebbe mantenere fondamentali solidi nel 2026, sebbene con ritmi di crescita inferiori rispetto al periodo post-pandemico. La domanda per hub logistici, magazzini urbani e infrastrutture legate all'e-commerce resta strutturalmente elevata, mentre la pipeline di nuovi sviluppi appare più contenuta rispetto agli anni precedenti. Il rallentamento dello sviluppo immobiliare potrebbe però contribuire a ridurre i tassi di sfritto e sostenere ulteriormente i canoni prime nel settore logistico.

Una delle aree di maggiore interesse per il 2026 riguarda inoltre gli “operational real estate sectors”, ossia asset class con forte componente gestionale quali data centres, assistenza sanitaria, alloggi per studenti, hotels e senior living.

Più complesso resta invece il quadro del comparto uffici. Sebbene nel 2026 si preveda un moderato incremento degli investimenti anche in questa asset class, il settore continua a essere caratterizzato da forte divergenza tra asset prime e stock secondario. Gli immobili conformi agli standard Esg, localizzati nelle aree centrali di Londra e dotati di elevata qualità tecnica, potrebbero beneficiare di crescita dei canoni e riduzione della vacancy, mentre uffici obsoleti e inefficienti continueranno probabilmente a subire pressioni significative sui valori e sulla liquidità. Il mercato terziario britannico nel 2026 dovrebbe continuare ad essere dominato da strategie opportunistiche e di valore aggiunto piuttosto che da investitori core tradizionali. La necessità di ingenti investimenti capex per adeguamenti Esg rappresenta infatti uno dei principali fattori di rischio del settore. A fronte di una crescente importanza della sostenibilità, gli standard energetici britannici e le normative Esg stanno modificando profondamente il mercato dei fondi immobiliari Uk: gli investitori appaiono sempre più orientati verso portafogli “lungimiranti”, capaci di mantenere competitività anche in presenza di regolamentazioni ambientali più stringenti. Nel corso del 2026 è atteso un ulteriore ampliamento dello spread valutativo tra asset “green” e immobili non conformi ai nuovi standard energetici.

Dal punto di vista della struttura dei fondi, il mercato dovrebbe continuare a evolversi verso modelli con minore rischio di liquidità. Le criticità sperimentate dai fondi immobiliari aperti britannici negli anni precedenti hanno infatti ridotto l'appetito degli investitori retail, generando in questi fondi pesanti deflussi e una forte riduzione degli asset in gestione, mentre gli investitori istituzionali mostrano crescente preferenza per strutture semi-liquide, evergreen o closed-ended.

Le aspettative per il 2026 indicano quindi un mercato immobiliare britannico in graduale miglioramento, ma caratterizzato da una selettività molto più accentuata rispetto ai cicli precedenti. La fase di “beta market” diffuso sembra conclusa: il successo dei fondi immobiliari Uk dipenderà sempre più dalla capacità di selezionare asset resilienti, gestire il rischio Esg, ottimizzare la leva e individuare segmenti immobiliari sostenuti da trend strutturali di lungo periodo. Nel complesso, il 2026 potrebbe rappresentare il primo vero anno di ripresa organica per il mercato dei fondi immobiliari britannici dopo il ciclo di correzione post-tassi. Tuttavia tale recupero appare destinato a svilupparsi in modo graduale, con rendimenti trainati prevalentemente dall'income e dalla qualità operativa degli asset, piuttosto che da una rapida rivalutazione dei valori immobiliari.

#### 2.2.4. - SVIZZERA

Nel 2025 l'economia svizzera ha registrato una crescita moderata ma in miglioramento rispetto all'anno precedente, con un aumento del Pil reale dell'1,4 per cento contro l'1,2 per cento del 2024. La ripresa è stata sostenuta principalmente dalla domanda interna, dai consumi privati, dalla solidità del mercato del lavoro e dalla buona performance del settore dei servizi, mentre l'industria esportatrice ha continuato a

risentire della debolezza della domanda europea, in particolare tedesca, e delle persistenti incertezze geopolitiche e commerciali. Nel quarto trimestre il Pil è cresciuto dello 0,6 per cento grazie soprattutto al recupero dell'industria farmaceutica e al contributo delle costruzioni e dei servizi.

Nonostante la stagnazione del comparto manifatturiero, la Svizzera ha confermato la solidità dei propri fondamentali macroeconomici, con inflazione contenuta, elevata occupazione e finanze pubbliche solide. Le prospettive di crescita restano tuttavia condizionate dall'evoluzione dell'economia europea e dalla normalizzazione del commercio internazionale.

Sul fronte monetario, la Banca Nazionale Svizzera (Bns) ha proseguito nel 2025 il ciclo di allentamento avviato l'anno precedente, favorita dal rientro dell'inflazione entro l'intervallo di stabilità dei prezzi. La riduzione dei tassi d'interesse è stata finalizzata a sostenere l'attività economica e a prevenire rischi deflazionistici. Parallelamente, la banca centrale ha continuato a monitorare il franco svizzero, il cui ruolo di valuta rifugio ha favorito l'afflusso di capitali e contribuito a contenere l'inflazione importata, pur penalizzando la competitività delle esportazioni. Per questo motivo la Bns ha mantenuto la disponibilità a intervenire sul mercato valutario qualora necessario.

Secondo le previsioni della banca centrale, la crescita economica dovrebbe mantenersi moderata nel breve termine, con un aumento del Pil pari a circa l'1 per cento nel 2026 e all'1,5 per cento nel 2027.

Nel 2025 la Banca Nazionale Svizzera ha adottato una politica monetaria più espansiva rispetto alle principali banche centrali, riducendo i tassi d'interesse con maggiore rapidità grazie al contenuto livello dell'inflazione domestica. Questa scelta ha contribuito a consolidare la stabilità monetaria del Paese, ma ha anche influenzato i flussi di capitale e l'andamento del franco svizzero.

La valuta elvetica si è apprezzata di circa il sei per cento su base nominale nel corso dell'anno, sostenuta dal suo tradizionale ruolo di bene rifugio in un contesto caratterizzato da incertezza geopolitica e finanziaria. Per limitare eccessive pressioni sul cambio, la Bns è intervenuta selettivamente sul mercato valutario, con acquisti netti di valuta estera pari a circa 5,2 miliardi di franchi. Il franco è rimasto relativamente stabile rispetto all'euro, mentre ha registrato un rafforzamento più marcato nei confronti del dollaro statunitense.

Sul fronte finanziario, la banca centrale ha continuato a monitorare attentamente il mercato immobiliare e l'indebitamento ipotecario delle famiglie, mantenendo un approccio prudentiale per preservare la stabilità del sistema. L'ultima decisione di politica monetaria, adottata nel marzo 2026, ha confermato il tasso guida allo zero per cento. Nel complesso, il 2025 rappresenta una fase di transizione verso condizioni monetarie più accomodanti, che hanno sostenuto sia l'attività economica sia il mercato immobiliare, favorito dalla combinazione di bassi tassi d'interesse, inflazione contenuta e limitate alternative di investimento ad alto rendimento.

Nel 2025 il mercato immobiliare residenziale svizzero ha confermato la propria solidità. I prezzi hanno continuato a crescere, con incrementi annui compresi tra il due e il tre per cento per le case unifamiliari e superiori al tre per cento per gli appartamenti, favoriti da un'inflazione prossima allo zero. La domanda è stata sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli e da una maggiore accessibilità al credito ipotecario, che hanno contribuito anche alla ripresa delle compravendite. Questo contesto ha favorito anche una ripresa dei volumi di compravendita: nel corso dell'anno le transazioni sono aumentate sensibilmente, con una crescita stimata intorno al dodici per cento su base annua nel terzo trimestre, accompagnata da una graduale normalizzazione dell'attività dopo il rallentamento registrato nel biennio precedente.

L'offerta limitata, dovuta alla ridotta attività edilizia e ai bassi tassi di sfritto, ha continuato a esercitare pressioni sui prezzi e sui canoni di locazione, aumentati mediamente del due-tre per cento. Permangono tuttavia differenze territoriali: le aree urbane e la Svizzera centrale hanno registrato le performance migliori, mentre regioni come il Ticino hanno mostrato una dinamica più debole.

Nel complesso, il 2025 rappresenta un anno di consolidamento per il settore, sostenuto da fondamentali solidi ma caratterizzato da una graduale moderazione della crescita.

Il mercato svizzero delle abitazioni di proprietà di fascia alta ha mantenuto un andamento positivo anche nel 2025. I prezzi delle case unifamiliari premium sono aumentati del 5,6 per cento a livello nazionale, leggermente più del mercato residenziale complessivo (più 5,3 per cento), mentre gli appartamenti di proprietà nelle località più prestigiose hanno registrato una crescita del 4,2 per cento, poco al di sotto di quella osservata nel segmento medio (più 4,5 per cento). La continua crescita dei valori conferma l'elevata attrattività delle abitazioni esclusive nelle aree più ricercate. A sostenere la domanda contribuiscono condizioni di finanziamento ancora favorevoli, la scarsità dell'offerta e la limitata attività edilizia, particolarmente evidente in alcune regioni a causa di vincoli normativi. Anche la persistente tensione nel mercato della locazione rafforza l'interesse verso la proprietà abitativa, riducendo le alternative disponibili per famiglie e investitori.

L'andamento dei prezzi presenta tuttavia significative differenze territoriali. L'area alpina orientale ha registrato la crescita più marcata, superiore al 13 per cento, grazie alla forte domanda di residenze secondarie a fronte di un'offerta molto limitata. Nella regione di Zurigo e della Svizzera centrale i valori sono aumentati di circa il 6 per cento, sostenuti dalla solidità economica del territorio e dall'attrattività fiscale di alcuni comuni. Positivo anche l'andamento della Regione del Lemano, favorita dalla domanda internazionale. Più contenuta, invece, la crescita nell'area alpina occidentale (più 1,6 per cento), dove una maggiore disponibilità di immobili limita le pressioni sui prezzi. Nella Svizzera meridionale, caratterizzata da un'offerta relativamente abbondante, gli incrementi si sono concentrati soprattutto nelle località più accessibili.

Per il 2026 è prevista un'ulteriore crescita del segmento premium, sebbene a ritmi più moderati. I bassi tassi d'interesse continueranno a sostenere il mercato, ma l'elevato livello dei prezzi, la crescita occupazionale contenuta e l'assenza di nuovi stimoli alla domanda potrebbero ridurre l'accessibilità per parte delle famiglie. Restano tuttavia fattori di supporto l'interesse degli investitori ad alto patrimonio e la prevista abolizione del valore locativo nel 2028. Anche in futuro la dinamica dovrebbe rimanere differenziata a livello regionale, con prospettive più favorevoli nella Svizzera centrale, nell'area di Zurigo e in alcune località montane particolarmente richieste.

Parallelamente, il mercato svizzero della locazione continua a essere caratterizzato da una forte scarsità di offerta. Nel quarto trimestre del 2025 gli appartamenti disponibili sono scesi a circa 97.800 unità, in calo del 5,2 per cento rispetto all'anno precedente, con un tasso di offerta del 3,4 per cento, il livello più basso degli ultimi vent'anni.

Nonostante una moderata ripresa degli investimenti edilizi, gli indicatori anticipatori segnalano un rallentamento delle nuove domande di costruzione, lasciando prevedere una crescita limitata dell'offerta abitativa anche nei prossimi anni. Per il 2026 i canoni richiesti per i nuovi contratti dovrebbero aumentare in media dello 0,7 per cento. Gli elevati livelli degli affitti e la moderata crescita dei redditi continuano infatti a limitare la capacità di spesa delle famiglie, mentre il rallentamento dell'immigrazione contribuisce a contenere l'espansione della domanda.

Per i contratti in essere è invece attesa una lieve riduzione dei canoni, nell'ordine dello 0,8 per cento, per effetto ritardato delle riduzioni del tasso di riferimento introdotte nel corso dell'anno precedente. Sul fronte dell'offerta, la disponibilità di immobili plurifamiliari destinati alla locazione rimane contenuta: la complessità normativa e urbanistica continua a rallentare la realizzazione di nuovi progetti, mentre il numero di edifici multifamiliari immessi sul mercato resta relativamente limitato.

Il commercio al dettaglio svizzero continua a beneficiare della solidità dei consumi privati e della vivacità del turismo, fattori che dovrebbero sostenere una moderata crescita del fatturato anche nel 2026. Il mercato delle superfici commerciali opera tuttavia in un contesto complesso, segnato da profondi cambiamenti strutturali che stanno trasformando le modalità di distribuzione e di acquisto. La principale sfida per il commercio tradizionale resta l'espansione dell'e-commerce, dominato in larga parte da operatori internazionali. I negozi fisici mantengono però importanti vantaggi competitivi, come l'esperienza diretta con il prodotto e la disponibilità immediata dell'acquisto. La crescita delle vendite online continua comunque a penalizzare le aree commerciali meno frequentate, dove la domanda di spazi retail è in costante diminuzione.

Nelle principali città svizzere, in particolare Zurigo e Ginevra, la situazione è diversa: la domanda di superfici commerciali nelle posizioni più prestigiose rimane sostenuta. Le strategie omnicanale e la crescente attenzione a qualità, servizio ed esperienze d'acquisto esclusive favoriscono infatti le principali vie dello shopping urbano, caratterizzate da elevata visibilità, intenso traffico pedonale e forte attrattività turistica.

In questo contesto, i quartieri High Street Retail continuano a rappresentare un segmento d'investimento particolarmente interessante. Anche qui emerge però una crescente polarizzazione tra le location prime e quelle secondarie. Mentre gli immobili meno attrattivi o con criticità strutturali registrano una pressione al ribasso sui canoni di locazione, le migliori posizioni commerciali continuano a beneficiare di una crescita dei valori locativi.

Nei due mercati retail più costosi del Paese, Zurigo e Ginevra, i canoni prime hanno proseguito la loro crescita nel 2025, raggiungendo rispettivamente circa 11.000 e 7.500 franchi per metro quadrato all'anno. Nonostante le incertezze economiche, queste ubicazioni mantengono un forte potere attrattivo per gli operatori più solidi. Inoltre, la limitata attività edilizia e la modesta espansione dell'offerta contribuiscono a sostenere l'equilibrio del mercato e a preservare livelli di prezzo elevati nelle aree più richieste.

Nel 2025 il mercato svizzero degli investimenti immobiliari indiretti ha continuato a mostrare un andamento favorevole, pur in un contesto di graduale normalizzazione rispetto agli eccezionali risultati del 2024. I fondi immobiliari quotati hanno beneficiato della riduzione dei rendimenti obbligazionari registrata tra la fine del 2024 e l'inizio del 2025, che ha ampliato lo spread rispetto ai rendimenti distribuiti e sostenuto la domanda di strumenti immobiliari a reddito. Di conseguenza, i rendimenti complessivi sono rimasti positivi, sebbene inferiori ai massimi dei precedenti cicli di mercato.

Anche le azioni immobiliari hanno registrato performance molto positive, accompagnate da una maggiore volatilità. Nel complesso, gli investimenti immobiliari indiretti hanno raggiunto nuovi massimi storici: le azioni immobiliari hanno conseguito un total return del 23,3 per cento, mentre i fondi immobiliari hanno registrato un rendimento del 10,6 per cento. Entrambe le categorie hanno ottenuto risultati superiori alla media storica e, nel caso delle azioni immobiliari, anche superiori a quelli del mercato azionario svizzero nel suo complesso (Swiss Performance Index: più 17,8 per cento) e dei titoli di Stato svizzeri (Swiss Domestic Government Bonds: meno 0,2 per cento).

I flussi di capitale verso il settore sono rimasti sostenuti, trainati soprattutto dagli investitori istituzionali, in particolare casse pensione e fondazioni d'investimento. Aumenti di capitale ed emissioni sul mercato primario hanno continuato a caratterizzare il 2025, evidenziando una forte capacità di assorbimento da parte del mercato. Gli aggi dei fondi immobiliari si sono mantenuti su livelli elevati, generalmente intorno al trenta per cento, pur restando inferiori ai massimi raggiunti nel 2021.

L'attività di emissione sul mercato primario ha toccato livelli record, superando gli otto miliardi di franchi svizzeri, senza compromettere le performance dei fondi e delle azioni immobiliari. Questo conferma la forte attrattività della classe di attivo, favorita dal persistente contesto di bassi tassi di interesse. Le azioni immobiliari hanno inoltre iniziato il nuovo anno con ulteriori rialzi, mentre diversi fondi hanno già annunciato nuove emissioni e tre operatori stanno pianificando la quotazione alla Borsa svizzera.

Per il prossimo periodo si prevede che il mercato continui ad assorbire positivamente nuove emissioni e IPO, sostenuto da condizioni finanziarie ancora favorevoli. Tuttavia, considerate le elevate valutazioni e le solide performance già realizzate, è atteso un progressivo riallineamento dei rendimenti ai fondamentali del mercato, in particolare ai rendimenti correnti degli investimenti immobiliari. Attualmente lo yield spread rispetto ai titoli di Stato svizzeri a dieci anni si attesta intorno al due per cento per i fondi immobiliari e al 2,3 per cento per le azioni immobiliari.

Sul fronte dei fondamentali, il comparto residenziale continua a beneficiare di una domanda robusta e di una crescita dei redditi da locazione, sostenuta dall'indicizzazione dei canoni all'inflazione e ai tassi di riferimento. Le possibili riduzioni future del tasso ipotecario di riferimento rappresentano tuttavia un potenziale fattore di moderazione per la crescita dei ricavi. Allo stesso tempo, il calo dei tassi privi di rischio

e l'ampia liquidità presente nel sistema finanziario favoriscono una compressione dei tassi di sconto, sostenendo le valutazioni immobiliari, soprattutto per gli asset residenziali di elevata qualità e caratterizzati da solidi profili Esg.

Nel segmento del commercio al dettaglio, l'indicizzazione dei canoni e la stabilizzazione dei parametri valutativi hanno consentito di preservare i rendimenti netti, sebbene con una crescita più contenuta rispetto al comparto residenziale. In un contesto di inflazione moderata, gli ulteriori incrementi dei canoni dovrebbero rimanere limitati, pur continuando a fornire un contributo positivo alla performance complessiva del settore.

Prosegue inoltre il processo di consolidamento del mercato. Le operazioni di fusione tra fondi immobiliari attualmente in corso dovrebbero portare entro il 2026 a una riduzione del numero di veicoli quotati e a un aumento della loro dimensione media e liquidità. Parallelamente, la crescente focalizzazione sulle strategie "living" conferma il ruolo centrale del comparto residenziale nei portafogli degli investitori. Nel complesso, il mercato svizzero degli investimenti immobiliari indiretti continua a poggiare su fondamentali solidi, pur in un contesto di rendimenti attesi in graduale normalizzazione.

L'analisi dei fondi immobiliari svizzeri al 31 dicembre 2025 evidenzia la presenza di 76 veicoli attivi, rispetto ai 72 dell'anno precedente. Il patrimonio netto complessivo è aumentato del 7,9 per cento, superando i 75 miliardi di franchi svizzeri rispetto ai 69,5 miliardi del 2024. Espressi in euro, gli attivi hanno registrato una crescita del 9,1 per cento, raggiungendo circa 80,6 miliardi di euro contro i 73,9 miliardi dell'anno precedente, grazie anche all'effetto cambio. La dimensione media dei fondi è salita da 966 a 987 milioni di franchi svizzeri (più 2,3 per cento), corrispondenti a circa 1,06 miliardi di euro (più 3,3 per cento).

L'inizio del 2025 è stato caratterizzato dalla sospensione del progetto Sustainable Real Estate Wood, concepito come il primo fondo immobiliare svizzero specializzato nello sviluppo di edifici in legno. Nonostante l'interesse per la strategia sostenibile proposta, la limitata adesione degli investitori qualificati ha evidenziato una certa cautela nei confronti di veicoli altamente specializzati e percepiti come più rischiosi.

Al di là di questo episodio, il mercato svizzero degli investimenti immobiliari cartolarizzati ha confermato nel corso del 2025 una notevole vivacità. Il settore è stato caratterizzato da frequenti aumenti di capitale, dal lancio di nuovi veicoli d'investimento, da numerose operazioni di consolidamento e dall'introduzione di soluzioni innovative rivolte agli investitori qualificati. Questa evoluzione riflette non solo la persistente attrattività del mercato immobiliare elvetico, ma anche una crescente sofisticazione dell'offerta, sempre più orientata verso sostenibilità, efficienza finanziaria, rigenerazione urbana e integrazione dei criteri Esg.

Nonostante la volatilità registrata sui mercati finanziari durante la primavera, il comparto immobiliare svizzero ha dimostrato una significativa capacità di resilienza, sostenuta dalla solidità del mercato residenziale, dalla scarsità di offerta nelle principali aree urbane, dai bassi tassi di sfritto e dall'elevata qualità degli immobili detenuti dai veicoli d'investimento.

In questo contesto, numerosi operatori hanno proseguito strategie di crescita selettiva attraverso acquisizioni mirate, raccolte di capitale e interventi di ottimizzazione dei portafogli. Gli investimenti si sono concentrati prevalentemente su immobili residenziali situati in localizzazioni prime o semicentrali e su asset caratterizzati da elevati standard energetici e di sostenibilità, in linea con le principali tendenze che stanno ridefinendo il mercato immobiliare svizzero.

Il 2025 è stato caratterizzato da una significativa crescita del numero di veicoli d'investimento immobiliari e da una progressiva diversificazione dell'offerta. Tra le principali innovazioni si distingue lo sviluppo dei fondi strutturati come L-QIF (Limited Qualified Investor Fund), categoria introdotta dalla normativa svizzera per offrire maggiore flessibilità agli investitori qualificati. Dopo il lancio, nel novembre 2024, del PMT Swiss Real Estate L-QIF CHF, considerato il primo fondo immobiliare svizzero costituito secondo questo regime, nel corso del 2025 sono state avviate ulteriori iniziative analoghe. Il fondo PMT, gestito da PMT Management AG, combina investimenti in immobili a reddito e attività di sviluppo immobiliare, perseguendo strategie di valorizzazione orientate alla crescita dei rendimenti e dei flussi di cassa. Nel gennaio 2025 è stato inoltre

lanciato S1TAM A, mentre ulteriori strutture L-QIF multi-comparto sono previste tra la fine del 2025 e il primo semestre del 2026.

Tra i nuovi fondi si segnala il Pretium Real Estate Fund, operativo da marzo 2025 e promosso da Pretium Invest AG, che ha raccolto circa 185,5 milioni di franchi svizzeri. Il veicolo investe prevalentemente in immobili residenziali localizzati nelle principali aree urbane e nei poli economici della Svizzera tedesca, con un approccio che combina acquisizioni di immobili esistenti, investimenti in asset a uso misto e sviluppo di nuove iniziative immobiliari. Nel corso dell'anno il fondo ha inoltre completato un ulteriore aumento di capitale, confermando il forte interesse degli investitori per il comparto residenziale urbano.

Anche la Basellandschaftliche Kantonalbank ha fatto il proprio ingresso nel settore con il lancio del BLKB (CH) Sustainable Property Fund. La prima emissione, conclusa nel luglio 2025, ha raccolto circa 130 milioni di franchi svizzeri ed è stata destinata alla costruzione di un portafoglio composto principalmente da immobili residenziali sostenibili nella Svizzera nord-occidentale e nelle principali regioni economiche limitrofe. L'operazione conferma la crescente presenza delle banche cantonali nel mercato dei fondi immobiliari.

Nel segmento dei fondi non quotati si segnalano inoltre il lancio del Cronos Immo Fund 2, promosso da Cronos Finance SA e focalizzato sul mercato residenziale della Svizzera romanda, e la costituzione di GF Switzerland da parte di Global Funds SA. Quest'ultimo fondo punta a sviluppare un portafoglio di immobili a reddito localizzati prevalentemente nella Svizzera francofona, con particolare attenzione alla conservazione del valore e alla sostenibilità di lungo periodo.

La crescente attenzione verso sostenibilità e rigenerazione urbana ha trovato espressione anche nel lancio di Sfer Redevelopment L-QIF da parte di Swiss Finance & Property Funds SA ed Erop Real Estate & Partners SA. Il fondo è dedicato alla riqualificazione sostenibile di patrimoni immobiliari esistenti attraverso la conversione di immobili commerciali in residenziali, interventi di densificazione urbana e sviluppo di nuovi spazi abitativi. La strategia prevede inoltre un utilizzo relativamente elevato della leva finanziaria, coerente con un approccio orientato alla valorizzazione attiva degli asset.

Parallelamente, il mercato primario ha registrato un'intensa attività di raccolta. Tra le principali operazioni figurano l'aumento di capitale fino a 153,7 milioni di franchi del Baloise Swiss Property Fund, la raccolta di circa 450 milioni di franchi realizzata da Swiss Life Asset Managers per il proprio gruppo d'investimento ESG residenziale e l'emissione da circa 150 milioni destinata al comparto commerciale. Le risorse raccolte sono state impiegate sia per nuove acquisizioni sia per la riduzione dell'indebitamento.

Tra le altre operazioni di rilievo si segnalano gli aumenti di capitale di SFP AST Swiss Real Estate (circa 200 milioni di franchi), Akara Swiss Diversity Property Fund PK (85 milioni), Patrimonium Swiss Real Estate Fund (oltre 104 milioni) e Helvetia Swiss Property Fund (166 milioni), quest'ultimo finalizzato all'acquisizione di un portafoglio di sette immobili core e core-plus per un valore complessivo di circa 252 milioni di franchi.

Anche Raiffeisen Futura Immo Fonds ha promosso una raccolta compresa tra 45 e 50 milioni di franchi per finanziare l'espansione del portafoglio e nuovi progetti immobiliari. Proximmo ha invece completato tre operazioni di aumento di capitale: circa 145 milioni di franchi per il comparto Industrial, 67 milioni per il comparto Residential e oltre 67 milioni per Residential PK, quest'ultimo caratterizzato da una forte domanda e da condizioni di sovrasottoscrizione. Nel complesso, l'elevata attività di raccolta conferma la capacità del mercato di assorbire nuovi capitali e il persistente interesse degli investitori per il real estate svizzero.

Il 2025 è stato inoltre caratterizzato da una significativa accelerazione dei processi di consolidamento. Tra le principali operazioni figura la fusione tra Helvetica Swiss Opportunity Fund e Helvetica Swiss Commercial Fund, completata nel giugno 2025, che ha dato origine a un veicolo immobiliare commerciale più diversificato, con un portafoglio di circa 37 immobili e un valore di circa 760 milioni di franchi svizzeri.

Particolarmente rilevante è stata anche l'operazione annunciata da UBS Asset Management, che ha portato alla fusione dei fondi Green Property e Direct Urban. L'integrazione si è concretizzata nel marzo 2026 con

la nascita di UBS (CH) Property Fund - Direct Mixed Urban, uno dei maggiori fondi immobiliari svizzeri a partecipazione diretta, caratterizzato da un portafoglio ampiamente diversificato tra immobili residenziali e commerciali localizzati nei principali centri urbani del Paese.

Nel complesso, il 2025 ha rappresentato un anno di consolidamento e rafforzamento strategico per il mercato immobiliare cartolarizzato svizzero. La crescita del numero di veicoli, l'espansione delle strutture dedicate agli investitori qualificati, il crescente ricorso a strategie Esg e l'intensificarsi delle operazioni di aggregazione testimoniano la progressiva maturazione del settore verso modelli caratterizzati da maggiore scala operativa, efficienza patrimoniale e specializzazione. Permangono tuttavia alcune sfide strutturali, tra cui la compressione dei rendimenti, il costo del debito, la sostenibilità delle valutazioni immobiliari e la necessità di adeguare il patrimonio esistente alle nuove esigenze demografiche, energetiche e urbanistiche. Nonostante tali fattori di rischio, i fondamentali del mercato continuano a sostenere l'attrattività del settore nel medio-lungo periodo.

L'inizio del 2026 conferma il forte dinamismo del mercato svizzero degli investimenti immobiliari cartolarizzati, sostenuto sia dal lancio di nuovi veicoli sia dal proseguimento del processo di consolidamento del settore. Il mercato continua inoltre a beneficiare di una domanda elevata da parte degli investitori, come dimostrano i numerosi aumenti di capitale annunciati nei primi mesi dell'anno.

Dall'inizio del 2026 sono già state comunicate nove operazioni di aumento di capitale per un ammontare complessivo di circa 700 milioni di franchi svizzeri. Le risorse raccolte sono destinate principalmente a nuove acquisizioni, allo sviluppo di progetti residenziali e al rafforzamento dei portafogli esistenti. In diversi casi, l'importo finale delle emissioni è stato rivisto al rialzo per effetto della forte domanda degli investitori, confermando il persistente interesse per il comparto immobiliare svizzero.

Tra le principali operazioni figura l'aumento di capitale da circa 128 milioni di franchi realizzato nel marzo 2026 da Helvetia Asset Management AG per l'Helvetia (CH) Swiss Property Fund. L'operazione è finalizzata all'acquisizione di quattro immobili, oltre a eventuali ulteriori investimenti selettivi, per un portafoglio del valore di circa 108 milioni di franchi prevalentemente composto da asset residenziali.

Anche Procimmo SA ha proseguito la propria strategia di rafforzamento patrimoniale attraverso i comparti della Procimmo Real Estate Sicav. Il comparto Industrial ha raccolto circa 92 milioni di franchi per finanziare acquisizioni e progetti di sviluppo, mentre il comparto Residential ha avviato un aumento di capitale di circa 30 milioni destinato a nuove acquisizioni e allo sviluppo del portafoglio. A marzo 2026, il comparto Residential PK ha inoltre raccolto circa 43 milioni di franchi per finanziare l'acquisto di due immobili residenziali e ridurre la leva finanziaria.

Nel maggio 2026 TrustStone Real Estate Sicav ha incrementato la dimensione del proprio aumento di capitale in risposta alla forte domanda degli investitori. Successivamente, nel giugno 2026, il gruppo d'investimento RIRS della Realstone Fondation de Placement ha avviato una nuova raccolta destinata al finanziamento di un portafoglio residenziale del valore di circa 148 milioni di franchi, confermando la centralità del segmento abitativo nel mercato svizzero.

Accanto all'attività di raccolta, il 2026 si distingue per l'elevato numero di nuovi lanci. L'operazione più rilevante riguarda il fondo Swiss Life REF (CH) ESG Diversified Commercial Switzerland, collocato con successo e quotato direttamente alla SIX Swiss Exchange il 1° aprile 2026. La domanda ha superato l'offerta disponibile, evidenziando il forte interesse per veicoli immobiliari commerciali diversificati con integrazione dei criteri ESG. Il fondo investirà prevalentemente in immobili commerciali situati nelle regioni di Zurigo e Basilea e dispone di un patrimonio iniziale di circa 500 milioni di franchi, con una capitalizzazione di mercato stimata intorno ai 640 milioni. La scelta della quotazione diretta senza una precedente fase di mercato non quotato rappresenta una soluzione relativamente rara nel panorama immobiliare svizzero.

Particolare attenzione ha suscitato anche il lancio, nel marzo 2026, di Fondiaria SICAV, fondo focalizzato principalmente sul comparto residenziale della Svizzera tedesca. Il veicolo dispone di un portafoglio iniziale di 43 immobili per un valore complessivo di circa 580 milioni di franchi svizzeri e adotta una strategia basata

prevalentemente su acquisizioni off-market, con l'obiettivo di conseguire rendimenti superiori rispetto alla media del settore.

Tra gli eventi più significativi di inizio anno si segnala infine l'IPO di MobiFonds. Già prima della quotazione il fondo presentava un premio significativo rispetto al valore patrimoniale netto, a testimonianza della forte domanda che caratterizza il segmento dei fondi immobiliari non quotati. L'evoluzione di tale premio nei mesi successivi alla quotazione costituirà un importante indicatore della capacità del mercato di assorbire nuova offerta e dell'equilibrio tra domanda degli investitori e prese di profitto.

Parallelamente ai nuovi lanci, il settore degli investimenti immobiliari cartolarizzati continua a essere interessato da un progressivo processo di consolidamento. In questo contesto si inserisce la fusione tra UBS LivingPlus, UBS Hospitality e Residentia, approvata dalla FINMA all'inizio del 2026 e successivamente divenuta definitiva in assenza di opposizioni formali. L'operazione darà vita al più grande fondo immobiliare residenziale a gestione diretta della Svizzera, con una capitalizzazione di mercato di circa 4,2 miliardi di franchi svizzeri e un patrimonio immobiliare superiore a 4,3 miliardi. Il nuovo veicolo manterrà la denominazione UBS LivingPlus e comprenderà oltre 150 immobili. La fusione avrà effetto retroattivo al 30 giugno 2026, con il delisting di Hospitality e Residentia il 30 settembre e l'avvio operativo del fondo unificato dal 1° ottobre 2026 sulla SIX Swiss Exchange. Il processo di aggregazione promosso da UBS dovrebbe proseguire anche nei prossimi anni con la prevista fusione tra UBS Commercial Interswiss e UBS Swissreal, attualmente attesa tra la fine del 2026 e l'inizio del 2027.

Nel complesso, le dinamiche osservate nei primi mesi del 2026 confermano la solidità strutturale del mercato immobiliare cartolarizzato svizzero. L'elevata attività sul mercato primario, la persistente domanda degli investitori e il consolidamento dei principali operatori evidenziano un settore in fase di maturazione, caratterizzato da una crescente concentrazione, da veicoli d'investimento sempre più sofisticati e da una forte focalizzazione sul comparto residenziale e sulle strategie Esg.

Al 31 dicembre 2025 il rendimento medio dei fondi immobiliari svizzeri si è attestato al 4,2 per cento, in aumento rispetto al 2,8 per cento registrato a fine 2024, pur in presenza di una significativa eterogeneità tra i diversi veicoli, con risultati compresi tra meno 0,7 per cento e più dieci per cento. Il miglioramento delle performance è stato favorito dalla stabilizzazione, e in alcuni casi dalla riduzione, dei tassi di sconto utilizzati nelle valutazioni immobiliari, che hanno sostenuto le rivalutazioni patrimoniali, soprattutto nel comparto residenziale. A ciò si è aggiunta la crescita dei ricavi netti, sostenuta dall'aumento dei proventi da locazione e dalla moderazione degli oneri finanziari.

Le aspettative di un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie potrebbero continuare a favorire la crescita dei ricavi e la capacità distributiva dei fondi nel corso del 2026. L'analisi del mercato conferma inoltre la posizione dominante di UBS AG che, al 31 dicembre 2025, gestiva 15 fondi immobiliari per un patrimonio complessivo di quasi 29 miliardi di franchi svizzeri, pari a circa il 39 per cento del patrimonio totale dei fondi immobiliari quotati in Svizzera.

Al 31 dicembre 2025 il patrimonio complessivo dei dieci maggiori fondi immobiliari svizzeri supera i 33,4 miliardi di franchi svizzeri, in crescita del 5,2 per cento rispetto ai quasi 31,8 miliardi registrati a fine 2024. Espressi in euro, gli attivi raggiungono circa 35,9 miliardi, con un incremento del 6,3 per cento rispetto ai 34,1 miliardi dell'anno precedente, beneficiando anche dell'effetto cambio.

La graduatoria dei principali fondi rimane sostanzialmente invariata rispetto al 2024. Le prime cinque posizioni e le ultime due restano immutate, mentre l'unica variazione interessa le posizioni dalla sesta all'ottava. UBS (CH) Property Fund - Direct Mixed Urban (A) guadagna infatti due posizioni, salendo dal terzo gruppo di testa al sesto posto e superando UBS (CH) Property Fund - Swiss Residential «Anfos» e UBS (CH) Property Fund - Direct LivingPlus (A), che scendono rispettivamente al settimo e all'ottavo posto.

L'avanzamento di Direct Mixed Urban è riconducibile alla fusione tra i fondi Green Property e Direct Urban, perfezionata il 31 marzo 2026 con effetto retroattivo al 31 dicembre 2025. L'operazione, inserita nel più ampio processo di consolidamento del mercato immobiliare svizzero, ha unito due portafogli complementari: da un lato un veicolo fortemente orientato alla sostenibilità e all'efficienza energetica,

dall'altro un fondo focalizzato su immobili urbani core situati nelle principali aree economiche del Paese. Il nuovo fondo beneficia di una maggiore diversificazione geografica e funzionale, di una massa critica più elevata e di migliori economie di scala, oltre a un più efficace accesso al mercato dei capitali. L'integrazione dei criteri Esg rappresenta uno degli elementi centrali della strategia del nuovo veicolo.

Ad eccezione di UBS (CH) Property Fund - Direct 1A Immo PK, tutti i fondi presenti nella classifica hanno registrato un incremento del valore patrimoniale netto (NAV). Le crescite più significative sono state osservate nei fondi posizionati nella parte finale della graduatoria, tra cui Akara Swiss Diversity Property Fund PK ed Edmond de Rothschild Real Estate SICAV - Swiss A CHF, che hanno evidenziato aumenti a doppia cifra.

Sul podio si confermano gli stessi fondi presenti a fine 2024. In prima posizione si colloca ancora Swiss Mixed «SIMA», gestito da UBS, che con un patrimonio di quasi 8,4 miliardi di franchi svizzeri registra una crescita del 7,6 per cento rispetto all'anno precedente e si conferma il maggiore fondo immobiliare del Paese. Il fondo adotta una strategia core ampiamente diversificata sia per settore sia per area geografica, combinando una rilevante esposizione al comparto residenziale con investimenti in immobili commerciali, uffici e spazi retail situati in posizioni centrali. Nel corso del 2025 ha continuato a beneficiare della solidità del mercato immobiliare svizzero, sostenuto da flussi reddituali stabili e dall'elevata qualità del portafoglio. Dal punto di vista geografico, la distribuzione del portafoglio evidenzia una chiara focalizzazione sulle aree core più attrattive, accompagnata da una diversificazione selettiva nelle regioni secondarie. Per destinazione d'uso, il portafoglio mantiene una prevalenza del comparto residenziale, che rappresenta il 54,9 per cento degli investimenti complessivi, confermando l'orientamento del fondo verso il segmento che continua a beneficiare dei fondamentali più solidi del mercato immobiliare svizzero. La componente residenziale rappresenta il principale elemento di stabilità del portafoglio, sostenuta da una domanda abitativa elevata e da bassi tassi di sfritto. Gli immobili commerciali incidono per il 29,6 per cento del patrimonio, contribuendo in modo significativo alla redditività, mentre gli immobili a destinazione mista (10,9 per cento) e i terreni edificabili (4,6 per cento) favoriscono la diversificazione e il potenziale di creazione di valore. Nel complesso, il fondo presenta un profilo core, caratterizzato da una forte presenza nei principali mercati urbani svizzeri e da una prevalenza del comparto residenziale. Dal punto di vista finanziario, Swiss Mixed «SIMA» mantiene una struttura prudente, con un indebitamento contenuto e una gestione attiva orientata alla valorizzazione degli asset. I criteri Esg costituiscono un elemento centrale della strategia, con interventi finalizzati a migliorare l'efficienza energetica e la sostenibilità del portafoglio. In un contesto di elevata domanda per immobili a reddito e tassi ancora relativamente bassi, il fondo continua a rappresentare un investimento core per investitori istituzionali e privati, pur in presenza di prospettive di rendimento più moderate rispetto al recente passato a causa delle elevate valutazioni di mercato.

Sul podio seguono, rispettivamente al secondo e terzo posto, Axa Real Estate Fund Switzerland che con un patrimonio di poco più di 4,35 miliardi di franchi registra un incremento rispetto a fine 2024 del 4,4 per cento e Ubs (Ch) Property Fund - Direct 1a Immo PK che con un Nav di poco più di 3,3 miliardi di franchi mostra una flessione del 7,2 per cento rispetto all'anno precedente.

AXA Real Estate Fund Switzerland è uno dei principali fondi immobiliari non quotati destinati a investitori istituzionali, con una strategia core focalizzata sul mercato svizzero e una prevalente esposizione al comparto residenziale, affiancata da investimenti selettivi in immobili commerciali e a uso misto. L'obiettivo è garantire stabilità dei flussi di cassa e crescita sostenibile del valore nel lungo periodo. Nel 2025 il fondo ha beneficiato della solidità del mercato residenziale svizzero, caratterizzato da una domanda sostenuta, offerta limitata e bassi tassi di sfritto, fattori che hanno favorito la crescita dei redditi da locazione. Il comparto commerciale, pari al 30,6 per cento del portafoglio, contribuisce in modo significativo alla redditività ed è concentrato su immobili di qualità situati in aree economicamente solide. Gli immobili a destinazione mista rappresentano l'8,7 per cento degli investimenti e favoriscono la diversificazione delle fonti di reddito, mentre terreni edificabili e progetti di sviluppo incidono solo per lo 0,4%, confermando l'approccio prudente e orientato a investimenti stabilizzati. Dal punto di vista geografico, il portafoglio è concentrato nelle principali aree economiche svizzere, combinando esposizione ai mercati core con una diversificazione selettiva nelle regioni secondarie. La strategia punta a coniugare stabilità dei redditi, liquidità e opportunità di crescita. Un elemento distintivo del fondo è la forte integrazione dei criteri Esg, con interventi finalizzati al miglioramento dell'efficienza energetica, alla riduzione delle emissioni e alla

valorizzazione sostenibile del patrimonio. Nel complesso, AXA Real Estate Fund Switzerland si conferma un veicolo core difensivo, apprezzato per la qualità degli asset, la stabilità dei redditi e l'attenzione alla sostenibilità, pur in un contesto di rendimenti attesi più moderati rispetto agli anni recenti.

In fondo alla classifica si conferma UBS (CH) Property Fund - Direct 1A Immo PK, fondo immobiliare svizzero non quotato riservato prevalentemente agli investitori istituzionali, in particolare alle casse pensione. Il veicolo adotta una strategia core orientata alla stabilità dei flussi di reddito e presenta una composizione bilanciata tra rendimento e contenimento del rischio. Il portafoglio è caratterizzato da una prevalenza di immobili commerciali (46,2 per cento), che rappresentano il principale motore di redditività, affiancati da una significativa componente residenziale (29,1 per cento), che garantisce stabilità dei flussi di cassa. Gli immobili a destinazione mista incidono per il 18,2 per cento, mentre i terreni edificabili rappresentano il 6,5 per cento, offrendo potenziale di sviluppo e creazione di valore. Dal punto di vista geografico, il fondo è concentrato nelle principali aree economiche svizzere, ad evidenza della strategia focalizzata sui mercati core con una diversificazione selettiva. L'integrazione dei criteri Esg rappresenta un elemento centrale della gestione, con interventi orientati al miglioramento dell'efficienza energetica e alla riduzione delle emissioni. Nel complesso, il fondo si conferma un veicolo difensivo e a basso profilo di rischio, in grado di offrire rendimenti stabili nel lungo periodo, pur in un contesto di mercato caratterizzato da prospettive di crescita più moderate rispetto al recente passato.

La performance media (Ytd) dei primi dieci fondi immobiliari elvetici si colloca complessivamente sul 5,2 per cento (con un range compreso tra l'1,7 e il 6,9 per cento) in rialzo rispetto al 3,3 per cento registrato a fine 2024.

TAV.25 - I PRIMI DIECI FONDI IMMOBILIARI SVIZZERI OPERATIVI NEL 2025

#	Fondo	Società di gestione	Patrimonio (Mln di franchi)	Patrimonio (Mln di euro)	Performance (%)
1	UBS (CH) Property Fund - Swiss Mixed «Sima»	UBS AG	8.380	8.997	6,0
2	AXA Real Estate Fund Switzerland	AXA Investment Managers Schweiz AG	4.353	4.673	5,1
3	UBS (CH) Property Fund - Direct 1a Immo PK	UBS AG	3.333	3.579	6,1
4	UBS (CH) Property Fund - Swiss Residential "Siat" (A)	UBS AG	2.823	3.030	6,9
5	Swiss Life REF (CH) ESG Swiss Properties	Swiss Life Asset Management AG	2.520	2.705	5,0
6	UBS (CH) Property Fund - Direct Mixed Urban (A)	UBS AG	2.446	2.626	6,5
7	UBS (CH) Property Fund - Swiss Residential «Anfos»	UBS AG	2.438	2.617	5,5
8	UBS (CH) Property Fund - Direct LivingPlus (A)	UBS AG	2.411	2.588	5,4
9	Akara Swiss Diversity Property Fund PK	Swiss Prime Site Solutions AG	2.374	2.549	4,3
10	Edmond de Rothschild Real Estate SICAV-Swiss A-CHF	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.	2.341	2.514	1,7
TOTALE			33.418	35.879	5,2

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi

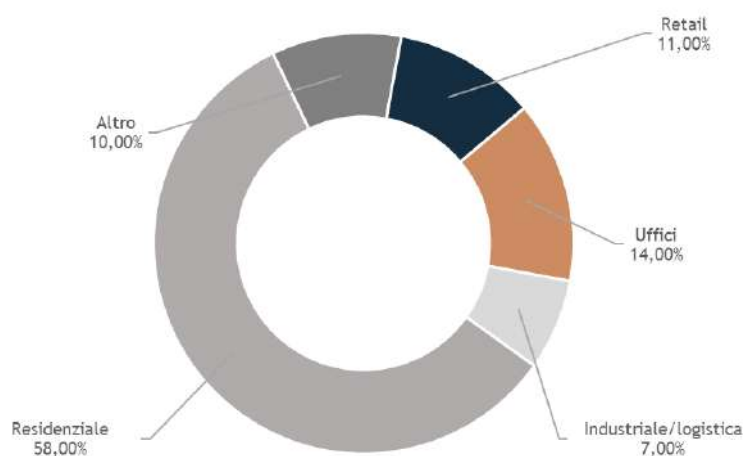
Il patrimonio dei fondi immobiliari svizzeri è prevalentemente concentrato nel comparto residenziale, che rappresenta il 58% del valore complessivo e continua a beneficiare di una domanda sostenuta, soprattutto nei grandi centri urbani e nelle aree economicamente più dinamiche. Il segmento commerciale pesa per il 32 per cento del totale ed è composto principalmente da immobili a uso ufficio (14 per cento), concentrati nelle principali città svizzere, e da immobili retail (11 per cento), settore che continua a risentire dei cambiamenti strutturali nei consumi e premia soprattutto le location prime. Gli immobili logistici e industriali incidono per circa il sette per cento, sostenuti dall'espansione dell'e-commerce e dalla crescente domanda di spazi distributivi. La restante quota, pari al dieci per cento, è investita in asset alternativi e

specializzati, tra cui strutture sanitarie, alberghiere, student housing e immobili a uso misto, utilizzati principalmente per finalità di diversificazione e miglioramento del profilo di rendimento.

Nel 2025 si è ulteriormente rafforzata l'attenzione degli operatori verso la qualità degli immobili e i criteri Esg. Efficienza energetica, sostenibilità e resilienza normativa sono diventati elementi centrali nei processi di investimento, sia per contenere i rischi sia per favorire la creazione di valore nel lungo periodo. Gli investitori privilegiano sempre più asset in grado di garantire elevati standard ambientali, minori costi operativi e maggiore capacità di adattamento alle evoluzioni del mercato.

#### TAV.26 ASSET ALLOCATION DEI FONDI IMMOBILIARI SVIZZERI

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi

Il mercato dei fondi immobiliari svizzeri si presenta al 2026 con prospettive positive, sostenute da fondamentali solidi, pur in un contesto di crescente selettività tra segmenti, localizzazioni e qualità degli asset. Dopo la fase di repricing seguita alla normalizzazione dei tassi tra il 2022 e il 2024, il settore ha recuperato attrattività grazie alla stabilizzazione del contesto monetario, alla persistente scarsità di offerta residenziale e al ritorno dei capitali istituzionali verso investimenti immobiliari a profilo difensivo.

La Svizzera continua a essere percepita come uno dei mercati immobiliari più sicuri in Europa, grazie alla stabilità politica ed economica, al basso rischio sistemico e alla rigorosa pianificazione urbanistica. In questo contesto, i fondi immobiliari beneficiano di un ambiente caratterizzato da tassi d'interesse relativamente contenuti, che rende i rendimenti immobiliari particolarmente competitivi rispetto alle obbligazioni governative.

Anche il quadro macroeconomico rimane favorevole. La crescita economica registrata nei primi mesi del 2026 e la solidità della domanda interna sostengono la richiesta di immobili di qualità, soprattutto nelle principali aree urbane come Zurigo, Ginevra, Losanna e Zugo.

Il comparto residenziale continuerà a rappresentare il principale motore di performance. La crescita demografica, sostenuta dall'immigrazione qualificata, e la limitata offerta di nuove abitazioni favoriscono

elevati tassi di occupazione e ulteriori incrementi dei canoni di locazione, con effetti positivi sui redditi e sui valori patrimoniali dei fondi maggiormente esposti al segmento abitativo.

Più differenziato appare invece il mercato degli uffici. Pur mantenendo condizioni migliori rispetto ad altri Paesi europei e nordamericani, si accentua la polarizzazione tra immobili prime e asset secondari. Gli edifici moderni, efficienti e situati nei principali distretti economici continueranno a mostrare una buona tenuta, mentre gli immobili meno competitivi potrebbero subire pressioni sui valori e sui livelli di occupazione.

In questo scenario, per i fondi immobiliari assumono crescente importanza le strategie di gestione attiva, orientate alla riqualificazione, all'efficientamento energetico e alla riconversione degli immobili. Parallelamente, i criteri Esg si confermano sempre più determinanti nelle scelte di investimento degli operatori istituzionali, contribuendo a orientare l'evoluzione del mercato nel medio-lungo periodo.

Tra i temi chiave per il mercato immobiliare svizzero nel 2026 vi è l'evoluzione dei premi di quotazione dei fondi immobiliari rispetto al NAV. Sebbene tali premi restino sostenuti dalla scarsità di prodotto, dalla forte domanda domestica e dall'efficienza fiscale dei veicoli quotati, gli investitori mostrano una crescente attenzione alla sostenibilità delle valutazioni, privilegiando sempre più indicatori reddituali e yield spread rispetto alla sola rivalutazione patrimoniale.

Un ulteriore fattore di attenzione riguarda la liquidità. Le recenti difficoltà registrate da alcuni fondi immobiliari europei, culminate nella sospensione temporanea dei riscatti del fondo UBS (D) Euroinvest Immobilien, hanno evidenziato il disallineamento tra la liquidità offerta agli investitori e quella effettiva degli attivi immobiliari sottostanti. Pur trattandosi di un episodio circoscritto, il caso conferma la crescente preferenza degli investitori istituzionali per strutture semi-liquide, evergreen o con finestre di uscita programmate, maggiormente coerenti con la natura illiquida del real estate.

Nel 2026 è inoltre attesa una maggiore polarizzazione geografica. Le principali aree urbane e gli hub economici continueranno ad attrarre la maggior parte dei capitali, sostenuti dalla scarsità di offerta e da solide dinamiche demografiche, mentre le località periferiche potrebbero risentire di una crescente selettività degli investitori.

Parallelamente, cresce l'interesse per segmenti alternativi come logistica, data center, immobiliare sanitario e senior housing, sostenuti da trend strutturali quali digitalizzazione, sviluppo dell'intelligenza artificiale e invecchiamento della popolazione. Questi comparti offrono prospettive di crescita di lungo periodo e una minore correlazione con i cicli tradizionali degli uffici e del retail.

Sul fronte normativo, il dibattito sulla possibile revisione della Lex Koller potrebbe introdurre maggiori restrizioni agli investimenti immobiliari da parte di soggetti esteri. Sebbene l'impatto sui fondi domestici regolamentati sia limitato, il tema contribuisce a rafforzare la percezione di scarsità strutturale del mercato e rappresenta un elemento di attenzione per gli investitori internazionali.

Nel complesso, le prospettive per il mercato dei fondi immobiliari svizzeri restano favorevoli, ma meno uniformemente espansive rispetto al passato. La combinazione di stabilità macroeconomica, offerta limitata e domanda istituzionale continua a sostenere il settore, mentre la performance sarà sempre più legata alla qualità degli asset, alla gestione attiva e alla capacità di intercettare i segmenti con i migliori fondamentali. In questo contesto, i fondi focalizzati sul residenziale urbano prime, sugli immobili conformi ai criteri ESG e sui comparti alternativi a maggiore crescita strutturale appaiono i meglio posizionati per il nuovo ciclo immobiliare.

## 3. - I REIT

### 3.1. - ANDAMENTO E PROSPETTIVE DEI REIT NEL MONDO

Nel 2025 la capitalizzazione del mercato immobiliare quotato globale si attesta a circa 1.800 miliardi di euro, in calo del 6,4 per cento rispetto al 2024, delineando una fase di riassetamento dopo il ciclo espansivo degli anni precedenti.

In controtendenza rispetto alla dinamica dei valori, il numero dei veicoli sale a 834 unità, in aumento di 32 veicoli rispetto all'anno precedente. Il mercato appare quindi sempre più ampio e frammentato, pur in un contesto di ridimensionamento della capitalizzazione complessiva.

Nel complesso, lo scenario evidenzia una divergenza tra crescita dell'offerta di strumenti e contrazione dei valori aggregati, in un processo di normalizzazione ancora in corso. I livelli restano comunque sensibilmente inferiori al picco del 2021, pari a circa 2.300 miliardi di euro, confermando che il mercato non ha ancora recuperato pienamente i massimi del ciclo.

L'esito di fine anno riflette il perdurare di un contesto macroeconomico caratterizzato da incertezza diffusa a livello globale, con andamenti eterogenei tra le diverse tipologie di veicoli e tra i singoli mercati.

1,8 trilioni di euro di capitalizzazione sono la conferma del successo dello strumento che vede i veicoli quotati al termine di un decennio moltiplicarsi di 1,1 volte per numero e 1,3 per volumi di capitalizzazione e soprattutto rappresentare la quota più consistente dei veicoli per patrimonio (oltre il 76 per cento).

Il patrimonio immobiliare detenuto dai reit su scala globale è cresciuto rispetto all'anno scorso del 6,4 per cento e ha raggiunto un valore che sfiora i 3.900 miliardi di euro.

Il mercato globale dei reit conferma nel 2025 un quadro eterogeneo, in cui la capacità di generare flussi reddituali stabili e dividendi ricorrenti continua a rappresentare il principale fattore di attrattività, insieme alla maggiore flessibilità rispetto agli investimenti immobiliari diretti.

Gli Stati Uniti rimangono il principale mercato mondiale, pur evidenziando una riduzione della capitalizzazione a circa 1.219 miliardi di euro (da 1.369 miliardi nel 2024) e una lieve contrazione del numero dei reit, che scendono a 171 unità. Nonostante il calo, il mercato statunitense continua a rappresentare la componente dominante dell'universo globale.

La nostra analisi del mondo dei reit statunitensi ha sempre raccontato dei veicoli registrati presso la Sec e negoziati nelle borse nazionali, ma in realtà esistono altre due diverse tipologie di veicoli: i reit non quotati in borsa (Pnlr) e i reit privati. I Pnlr sono registrati presso la Sec ma non sono negoziati sui mercati azionari nazionali. Le opzioni di liquidità variano e possono assumere la forma di programmi di riacquisto di azioni proprie o transazioni sul mercato secondario, ma sono generalmente limitate. I reit privati sono fondi o società immobiliari esenti dall'obbligo di registrazione presso la Securities and Exchange Commission e le cui azioni non sono negoziate nelle borse valori nazionali. In genere, i reit privati possono essere venduti solo a investitori istituzionali.

I dati ufficiali del mercato immobiliare statunitense al 31 dicembre 2025 mostrano una netta separazione tra l'universo quotato (tracciato analiticamente dagli indici Ftse Nareit) e il comparto non quotato (stimato tramite le rilevazioni della Sec e dell'industria privata).

Nel complesso, il settore riunisce un patrimonio gestito di circa 4.500 miliardi di dollari distribuito su oltre 1.100 veicoli di investimento. Nel dettaglio, i 171 reit quotati (Public Listed reit) concentrano la quota prevalente degli asset, con un patrimonio superiore a 3.000 miliardi di dollari. I 75 reit pubblici non quotati (Public Non-Listed reit) gestiscono circa 110 miliardi di dollari, mentre gli oltre 850 veicoli privati (Private reit) detengono il restante patrimonio, pari a circa 1.400 miliardi di dollari.

L'Asia registra una lieve flessione della capitalizzazione a circa 199 miliardi di euro, accompagnata però da un aumento del numero dei veicoli (244 veicoli), segnale di una crescente frammentazione del mercato più che di un ridimensionamento strutturale.

Il Canada mostra un lieve miglioramento, con la capitalizzazione in aumento a circa 42,9 miliardi di euro, mentre il numero dei reit si riduce leggermente a 39 unità. L'Australia conferma invece un trend positivo, con la capitalizzazione in crescita a circa 105,8 miliardi di euro, sostenuta da fondamentali di mercato relativamente solidi.

I reit europei si confermano al terzo posto per peso sul mercato globale, in un contesto in cui il divario rispetto all'Asia, pur storicamente ampliatisi, mostra segnali di progressiva stabilizzazione nell'ultimo biennio. Nel 2025 la capitalizzazione sale a circa 180,5 miliardi di euro, in aumento rispetto ai 169,3 miliardi del 2024, segnando una fase di recupero rispetto alla correzione degli anni precedenti, pur restando distante dai livelli del ciclo precedente. In parallelo, il numero dei veicoli aumenta a 283 unità (da 258), evidenziando una maggiore frammentazione dell'universo investibile e un progressivo ampliamento dell'offerta di strumenti quotati.

La capitalizzazione media dei reit europei risulta nel complesso sostanzialmente stabile: la crescita del valore aggregato è infatti in parte compensata dall'aumento del numero dei veicoli, determinando una dimensione media che non mostra variazioni significative. Il dato conferma una struttura di mercato caratterizzata da operatori di dimensione medio-grande, ma con una tendenza alla progressiva diluizione della scala media e a una maggiore eterogeneità tra i singoli emittenti.

Nel complesso, il mercato europeo dei reit evidenzia una fase di consolidamento, con un rafforzamento della capitalizzazione accompagnato da una crescita dell'universo investibile e da una stabilità della dimensione media dei veicoli, in un contesto ancora segnato da volatilità macroeconomica e da dinamiche di riallocazione dei capitali a livello globale.

I reit sudafricani evidenziano nel 2025 un marcato recupero, con la capitalizzazione che sale a circa 15,9 miliardi di euro, in crescita rispetto agli 11,7 miliardi del 2024. Il mercato mostra quindi un rafforzamento significativo, pur restando ancora al di sotto dei livelli osservati nel ciclo precedente.

Tra i mercati di minori dimensioni, Israele, Messico e Dubai mantengono un peso complessivamente contenuto a livello globale, ma con dinamiche differenziate. Israele registra una crescita della capitalizzazione a circa 3,85 miliardi di euro, accompagnata da un lieve aumento del numero di veicoli, mentre il Messico continua a espandersi, raggiungendo circa 26 miliardi di euro, sostenuto anche dall'incremento dei Fibras attivi.

Particolarmente dinamico il caso di Dubai, che evidenzia un significativo aumento della capitalizzazione a circa quattro miliardi di euro, pur partendo da una base ancora limitata, con un incremento del numero dei reit. Nel complesso, queste realtà continuano a rappresentare una quota marginale dell'universo globale dei reit, ma mostrano segnali di crescita selettiva, in un contesto di progressiva diversificazione geografica del mercato immobiliare quotato. Nel complesso, il 2025 evidenzia una fase di aggiustamento della capitalizzazione globale dei reit, accompagnata da una crescita del numero dei veicoli, che riflette un universo sempre più diversificato ma anche maggiormente frammentato, in un contesto ancora caratterizzato da volatilità macroeconomica e da una riallocazione dei capitali tra le diverse aree geografiche.

## TAV.27 - CAPITALIZZAZIONE DEI REIT NEL MONDO

Mln di euro\*

Area	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Europa	79.101	130.528	81.356	111.089	113.778	109.013	107.947	137.153	183.704	180.911
Numero Reit	94	177	205	208	166	166	164	184	195	195
Stati Uniti	320.790	187.527	129.223	220.014	267.502	340.986	466.446	505.500	735.083	858.071
Numero Reit	138	118	113	115	126	160	171	181	193	207
Canada	23.958	19.356	18.067	17.368	29.052	33.346	36.013	43.000	45.675	55.200
Numero Reit	29	27	27	25	33	33	29	47	49	47
Asia	61.768	59.287	39.007	52.934	71.284	69.114	85.641	113.100	168.748	185.165
Numero Reit	81	104	91	91	92	99	104	103	173	185
Australia	69.195	62.814	34.242	55.227	60.563	64.720	65.840	68.130	80.747	101.000
Numero Reit	52	45	55	57	53	48	48	47	43	51
Nuova Zelanda	n.d.	n.d.	n.d.	1.287	2.549	3.356	3.356	5.300	2.730	2.800
Numero Reit	n.d.	n.d.	n.d.	7	11	11	11	13	5	5
Sud Africa	n.d.	n.d.	n.d.	4.274	3.356	4.432	4.983	15.800	17.267	29.393
Numero Reit	n.d.	n.d.	n.d.	7	6	7	8	25	25	33
Israele	25	70	144	114	140	106	165	385	525	655
Numero Reit	1	1	1	1	1	1	1	2	3	3
Messico	-	-	-	-	-	3.560	4.971	6.150	14.882	6.549
Numero Fibras	-	-	-	-	-	1	2	4	8	10
Dubai	-	-	-	-	-	-	-	-	308	324
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1
<b>Totale capitalizzazione</b>	<b>554.837</b>	<b>459.582</b>	<b>302.039</b>	<b>462.307</b>	<b>548.224</b>	<b>628.633</b>	<b>775.362</b>	<b>894.518</b>	<b>1.249.669</b>	<b>1.420.068</b>
<b>Totale numero Reit</b>	<b>395</b>	<b>472</b>	<b>492</b>	<b>511</b>	<b>488</b>	<b>526</b>	<b>538</b>	<b>606</b>	<b>695</b>	<b>737</b>

Area	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Europa	171.500	191.834	183.295	211.900	188.660	214.750	180.330	179.860	169.300	180.450
Numero Reit	235	239	245	256	266	274	270	276	258	283
Stati Uniti	935.500	942.308	908.000	1.176.100	1.010.000	1.487.470	1.185.388	1.240.273	1.369.400	1.219.900
Numero Reit	202	203	206	201	196	193	181	174	173	171
Canada	37.500	48.957	49.000	57.400	47.600	77.500	53.800	47.300	40.900	42.900
Numero Reit	45	47	47	44	44	42	42	41	40	39
Asia	202.800	165.200	201.700	256.800	271.500	346.000	241.721	226.675	205.100	198.902
Numero Reit	195	200	203	209	208	206	232	232	237	244
Australia	85.500	88.333	87.800	89.300	87.500	112.500	84.700	91.600	100.600	105.800
Numero Reit	46	56	51	45	41	42	39	38	38	38
Nuova Zelanda	2.900	3.772	3.700	5.200	5.350	5.800	4.400	4.300	3.900	3.900
Numero Reit	5	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Sud Africa	24.550	25.711	26.300	19.200	9.900	13.500	12.300	9.300	11.700	15.900
Numero Reit	25	29	31	32	31	31	29	27	25	25
Israele	450	1.156	1.100	1.900	1.800	3.100	2.250	2.000	2.600	3.850
Numero Reit	1	4	3	5	5	6	6	6	6	7
Messico	12.800	13.174	13.200	15.600	12.500	15.200	17.850	25.900	21.200	25.950
Numero Fibras	9	13	12	14	15	16	17	18	17	18
Dubai	300	555	300	700	350	180	170	140	240	4.000
Numero Reit	1	2	2	4	3	2	2	2	2	3
<b>Totale capitalizzazione</b>	<b>1.473.800</b>	<b>1.481.000</b>	<b>1.474.395</b>	<b>1.834.100</b>	<b>1.635.160</b>	<b>2.276.000</b>	<b>1.782.910</b>	<b>1.827.348</b>	<b>1.924.940</b>	<b>1.801.552</b>
<b>Totale numero Reit</b>	<b>764</b>	<b>799</b>	<b>806</b>	<b>816</b>	<b>815</b>	<b>818</b>	<b>824</b>	<b>820</b>	<b>802</b>	<b>834</b>

\*Il cambio dollaro/euro è del 31/12/2025 (=1,175)

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

## TAV.28 - CAPITALIZZAZIONE DEI REIT NEL MONDO

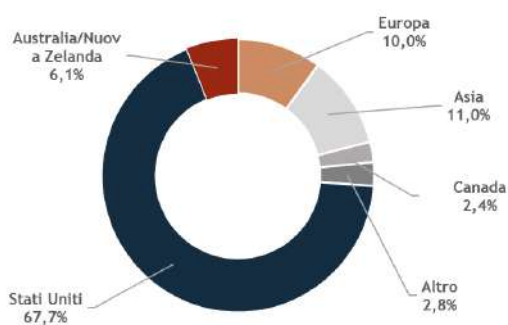
Base 100; Europa, Stati Uniti, Canada, Asia, Australia e Israele: 2006 = 100; Nuova Zelanda e Sud Africa: 2009=100; Messico: 2011 = 100; Dubai: 2014 = 100

Area	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Europa	100	165	103	140	144	138	136	173	232	229
Stati Uniti	100	58	40	69	83	106	145	158	229	267
Canada	100	81	75	72	121	139	150	179	191	230
Asia	100	96	63	86	115	112	139	183	273	300
Australia	100	91	49	80	88	94	95	98	117	146
Nuova Zelanda	-	-	-	100	198	261	261	412	212	218
Sud Africa	-	-	-	100	79	104	117	370	404	688
Israele	100	280	576	456	560	424	660	1.540	2.100	2.620
Messico	-	-	-	-	-	100	140	173	418	184
Dubai	-	-	-	-	-	-	-	-	100	105

Area	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Europa	217	243	232	268	239	271	228	227	214	228
Stati Uniti	292	294	283	367	315	464	370	387	427	380
Canada	157	204	205	240	199	323	225	197	171	179
Asia	328	267	327	416	440	560	391	367	332	357
Australia	124	128	127	129	126	163	122	132	145	153
Nuova Zelanda	225	293	287	404	416	451	342	334	303	319
Sud Africa	574	602	615	449	232	316	288	218	274	372
Israele	1.800	4.624	4.400	7.600	7.200	12.400	9.000	8.000	10.400	12.800
Messico	360	370	371	438	351	427	501	728	596	729
Dubai	97	180	97	227	114	58	55	45	78	1.299

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

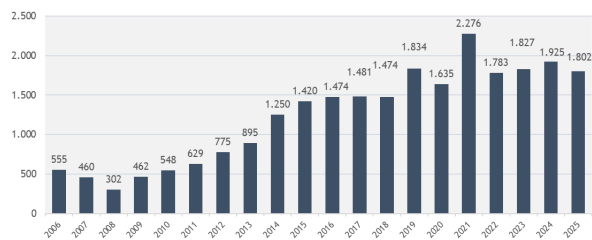
## TAV.29 - SUDDIVISIONE DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT A LIVELLO MONDIALE NEL 2025



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

## TAV. 30 - ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT NEL MONDO

Mld di euro, valori al 31 dicembre di ogni anno, totale mondo

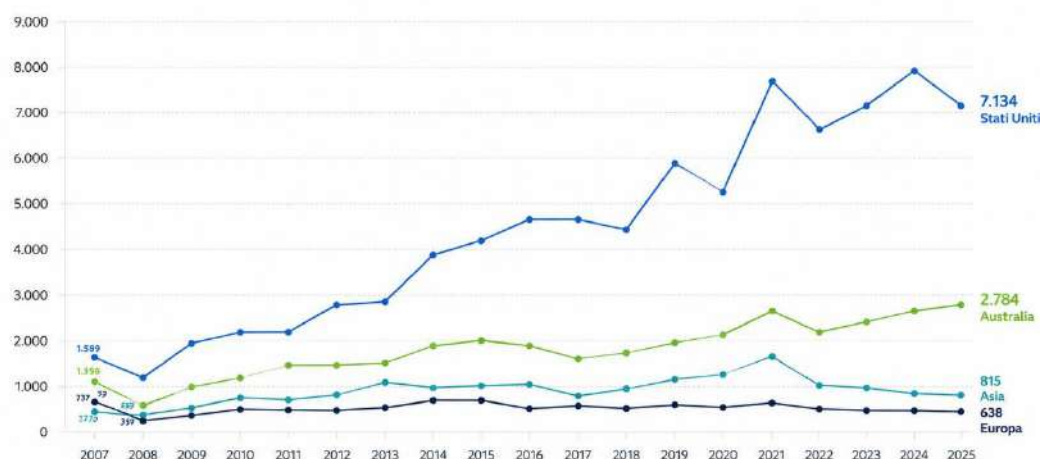


Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

I veicoli americani continuano a dominare il mercato globale e anche nel 2025 si confermano tra i primi dieci reit a livello mondiale per capitalizzazione. Complessivamente, i dieci reit più importanti detengono una capitalizzazione di oltre 560 miliardi di dollari, oltre un quarto (26,5 per cento) della capitalizzazione mondiale. Al primo posto si conferma Prologis con 97 miliardi di dollari, perde una posizione American Tower con oltre 85 miliardi di dollari e recupera una posizione Equinix con oltre novanta miliardi di dollari.

TAV.31 - ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE MEDIA NELLE PRINCIPALI AREE GEOGRAFICHE MONDIALI

Mln di euro, dati al 31 dicembre di ogni anno\*



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

TAV.32 - I DIECI REIT PIÙ GRANDI A LIVELLO MONDIALE

#	Reit	Paese	Settore di attività	Capitalizzazione (Mln dollari)	Capitalizzazione (Mln euro)
1	Welltower	Stati Uniti	sanità	127.389	108.416
2	Prologis, Inc.	Stati Uniti	industriale	118.459	100.816
3	American Tower Corporation	Stati Uniti	infrastrutture	82.191	69.950
4	Equinix	Stati Uniti	data center	74.945	63.783
5	Simon Property Group	Stati Uniti	retail	60.392	51.397
6	Digital Realty Trust	Stati Uniti	data center	53.143	45.228
7	Realty Income Corporation	Stati Uniti	data center	51.539	43.863
8	Public Storage	Stati Uniti	industriale	45.524	38.744
9	Crown Castle International Corp	Stati Uniti	diversificato	38.659	32.901
10	Ventas Inc	Stati Uniti	sanità	36.348	30.934
<b>Totale</b>				<b>561.200</b>	<b>477.617</b>

\*Il cambio dollaro/euro è del 31/12/2025 (=1,175)

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

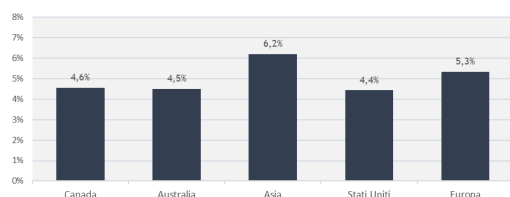
I reit continuano a rappresentare uno strumento privilegiato per gli investitori orientati alla ricerca di rendimento, la performance media globale si attesta nel 2025 intorno al cinque per cento, sostanzialmente stabile rispetto al 2024.

A livello geografico si osservano dinamiche differenziate. L'Asia si conferma l'area con i rendimenti più elevati, pari al 6,2 per cento, pur in lieve flessione rispetto al 2024. L'Europa mostra invece un miglioramento, con un rendimento medio che sale al 5,3 per cento, in aumento rispetto all'anno precedente. Più contenuti i livelli registrati in Stati Uniti (4,4 per cento), Canada (4,6 per cento) e Australia (4,5 per cento), con variazioni complessivamente marginali.

Nel complesso, il quadro evidenzia una fase di relativa stabilità dei rendimenti globali rispetto al passato. Dopo le oscillazioni più marcate osservate tra il 2007 e il 2014, il mercato dei reit ha progressivamente mostrato, dal 2015 in avanti, un andamento più lineare e meno volatile, in un contesto di maturazione dell'asset class e di maggiore integrazione nei portafogli istituzionali.

**TAV.33 - RENDIMENTO DEI REIT NELLE PRINCIPALI AREE GEOGRAFICHE MONDIALI**

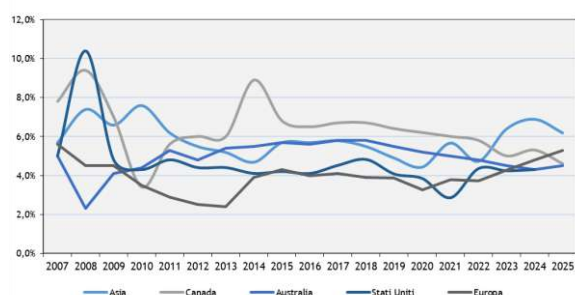
Dividend yield, dicembre 2025



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 34 - CONFRONTO DEL RENDIMENTO DEI REIT NELLE PRINCIPALI AREE GEOGRAFICHE MONDIALI**

Dividend yield, dicembre di ciascun anno



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Per il quarto anno consecutivo, la classifica dei dieci reit con il dividend yield più elevato non è composta esclusivamente da veicoli statunitensi, storicamente dominata da mortgage reit. Tra i primi dieci trova infatti spazio anche un operatore con sede a Singapore, a conferma della crescente rilevanza di mercati extra-statunitensi nel panorama globale dei veicoli immobiliari quotati.

La classifica è dominata quasi interamente dai mortgage reit statunitensi, che a fine 2025 beneficiavano di spread creditizi ancora elevati e di valutazioni borsistiche depresse. Il dividend yield medio del comparto mortgage Reit si è attestato al 12,2 per cento, contro il quattro per cento degli equity reit tradizionali. Office, Healthcare, Diversified e Retail tra i segmenti con i rendimenti più elevati tra gli equity reit tradizionali; al contrario i comparti premium come data center, logistics prime, residential multifamily e self storage mostravano dividend yield molto inferiori (compresi tra il 2,5 per cento e il cinque per cento).

Questa distinzione è fondamentale perché i reit con yield superiori al dodici per cento sono quasi sempre veicoli finanziari altamente levereggiati (mortgage reit), mentre gli equity reit che possiedono direttamente immobili generano normalmente rendimenti molto più contenuti ma generalmente più sostenibili nel lungo periodo.

## TAV.35 - IL RENDIMENTO DEI PRIMI DIECI REIT A LIVELLO MONDIALE NEL 2025

#	Nome del Reit	Paese	Tipo	Settore	Dividend Yield %
1	Orchid Island Capital	Stati Uniti		Mortgage REIT	21,0
2	Ellington Credit Company	Stati Uniti		Mortgage Finance	20,0
3	Cherry Hill Mortgage Investment Corporation	Stati Uniti		Mortgage REIT	18,4
4	Invesco Mortgage Capital	Stati Uniti		Mortgage REIT	15,5
5	ARMOUR Residential REIT	Stati Uniti		Mortgage REIT	15,0
6	Dynex Capital	Stati Uniti		Mortgage REIT	14,5
7	Brandywine Realty Trust	Singapore		Office	13,1
8	AGNC Investment Corp.	Stati Uniti		Agency Mortgage	13,0
9	Chimera Investment Corporation	Stati Uniti		Mortgage REIT	11,9
10	Two Harbors Investment Corp.	Stati Uniti		Mortgage REIT	11,2
<b>Media</b>					<b>15,4</b>

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

L'asset allocation globale dei veicoli immobiliari conferma un progressivo riequilibrio tra le asset class, con una crescente rilevanza delle categorie "alternative" e una più marcata selettività sugli asset tradizionali.

La componente "altro", che include infrastrutture, data center, torri di telecomunicazione, healthcare e asset legati ai servizi, si conferma la principale area di crescita, salendo al 37,5 per cento. Il segmento beneficia di flussi di cassa più resilienti, contratti di lungo periodo e driver strutturali legati a digitalizzazione, transizione energetica e invecchiamento demografico.

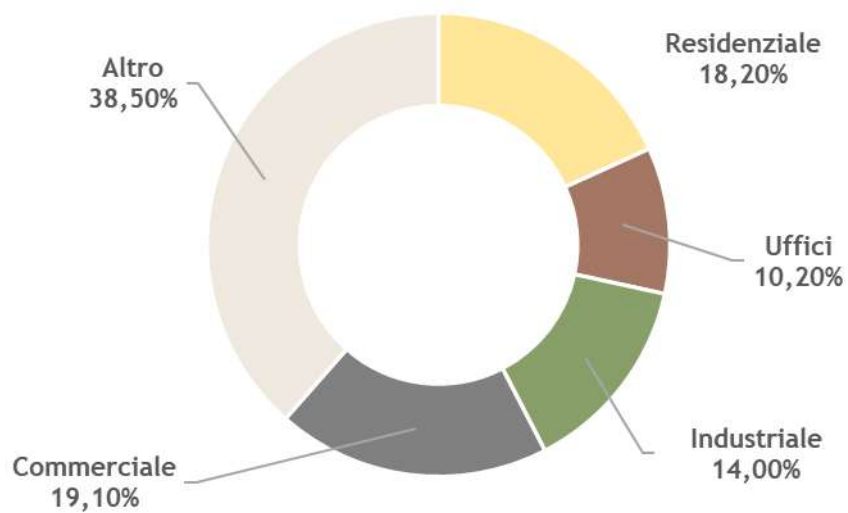
Il residenziale mostra un ulteriore lieve incremento, portandosi al 18,5 per cento, sostenuto da dinamiche demografiche favorevoli e da una domanda abitativa strutturalmente elevata nelle principali aree urbane. In crescita anche il comparto uffici, che risale all'11,5 per cento, pur in un contesto ancora caratterizzato da trasformazione dei modelli di utilizzo degli spazi e maggiore selettività sugli asset core e prime.

Stabile il comparto industriale al quattordici per cento, che continua a beneficiare di fondamentali solidi ma risente della scarsità di prodotto di qualità in molte aree europee e globali. In lieve contrazione il commerciale, che scende al 18,5 per cento, riflettendo l'impatto strutturale dell'e-commerce e la crescente polarizzazione tra asset prime e secondary.

Nel complesso, l'allocation evidenzia una progressiva riduzione del peso relativo degli asset tradizionali a favore di segmenti più specializzati e difensivi, caratterizzati da maggiore visibilità dei flussi e forte supporto da megatrend strutturali.

**TAV.36 - ASSET ALLOCATION MEDIA DEI REIT A LIVELLO MONDIALE**

Per cento delle superficie, dicembre 2025



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

## 3.2. - I REIT IN EUROPA

### 3.2.1. - ANDAMENTO E PROSPETTIVE

Nel 2025 il mercato europeo dei reit torna a crescere dopo due anni di sostanziale debolezza. La capitalizzazione complessiva raggiunge 180,5 miliardi di euro, in aumento di circa il 6,2 per cento rispetto ai 169,9 miliardi del 2024, mentre il numero dei veicoli quotati sale da 263 a 283 unità.

Cresce anche il patrimonio immobiliare sottostante, che raggiunge circa 580 miliardi di euro, pari al quindici per cento del patrimonio detenuto dai reit mondiali e oltre l'undici per cento dei 5.110 miliardi di euro gestiti a livello globale dall'industria dei fondi immobiliari e dei reit.

La ripresa è stata sostenuta principalmente dal recupero dei principali mercati dell'Europa occidentale, pur in presenza di andamenti ancora molto differenziati tra Paesi.

Gran Bretagna, Francia e Spagna si confermano i pilastri del settore, concentrando complessivamente oltre il 75 per cento della capitalizzazione europea. Il Regno Unito mantiene la leadership con 60,4 miliardi di euro, nonostante una lieve flessione dello 0,9 per cento rispetto al 2024. Prosegue invece il processo di razionalizzazione del settore, con il numero dei veicoli che scende ulteriormente da 42 a 39 unità.

Particolarmente significativo il recupero della Francia, che interrompe tre anni consecutivi di contrazione e porta la capitalizzazione delle siic a 51,8 miliardi di euro, in crescita del 14,1 per cento. Pur restando invariato il numero dei veicoli (ventuno), il mercato francese consolida il proprio ruolo di secondo polo europeo e riduce sensibilmente il divario rispetto al Regno Unito.

Positiva anche la Spagna, dove le socimi raggiungono 24,3 miliardi di euro, con una crescita del 18,5 per cento rispetto all'anno precedente. L'incremento è accompagnato da un forte aumento del numero dei veicoli, che passa da ottanta a 103 unità, confermando il dinamismo del mercato quotato immobiliare spagnolo e la sua crescente capacità di attrarre nuovi operatori.

Anche nel 2025 le socimi spagnole si confermano al terzo posto, dopo un anno che ha segnato un deciso cambio di passo, una netta inversione di tendenza dopo un 2024 complesso, caratterizzato da una contrazione sia della capitalizzazione complessiva sia del numero di veicoli quotati rispetto ai dodici mesi precedenti. Il settore passa così da una fase di recupero a una vera e propria espansione, dimostrando una rinnovata capacità di attrazione verso nuove categorie di investitori e operatori immobiliari. Quello che sembrava un comparto avviato verso un progressivo consolidamento si rivela invece nuovamente dinamico e profondamente rinnovato.

Il risultato è stato un ritorno alla crescita del numero di veicoli quotati e una rinnovata fiducia nel modello dei reit spagnoli, che si conferma uno degli strumenti più efficaci per valorizzare patrimoni immobiliari, attrarre capitali e favorire la trasparenza del mercato real estate spagnolo. Più che una semplice ripresa, il 2025 rappresenta quindi un anno di rilancio strutturale per il settore, che torna a proporsi come uno dei più vivaci e innovativi nel panorama immobiliare europeo.

Il 2025 si è chiuso con una capitalizzazione di 24,3 miliardi di euro (18,5 punti percentuali in espansione rispetto all'anno precedente) e ben 23 veicoli in più. Il numero dei veicoli sarebbe ancora più alto, se non ci fossero stati nel corso del 2025 diversi avvicendamenti, tra cui il ritiro di cinque veicoli dal mercato borsatil spagnolo e il passaggio di dieci socimi dal Bme Growth al nuovo Bme Scaleup.

I tre principali veicoli quotati del mercato spagnolo - Merlin Properties, Immobiliaria Colonial Socimi e Gmp Property socimi - esprimono complessivamente una capitalizzazione superiore a 11,7 miliardi di euro, pari

a circa il cinquanta per cento del valore complessivo del comparto. Rispetto a dodici mesi prima, il dato evidenzia un incremento di circa 1,5 miliardi di euro, riconducibile in larga misura all'eccellente performance di Merlin Properties, che ha registrato una crescita della propria capitalizzazione di oltre 1,3 miliardi di euro su base annua, corrispondente a un aumento superiore al ventidue per cento.

Tra i mercati di medie dimensioni si distinguono Belgio e Turchia. Le sir belghe recuperano parte delle perdite registrate nel 2024 e tornano sopra i ventuno miliardi di euro di capitalizzazione (più 14,1 per cento), pur con un numero di veicoli in lieve diminuzione.

La Turchia, dopo la forte crescita degli ultimi anni, registra una moderata correzione (meno 5,3 per cento), mantenendosi comunque su livelli elevati con oltre quattordici miliardi di euro di capitalizzazione e 48 veicoli quotati.

Più contenuto il contributo degli altri mercati. I reic greci proseguono il percorso di crescita raggiungendo i tre miliardi di euro (più 3,4 per cento), mentre i veicoli olandesi recuperano oltre il venticinque per cento e si attestano a 2,75 miliardi di euro. Anche l'Italia mostra un miglioramento significativo: la capitalizzazione delle siiq sale da trecento a cinquecento milioni di euro, beneficiando del ritorno a due veicoli quotati dopo il minimo storico registrato nel 2024.

Permangono invece marginali i mercati di Germania, Irlanda, Portogallo, Bulgaria e Ungheria. Particolarmente evidente il ridimensionamento dei reit tedeschi, la cui capitalizzazione scende a soli 540 milioni di euro, meno di un quarto del valore registrato nel 2024, accompagnata dalla riduzione del numero dei veicoli da sei a quattro. Si tratta del livello più basso dell'intero periodo osservato e conferma il ruolo ormai residuale del comparto quotato tedesco nel panorama europeo.

Sul fronte della dimensione media dei veicoli, la Francia conserva il primato con circa 2,5 miliardi di euro per siic, seguita dal Regno Unito con circa 1,5 miliardi di euro per reit e dal Belgio con oltre 1,3 miliardi di euro per sir. La media europea si attesta a circa 638 milioni di euro per veicolo, evidenziando ancora una forte polarizzazione tra i grandi mercati maturi e le realtà minori dell'Europa continentale.

Nel complesso, il 2025 segna il ritorno a una fase di espansione per i reit europei, sostenuta dal recupero di Francia, Spagna e Belgio e dall'aumento del numero dei veicoli quotati. Rimangono tuttavia ampie differenze tra i singoli Paesi, con il mercato che continua a essere fortemente concentrato nelle principali economie dell'Europa occidentale.

## TAV.37 - CAPITALIZZAZIONE DEI REIT IN EUROPA

Mln di euro, 31 dicembre di ciascun anno

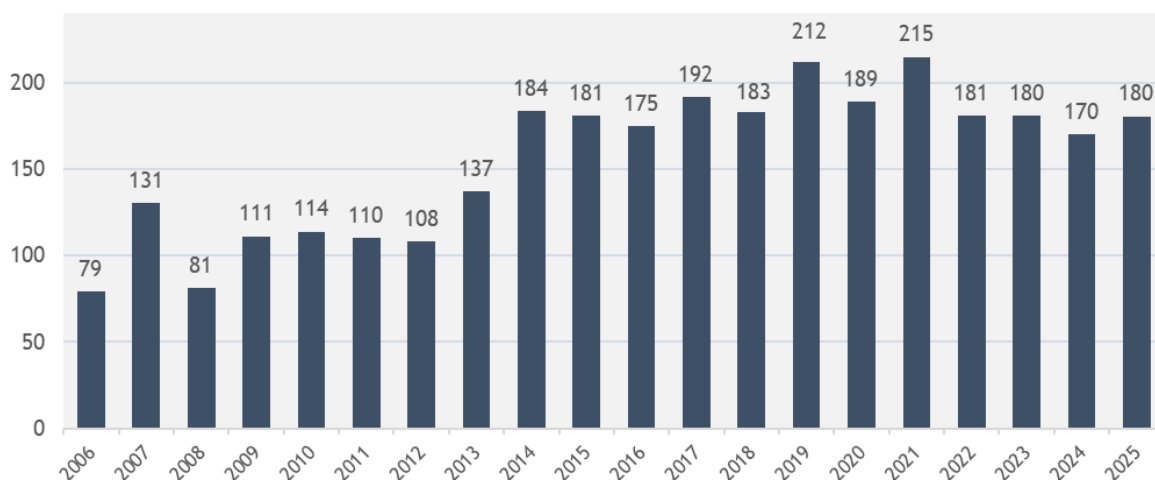
PAESE	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Belgio	2.350	2.752	2.913	3.595	5.602	5.180	4.569	4.488	4.926	5.897	6.511	5.268	5.820	7.179
Numero Sir	13	14	12	11	11	11	12	13	14	15	15	15	16	17
Bulgaria	-	-	-	102	121	180	236	464	474	497	357	440	319	300
Numero Reit	-	-	-	3	4	11	19	46	59	62	25	25	22	22
Ungheria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finlandia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	64
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1
Francia	-	-	-	-	18.958	42.394	59.404	68.882	40.744	56.097	63.356	62.055	52.474	55.172
Numero Sic	-	-	-	-	13	28	43	56	55	56	54	50	41	45
Germania	-	-	-	-	-	-	-	1.756	617	510	1.063	1.201	1.115	1.427
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	2	2	2	3	4	4	4
Gran Bretagna	-	-	-	-	-	-	-	30.431	16.889	25.188	29.949	29.850	32.407	48.529
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	19	20	22	23	24	26	29
Grecia	-	-	-	-	-	71	82	240	537	439	445	284	449	1.859
Numero Reic	-	-	-	-	-	1	2	2	2	3	3	3	3	4
Irlanda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	738
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2
Italia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	900	1.136	1.243
Numero Sitq	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	2	2
Olanda	-	-	-	-	11.300	12.027	13.588	21.397	14.738	18.782	8.902	6.619	6.927	7.610
Numero Fbi	-	-	-	-	7	7	7	7	7	7	6	6	5	5
Russia	-	-	-	-	-	-	-	831	1.551	1.923	1.296	1.170	1.350	1.850
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	19	32	27	22	20	22	23
Spagna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Numero Socimi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Portogallo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Numero Sigi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Turchia	-	-	-	-	-	1.224	1.222	2.039	880	1.756	1.899	2.126	5.950	11.182
Numero Reit	-	-	-	-	-	10	11	13	14	14	15	17	23	30
<b>Totale capitalizzazione</b>	<b>2.350</b>	<b>2.752</b>	<b>2.913</b>	<b>3.697</b>	<b>35.981</b>	<b>61.076</b>	<b>79.101</b>	<b>130.528</b>	<b>81.356</b>	<b>111.089</b>	<b>113.778</b>	<b>109.913</b>	<b>107.947</b>	<b>137.153</b>
<b>Totale numero Reit</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>94</b>	<b>177</b>	<b>205</b>	<b>208</b>	<b>166</b>	<b>166</b>	<b>164</b>	<b>184</b>

PAESE	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Belgio	8.973	9.000	11.027	10.400	13.500	18.950	18.900	25.700	17.500	23.200	18.500	21.100
Numero Sir	16	17	17	14	17	17	17	17	16	18	17	16
Bulgaria	300	315	865	400	450	400	500	650	700	780	700	800
Numero Reit	25	26	53	33	26	25	25	33	33	31	31	33
Ungheria	-	-	-	-	-	-	-	-	230	470	470	400
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	-	2	2	2	2
Finlandia	78	75	75	40	55	0	0	0	0	0	0	0
Numero Reit	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Francia	74.035	70.420	73.601	74.000	63.560	77.780	50.410	50.950	49.250	47.780	45.400	51.800
Numero Sic	43	40	33	32	28	24	23	24	23	23	21	21
Germania	2.627	2.522	2.700	4.200	3.800	4.900	4.500	5.850	2.500	1.570	2.300	540
Numero Reit	4	3	4	4	5	6	6	7	6	6	6	4
Gran Bretagna	62.123	69.492	56.600	62.910	62.500	71.100	79.600	95.000	65.000	66.700	61.000	60.400
Numero Reit	37	42	40	44	48	52	59	59	54	49	42	39
Grecia	1.463	1.790	1.817	2.200	2.600	1.800	2.250	2.200	2.700	2.590	2.900	3.000
Numero Reic	4	3	4	4	5	4	4	4	6	7	8	8
Irlanda	2.400	2.368	2.416	2.500	2.900	1.900	1.650	1.900	600	590	500	500
Numero Reit	3	3	3	3	4	3	3	3	1	1	1	1
Italia	2.404	2.486	2.172	2.450	2.800	1.000	800	900	780	350	300	500
Numero Sitq	2	3	3	5	5	5	5	5	5	3	1	2
Olanda	10.471	5.285	4.880	4.450	3.250	3.400	1.500	2.500	7.500	2.590	2.200	2.750
Numero Fbi	5	4	4	5	5	5	5	4	4	4	3	3
Russia	1.307	700	700	750	1.200	500	1.300	0	0	0	0	0
Numero Reit	20	14	14	14	6	1	1	0	0	0	0	0
Spagna	3.203	6.660	11.044	20.831	23.740	26.000	21.300	23.600	22.800	23.830	20.500	24.300
Numero Socimi	4	14	33	53	69	81	85	83	86	87	80	103
Portogallo	-	-	-	-	-	-	-	45	55	155	160	160
Numero Sigi	-	-	-	-	-	-	-	2	2	2	3	3
Turchia	14.320	9.798	6.763	6.400	2.500	4.200	5.950	5.500	11.000	9.880	15.000	14.200
Numero Reit	31	25	30	25	27	33	33	35	36	47	48	48
<b>Totale capitalizzazione</b>	<b>183.704</b>	<b>180.911</b>	<b>174.660</b>	<b>191.531</b>	<b>182.855</b>	<b>211.930</b>	<b>188.660</b>	<b>214.795</b>	<b>180.615</b>	<b>180.485</b>	<b>169.930</b>	<b>180.450</b>
<b>Totale numero Reit</b>	<b>195</b>	<b>195</b>	<b>239</b>	<b>237</b>	<b>246</b>	<b>256</b>	<b>266</b>	<b>276</b>	<b>274</b>	<b>280</b>	<b>263</b>	<b>283</b>

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

TAV.38 - ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT EUROPEI

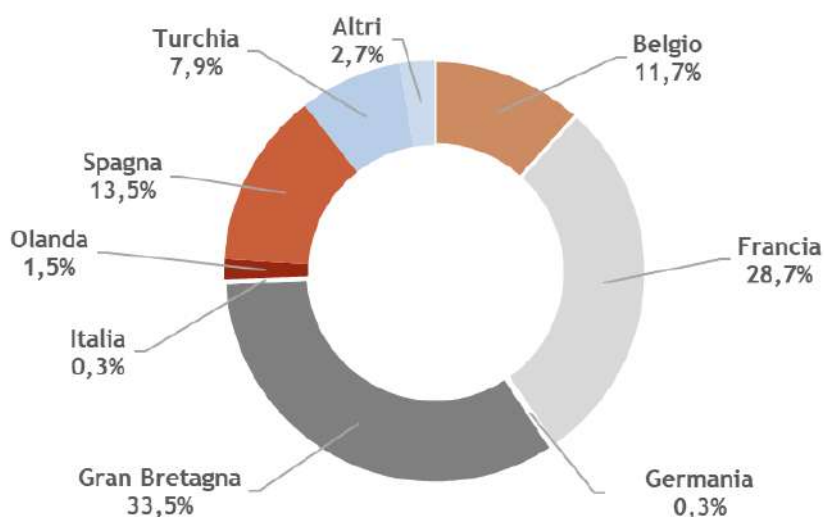
Mld di euro, totale Europa, 31 dicembre di ciascun anno



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

TAV.39 - SUDDIVISIONE GEOGRAFICA DELLA CAPITALIZZAZIONE EUROPEA

Valori per cento, dicembre 2025



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

La diffusione del modello reit in Europa ha seguito percorsi differenti tra i vari Paesi, ma a oltre vent'anni dall'introduzione dei principali regimi fiscali dedicati emerge una netta gerarchia dimensionale. La Francia si conferma il mercato più maturo e strutturato del continente, con una capitalizzazione media pari a circa 2,5 miliardi di euro per veicolo, rafforzando ulteriormente il proprio primato rispetto ai 2,2 miliardi dell'anno precedente. Il dato riflette la presenza di operatori di grandi dimensioni e di portafogli immobiliari particolarmente consistenti.

Alle spalle della Francia si colloca la Gran Bretagna, che mantiene una capitalizzazione media superiore a 1,5 miliardi di euro, confermandosi uno dei mercati più profondi e liquidi d'Europa nonostante il progressivo processo di consolidamento che ha interessato il settore negli ultimi anni.

Seguono Belgio e Paesi Bassi, rispettivamente con circa 1,3 miliardi e 0,9 miliardi di euro. Entrambi i mercati beneficiano di una tradizione consolidata nell'immobiliare quotato e di operatori caratterizzati da elevata specializzazione settoriale.

Più distanziati risultano Grecia e Turchia, che presentano dimensioni medie comprese tra i 300 e i 400 milioni di euro, mentre Spagna e Italia si attestano su valori inferiori. In particolare, il mercato italiano evidenzia una capitalizzazione media di circa 250 milioni di euro, in diminuzione rispetto ai 300 milioni del 2024, confermando una struttura ancora frammentata e caratterizzata dalla presenza di pochi veicoli di dimensione contenuta.

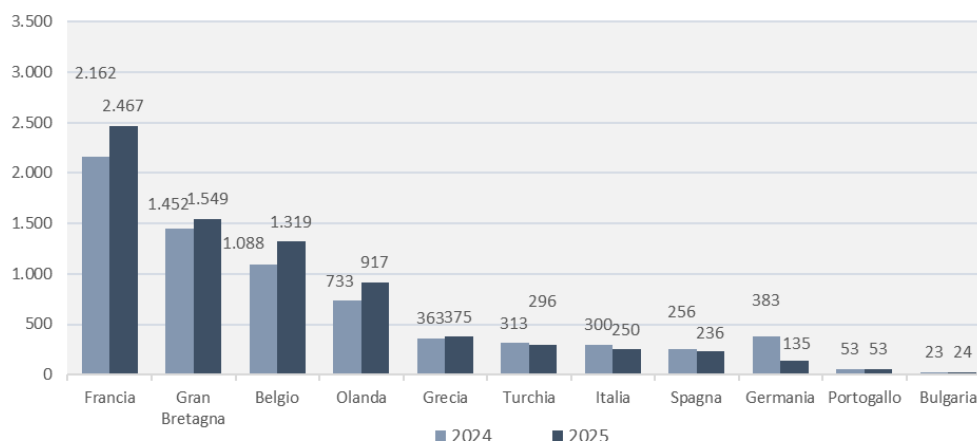
Particolarmente significativo è il caso della Germania, dove la capitalizzazione media si riduce drasticamente da 383 a 135 milioni di euro per effetto della forte contrazione del valore di mercato dei pochi reit quotati rimasti operativi. Il dato conferma il ruolo marginale assunto dal modello reit nel mercato immobiliare tedesco, storicamente dominato da altre forme di investimento immobiliare.

Chiudono la graduatoria Portogallo e Bulgaria, con valori medi rispettivamente pari a circa 53 milioni e 24 milioni di euro, livelli che evidenziano mercati ancora in fase di sviluppo e con un peso marginale nel panorama europeo.

Nel complesso, la capitalizzazione media continua a mettere in luce il forte divario esistente tra i principali mercati immobiliari quotati del continente. Francia e Gran Bretagna concentrano i veicoli di maggiori dimensioni, mentre gran parte dei Paesi dell'Europa meridionale e orientale presenta strutture più contenute, confermando come il grado di maturità, liquidità e profondità dei mercati finanziari continui a rappresentare uno dei principali fattori distintivi del settore reit europeo.

TAV.40 - CAPITALIZZAZIONE MEDIA DEI REIT EUROPEI

Mln di euro, dati al 31 dicembre di ogni anno



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

La classifica dei principali reit europei per capitalizzazione al 31 dicembre 2025 evidenzia una forte concentrazione tra Francia e Regno Unito, che occupano nove delle prime dieci posizioni. La Francia si conferma il mercato leader per numero di operatori presenti nella top ten, con quattro società, mentre il Regno Unito ne esprime cinque. La Spagna mantiene un ruolo di primo piano grazie alla presenza di Merlin

Properties, che consolida il proprio posizionamento tra le maggiori società immobiliari quotate del continente.

Al vertice della graduatoria si colloca Unibail-Rodamco-Westfield con una capitalizzazione di circa 11,4 miliardi di euro e un patrimonio immobiliare prossimo ai 49 miliardi di euro, confermandosi il principale operatore immobiliare quotato europeo per dimensione degli asset. Segue Segro, leader europeo della logistica, con una capitalizzazione superiore a 11 miliardi di euro e un portafoglio immobiliare di oltre quattordici miliardi di euro.

Sul terzo gradino del podio si posiziona Klépierre con una capitalizzazione di circa 9,7 miliardi di euro e un patrimonio superiore a 21 miliardi di euro, confermando il forte ritorno di interesse degli investitori verso i grandi asset retail dominanti. In quarta posizione si colloca Merlin Properties, prima tra le Socimi spagnole, con una capitalizzazione di oltre 7 miliardi di euro e un patrimonio immobiliare pari a circa 12,6 miliardi di euro. Il risultato conferma il rafforzamento del mercato immobiliare iberico e il crescente peso della Spagna nel panorama quotato europeo.

Completano la top ten le francesi Gecina e Covivio, entrambe con patrimoni superiori ai 16 miliardi di euro, e quattro operatori britannici specializzati prevalentemente nei segmenti uffici, mixed-use e logistica: Land Securities Group, LondonMetric Property, Tritax Big Box reit e British Land.

Nel complesso, i primi dieci veicoli quotati europei concentrano una capitalizzazione di mercato di circa 71 miliardi di euro a fronte di un patrimonio immobiliare aggregato superiore a 155 miliardi di euro. Il rapporto tra capitalizzazione e valore degli asset continua a evidenziare uno sconto significativo rispetto ai valori patrimoniali netti, sebbene la progressiva stabilizzazione dei tassi di interesse e il miglioramento del sentiment degli investitori abbiano favorito un recupero delle valutazioni nel corso del 2025. Inoltre, emerge con chiarezza la crescente rilevanza dei comparti logistico e retail dominante, rappresentati rispettivamente da Segro e Klépierre, accanto ai tradizionali operatori specializzati in uffici e portafogli diversificati.

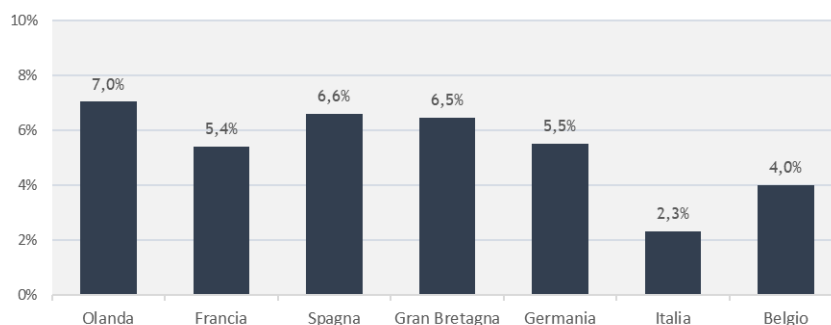
TAV.41 - I PRIMI DIECI REIT OPERATIVI IN EUROPA NEL 2025

#	Reit	Paese	Capitalizzazione (Mln di euro)	Patrimonio (Mln di euro)
1	Unibail-Rodamco-Westfield	Francia	11.400	48.900
2	Segro Plc	Regno Unito	11.174	14.065
3	Klépierre	Francia	9.680	21.200
4	Merlin Properties, Socimi, S.A.	Spagna	7.007	12.630
5	Gecina	Francia	6.210	17.600
6	Covivio	Francia	5.730	16.920
7	Land Securities Group plc	Regno Unito	5.310	7.486
8	LondonMetric Property Plc	Regno Unito	5.095	4.726
9	Tritax Big Box REIT Plc	Regno Unito	4.713	5.798
10	British Land Company Plc	Regno Unito	4.627	6.544
<b>Totale</b>			<b>70.946</b>	<b>155.868</b>

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

TAV.42 - IL RENDIMENTO MEDIO DEI REIT EUROPEI NEL 2025

Dividend yield medio del settore



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

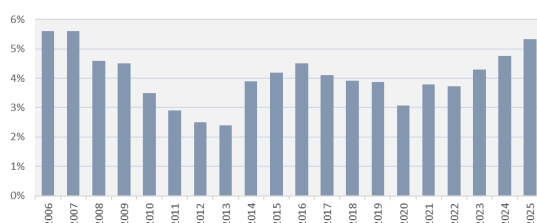
Il dividend yield medio dei reit europei si attesta al 5,3 per cento, in crescita rispetto al 4,8 per cento del 2024, evidenziando un progressivo miglioramento della redditività distribuita agli investitori in un contesto di maggiore stabilizzazione dei mercati immobiliari quotati.

Il rialzo è principalmente sostenuto dalla Francia, che registra un incremento significativo fino al 5,4 per cento, e dalla Spagna, in crescita al 6,6 per cento, confermandosi tra i mercati più remunerativi del continente. Anche la Gran Bretagna evidenzia un ulteriore rafforzamento del rendimento, che raggiunge il 6,5 per cento, consolidando il proprio posizionamento tra i Paesi a più elevata distribuzione. In Olanda si osserva invece una lieve normalizzazione, con un rendimento in flessione al sette per cento, pur rimanendo il valore più elevato tra i principali mercati europei. La Germania mostra un miglioramento al 5,5 per cento, mentre l'Italia evidenzia un incremento più contenuto, attestandosi al 2,3 per cento, confermando un profilo ancora prudente in termini di distribuzione. Più stabile il quadro del Belgio, che registra un lieve arretramento al quattro per cento.

Nel complesso, il 2025 evidenzia una riallocazione della redditività verso i mercati dell'Europa meridionale e occidentale, con un differenziale positivo rispetto all'anno precedente che riflette sia il miglioramento dei fondamentali operativi sia il graduale riassorbimento delle tensioni sui valori immobiliari.

TAV.43 - ANDAMENTO DELLA PERFORMANCE DEI REIT EUROPEI

Dividend yield medio del settore, media europea



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

TAV.44 - ANDAMENTO DELLA PERFORMANCE DEI REIT EUROPEI

Dividend yield medio del settore



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

L'asset allocation dei reit europei evidenzia una struttura ancora fortemente orientata verso le asset class tradizionali, con una prevalenza del comparto commerciale e del segmento uffici, che continuano a rappresentare la componente principale del portafoglio immobiliare complessivo.

Il commerciale si conferma la prima asset class per incidenza, pur mostrando un lieve ridimensionamento, passando dal 34,8 al 32,4 per cento. Il comparto mantiene tuttavia un ruolo centrale nei portafogli, in particolare nelle aree urbane consolidate e nei mercati caratterizzati da asset prime e flussi di cassa stabili.

Gli uffici risultano sostanzialmente stabili, attestandosi al 27,0 per cento, confermando una fase di consolidamento del settore dopo la revisione strutturale della domanda legata ai nuovi modelli di lavoro e alla crescente esigenza di spazi flessibili e sostenibili.

Il comparto industriale e logistico si mantiene su livelli elevati, pari al 21,3 per cento, riflettendo la persistente attrattività del settore supportata da driver strutturali quali l'e-commerce, la riorganizzazione delle supply chain e la domanda di hub distributivi strategici.

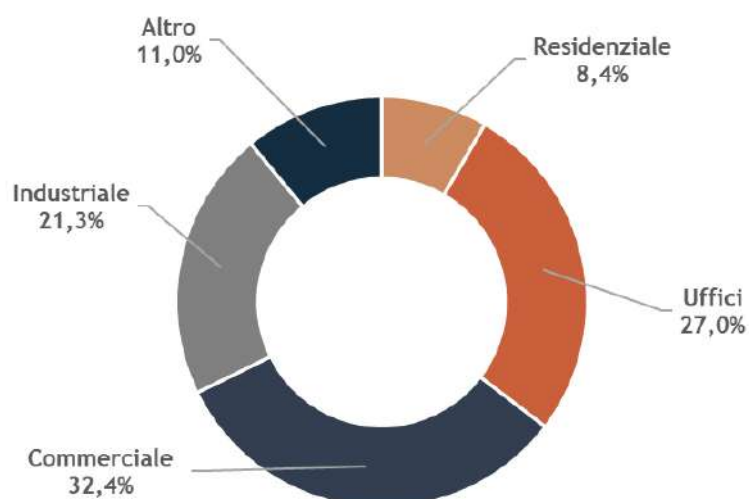
Il residenziale mostra un incremento significativo, salendo all'8,4 per cento, confermando il crescente interesse degli investitori verso asset class difensive e a reddito stabile, sostenute da dinamiche demografiche favorevoli e da una persistente carenza di offerta in molte aree urbane europee.

La voce altro, stabile all'undici per cento, continua a includere segmenti alternativi in espansione come data center, healthcare, infrastrutture digitali e mixed-use, che assumono un ruolo sempre più rilevante nelle strategie di diversificazione degli operatori istituzionali.

Nel complesso, l'allocation conferma una progressiva evoluzione verso un portafoglio più bilanciato, in cui alle asset class tradizionali si affianca un crescente peso delle componenti logistiche e alternative, in linea con le trasformazioni strutturali del mercato immobiliare europeo.

TAV.45 - ASSET ALLOCATION MEDIA DEI REIT EUROPEI

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

### 3.2.2. - LE SIIC IN FRANCIA

Il 2025, dopo un triennio post-Covid complesso e un 2024 di transizione, può essere considerato un anno di consolidamento delle performance per le siic francesi. Il loro numero, come nel triennio precedente, rimane stabile a circa 25 veicoli, così come la top ten, senza cambi di posizione o nuovi ingressi nonostante gli 1,7 miliardi di euro di crescita registrati per Klépierre, sempre più salda al secondo posto e la perdita di quasi 750 milioni di euro di capitalizzazione da parte di Gecina, ancora saldamente al terzo posto. Il livello di capitalizzazione raggiunto dalle prime dieci società, ormai prossimo ai 45 miliardi di euro (più 4,8 per cento rispetto al 2024), è ancora una volta riflesso della marcata crescita di alcuni veicoli, tra tutti Unibail-Rodamco-Westfield (più 330 milioni di euro), Klépierre, Covivio (più 290 milioni di euro) e Argan (più 160 milioni di euro).

L'asset allocation del patrimonio delle siic conferma, ancora una volta, gli elevati livelli di attenzione rivolti agli immobili retail (grazie al continuo consolidamento di una quota di poco superiore al 45 per cento dopo la contrazione del biennio 2021-2022), direzionali (in contrazioni e inferiori al 25 per cento) e logistici (il cui peso si conferma al dodici per cento circa). Gli asset residenziali, ricettivi e alternativi (strutture sanitarie, student e senior housing, data center, ...) hanno aumentato l'interesse raggiungendo, rispettivamente, il sette, il dieci e il due per cento.

Ancora una volta, in riferimento alla localizzazione geografica degli asset, il patrimonio delle siic continua a concentrarsi in corrispondenza della regione metropolitana di Parigi e dell'Ile de France e a distribuirsi tra le maggiori città del Paese e le principali realtà urbane e territoriali estere.

Come accennato in precedenza la performance complessiva è in crescita di poco meno del cinque per cento, risultato degli incrementi, più o meno marcati, mostrati dalla maggior parte dei veicoli e della stabilizzazione o perdita dei volumi da parte di una porzione residuale delle siic presenti in classifica. Gecina e Icade, anche nel 2025, hanno subito perdite di valore comprese tra i 730 milioni di euro (meno 10,5 per cento) e i settanta milioni di euro (meno quattro per cento) mentre tutte le altre siic hanno fatto registrare aumenti di capitalizzazione mediamente del sette per cento circa, con livelli massimi superiori ai venti punti percentuali, pari a valori compresi tra gli 1,7 miliardi di euro e i quaranta milioni di euro. Se la capitalizzazione è cresciuta di due miliardi di euro nel corso del 2025, il patrimonio ha visto aumentare il proprio valore di poco più di 1,35 miliardi di euro (più uno per cento) ancora una volta, seppur con dinamiche inferiori rispetto alla precedente edizione, grazie al diffuso miglioramento degli indicatori immobiliari delle strutture detenute dalla maggior parte dei veicoli.

Unibail-Rodamco-Westfield continua a consolidare, anche nel corso del 2025, il suo ruolo di protagonista tra i proprietari, sviluppatori e gestori di asset immobiliari sostenibili e di elevata qualità situati nelle realtà urbane più dinamiche d'Europa e degli Stati Uniti. La società continua a possedere e gestire 66 centri commerciali, pari a quasi il novanta per cento del portafoglio del gruppo, di cui 41 strutture operanti con il marchio Westfield. Attraverso un'attività di franchising, lanciata nel corso del 2025, Urw ha avviato partnership per la gestione di strutture commerciali del marchio. Il piano aziendale 2025-2028 "Una piattaforma per la crescita", presentato nel mese di maggio del 2025, si basa su una allocazione disciplinata dei capitali e rendimenti interessanti per gli azionisti al fini di proseguire nel percorso di crescita e creazione di valore sostenibile anche grazie alle ottime performance operative e di occupazione degli spazi registrate per il settore retail, alla realizzazione di un piano di dismissioni da 2,2 miliardi di euro, alla positiva rivalutazione del portafoglio, all'apertura e ampliamento di punti vendita ad Amburgo e Praga e a iniziative di crescita a ridotto impiego di capitale (franchising).

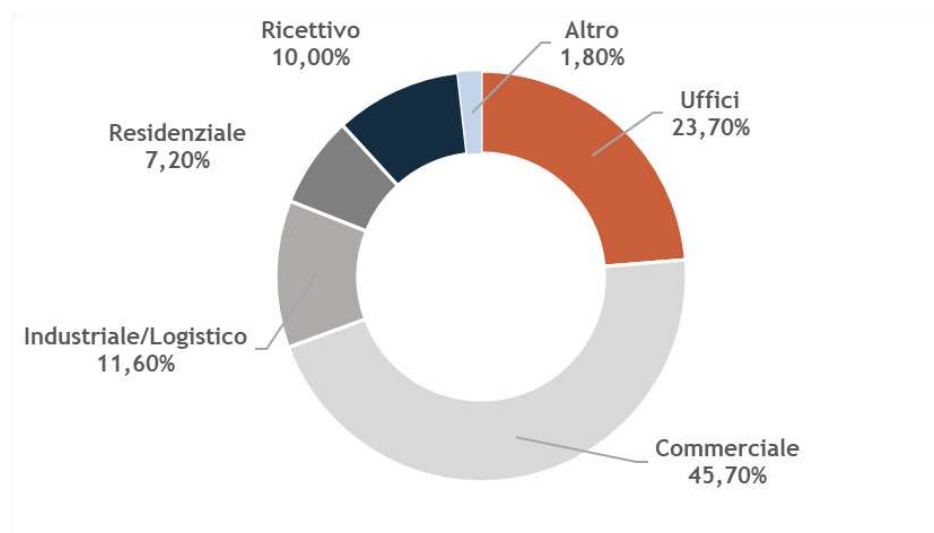
TAV.46 - LE PRIME DIECI SIIC OPERATIVE IN FRANCIA NEL 2025

#	Siic	Capitalizzazione (Mln di euro)	Patrimonio (Mln di euro)	Yield (%)
1	Unibail-Rodamco-Westfield	11.400	48.900	5,30
2	Klépierre	9.680	21.200	5,70
3	Gecina	6.210	17.600	4,00
4	Covivio	5.730	16.920	5,00
5	Covivio Hotels	2.910	6.730	6,20
6	Carmila	2.370	6.700	6,40
7	Altarea Cogedim	2.210	6.140	5,60
8	Icade	1.680	6.130	5,60
9	Argan	1.700	4.050	4,90
10	Mercialys	990	3.040	5,60
<b>Totale</b>		<b>44.880</b>	<b>137.410</b>	<b>5,4</b>

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Siic e leif

TAV.47 - ASSET ALLOCATION DELLE SIIC FRANCESI

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Siic e leif

Urw continua a essere ampiamente riconosciuta dai mercati internazionali e dalle agenzie indipendenti quale leader nella sostenibilità nel settore immobiliare e tra le cento aziende più sostenibili al mondo. Nel 2025 è stata riconosciuta come prima azienda sostenibile al mondo del settore immobiliare da Corporate Knights e valutata a cinque stelle dalGRESB e inserita tra le prime venti al mondo, ha ottenuto lo status Prime nel rating Iss (Institutional Shareholder Services) Esg e AAA da parte di Msci (Morgan Stanley Capital International). Il raggiungimento di tali risultati garantisce la sostenibilità del portafoglio, contribuisce all'evoluzione del settore retail e alla crescita equilibrata delle comunità.

Le dinamiche di crescita della società sono state trainate, nel corso del 2025, da una infrastruttura retail costituita da una rete di strutture in cui affluenza e vendite sono aumentate grazie all'offerta di esperienze, contenuti ed eventi sempre più coinvolgenti e allo sviluppo di brand partnership e di sistemi di intelligenza artificiale in grado di incrementare ricavi e vantaggi competitivi. La sostenibilità rappresenta sempre di più un fattore strategico per la creazione e gestione di spazi con elevati impatti sociali ed economici in tessuti edilizi consolidati interessati da processi di transizione ambientale e rigenerazione urbana.

I 2,2 miliardi di euro di cessioni completate o garantite aprono a una nuova fase di allocazione delle risorse in opportunità a basso impiego di capitali in contratti di franchising in Arabia Saudita o in acquisizioni di quote societarie a Edimburgo.

Klépierre si riconferma leader europeo nei centri commerciali grazie a un portafoglio costituito da settanta immobili di pregio situati in città con importanti evoluzioni in atto a livello sociale, demografico ed economico quali Madrid e Barcellona in Spagna, Roma e Milano in Italia, Oslo e Copenaghen nei Paesi nordici e Parigi e Praga. Il valore immobiliare ha consolidato i volumi raggiunti nel 2024 attestandosi, anche per il 2025, a quota 20 miliardi di euro. I centri commerciali del gruppo ospitano i migliori brand nazionali e internazionali e accolgono oltre 720 milioni di visitatori e grazie a tecnologie digitali all'avanguardia analizzano dati provenienti dall'intera catena del valore offrendo servizi unici e strategici a tutti gli stakeholder interessati e integrando le migliori pratiche sociali e ambientali.

Gecina, nel corso del 2025, ha agito in un mercato immobiliare sempre più selettivo con un'ottica di stabilità e sulla base di strategie di lungo periodo in grado di generare valore. Il portafoglio immobiliare, costituito da asset di pregio a ridotte emissioni di carbonio situati in prime location, è in grado di generare flussi di cassa stabili e preservare flessibilità e resilienza rispetto a diversi cicli economici e tessuti sociali e ambientali dei rispettivi territori. Il valore del patrimonio è nuovamente cresciuto di 200 milioni di euro, raggiungendo i 17,6 miliardi di euro grazie, riflesso delle positive tendenze di mercato e strategie di investimento. Il miglioramento dei rendimenti, supportato da alcune grandi transazioni di uffici avvenute nelle zone centrali di Parigi e da un ulteriore rallentamento delle dinamiche di decompressione dei tassi nelle aree a dinamicità contenuta, le aspettative di crescita di canoni, sostenute dai valori di Parigi e Neuilly e dal consolidamento dei livelli di mercato delle zone secondarie, hanno rappresentato i principali driver di tale evoluzione del portafoglio.

Covivio, con un portafoglio immobiliare del valore ormai prossimo ai diciassette miliardi di euro localizzato nelle zone centrali delle maggiori capitali e dei principali centri economici d'Europa (Parigi, Berlino, Milano) e costituito da uffici e residenze, sviluppa e gestisce in maniera integrata e innovativa, attraverso Covivio-to-share e Wellio, appartamenti e spazi di lavoro fornendo soluzioni su misura e mantenendo tassi di occupazione mediamente superiori al 95 per cento. Il gruppo è inoltre impegnato in un processo di transizione climatica che prevede la riduzione del quaranta per cento delle emissioni di carbonio rispetto ai livelli del 2010 e che è certificato dai rating ottenuti dalle principali agenzie di settore (cinque stelleGRESB, AAA di Msci e A list di Cdp - Carbon Disclosure Project).

Covivio Hotel continua a contribuire al rinnovamento dell'offerta alberghiera in Europa individuando i concept più innovativi, stringendo partnership strategiche con i retailer del settore lifestyle (AccorInvest, NH Hotel Group, B&B Hotel, Radisson Hotel Group, ...), sviluppando e gestendo quasi 280 hotel (38.500 camere) nelle città più dinamiche del Continente, per un valore complessivo superiore ai 6,7 miliardi di euro. Nel corso del 2025 i ricavi sono aumentati del 7,5 per cento nonostante l'effetto "sfavorevole" legato ai due eventi sportivi del 2024 (Giochi Olimpici di Parigi e Campionati Europei in Germania) e grazie all'acquisizione di strutture in locazione in Italia e Spagna, per un valore di 300 milioni di euro e un rendimento medio superiore al sei per cento, in un'ottica di ulteriore rafforzamento della presenza del

Gruppo in Europa meridionale. Il portafoglio comprende, al suo interno, quattro immobili direzionali interessati da progetti di rifunzionalizzazione in chiave alberghiera e 8 strutture di proprietà situate in Germania.

Carmila, una delle maggiori società immobiliari retail quotate in Europa, amministra 250 centri commerciali gestiti da Carrefour localizzati in Francia (75 per cento), Spagna (venti per cento) e Italia (cinque per cento per un valore di mercato complessivo pari a 6,7 miliardi di euro, stabile rispetto al livello raggiunto nel 2024). Con circa novecento contratti di locazione “attivi” nel 2025, il gruppo rappresenta un partner strategico sia per i retailer di lungo periodo a elevato tasso di fidelizzazione che per i nuovi brand, entrambi in espansione all’interno delle strutture appartenenti rete. In Carmila, ogni centro commerciale ha una propria identità che si riflette sul mix merceologico, di prodotto e di servizio offerti più adatto ai flussi e alle esigenze dei visitatori. L’accessibilità economica e le proposte di supporto al potere d’acquisto rappresenta uno dei pilastri fondamentali per l’evoluzione, il consolidamento, la revisione e l’adeguamento dei centri commerciali. L’arrivo di marchi quali Action, Normal, Easy Cash e Saga des Marques, l’ingresso di farmacie e parafarmacie, i moderni format di ristorazione in partnership e le attività sportive e ricreative di Fitness Park, On Air, Appart Fitness insieme al progetto SpeedPark stanno trasformando le strutture in spazi d’uso quotidiano.

Le previsioni si confermano ottimistiche grazie a tre driver principali: crescita organica dei redditi da locazione con livelli di dinamicità superiori all’indicizzazione, innovazione come contributo al miglioramento dei livelli di marginalità degli utili ricorrenti e implementazione della strategia di investimento con acquisizioni mirate per cento milioni di euro.

Icade, in uno scenario di mercato della locazione negativo, ha siglato o rinnovato più di cento contratti di affitto nel corso del 2025, per una superficie complessiva di oltre duecentomila metri quadrati facendo registrare alcuni dei maggiori scambi all’interno dei suoi sub-comparti: Prefettura Hauts-de-Seine, Kpmg, Consiglio Dipartimentale Seine-Saint-Denis, Sopra Steria, Club Med, Heineken e Ricoh France. La strategia di Icade continua a concentrarsi sul consolidamento del suo posizionamento quale operatore immobiliare capace di erogare servizi completi anche attraverso l’adeguamento degli asset all’evoluzione della domanda e la diversificazione del portafoglio, attualmente del valore di 6,15 miliardi di euro, in calo del 4,2 per cento rispetto al 2024 a fronte della cessione a Bnp Paribas Reim della partecipazione in un portafoglio di 23 immobili (di cui 18 case di cura) distribuiti nelle regioni del nord e del centro Italia. La vendita del portafoglio ha permesso il rimborso di prestiti azionari e di disporre di maggiori margini per l’attuazione del piano strategico ReShapE 2025-2028.

Nonostante il 2025 avesse mostrato un primo trimestre in campo positivo, i due periodi successivi hanno restituito un progressivo rallentamento della dinamicità riconducibile all’instabilità della politica locale e del contesto internazionale e all’insufficiente adeguamento dei prezzi mentre le grandi transazioni registrate nella parte conclusiva dell’anno hanno solo parzialmente sostenuto i volumi complessivi di investimento. Per il 2026 le prospettive di crescita sono state riviste, seppur lievemente, al rialzo prevedendo un anno caratterizzato da una minore volatilità finanziaria, da una serie di scadenze di debito con conseguente rotazione del capitale azionario e immissione sul mercato di nuovi prodotti finanziari. L’anno in corso vedrà attività di compravendita sempre più selettive e condizionate dal processo di riequilibrio dei rapporti tra venditori e acquirenti. Non si assisterà a una ripresa dei volumi ma alla prosecuzione della fase di adattamento e riorganizzazione del mercato. Il contesto finanziario non consentirà una nuova compressione dei rendimenti immobiliari la cui evoluzione dipenderà da politiche monetarie, contesti nazionali e performance economiche comunitarie. Sarà dunque necessario valutare la solidità delle performance dei ricavi da locazione e la resilienza di specifici segmenti di mercato privilegiando qualità del prodotto e diversificazione dei portafogli. Il settore immobiliare continuerà ad affrontare la concorrenza di altre tipologie di investimento (obbligazioni, infrastrutture, tecnologia, ambiente, ...) con investitori che andranno a privilegiare strategie value-add e rendimenti in grado di assorbire volatilità nel lungo periodo.

### 3.2.3. - I REIT IN GRAN BRETAGNA

Nel corso del 2025 il mercato dei Reit britannici ha mostrato segnali di normalizzazione dopo il profondo *repricing* degli anni precedenti. I principali operatori hanno evidenziato solidità e resilienza, con crescita del valore patrimoniale netto (Nav), dividendi sostenibili e buone performance nei segmenti specializzati come logistica, retail alimentare e healthcare.

L'andamento dell'anno è stato però disomogeneo: dopo un primo semestre molto positivo, il settore ha subito un rallentamento a causa dell'aumento dei rendimenti obbligazionari e del minore interesse relativo degli investitori istituzionali. Nonostante ciò, molti Reit hanno continuato a essere quotati a sconto rispetto al Nav e a offrire rendimenti da dividendo elevati, attirando investitori internazionali e favorendo numerose operazioni di fusione e acquisizione.

Sul piano strutturale, il mercato ha raggiunto una dimensione di circa 53 miliardi di sterline, sostenuto dalla ricerca di redditi stabili, dai vantaggi fiscali del regime Reit, dalla crescita di settori resilienti e dall'attenzione verso immobili sostenibili. Tuttavia, la ripresa non è stata uniforme: la domanda immobiliare è rimasta debole in alcuni comparti e aree geografiche, rendendo sempre più determinanti la qualità degli asset e la gestione attiva dei portafogli.

I Reit specializzati nel segmento logistico e industriale hanno continuato a rappresentare la componente più resiliente del mercato britannico, sostenuti dalla crescita dell'e-commerce, dal nearshoring e dalla domanda di infrastrutture distributive moderne. Gli immobili di nuova generazione, conformi agli standard Esg e situati in posizioni strategiche, hanno beneficiato di elevati tassi di occupazione, crescita dei canoni e buona capacità di trasferire l'inflazione agli affitti.

Anche il settore retail ha registrato risultati migliori delle attese grazie alle valutazioni già fortemente ridimensionate negli anni precedenti. In particolare, retail park e immobili legati alla distribuzione alimentare hanno mostrato performance positive, sostenute da flussi di cassa stabili e da una forte domanda. Tuttavia, la ripresa è rimasta selettiva, concentrandosi sugli asset di maggiore qualità, mentre quelli secondari hanno continuato a evidenziare criticità strutturali.

Il comparto uffici è rimasto il più debole, con una crescente polarizzazione tra immobili prime e secondari. Gli edifici moderni, sostenibili e situati nelle zone centrali di Londra hanno mantenuto una buona domanda, mentre gli uffici meno efficienti e periferici hanno subito un calo delle valutazioni e maggiori difficoltà di locazione. Ciò ha reso sempre più necessari investimenti in riqualificazione e sostenibilità.

Il settore residenziale ha continuato a offrire stabilità grazie alla carenza di abitazioni, alla crescita demografica e all'aumento degli affitti. Particolarmente positivo è stato anche l'andamento dello student housing, sostenuto dalla domanda internazionale e dalla limitata offerta nelle principali città universitarie. La possibilità di indicizzare i canoni e la natura difensiva dei redditi hanno mantenuto elevato l'interesse degli investitori istituzionali.

Nel 2025 uno degli aspetti più rilevanti del mercato dei Reit britannici è stato il permanere di significativi sconti tra capitalizzazione di mercato e valore patrimoniale netto, spesso compresi tra il venti e il quaranta per cento. Questa situazione riflette la prudenza degli investitori, ancora influenzati dalle svalutazioni degli anni precedenti e dalle preoccupazioni legate al rifinanziamento del debito in un contesto di tassi d'interesse elevati. Nonostante ciò, diversi REIT hanno mostrato segnali di miglioramento, con stabilizzazione delle valutazioni, crescita degli utili operativi e rafforzamento della capacità di copertura degli interessi.

Un ruolo sempre più centrale è stato assunto dai criteri Esg. La qualità ambientale degli immobili è diventata un fattore determinante per le valutazioni e per l'attrazione di locatari istituzionali: gli asset non conformi agli standard energetici hanno subito maggiori svalutazioni e richiesto investimenti significativi, mentre i portafogli sostenibili sono stati considerati più solidi e capaci di mantenere valore nel lungo periodo.

Il 2025 ha inoltre visto un'intensa attività di consolidamento del settore. Gli ampi sconti di mercato hanno favorito fusioni e acquisizioni da parte di investitori internazionali e fondi privati, interessati ad acquistare asset quotati a prezzi inferiori rispetto al mercato privato. Questo fenomeno ha interessato soprattutto i segmenti healthcare, diversified e retail, dove dimensione operativa ed efficienza finanziaria sono diventate leve competitive sempre più importanti. Entrando nel dettaglio, al 31 dicembre 2025, complici alcune acquisizioni e nuovi ingressi, il numero dei reit inglesi registra una flessione di tre unità rispetto a fine 2024, con un totale che si attesta a 39 unità confermando l'interruzione, iniziata nel 2021, della tendenza al rialzo del numero di veicoli. La capitalizzazione totale registra un incremento del 4,1 per cento raggiungendo un volume di poco più di 52,7 miliardi di sterline (rispetto ai circa 50,6 registrati a fine 2024). È opportuno evidenziare come l'andamento del mercato dei cambi influenzi l'interpretazione dei dati, con il delta riferito alla capitalizzazione espressa in euro che invece di performare positivamente passa su terreno negativo registrando una flessione seppur lieve dello 0,98 per cento attestandosi a poco più di 60,4 miliardi di euro a fine 2025 (rispetto ai circa 61 di fine 2024).

In merito alla dimensione media del patrimonio, l'effetto del cambio valuta incide anche sull'entità della percentuale di scostamento: per entrambi gli scenari si registra un incremento che però in valuta locale è a doppia cifra (12,2 per cento), passando da 1.205 milioni di sterline nel 2024 a 1.352 milioni di sterline nel 2025) mentre si riduce al 6,6 per cento se il dato è espresso in euro (1.452 milioni di euro nel 2024 a 1.549 milioni di euro nel 2025).

La variazione del numero di veicoli è riconducibile alle operazioni di fusione e acquisizione che hanno interessato il comparto nel corso del 2025. L'acquisizione di *Assura plc* da parte di *Primary Health Properties PLC (PHP)* ha rappresentato una delle operazioni più rilevanti degli ultimi anni nel settore dell'healthcare real estate britannico, portando alla creazione di uno dei principali gruppi immobiliari sanitari del Regno Unito, con un portafoglio complessivo superiore a sei miliardi di sterline, rafforzando significativamente il posizionamento strategico di Php nel segmento delle infrastrutture sanitarie primarie. L'operazione si inserisce nel più ampio processo di consolidamento che sta interessando il mercato dei Reit nel Regno Unito, caratterizzato dalla ricerca di maggiore scala operativa, efficienza finanziaria e rafforzamento della qualità patrimoniale. Attraverso questa acquisizione, Php ha consolidato la propria posizione come principale operatore specializzato in infrastrutture sanitarie primarie nel mercato britannico, ampliando significativamente il portafoglio di immobili dedicati ai servizi medici e sanitari. L'integrazione degli asset di Assura ha consentito al gruppo di incrementare l'esposizione verso immobili caratterizzati da contratti di locazione di lungo termine, elevata qualità dei tenant e flussi di cassa particolarmente difensivi, elementi considerati strategici in una fase di elevata volatilità macroeconomica e finanziaria. L'acquisizione ha inoltre permesso a Php di beneficiare di potenziali sinergie operative, di una maggiore diversificazione geografica del portafoglio e di una più efficiente struttura del capitale. Sul piano finanziario, il deal ha riflesso il persistente interesse degli investitori verso asset immobiliari difensivi e income-oriented, nonostante il contesto di tassi d'interesse ancora elevati rispetto agli standard storici. L'operazione ha confermato come il settore healthcare continui a essere percepito come uno dei comparti più stabili e strategici all'interno del mercato Reit britannico, capace di attrarre capitali anche in una fase di forte selettività da parte del mercato.

L'acquisizione di *The Prs Reit plc* da parte di Waypoint Asset Management, completata ufficialmente a dicembre 2025, rappresenta una delle operazioni più rilevanti nel mercato britannico del "build-to-rent" e dell'housing residenziale istituzionale degli ultimi anni. L'operazione, del valore complessivo di circa 646 milioni di sterline, segna infatti il passaggio di controllo di uno dei principali portafogli immobiliari residenziali del Regno Unito verso un investitore specializzato nella gestione di asset reali e strategie immobiliari a lungo termine. *The Prs Reit plc* era considerata una delle piattaforme più strutturate nel segmento delle abitazioni private in locazione, con un portafoglio composto da migliaia di unità residenziali distribuite principalmente nelle aree urbane e suburbane inglesi a forte crescita demografica. La società aveva costruito nel tempo un modello focalizzato sulla domanda abitativa strutturale, sostenuta dalla difficoltà di accesso alla proprietà immobiliare da parte delle famiglie britanniche e dall'aumento della richiesta di affitti di qualità gestiti professionalmente. L'operazione, oltre a permette di beneficiare immediatamente di economie di scala nella gestione immobiliare e di una piattaforma già consolidata sul territorio, appare coerente con le dinamiche che stanno caratterizzando il mercato immobiliare europeo: crescente attrattività degli asset residenziali a reddito, ricerca di flussi di cassa stabili e protezione dall'inflazione attraverso contratti locativi indicizzati. Il settore residenziale continua a essere percepito dagli investitori istituzionali come uno dei segmenti più resilienti del real estate; inoltre l'operazione

evidenzia una tendenza più ampia: l'aumento dell'interesse dei fondi privati e degli asset manager verso piattaforme immobiliari quotate, spesso considerate sottovalutate rispetto al valore reale dei patrimoni detenuti. In tale contesto, il consolidamento del mercato Reit britannico potrebbe proseguire anche nei prossimi anni, soprattutto nei segmenti residenziali e logistici, dove domanda strutturale e scarsità di offerta continuano a sostenere le valutazioni di lungo periodo.

L'acquisizione di Warehouse Reit da parte di fondi gestiti da Blackstone, conclusa nel 2025 per un valore compreso tra 470 e 489 milioni di sterline, rappresenta una delle principali operazioni nel settore logistico britannico. Il delisting della società dalla Borsa di Londra e la sua trasformazione in entità privata riflettono il crescente interesse degli investitori istituzionali per asset logistici caratterizzati da redditi stabili, bassa vacancy e prospettive di crescita di lungo periodo. L'operazione si inserisce nel più ampio processo di consolidamento del mercato immobiliare europeo e nella tendenza alla privatizzazione dei REIT quotati, spesso considerati sottovalutati rispetto al valore reale dei loro patrimoni. Per Blackstone, l'acquisizione consente di rafforzare la propria presenza nel mercato logistico britannico e di gestire gli asset con maggiore flessibilità, senza i vincoli imposti dai mercati azionari. Il deal conferma inoltre il ruolo strategico della logistica nel real estate globale, sostenuta dalla crescita dell'e-commerce, dalla riorganizzazione delle catene di approvvigionamento e dalla domanda di infrastrutture distributive moderne. Allo stesso tempo, evidenzia le difficoltà del mercato azionario britannico nel valorizzare adeguatamente le società immobiliari quotate, favorendo acquisizioni da parte di fondi privati. Nel complesso, l'operazione dimostra come il capitale privato stia assumendo un ruolo sempre più rilevante nel settore immobiliare europeo, accelerandone il consolidamento e la trasformazione.

L'acquisizione di Empiric Student Property da parte di Unite Group, completata nel gennaio 2026 per circa 723 milioni di sterline, rappresenta una delle principali operazioni nel settore britannico dello student housing. Grazie a questa operazione, Unite rafforza la propria leadership nel mercato delle residenze universitarie, portando la capacità complessiva a circa 75.000 posti letto e consolidando la presenza nelle principali città universitarie del Regno Unito. L'operazione riflette il crescente processo di consolidamento del mercato delle residenze studentesche e conferma l'attrattività del segmento Purpose-Built Student Accommodation (PBSA), sostenuto da una domanda elevata, trainata dagli studenti internazionali, e da una persistente carenza di offerta. Empiric apporta un portafoglio di immobili di qualità situati in città universitarie strategiche come Londra, Manchester, Bristol, Leeds ed Edimburgo. Per Unite Group, l'acquisizione genera vantaggi operativi e finanziari attraverso economie di scala, maggiore diversificazione geografica e potenziali sinergie nella gestione degli immobili e dei servizi agli studenti. Più in generale, il deal evidenzia il crescente interesse degli investitori istituzionali per gli asset "living", considerati difensivi e capaci di garantire redditi stabili nel lungo periodo.

Nel complesso, l'operazione conferma la centralità strategica dello student housing nel mercato immobiliare britannico e la tendenza verso una maggiore concentrazione e istituzionalizzazione del settore.

*Grainger plc* è diventata ufficialmente un REIT l'8 settembre 2025, completando un percorso di trasformazione strategica che l'ha portata a concentrarsi quasi esclusivamente sul mercato della locazione residenziale e del build-to-rent. Pur essendo una società storica del settore immobiliare britannico, la conversione al regime REIT le ha consentito di beneficiare di una maggiore efficienza fiscale, migliorare l'accesso ai capitali e aumentare l'attrattività verso gli investitori orientati ai redditi immobiliari. L'operazione si inserisce nella forte crescita del mercato residenziale britannico, sostenuta dall'aumento della domanda di affitti, dalla minore accessibilità alla proprietà immobiliare e dai processi di urbanizzazione. La trasformazione di Grainger rafforza inoltre il peso del comparto residenziale nel mercato REIT del Regno Unito, tradizionalmente dominato da uffici, retail e logistica.

Più in generale, il passaggio a Reit conferma la crescente istituzionalizzazione del settore degli affitti residenziali e l'affermazione degli asset "living" come una delle principali asset class del real estate europeo. La conversione di Grainger in Reit rappresenta un cambiamento che va oltre gli aspetti societari e fiscali, riflettendo la trasformazione del mercato residenziale britannico verso una gestione sempre più istituzionalizzata degli immobili in locazione. Il settore, un tempo dominato da piccoli proprietari privati, vede oggi un ruolo crescente di grandi operatori e investitori istituzionali, orientati a standard qualitativi elevati, servizi integrati e gestione professionale. Grainger si posiziona così come uno dei principali Reit residenziali del Regno Unito, beneficiando della forte crescita del segmento build-to-rent, sostenuta dalla

domanda abitativa, dalla stabilità dei flussi di reddito e dall'interesse crescente degli investitori per gli asset residenziali a lungo termine.

La conversione di *Value and Indexed Property Income Trust* in Reit, divenuta effettiva il 1° aprile 2025, rappresenta un'importante evoluzione strategica per la società e riflette la crescente diffusione del modello Reit nel mercato immobiliare britannico. Pur non trattandosi di una nuova quotazione, il gruppo è entrato ufficialmente nel regime fiscale e operativo dei Real Estate Investment Trust, adottando una struttura maggiormente orientata alla distribuzione dei redditi immobiliari e all'attrazione di investitori istituzionali. La conversione in Reit rappresenta un'evoluzione naturale per una società già focalizzata su immobili commerciali a reddito con contratti di lungo termine e canoni indicizzati all'inflazione. Il passaggio al nuovo regime migliora l'efficienza fiscale e rafforza il posizionamento nel segmento degli investimenti orientati alla generazione di flussi di cassa stabili, particolarmente apprezzati in contesti di elevata volatilità. L'operazione riflette inoltre una tendenza crescente nel mercato britannico, dove sempre più società adottano la struttura Reit per aumentare trasparenza, attrattività verso gli investitori ed efficienza operativa, confermando il ruolo centrale dei Reit nel real estate quotato europeo.

Infine, *Fermi Inc.* - considerato uno "Specialty Reit" con sede in Texas - strutturato appositamente per finanziare e gestire infrastrutture energetiche dedicate all'intelligenza artificiale (data center e campus energetici), sebbene operi con asset americani, si colloca nel segmento dei nuovi veicoli britannici diventando una presenza significativa nel mercato Reit britannico forte della storica Ipo simultanea, completata il 2 ottobre 2025, sia sul London Stock Exchange che sul Nasdaq. Grazie alla sua quotazione a Londra, Fermi è uno dei Reit listati nel Regno Unito, evidenziando l'intenzione di attrarre capitali europei. Alla luce della sua particolarità, al momento si è ritenuto opportuno non conteggiarlo tra i Reit attivi nel Regno Unito al 31 dicembre 2025.

Oltre ad acquisizioni, fusioni e all'introduzione di nuovi veicoli, nel 2025 il comparto ha registrato anche processi di liquidazione che, in alcuni casi, costituiscono l'esito di procedure avviate negli anni precedenti e finalizzate nel 2026 come nel caso della società britannica di investimento immobiliare quotata, *Palace Capital plc.*, la quale al 31 dicembre 2025 non opera più come Reit attivo, ma come veicolo di liquidazione ordinata del patrimonio immobiliare. Il processo, avviato a luglio 2022, ha registrato un'accelerazione nel biennio 2025-2026 comportando la riduzione delle attività operative finalizzata alla progressiva dismissione degli asset residui e massimizzare i ritorni per gli azionisti e procedere alla chiusura della struttura societaria una volta concluse le attività in corso: negli ultimi mesi la società ha completato ulteriori cessioni di asset non strategici, riducendo il portafoglio a un numero limitato di proprietà ancora in vendita o già oggetto di offerte vincolanti. Parallelamente, sono state semplificate la struttura societaria e la governance per supportare la fase finale del processo.

Analoga dinamica si osserva anche per *Abrdn European Logistics Income plc* (Asli) che a partire da luglio 2024 ha avviato un processo di liquidazione ordinata del portafoglio, con un impatto diretto negativo sul valore del titolo in Borsa, una flessione del Nav che riflette una trasformazione strutturale: gli investitori hanno progressivamente rivalutato la società non più come Reit logistico operativo generatore di reddito ma come veicolo in liquidazione, con valore legato principalmente ai tempi, ai prezzi di realizzo degli asset immobiliari e al rischio di esecuzione del processo di vendita. Nel corso del 2025 e 2026, il processo è proseguito con la vendita della maggior parte degli immobili e la restituzione graduale di capitale agli azionisti, riducendo progressivamente la dimensione del portafoglio: la fase di liquidazione è ormai avanzata e la società si sta avvicinando alla chiusura ordinata delle attività residue.

Analizzando i primi dieci reit operativi nel Regno Unito al 31 dicembre 2025, la capitalizzazione registra un incremento del 7,7 per cento rispetto a dicembre 2024, passando da poco più di 36,3 a oltre 39,1 miliardi di sterline, crescita che si riduce al 2,4 per cento se i dati sono espressi in euro (da quasi 43,8 miliardi di euro nel 2024 a oltre 44,8 nel 2025), mentre l'andamento del patrimonio immobiliare mostra un incremento dell'8,2 per cento, passando da oltre 47,8 miliardi di sterline a poco più di 51,7 miliardi di sterline (espansione che si riduce al 2,8 per cento se i dati sono espressi in euro).

Nella classifica si confermano quasi tutti i Reit presenti a fine 2024 ad eccezione di *Safestore Holdings Plc* che perdendo due posizioni esce dalla classifica e di *Primary Health Properties Plc* che forte dell'operazione di acquisizione di *Assura plc* entra in classifica e si posiziona all'ottavo posto. Tutti i Reit classificati

registrano incrementi di capitalizzazione e di patrimonio immobiliare ad eccezione di *Unite Group Plc* che segna la flessione di entrambi i parametri e *Derwent London Plc* solo della capitalizzazione.

Sul podio si confermano *Segro plc*, *Land Securities Group plc* mentre *Unite Group plc* esce dal podio, perdendo quattro posizioni si colloca al settimo posto, sia per l'effetto delle numerose operazioni di dismissione realizzate nell'ambito di una strategia di ottimizzazione del portafoglio e riallocazione verso mercati universitari più attrattivi e con maggiori prospettive di crescita, sia per il mancato recepimento, al 31 dicembre 2025, dell'operazione di acquisizione di *Empiric Student Property plc*, ufficialmente completata nel gennaio 2026. Il terzo posto viene occupato dal veicolo *LondonMetric Property Plc* che prosegue la sua scalata in classifica, tendenza precedentemente osservata nei dati al 31 dicembre 2024 quando aveva guadagnato cinque posizioni, posizionandosi al quarto posto in virtù della fusione di marzo 2024 con *Lxi*.

*Segro plc* si conferma in netta supremazia rispetto agli altri Reit, con una capitalizzazione di oltre il doppio rispetto alla seconda in classifica. Al 31 dicembre 2025 registra un incremento del 2,8 per cento, attestandosi a quasi 9,8 miliardi di sterline rispetto a circa quasi 9,5 miliardi di sterline di fine 2024. Segue la medesima tendenza l'andamento del patrimonio immobiliare, che registra un incremento dell'1,9 per cento passando da poco più dodici miliardi di sterline nel 2024 a quasi 12,3 miliardi di sterline del 2025. La società, specializzata in logistica, investe e sviluppa progetti innovativi in diversi segmenti, quali parchi tecnologici, piattaforme logistiche, complessi light industrial, data centres nelle aree extraurbane di Regno Unito e Europa continentale. Il suo portafoglio comprende magazzini urbani, grandi magazzini e data center che offrono spazi per lo stoccaggio, la lavorazione e la distribuzione di merci, nonché infrastrutture It per applicazioni e servizi. I magazzini urbani sono situati in prossimità di centri abitati e distretti commerciali, mentre i grandi magazzini sono utilizzati per la distribuzione regionale, nazionale e internazionale. I data center ospitano infrastrutture It per la creazione e la fornitura di applicazioni e servizi. Il portafoglio comprende anche una quota più esigua che contempla depositi self-storage, hotel, uffici e porzioni di terreni industriali adibiti a concessionarie auto.

*Land Securities Group Plc*, al secondo posto, si attesta a oltre 4,6 miliardi di sterline di capitalizzazione, con un incremento del 6,5 per cento rispetto al 2024 quando aveva raggiunto a poco più di 4,3 miliardi di sterline. Anche il patrimonio immobiliare passa da quasi di 6,45 a poco più di 6,53 miliardi di sterline nel 2025 con una crescita dell'1,3 per cento. L'azienda, una tra le più grandi società di investimento e sviluppo immobiliare commerciale nel Regno Unito, investe prevalentemente in uffici, retail e progetti immobiliari mixed-use. Negli ultimi anni la società ha progressivamente orientato la propria strategia verso asset urbani di elevata qualità e iniziative di rigenerazione urbana, riducendo al contempo l'esposizione agli immobili retail tradizionali e agli uffici meno performanti.

*LondonMetric Property plc*, accede al podio posizionandosi al terzo posto, registrando una considerevole performance del 20,6 per cento in termini di capitalizzazione (da quasi 3,7 miliardi di sterline del 2024 raggiunge quasi 4,5 al 31 dicembre 2025) e un incremento del patrimonio immobiliare del 3,9 per cento (da oltre 3,9 a oltre 4,1 miliardi di sterline a fine 2025). Il Reit è specializzato in investimenti in asset immobiliari a reddito, con un focus crescente su immobili a funzione strategica per le attività operative degli utilizzatori e su settori sostenuti da driver strutturali di lungo periodo. Il portafoglio è fortemente orientato verso logistica urbana, vendita al dettaglio di beni di largo consumo in piccoli negozi di prossimità, sanità, servizi, intrattenimento e tempo libero, con una strategia basata su contratti di locazione di lungo termine e flussi di cassa indicizzati. Nel corso del 2025, la società ha consolidato ulteriormente la propria posizione di primario operatore triple net lease nel Regno Unito, beneficiando di una significativa attività di M&A e di asset rotation. Le acquisizioni di portafoglio, tra cui operazioni su *Urban Logistics Reit* e *Highcroft Investments*, hanno contribuito all'espansione della base patrimoniale e alla crescita del reddito da locazione, rafforzando al contempo l'esposizione al segmento logistico. Il modello operativo rimane caratterizzato da elevata efficienza gestionale, bassa struttura dei costi e forte visibilità dei flussi di reddito, supportati da contratti a lunga scadenza e da un elevato tasso di occupazione. Il Reit gestisce 2,5-2,7 milioni di metri quadrati, con una prevalenza di asset nel segmento logistico (urban e big box), che rappresenta circa il 55-60 per cento dell'esposizione complessiva. La restante parte è composta principalmente da asset di retail essenziale, quali supermercati e minimarket, che incidono per circa il 25-30 per cento, mentre il comparto sanità e case di cura si attesta intorno al 10-15 per cento. Una quota residuale è infine attribuibile ad asset leisure e altre tipologie immobiliari.

*Tritax Big Box Reit Plc*, guadagna due posizioni e si posiziona al quarto posto. Il Reit registra incrementi a due cifre sia in termini di capitalizzazione (24,9 per cento, passando da quasi 3,3 miliardi di sterline del 2024 a oltre 4,1 al 31 dicembre 2025) e di patrimonio immobiliare (10,8 per cento, passando dagli oltre 3,3 miliardi di sterline a quasi 5,1 miliardi di sterline a fine 2025). La società rappresenta uno dei principali Reit britannici specializzati nel segmento della logistica di grandi dimensioni (con un focus su asset strategicamente localizzati e destinati prevalentemente a operatori dell'e-commerce, della distribuzione e della supply chain) e detiene la più ampia piattaforma di sviluppo fondiario dedicata alla logistica nel Regno Unito. Il portafoglio è composto principalmente da magazzini logistici moderni e ad elevata efficienza energetica, caratterizzati da contratti di locazione di lungo periodo e da tenant di primaria importanza. Nel corso del 2025 la società ha ulteriormente consolidato il proprio posizionamento nel comparto logistico britannico attraverso attività di sviluppo, acquisizioni selettive e valorizzazione della pipeline industriale, beneficiando della persistente domanda di spazi logistici legata all'evoluzione dell'e-commerce e alla riorganizzazione delle catene distributive. Parallelamente, il gruppo ha continuato a perseguire una strategia orientata alla sostenibilità e alla realizzazione di asset di nuova generazione, con particolare attenzione all'efficienza energetica e agli standard Esg. Al 31 dicembre 2025 il portafoglio del Reit risulta prevalentemente concentrato nel segmento logistico di grandi dimensioni, che rappresenta la quasi totalità degli asset gestiti, con elevati livelli di occupancy e una significativa quota di canoni indicizzati all'inflazione. La struttura del portafoglio e la qualità dei tenant contribuiscono a garantire buona visibilità dei flussi di cassa e resilienza operativa nel medio-lungo periodo.

*British Land Company Plc*, si conferma al quinto posto, con capitalizzazione in crescita del 12,1 per cento (passando da 3,6 miliardi di sterline del 2024 a poco più di quattro miliardi di sterline del 2025) mentre il patrimonio immobiliare aumenta del 7,5 per cento (passando da 5,3 miliardi di sterline del 2024 a poco più di 5,7 miliardi di sterline del 2025). Il Reit investe in immobili commerciali di alta qualità nel Regno Unito, con un focus strategico su campus office londinesi e su un portafoglio complementare composto da retail parks e attività di urban logistics a Londra, in fase di progressiva espansione. La società struttura il proprio portafoglio principalmente in due segmenti operativi, London Campuses e Retail & Leisure, affiancati da una componente di sviluppo e da un'esposizione in crescita alla logistica urbana. Il segmento Retail & Leisure rappresenta circa metà del valore complessivo ed è composto da retail parks, centri commerciali e asset dedicati al tempo libero. Il segmento London Campuses include prevalentemente uffici prime e spazi mixed-use concentrati nelle principali aree strategiche di Londra, tra cui West End, City fringe e altre location core, e rappresenta una quota analoga del portafoglio. Una parte residuale del valore è infine attribuibile a pipeline di sviluppo, che include progetti di rigenerazione urbana come Canada Water (quartiere e zona di riqualificazione situata nel borgo londinese di Southwark).

Il veicolo *Shaftesbury Capital Plc* sale di un gradino e si posiziona al sesto posto con una crescita del 15,5 per cento della capitalizzazione che passa da oltre 2,4 miliardi di sterline del 2024 a oltre 2,8 miliardi di sterline a fine 2025. In espansione anche il patrimonio immobiliare, che cresce del 24,3 per cento passando da quasi 3,7 nel 2024 a quasi 4,6 miliardi di sterline nel 2025. Il veicolo rappresenta un Reit urbano "high density", focalizzato su asset core nel centro di Londra e su una strategia di valorizzazione attiva del capitale immobiliare attraverso la riqualificazione continua del portafoglio; è specializzato nella gestione e valorizzazione di immobili prime nel West End di Londra, con un portafoglio altamente concentrato in aree ad elevata attrattività turistica e commerciale come Covent Garden, Soho, Carnaby e Chinatown. Il modello di business è orientato alla generazione di reddito ricorrente e alla creazione di valore attraverso la gestione attiva di un portafoglio mixed-use, composto principalmente da retail, food & beverage, leisure e uffici. La strategia si basa su un forte controllo diretto degli asset e su una gestione "long-term" del tessuto urbano, con un'elevata incidenza di locazioni a operatori indipendenti e tenant legati al consumo esperienziale.

Al settimo posto *Unite Group plc*, il più grande proprietario, gestore e sviluppatore del Regno Unito di alloggi per studenti, dopo un ottimo 2023 durante il quale aveva registrato il più consistente incremento di capitalizzazione e patrimonio prosegue la flessione avviata nel 2024 e registra una consistente perdita della capitalizzazione del 30,4 per cento passando da oltre 3,9 miliardi di sterline a poco più di 2,7 miliardi di sterline nel 2025. Minima invece la diminuzione del patrimonio, meno 1,6 per cento. I dati rappresentano l'esito del proseguimento nel corso del 2025 del processo di ottimizzazione del portafoglio attraverso diverse operazioni di dismissione immobiliare, coerenti con una strategia di riallocazione del capitale verso asset e mercati universitari caratterizzati da maggiore attrattività e migliori prospettive di crescita nel lungo periodo. Le cessioni hanno riguardato prevalentemente proprietà localizzate in mercati secondari o ritenuti meno strategici, con l'obiettivo di incrementare la qualità media del portafoglio e rafforzare l'esposizione

verso università britanniche ad elevata domanda strutturale. Tale strategia si inserisce in un più ampio percorso di revisione strategica del portafoglio finalizzato a sostenere la crescita dei canoni, migliorare l'efficienza operativa e consolidare il posizionamento del gruppo nel settore degli alloggi per studenti.

*Primary Health Properties Plc*, che debutta nella classifica posizionandosi all'ottavo posto, rappresenta il Reit che registra le migliori performance in termini di capitalizzazione (da oltre 1,2 miliardi di sterline del 2024 raggiunge oltre 2,5 al 31 dicembre 2025) e di patrimonio immobiliare, che quasi raddoppia rispetto al 2024, passando da quasi 1,4 miliardi di sterline a quasi 2,6 miliardi di sterline a fine 2025. Il Reit è specializzato nell'investimento e gestione di asset immobiliari destinati al settore sanitario integrato, con particolare focus su centri medici e strutture di assistenza primaria nel Regno Unito e in Irlanda. Il modello operativo si basa su contratti di locazione di lungo periodo con tenant pubblici e privati, prevalentemente il National Health Service e operatori sanitari convenzionati, garantendo elevata stabilità dei flussi di cassa e basso rischio di vacancy. Il portafoglio è caratterizzato da asset a uso sanitario essenziale, sviluppati o acquisiti secondo criteri di sostenibilità e prossimità ai servizi di assistenza primaria.

*Big Yellow Group Plc* si conferma al nono posto, con capitalizzazione di oltre due miliardi di sterline (in crescita del nove per cento rispetto al 2024) e un patrimonio immobiliare di quasi 2,6 miliardi di sterline in aumento del 4,8 per cento rispetto al 2024). Il Reit è specializzato nello sviluppo, proprietà e gestione di strutture di self-storage nel Regno Unito. Il gruppo opera principalmente attraverso il marchio Big Yellow e, in misura minore, tramite Armadillo Self Storage, acquisito per rafforzare la presenza in aree regionali. Il portafoglio è concentrato nelle principali aree urbane, con particolare esposizione a Londra e al Sud-Est del Regno Unito. La maggior parte dei ricavi deriva dai canoni di locazione dei box di self-storage, integrati da attività accessorie come la vendita di materiali per imballaggio e servizi assicurativi. La clientela è composta prevalentemente da privati e piccole imprese, con una presenza residuale di operatori commerciali e professionali.

Scende di due gradini e si posiziona al decimo posto, *Derwent London Plc*, veicolo focalizzato sugli uffici nel centro di Londra, con una capitalizzazione di quasi due miliardi di sterline al 31 dicembre 2025 in flessione dell'11,2 per cento rispetto ai 2,2 miliardi di sterline di fine 2024. Il Reit è specializzato nell'investimento e nella rigenerazione di immobili ad uso ufficio nel centro di Londra. Il gruppo è riconosciuto per un approccio fortemente orientato al design e alla qualità architettonica, con una strategia di sviluppo value-add volta a creare spazi innovativi e ad alto appeal per tenant della knowledge economy e del settore creativo. Il portafoglio immobiliare, pari a circa cinque milioni di metri quadrati, è quasi interamente concentrato nel centro di Londra, con una presenza significativa nelle aree del West End e del City fringe.

I rendimenti dei primi dieci Reit operativi in Gran Bretagna si collocano complessivamente al 5,8 per cento (con un range variabile tra il 2,8 e l'otto per cento), in crescita rispetto al 2024, quando era stata registrata una media del 4,8 per cento.

Nel 2024, per quanto concerne l'asset allocation, nella ripartizione delle percentuali sul totale si registrano la trasformazione strutturale che ha interessato il mercato immobiliare del Regno Unito nell'ultimo decennio, accelerata ulteriormente dalle dinamiche post-pandemiche e dal nuovo regime di tassi di interesse più elevati. L'analisi dei principali benchmark istituzionali consente di delineare una composizione settoriale rappresentativa del sottostante immobiliare detenuto, direttamente o indirettamente, dai Reit quotati. In termini aggregati, il segmento industriale e logistico si conferma nel 2025 come la componente dominante del mercato, rappresentando quasi un terzo dell'allocazione complessiva (30,5 per cento sul totale delle superfici). Questa prevalenza non è casuale, ma deriva da fattori strutturali ben consolidati: la crescita dell'e-commerce, la riorganizzazione delle catene di approvvigionamento e la domanda di spazi per la distribuzione dell'ultimo miglio hanno reso tali asset particolarmente attrattivi per gli investitori istituzionali. I Reit hanno quindi progressivamente aumentato l'esposizione verso immobili logistici, considerati in grado di generare flussi di cassa stabili, con contratti di locazione relativamente lunghi e spesso indicizzati all'inflazione.

TAV.48 - I PRIMI DIECI REIT OPERATIVI IN GRAN BRETAGNA NEL 2024

#	Reit	Capitalizzazione		Patrimonio immobiliare		Yield
		(Mln di sterline)	(Mln di euro)	(Mln di sterline)	(Mln di euro)	%
1	SEGRO PLC	9.751	11.174	12.273	14.065	4,2%
2	LAND SECURITIES GROUP PLC	4.634	5.310	6.532	7.486	7,3%
3	LONDONMETRIC PROPERTY PLC	4.445	5.095	4.124	4.726	6,6%
4	TRITAX BIG BOX REIT PLC	4.113	4.713	5.059	5.798	5,4%
5	BRITISH LAND CO PLC	4.037	4.627	5.710	6.544	6,4%
6	SHAFTESBURY CAPITAL PLC	2.832	3.246	4.568	5.235	2,8%
7	UNITE GROUP PLC	2.742	3.142	4.734	5.425	8,0%
8	PRIMARY HEALTH PROPERTIES PLC	2.541	2.912	2.554	2.927	7,5%
9	BIG YELLOW GROUP PLC	2.059	2.359	2.566	2.940	5,1%
10	DERWENT LONDON PLC	1.953	2.238	3.615	4.143	5,0%
<b>Totale</b>		<b>39.106</b>	<b>44.815</b>	<b>51.735</b>	<b>59.288</b>	<b>5,8%</b>

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Bpf e singoli Reit

Nel 2025 il retail rappresenta il 27,5 per cento dell'asset allocation dei Reit britannici, ma con una composizione profondamente cambiata: i centri commerciali tradizionali hanno perso rilevanza, mentre retail park e immobili legati alla grande distribuzione alimentare hanno guadagnato peso grazie alla maggiore stabilità dei flussi di reddito.

Gli uffici costituiscono il 21,5 per cento del totale e attraversano una fase di transizione. Gli immobili prime, situati nelle principali città e dotati di elevati standard qualitativi ed ESG, continuano ad attrarre domanda, mentre gli uffici secondari risentono della diffusione del lavoro ibrido e dell'obsolescenza di parte dello stock immobiliare. Gli asset alternativi, tra cui healthcare, student housing, strutture ricreative e data centre, raggiungono il 12,5 per cento dell'allocation complessiva, sostenuti da trend strutturali come l'invecchiamento della popolazione, la digitalizzazione e la crescita della domanda educativa. Il comparto residenziale rappresenta ancora una quota limitata (otto per cento), ma è tra i più dinamici grazie allo sviluppo del build-to-rent, alla crescente domanda di affitti e alla scarsità di offerta abitativa nelle principali aree urbane.

Nel complesso, il mercato dei Reit britannici è caratterizzato da una forte eterogeneità: accanto a operatori altamente specializzati in singoli segmenti, convivono società con portafogli diversificati, rendendo il settore sempre più dinamico e orientato verso asset resilienti e sostenuti da trend di lungo periodo.

Nello scorso anno i Reit Uk hanno mostrato una crescente focalizzazione su asset capaci di garantire redditi stabili e resilienza nel lungo periodo. La maggiore rilevanza della logistica, la trasformazione del retail, la selettività nel comparto uffici e la crescita degli asset alternativi evidenziano un settore sempre più guidato da trend strutturali piuttosto che da fattori ciclici.

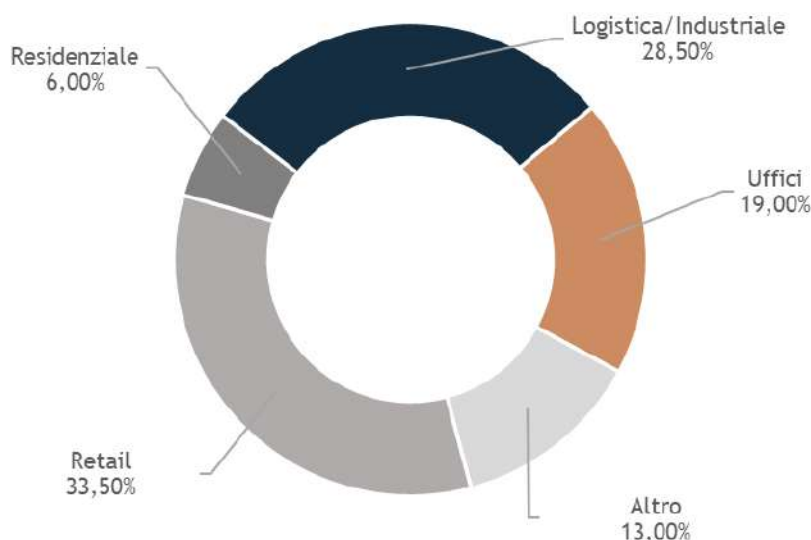
Il sentiment degli investitori è migliorato rispetto agli anni precedenti grazie alla stabilizzazione del mercato dopo il repricing causato dai tassi elevati. Tuttavia, l'approccio rimane selettivo, privilegiando società con bilanci solidi, basso indebitamento, asset di qualità e dividendi sostenibili. Persistono alcune criticità, tra cui la debolezza degli uffici secondari, la ridotta liquidità del mercato azionario britannico e l'incertezza macroeconomica globale.

Le prospettive di medio termine sono moderatamente positive: un eventuale calo dei tassi d'interesse potrebbe favorire il recupero delle valutazioni immobiliari e la riduzione degli sconti rispetto al Nav. I comparti con le migliori prospettive sono logistica, student housing, healthcare e residenziale, mentre restano più rischiosi gli immobili secondari e quelli che richiedono significativi investimenti di adeguamento Esg.

Sotto il profilo macroeconomico e finanziario, il 2026 si apre con un contesto internazionale fortemente instabile mentre a livello microeconomico appare ancora condizionato da tassi di interesse relativamente elevati e da una politica monetaria non pienamente accomodante. Il costo del capitale continua, pertanto, a rappresentare la variabile chiave per la valutazione degli asset immobiliari e, per estensione, dei Reit quotati. In questo contesto, la fase di correzione dei valori immobiliari - innescata dall'espansione dei cap rates - può considerarsi in larga misura completata; tuttavia, non si osserva ancora una piena inversione ciclica. Piuttosto, il mercato entra in una fase di "price discovery", nella quale le valutazioni tendono a stabilizzarsi e il contributo alla performance derivante dalla rivalutazione del capitale rimane limitato. Di conseguenza, nel 2026 il profilo di rendimento dei Reit britannici appare fortemente orientato alla componente reddituale. I dividendi rappresentano il principale driver di performance, con yield medi superiori al cinque per cento e prospettive di crescita moderata ma stabile dei flussi distribuiti. Questo elemento riflette sia la resilienza dei canoni di locazione, sia la capacità di molti operatori di mantenere elevati livelli di occupancy e di indicizzare i contratti all'inflazione. In termini tecnici, si assiste a un passaggio da una strategia di investimento focalizzata sulla crescita del capitale (capital appreciation-driven) a una focalizzata sulla generazione di rendimento (income-driven), dinamica maggiormente riconducibile alle fasi mature del ciclo immobiliare.

TAV.49 - ASSET ALLOCATION DEI REIT INGLESI

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

Un ulteriore elemento centrale nel delineare le prospettive del settore è rappresentato dal persistente sconto a cui i Reit Uk continuano a negoziare rispetto al Nav. Nel 2026 tale sconto rimane significativo, in alcuni casi nell'ordine del venticinque-trenta per cento, configurando un potenziale di rivalutazione rilevante nel medio periodo. Storicamente, livelli di sottovalutazione di questa entità hanno anticipato fasi di sovraperformance, in particolare quando accompagnati da una progressiva normalizzazione delle

condizioni finanziarie. Tuttavia, la chiusura di tale gap non è automatica: essa dipende in misura sostanziale dall'evoluzione dei tassi risk-free e dal ripristino della fiducia degli investitori istituzionali nel segmento immobiliare quotato.

Parallelamente, il 2026 è destinato a essere influenzato in maniera significativa dal cosiddetto "maturity wall", ovvero dalla concentrazione di scadenze del debito contratto negli anni precedenti a tassi particolarmente favorevoli. Il rifinanziamento di tali passività avviene ora in condizioni decisamente più onerose, con un impatto diretto sulla redditività e sulla struttura finanziaria dei Reit. Questo fenomeno introduce una forte componente selettiva: gli operatori con leva finanziaria contenuta, accesso efficiente ai mercati del credito e portafogli di elevata qualità risultano meglio posizionati, mentre quelli più indebitati o esposti a segmenti deboli possono subire pressioni significative. Ne deriva un aumento della dispersione delle performance e una crescente importanza dell'analisi fondamentale a livello di singolo emittente.

Dal punto di vista settoriale, il 2026 accentua ulteriormente la polarizzazione già emersa negli anni precedenti. I comparti caratterizzati da domanda strutturalmente solida - quali logistica, residenziale in locazione (build-to-rent), healthcare e retail alimentare - continuano a mostrare fondamentali robusti, sostenuti da trend demografici, evoluzione dei consumi e vincoli all'offerta. In particolare, la limitata attività di sviluppo, dovuta all'aumento dei costi di costruzione e alle restrizioni finanziarie, contribuisce a sostenere la crescita dei canoni per gli asset prime. Al contrario, segmenti come gli uffici secondari o il retail tradizionale non dominante rimangono sotto pressione, sia per cambiamenti strutturali nella domanda sia per esigenze di capex legate alla transizione energetica e alla riqualificazione degli immobili. In questo quadro, il tema della qualità degli asset assume un ruolo centrale. Gli investitori tendono a privilegiare immobili ben localizzati, efficienti dal punto di vista energetico e supportati da tenant solidi, con contratti di lunga durata. Tale dinamica si riflette direttamente nelle valutazioni dei Reit, premiando i portafogli core e penalizzando quelli esposti a immobili obsoleti o in location secondarie.

Sul piano dell'attività di mercato, le previsioni indicano per il 2026 una graduale ripresa dei volumi di investimento e delle operazioni straordinarie. Il persistente sconto sul Nav e la maggiore disponibilità di capitale opportunistico favoriscono operazioni di M&A, acquisizioni da parte di fondi privati e processi di consolidamento del settore. Questo fenomeno contribuisce a una progressiva razionalizzazione del mercato dei Reit britannici, con una riduzione del numero di operatori e un aumento delle dimensioni medie, elementi che possono migliorare l'efficienza e l'accesso ai capitali nel lungo periodo.

Nonostante tali segnali positivi, il quadro rimane esposto a rischi macroeconomici non trascurabili. La crescita economica del Regno Unito si mantiene modesta, mentre persistono incertezze legate all'evoluzione dell'inflazione e alle dinamiche geopolitiche globali. Questi fattori possono incidere sulla fiducia degli investitori e ritardare la piena compressione dei rendimenti immobiliari.

In sintesi, secondo gli analisti, il 2026 dovrebbe rappresentare per i Reit Uk un anno di transizione avanzata verso una nuova fase del ciclo. Le condizioni di mercato appaiono più stabili rispetto al recente passato, ma non ancora pienamente espansive. Il settore offre un profilo di rendimento prevalentemente orientato al reddito, con potenziale di rivalutazione legato alla chiusura dello sconto sul Nav e alla normalizzazione del contesto finanziario. Tuttavia, tale potenziale si accompagna a una crescente selettività, rendendo imprescindibile un approccio analitico focalizzato sulla qualità degli asset, sulla solidità della struttura finanziaria e sulla capacità gestionale dei singoli operatori.

### 3.2.4. - LE SOCIMI IN SPAGNA

Decisivo il cambio di passo delle Socimi spagnole nel 2025, che segna una netta inversione di tendenza dopo un 2024 complesso, caratterizzato da una contrazione sia della capitalizzazione complessiva sia del numero di veicoli quotati rispetto ai dodici mesi precedenti. Il settore passa così da una fase di recupero a una vera

e propria espansione, dimostrando una rinnovata capacità di attrazione verso nuove categorie di investitori e operatori immobiliari. Quello che sembrava un comparto avviato verso un progressivo consolidamento si rivela invece nuovamente dinamico e profondamente rinnovato.

A trainare questa inversione di tendenza sono stati diversi fattori: un quadro normativo più favorevole, costi di accesso al mercato più contenuti e procedure di quotazione semplificate. Un ruolo determinante è stato svolto dall'introduzione di Bme Scaleup, il nuovo segmento di mercato pensato per facilitare l'accesso alla quotazione di società di dimensioni più contenute. Grazie a questa piattaforma, numerosi imprenditori, family office e gruppi patrimoniali con portafogli immobiliari superiori ai dieci milioni di euro hanno scelto di approdare ai mercati finanziari, contribuendo a rivitalizzare l'intero ecosistema delle socimi.

Il risultato è stato un ritorno alla crescita del numero di veicoli quotati e una rinnovata fiducia nel modello dei reit spagnoli, che si conferma uno degli strumenti più efficaci per valorizzare patrimoni immobiliari, attrarre capitali e favorire la trasparenza del mercato real estate spagnolo. Più che una semplice ripresa, il 2025 rappresenta quindi un anno di rilancio strutturale per il settore, che torna a proporsi come uno dei più vivaci e innovativi nel panorama immobiliare europeo.

Lanciato da Bme alla fine del 2024, il mercato Bme Scaleup ha continuato a registrare una forte capacità di attrazione nei confronti delle socimi anche nel 2025. A fine anno risultavano quotati su questo segmento 38 veicoli, un dato che testimonia il successo dell'iniziativa e il crescente interesse di società immobiliari e patrimoni familiari alla ricerca di un accesso più semplice ed efficiente ai mercati dei capitali. A maggio del 2026 il numero è ulteriormente cresciuto di tre unità.

In un panorama aziendale in rapida evoluzione, guidato dai cambiamenti demografici e dalle tecnologie emergenti, le startup, in particolare le scale-up, sono in crescita in Spagna. Bme Scaleup è progettato per servire specificamente questo segmento di mercato, aiutando a ottenere finanziamenti per sostenere la crescita. Grazie alla quotazione su Bme Scaleup le piccole aziende oltre ad ottenere una maggiore visibilità, rafforzano la loro reputazione e riescono a diversificare ed espandere la propria base azionaria.

Il 2025 si è chiuso con una capitalizzazione di 24,3 miliardi di euro (18,5 punti percentuali in espansione rispetto all'anno precedente) e ben 23 veicoli in più. Il numero dei veicoli sarebbe ancora più alto, se non ci fossero stati nel corso del 2025 diversi avvicendamenti, tra cui il ritiro di cinque veicoli dal mercato borsatil spagnolo e il passaggio di dieci socimi dal Bme Growth al nuovo Bme Scaleup.

I tre principali veicoli quotati del mercato spagnolo - Merlin Properties, Inmobiliaria Colonial Socimi e Gmp Property socimi - esprimono complessivamente una capitalizzazione superiore a 11,7 miliardi di euro, pari a circa il cinquanta per cento del valore complessivo del comparto. Rispetto a dodici mesi prima, il dato evidenzia un incremento di circa 1,5 miliardi di euro, riconducibile in larga misura all'eccellente performance di Merlin Properties, che ha registrato una crescita della propria capitalizzazione di oltre 1,3 miliardi di euro su base annua, corrispondente a un aumento superiore al ventidue per cento.

Il trend positivo è proseguito anche nei primi mesi del 2026: a maggio la capitalizzazione di Merlin Properties ha raggiunto i 9,2 miliardi di euro, segnando un ulteriore incremento di circa il trenta per cento rispetto ai livelli registrati dodici mesi prima.

L'elevato grado di concentrazione del mercato emerge con ancora maggiore evidenza osservando la top ten delle socimi quotate, che a fine 2025 aggregava oltre 16,2 miliardi di euro di capitalizzazione, pari a circa il 66 per cento del valore complessivo del settore. Nei primi mesi del 2026 tale dato ha continuato a crescere, raggiungendo i 19,3 miliardi di euro e confermando la forte polarizzazione del mercato a favore degli operatori di maggiori dimensioni. Tra le performance più significative si distingue Castellana Properties, la cui capitalizzazione è passata da 940 milioni di euro a 1,5 miliardi di euro. L'incremento di 560 milioni di euro corrisponde a una crescita del di circa il sessanta per cento su base annua, riflettendo il forte apprezzamento del titolo e il crescente interesse degli investitori nei confronti della società.

I due veicoli in testa alla classifica, Merlin Properties e Immobiliaria Colonial, restano le socimi con portafogli immobiliari di oltre dodici miliardi di euro, mentre il gruppo più cospicuo continua a essere rappresentato da veicoli quotati sul Bme Growth (diminuiti a 62) e dal 2025 anche da 38 socimi quotate sul Bme Scaleup.

TAV.50 - LE PRIME DIECI SOCIMI OPERATIVE IN SPAGNA NEL 2025

N°	Socimi		Periodo di quotazione	Capitalizzazione (milioni euro)	Patrimonio (milioni euro)	Yield
1	Merlin Properties, Socimi, S.A.	BME	maggio 2014	7.007	12.630	3,9
2	Colonial Sfl, Socimi, S.A.	BME	giugno 2016	3.428	12.430	4,6
3	Gmp Property Socimi, S.A	BME Growth	luglio 2016	1.234	2.375	2,3
4	Vivenio Residencial Socimi, S.A.	BME Growth	dicembre 2018	996	1.859	0,4
5	Castellana Properties Socimi, S.A.	BME Growth	luglio 2018	938	1.029	7,1
6	Helios re socimi, S.A.	BME Scaleup	febbraio 2025	695	875	-
7	Emperador Properties Socimi, S.A.	BME Growth	dicembre 2022	643	675	-
8	Nordeste properties socimi, S.A.	BME Scaleup	giugno 2024	605	288	4,6
9	Zambal Spain Socimi, S.A.	BME Growth	novembre 2015	585	1.001	3,3
10	Atom Hoteles Socimi, S.A.	BME Growth	gennaio 2018	513	858	16,5
<b>Totale</b>				<b>16.644</b>	<b>34.021</b>	<b>5,3</b>

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

Anche nel 2025, Merlin Properties si conferma la maggiore società immobiliare della penisola iberica. La socimi consolida il proprio primato sul podio dei veicoli quotati spagnoli grazie a una capitalizzazione di mercato superiore ai sette miliardi di euro e a una solida crescita patrimoniale. Al 31 dicembre 2025, il portafoglio immobiliare ammontava a 12,63 miliardi di euro, l'incremento rispetto ai 11,54 miliardi di euro del 2024 è stato sostenuto soprattutto dalla rivalutazione degli asset legati ai data center e dagli investimenti effettuati nel corso dell'anno.

Il gruppo mantiene una forte esposizione ai segmenti core del mercato immobiliare iberico, con il portafoglio concentrato principalmente in uffici, che rappresentano la quota predominante degli asset (6,6 miliardi di euro); centri commerciali (2,2 miliardi euro) e logistica (1,5 miliardi euro), comparto che continua a registrare una crescita significativa.

La più grande società della penisola iberica è rimasta attiva nel comparto degli uffici (55,6 per cento) che, insieme ai centri commerciali (17,2 per cento), rappresenta circa tre quarti dei suoi asset in termini di patrimonio. Il tasso di occupazione medio è diminuito a 95,6 per cento (era 96,7 nel 2024) con punte del 96,4 per cento nella logistica e 97 per cento negli shopping centers.

Al 31 dicembre 2025, il portafoglio logistico di Merlin Properties evidenzia un andamento opposto rispetto al 2024 tra Madrid e Barcellona. A Madrid, il tasso di occupazione si è ridotto al 95,3 per cento rispetto al 99,7 per cento del 2024, principalmente per effetto di uscite temporanee e del rilascio di nuovi spazi sul mercato. Al contrario, Barcellona ha registrato un significativo miglioramento, con l'occupancy salita al 98,9 per cento rispetto al 95,8 per cento dei dodici mesi precedenti. Nel complesso, il portafoglio logistico del gruppo ha chiuso il 2025 con un tasso di occupazione del 96,4 per cento, in calo rispetto al 99,4 per cento del 2024, pur mantenendosi su livelli elevati per il mercato logistico iberico

La socimi gestisce oltre quattro milioni di metri quadrati di spazi immobiliari in locazione distribuiti in 120 edifici per uffici (1,3 milioni di metri quadrati e cento conduttori), 120 magazzini logistici (1,5 milioni di metri quadrati), dodici centri commerciali (cinquecento mila metri quadrati e 1.500 tenants) e tre data center operativi nella penisola iberica.

Il business della logistica si conferma motore di crescita, superando in termini di superficie il comparto degli uffici. Il cospicuo portafoglio logistico ammonta già a 1,5 milioni di metri quadrati di superficie, contro gli 1,3 milioni di metri quadrati degli spazi per il lavoro.

Nel 2025 si rafforza ulteriormente l'interesse della socimi verso i data center, ormai considerati una delle asset class strategiche più rilevanti del mercato immobiliare e infrastrutturale globale. La crescita del comparto continua a essere sostenuta dalla diffusione del cloud computing, dalla digitalizzazione dei processi aziendali e dall'aumento esponenziale della domanda di capacità di elaborazione e archiviazione dei dati.

A imprimere una nuova accelerazione al settore è soprattutto lo sviluppo dell'intelligenza artificiale generativa, che sta trasformando radicalmente il panorama tecnologico mondiale. L'adozione sempre più ampia di strumenti basati sull'IA da parte di imprese, pubbliche amministrazioni e consumatori richiede infatti infrastrutture digitali altamente specializzate, in grado di supportare volumi crescenti di dati e potenza computazionale.

In questo scenario, i data center si confermano infrastrutture essenziali per il funzionamento dell'economia digitale e rappresentano un segmento con prospettive di crescita strutturale nel lungo periodo. La forte domanda, unita alla limitata disponibilità di asset di qualità e all'elevata barriera all'ingresso del settore, continua quindi a renderli particolarmente attrattivi per gli investitori istituzionali e per i principali operatori immobiliari europei.

Ad incentivare l'investimento della socimi nel comparto anche il ruolo sempre più importante che la penisola iberica si sta ritagliando come destinazione globale di data center grazie agli sviluppi dei cavi sottomarini intercontinentali.

Nel 2021 Merlin è stata la prima grande socimi spagnola a entrare nel settore dei data center, avviando una partnership strategica con Endeavor per lo sviluppo di quattro infrastrutture digitali a Madrid, Barcellona, Bilbao e Lisbona.

Nel 2025 Merlin Properties ha impresso una decisa accelerazione allo sviluppo della propria piattaforma di data center, trasformando questo segmento in uno dei principali motori di crescita e creazione di valore del gruppo.

La società dispone ormai di una pipeline infrastrutturale tra le più ambiziose del mercato europeo: ai 148 Mw sviluppati nella Fase I si affiancano ulteriori 254 MW previsti nella Fase II, per una capacità complessiva superiore ai quattrocento Mw, mentre la pipeline strategica di lungo periodo supera i due Gw.

La domanda di mercato continua a mostrarsi particolarmente sostenuta: al 31 dicembre 2025 risultano già locati o pre-locati 112 Mw di capacità, con trattative avanzate sulle restanti disponibilità. Il gruppo prevede di raggiungere circa duecento Mw locati o pre-locati entro la fine del 2026.

L'espansione dei data center rappresenta oggi uno degli assi strategici centrali della crescita di Merlin, sostenuta dalla diffusione del cloud computing e soprattutto dall'esplosione della domanda legata all'intelligenza artificiale, che richiede infrastrutture digitali sempre più potenti, efficienti e scalabili.

A regime, il progetto dovrebbe generare circa 397 milioni di euro di ricavi lordi stabilizzati entro il 2030, con un rendimento lordo sul costo pari al 14,4 per cento e margini operativi tra i più elevati del settore infrastrutturale europeo.

Situato nel parco industriale e logistico di Arasur, a sud di Bilbao, il data center di Bilbao Arasur (22 Mw) risulta completamente locato. Le strutture di Edged a Bilbao-Arasur sono costituite da tre edifici occupati dal data center e da un edificio amministrativo. Si trova accanto a un nuovo parco solare da 135 Mw di capacità che fornisce energia pulita e conveniente, con diversi collegamenti sicuri con i centri Edged di Madrid, Barcellona e Lisbona. La sua posizione strategica offre servizi di collocamento sostenibili sulla linea di collegamento tra Europa e Nord America.

La Piattaforma Logistica Lisbona Nord rappresenta uno degli asset strategici del piano di espansione digitale di Merlin Properties. Il cantiere, già avviato, è destinato a diventare uno dei principali hub iberici per l'intelligenza artificiale, il cloud computing e il calcolo ad alte prestazioni. Attraverso questo sviluppo, la socimi rafforza ulteriormente la propria presenza in Portogallo, dove al 31 dicembre 2025 detiene già un portafoglio immobiliare diversificato – tra uffici, logistica e centri commerciali – con un valore complessivo superiore a 1,2 miliardi di euro.

Il Portogallo si sta progressivamente affermando come uno dei mercati europei più attrattivi per le infrastrutture digitali grazie a una combinazione di fattori strategici: la posizione privilegiata nelle connessioni via cavo sottomarine tra Europa, America e Africa, la disponibilità di energia rinnovabile competitiva, la solidità della rete elettrica nazionale e un contesto economico e normativo favorevole agli investimenti tecnologici.

In questo scenario, Merlin punta a trasformare Lisbona in uno dei nodi digitali più rilevanti dell'Europa meridionale, intercettando la crescente domanda di capacità generata dall'espansione dell'intelligenza artificiale e dei servizi cloud di nuova generazione.

Al 31 dicembre 2025 il progetto di riqualificazione nell'area di Azca risulta sostanzialmente completato per quanto riguarda l'edificio Sollube e gli spazi circostanti di Plaza Ruiz Picasso, già locati a tenant di primo livello come Ibm, Sap, Willis Towers Watson e Globant. L'immobile Serantes acquistato da Merlin Properties da El Corte Inglés nel 2022 è entrato in una nuova fase progettuale: nel 2025 il Comune di Madrid ha approvato preliminarmente il piano di demolizione e ricostruzione dell'edificio, che sarà sostituito da un nuovo asset direzionale di ultima generazione integrato nel progetto di rigenerazione urbana "Renazca". Il nuovo sviluppo prevede un edificio più moderno, sostenibile e aperto agli spazi pubblici, con completamento stimato entro circa quattro anni.

Nel corso del 2025 il progetto del Lisboa Logistics Park ha registrato ulteriori sviluppi grazie alla sottoscrizione di accordi con primari operatori logistici per circa 135 mila metri quadrati di superficie locabile. Uno dei principali tenant sarà Worten, società del gruppo Sonae, che ha preso in locazione circa 122 mila metri quadrati all'interno del parco logistico, inclusa una piattaforma da cento mila metri quadrati destinata a diventare uno dei più grandi hub logistici del Portogallo.

Il progetto di Castanheira do Ribatejo si conferma quindi uno degli sviluppi logistici più rilevanti della penisola iberica, consolidando il posizionamento di Merlin nel mercato logistico portoghese.

Nel lungo termine Merlin si pone come obiettivo il consolidamento del ruolo di leader nella logistica e nello sviluppo dei data center, oltre che dedicare le sue risorse nell'Operazione Madrid Nuevo Norte per la realizzazione del nuovo business center, che insieme alle cinque torri già esistenti trasformerà l'area nel nuovo distretto finanziario di Madrid. Con oltre 2,6 milioni di metri quadrati edificabili, circa 10.500 abitazioni, nuovi quartieri direzionali (1,6 milioni di metri quadrati di uffici), infrastrutture ferroviarie e ampie aree verdi, Madrid Nuevo Norte è destinato a trasformarsi nel principale hub finanziario, tecnologico e sostenibile della penisola iberica nei prossimi anni.

Nel 2025 l'operazione Madrid Nuevo Norte ha compiuto un decisivo passo avanti, consolidandosi come uno dei più ambiziosi progetti di rigenerazione urbana d'Europa. Guidato da Bbva, Merlin Properties e Grupo San José attraverso la società promotrice Crea Madrid Nuevo Norte, il progetto punta a ridisegnare il futuro economico e finanziario della capitale spagnola.

Nel corso dell'anno i soci hanno approvato un aumento di capitale da circa 267 milioni di euro destinato all'acquisizione dei terreni di Adif, rafforzando ulteriormente la struttura finanziaria dell'operazione. Parallelamente sono proseguiti i lavori infrastrutturali del progetto Parque Castellana, asse strategico destinato a collegare l'area delle Cuatro Torres con il nuovo distretto urbano.

Da un punto di vista strategico, il progetto si inserisce nel percorso di sviluppo già avviato dalla società con l'iniziativa LandMark III, il cui completamento è previsto nel 2027.

Nel corso del 2025, in continuità con l'anno precedente, Merlin Properties ha mantenuto un approccio particolarmente selettivo sul fronte delle acquisizioni, concentrando la maggior parte del capitale allo sviluppo della piattaforma di data center (Madrid-Tres Cantos e Madrid-Getafe II), alla logistica e ai progetti di rigenerazione urbana.

Tra le principali operazioni strategiche del 2025 figurano l'acquisizione di Loom Salamanca a Madrid, spazio flessibile per uffici di circa due mila metri già integrato nella piattaforma del gruppo, l'acquisto di ulteriori spazi retail all'interno del centro commerciale Almada Forum di Lisbona e alcune acquisizioni mirate di asset direzionali minori nella capitale spagnola.

Nel corso del 2025 sono inoltre proseguiti gli interventi di riqualificazione e rigenerazione urbana nell'area Azca, divenuta uno dei principali hub strategici del portafoglio direzionale di Merlin a Madrid e fulcro della strategia di valorizzazione degli asset prime della società. Tra le operazioni più rilevanti si conferma Plaza Ruiz Picasso, edificio direzionale situato nell'area Azca-Paseo de la Castellana, il principale distretto finanziario di Madrid. L'asset, caratterizzato da un'eccellente accessibilità grazie ai collegamenti metropolitani e ferroviari con Nuevos Ministerios e l'aeroporto di Barajas, ospita tenant internazionali di primo livello, tra cui IBM.

Parallelamente, la socimi ha continuato a lavorare al progetto legato all'aeroporto Adolfo Suárez Madrid-Barajas insieme ad Aena. A fine 2025 risultavano ancora in fase avanzata le negoziazioni per la definizione della partnership strategica destinata allo sviluppo immobiliare e logistico dell'area aeroportuale. Il progetto, considerato uno dei più rilevanti interventi urbanistici connessi all'infrastruttura aeroportuale madrilena, prevede investimenti complessivi stimati in circa 177 milioni di euro, con avvio operativo atteso tra il 2026 e il 2027.

Per quanto riguarda l'ex sede del Banco Espírito Santo a Lisbona, l'immobile è rimasto occupato da Novo Banco durante il 2025, mentre la società ha continuato a lavorare al progetto di riposizionamento e riqualificazione dell'edificio in vista della futura riconversione. L'asset, situato in una delle aree direzionali e commerciali più strategiche della capitale portoghese, rappresenta uno dei principali progetti di valorizzazione del portafoglio lusitano del gruppo.

In sintesi, nel 2025 Merlin Properties ha ulteriormente rafforzato il suo portafoglio immobiliare con particolare attenzione ai data center, mantenendo un patrimonio stabile e un leverage mirato tramite aumento di capitale e debito, con una politica di distribuzione dei profitti stabile e sostenibile.

La società ha mantenuto un portafoglio immobiliare di elevata qualità e fortemente concentrato su asset prime nei principali mercati iberici, continuando parallelamente la valorizzazione delle aree strategiche di Madrid, Lisbona e Barcellona.

Al 31 dicembre 2025 Merlin Properties ha registrato ricavi complessivi pari a 564,9 milioni di euro, in crescita del 9,3 per cento rispetto all'esercizio precedente. I ricavi lordi da locazione hanno raggiunto 541,9 milioni di euro, sostenuti dalla crescita degli affitti, dall'elevata occupazione del portafoglio e soprattutto dal crescente contributo della divisione data center. Il tasso di occupazione del portafoglio di Merlin Properties si è attestato al 95,6 per cento, rispetto al 96,7 per cento registrato nel primo trimestre dell'anno, mantenendosi comunque su livelli particolarmente elevati per il mercato immobiliare iberico.

La performance è stata sostenuta soprattutto dagli uffici (94,2 per cento) e dai centri commerciali, che hanno raggiunto un nuovo massimo storico con un occupancy del 97,0 per cento.

L'utile netto ha raggiunto 283 milioni di euro (quaranta centesimi di euro per azione) sostenuto dalla crescita operativa del portafoglio immobiliare e dal contributo crescente della piattaforma di data center.

La leva finanziaria (Ltv) si è mantenuta sotto controllo, attestandosi al 28,5 per cento in linea con il 2024, mentre la posizione di liquidità del gruppo è rimasta superiore ai due miliardi di euro, garantendo ampia flessibilità finanziaria per sostenere il piano di investimenti. La durata media del debito si è confermata superiore ai quattro anni, con una struttura finanziaria prevalentemente a tasso fisso. Dopo l'aumento di capitale da un miliardo di euro lanciato nel 2024 per finanziare l'espansione nei data center, la società ha confermato l'intenzione di raccogliere ulteriore debito nel 2026 per sostenere la successiva fase di crescita della piattaforma digitale.

Inmobiliaria Colonial, socimi di Pere Viñolas Serra si conferma anche nel 2025 tra i principali operatori immobiliari prime europei, con un portafoglio concentrato sugli uffici core di Parigi, Madrid e Barcellona. Stabile al secondo posto per capitalizzazione (circa 3,5 miliardi di euro).

Al 31 dicembre 2025 il valore degli asset immobiliari ha raggiunto circa 12,2 miliardi di euro, in crescita rispetto agli 11,6 miliardi del 2024, sostenuto dalla rivalutazione degli asset prime e dalla crescita dei canoni di locazione.

Nel 2025 Inmobiliaria Colonial ha ulteriormente rafforzato il profilo sostenibile e prime del proprio portafoglio immobiliare. La quasi totalità degli asset continua a essere certificata secondo i principali standard ambientali internazionali, tra cui Leed e Breeam, confermando la strategia del gruppo focalizzata su immobili di alta qualità, efficienti e sostenibili.

Parallelamente, la società ha mantenuto una forte concentrazione geografica nei mercati core europei: circa il 99 per cento del portafoglio risulta localizzato nelle aree centrali di Parigi, Madrid e Barcellona, con una quota predominante degli asset situata nei rispettivi Cbd, segmento che continua a beneficiare della maggiore domanda locativa e della migliore resilienza del mercato uffici prime.

Alla fine del 2025, il portafoglio del Gruppo Colonial ha ulteriormente consolidato il proprio posizionamento prime, raggiungendo circa 1,7 milioni di metri quadrati complessivi, prevalentemente concentrati nel segmento uffici tra Parigi, Madrid e Barcellona.

La società ha continuato a focalizzarsi sulla valorizzazione degli asset core e sulla riqualificazione sostenibile del portafoglio, mantenendo la maggior parte delle superfici già completate e operative, mentre una quota più contenuta è rimasta interessata da interventi di ristrutturazione, riposizionamento e sviluppo.

Nel corso del 2025 sono inoltre proseguiti alcuni dei principali progetti di trasformazione urbana, con particolare attenzione agli immobili prime localizzati nei Cbd delle principali città europee, segmento che continua a registrare i livelli più elevati di domanda locativa e crescita dei canoni.

I ricavi lordi da locazione si sono attestati a circa quattrocento milioni di euro, in aumento del due per cento su base annua, mentre l'utile netto consolidato ha sfiorato i 345 milioni di euro, in crescita del dodici per cento rispetto al 2024.

Il portafoglio ha mantenuto elevati livelli di occupazione, pari al 92 per cento, con performance particolarmente solide a Parigi, dove l'occupancy si è attestata al 95 per cento. Il portafoglio madrileno ha mantenuto livelli di occupazione intorno al 92 per cento, con punte prossime al 98 per cento negli asset localizzati nel CBD (Central Business District) della capitale spagnola. La crescita dei canoni è rimasta sostenuta.

Sul fronte finanziario, Colonial ha chiuso il 2025 con una posizione di liquidità superiore a 2,8 miliardi di euro, un Loan-to-Value intorno al 37,5 per cento e un costo medio del debito inferiore al due per cento, confermando una struttura patrimoniale solida nonostante il nuovo ciclo di investimenti e sviluppo.

La società ha sottoscritto nuovi contratti e rinnovi per oltre centoquaranta mila metri quadrati complessivi, con una crescita dei canoni trainata soprattutto dagli asset di qualità prime. Il mercato spagnolo ha continuato a rappresentare una componente rilevante dell'attività locativa, con Madrid e Barcellona sostenute da una domanda particolarmente dinamica nei distretti direzionali centrali.

Nel dettaglio, Madrid ha confermato performance particolarmente solide sia sul fronte dei rinnovi sia delle nuove locazioni, mentre Barcellona ha mantenuto elevati livelli di retention degli inquilini. Parigi si è distinta ancora una volta come il mercato più resiliente e performante del gruppo, registrando i maggiori incrementi dei canoni rispetto ai valori di mercato.

I solidi risultati del 2025 riflettono chiaramente la tendenza alla polarizzazione del mercato, caratterizzata da una domanda che privilegia prodotti di prima qualità di grado A nelle migliori location.

La società ha concentrato gli investimenti soprattutto su progetti di redevelopment e riposizionamento sostenibile di immobili direzionali core, proseguendo la trasformazione di diversi asset strategici ad alta efficienza energetica.

Tra i principali sviluppi del 2025 figura il proseguimento del grande progetto Méndez Álvaro / Madnum a Madrid, uno dei più importanti interventi mixed-use della capitale spagnola. Consegnato nel 2024 il Madnum Urban Campus, un complesso situato a sud del Paseo de la Castellana di Madrid con oltre sessantamila metri quadrati di uffici e spazi commerciali.

La porzione uffici è di 56 mila metri quadrati suddivisi in quattro corpi di fabbrica indipendenti, di questi tremila metri quadrati destinati al coworking e gestiti da Utopicus, mentre al residenziale sono destinati trenta mila metri quadrati. Il progetto prevede inoltre un'area commerciale di cinque mila metri quadrati, destinata principalmente a ristoranti, e altri 6.500 metri quadrati di aree verdi.

Questo progetto sta suscitando un grande interesse da parte del mercato, è concepito come un vero e proprio "urban campus", pensato per integrare lavoro, servizi, benessere e sostenibilità all'interno di un unico ecosistema urbano. Il progetto punta infatti a intercettare la crescente domanda di uffici prime flessibili e ad alta efficienza energetica, in linea con la strategia Esg di Colonial. Nel corso del 2025 sono proseguiti i lavori di sviluppo e commercializzazione del complesso, che rappresenta uno dei principali driver di crescita futura del gruppo nel mercato direzionale madrileno.

Dopo lunghe trattative Colonial ha ceduto la porzione residenziale per 130 milioni di euro (ovvero 350 mila euro per ciascuno dei 374 alloggi) a Bankinter. Il residenziale non rappresenta un business strategico per la società e già in passato aveva dismesso il suo portafoglio residenziale per concentrarsi sugli uffici prime a Madrid, Barcellona e Parigi. In tal modo Bankinter, uno dei player più rilevanti nell'acquisizione di asset

immobiliari degli ultimi anni, debutta nel mercato quotato con Palatino Residencial. Questa società aspira a creare un portafoglio di sei mila alloggi, per il quale mobilerà un miliardo di investimenti, con particolare attenzione alla città di Madrid, data la carenza di alloggi e le aspettative di rivalutazione esistenti.

Nel corso del 2025 Inmobiliaria Colonial ha continuato a sviluppare e gestire il proprio modello di uffici ibridi e flessibili attraverso la piattaforma Utopicus, confermando il forte interesse del mercato per spazi che integrano formule flex e locazione tradizionale.

Asset come Diagonal 530, Ramón de la Cruz 84, Plaza de Vergara 11-2, Castellana 163 e Silvela 42 risultano ancora operativi e inseriti nella strategia del gruppo orientata a uffici di nuova generazione, caratterizzati da maggiore flessibilità, servizi integrati e standard qualitativi elevati.

Sul fronte parigino, attraverso la controllata Sfl, prosegue l'avanzamento delle riqualificazioni prime nel Cbd della capitale. Ulteriori investimenti negli asset core di Barcellona, con focus su sostenibilità, flessibilità degli spazi e qualità ambientale degli edifici.

Parallelamente, Colonial ha continuato a rafforzare il profilo Esg del portafoglio, mantenendo una delle più alte concentrazioni europee di immobili certificati Leed e Breeam e consolidando la propria esposizione agli uffici prime di nuova generazione.

Nel corso del 2025 Inmobiliaria Colonial ha continuato a valorizzare gli asset iconici completati negli ultimi anni, tra cui il flagship store Adidas sugli Champs-Élysées e il progetto Louvre Saint-Honoré, confermando la strategia del gruppo focalizzata su immobili trophy e mixed-use nelle location più prestigiose di Parigi.

Particolare rilievo continua ad avere il complesso Louvre Saint-Honoré, situato nell'area di Palais-Royal, destinato a ospitare il nuovo museo della Fondation Cartier progettato da Jean Nouvel. L'edificio si distingue per standard architettonici, tecnologici e ambientali di livello internazionale e rappresenta uno degli asset simbolo del portafoglio prime francese della società.

A Barcellona, dopo il completamento della riqualificazione della torre direzionale Diagonal 197, un'importante torre per uffici situata a Barcellona con quindici mila metri quadrati su sedici piani, continua il processo di commercializzazione, confermandosi uno dei principali progetti uffici di nuova generazione della città.

Un'altra ristrutturazione in corso riguarda l'asset Haussmann - Saint Augustin, un immobile di prim'ordine situato in una delle aree più prestigiose della capitale francese, destinato a rafforzare ulteriormente la

Nel 2025 Colonial ha inoltre proseguito l'implementazione della pipeline Alpha X, programma strategico di redevelopment urbano che comprende progetti mixed-use e sostenibili tra Parigi, Madrid e Barcellona. Il nuovo portafoglio di progetti, che copre oltre cento mila metri quadrati di riqualificazione urbana, comprende due attività nel centro di Parigi, un campus commerciale a Madrid e un progetto Life Science/Healthcare a Barcellona e genererà ricavi da locazione annuali aggiuntivi di oltre sessanta milioni di euro. La pipeline, focalizzata su oltre centomila mila metri quadrati di riqualificazione urbana, continua a rappresentare uno dei principali driver di crescita futura del gruppo, con l'obiettivo di generare significativi incrementi dei ricavi locativi nei prossimi anni.

Nel corso del 2025 Inmobiliaria Colonial ha accelerato il programma di dismissioni strategiche annunciato a fine anno, focalizzato sulla vendita di asset maturi o non core privi di ulteriore potenziale di valorizzazione. La società ha completato cessioni per oltre trecento milioni di euro, tutte concluse a valori pari o superiori alle ultime valutazioni, confermando la forte liquidità del mercato per immobili prime. Tra le operazioni più rilevanti spicca la vendita dell'immobile Marceau a Parigi – sede di Goldman Sachs – per oltre 240

milioni di euro, una delle transazioni più importanti realizzate nel mercato parigino degli uffici negli ultimi anni.

Parallelamente, Colonial ha proseguito la rotazione del portafoglio attraverso la cessione di ulteriori asset secondari e immobili non strategici, con l'obiettivo di liberare capitale da reinvestire nei principali progetti di redevelopment urbano e nella pipeline Alpha X. Le dismissioni hanno inoltre consentito alla società di ridurre il leverage e rafforzare ulteriormente la flessibilità finanziaria del gruppo.

Dopo la ripresa registrata nel 2024, il 2025 ha rappresentato un ulteriore anno di consolidamento per le principali socimi quotate sul Bme Growth. Il miglioramento delle condizioni finanziarie, favorito dal progressivo allentamento della politica monetaria della Banca Centrale Europea, ha sostenuto la ripresa del mercato immobiliare spagnolo, contribuendo a una nuova crescita dei valori patrimoniali e a un rafforzamento dei risultati economici delle società quotate.

Nel corso dell'anno il valore complessivo degli asset detenuti dalle principali SOCIMI ha continuato a crescere, beneficiando sia dell'apprezzamento degli immobili sia dell'attività di investimento e sviluppo realizzata dagli operatori. Parallelamente, la riduzione del costo del capitale ha favorito una progressiva rivalutazione dei portafogli, particolarmente evidente nei comparti logistico, retail dominante e living.

L'andamento favorevole delle valutazioni si è riflesso positivamente sugli utili e sul Net Asset Value delle società, mentre i ricavi locativi hanno continuato a beneficiare dell'indicizzazione dei canoni e di livelli occupazionali generalmente elevati. Pur in presenza di un'inflazione in progressiva normalizzazione, molti contratti hanno continuato a incorporare meccanismi di adeguamento che hanno sostenuto la crescita del fatturato e della redditività operativa.

Anche il mercato dei capitali ha mostrato segnali di rafforzamento. La capitalizzazione complessiva delle socimi quotate è tornata a crescere dopo la contrazione osservata nel 2024, sostenuta dall'ottima performance dei principali operatori, in particolare Merlin Properties, Colonial e Castellana Properties. Il rinnovato interesse degli investitori, unito al successo del segmento BME Scaleup, ha inoltre favorito l'ingresso di nuovi veicoli quotati, confermando il ruolo delle socimi come uno dei principali strumenti di investimento immobiliare del mercato spagnolo.

Nel 2025 Gmp Property socimi continua a consolidarsi come uno degli operatori più specializzati e riconosciuti del mercato uffici prime spagnolo, con un portafoglio fortemente concentrato a Madrid e focalizzato esclusivamente su asset direzionali di alta qualità. La società, storicamente controllata dalla famiglia Montoro e partecipata da GIC Singapore, mantiene una strategia estremamente selettiva basata su sostenibilità, innovazione tecnologica e localizzazione core.

Il portafoglio di Gmp è costituito principalmente da immobili situati nel cbd e nei principali distretti direzionali della capitale spagnola, tra cui Castellana, Campo de las Naciones e l'area delle Cuatro Torres. Gli asset si distinguono per elevati standard ESG, ampie certificazioni ambientali e una forte attenzione alla qualità dell'esperienza lavorativa, elemento che continua a sostenere la domanda di uffici premium nonostante l'evoluzione dei modelli di lavoro ibridi.

Nel corso del 2025 la società ha proseguito l'attività di valorizzazione del portafoglio attraverso interventi di repositioning e miglioramento energetico degli edifici, mantenendo livelli di occupancy particolarmente elevati rispetto alla media del mercato madrileno. GMP continua inoltre a beneficiare della crescente polarizzazione del settore uffici verso immobili Grade A altamente sostenibili e localizzati nelle aree più consolidate della città.

La strategia finanziaria rimane prudente, con una leva contenuta e una gestione orientata alla stabilità dei flussi di cassa di lungo periodo, confermando GMP tra gli operatori privati più solidi e patrimonializzati del real estate iberico.

Nel 2025 Castellana Properties continua a rafforzare il proprio posizionamento come uno dei principali operatori retail della penisola iberica, con una strategia focalizzata su centri commerciali dominanti e retail park ad alta produttività localizzati principalmente in Spagna e Portogallo. Controllata dal fondo sudafricano Vukile Property Fund, la socimi ha consolidato negli ultimi anni una piattaforma retail caratterizzata da asset resilienti, forte componente food & beverage e crescente orientamento leisure.

Il portafoglio supera ormai venti asset commerciali tra shopping center e retail park, con una presenza particolarmente rilevante nei mercati regionali spagnoli e un progressivo rafforzamento dell'esposizione in Portogallo. La società continua a beneficiare della ripresa dei consumi e dell'elevata affluenza nei centri dominanti, che hanno registrato crescita delle vendite retailer, aumento del footfall e livelli di occupancy prossimi ai massimi storici.

Nel corso del 2025 Castellana ha ulteriormente accelerato la strategia di valorizzazione del portafoglio attraverso refurbishment mirati, ampliamento dell'offerta leisure e rafforzamento della componente esperienziale degli asset, elementi ormai centrali nell'evoluzione del retail fisico europeo. La società mantiene inoltre una forte attenzione alla sostenibilità e all'efficienza energetica degli immobili, con investimenti crescenti in certificazioni esg e riduzione dei consumi energetici.

Dal punto di vista operativo, i risultati continuano a mostrare elevata resilienza: la crescita dei canoni, la solidità degli incassi e l'elevato tasso di occupancy confermano la capacità degli asset dominanti di mantenere attrattività anche in un contesto di consumi più selettivo. Parallelamente, Castellana beneficia della crescente polarizzazione del mercato retail verso i centri commerciali di maggiore qualità e meglio integrati nei rispettivi bacini urbani.

La struttura finanziaria rimane equilibrata, sostenuta dal supporto del socio Vukile e da una gestione prudente della leva, consentendo alla società di continuare a investire nella crescita del portafoglio e nella valorizzazione degli asset strategici della piattaforma iberica.

Nel 2025 Vivenio si conferma una delle principali piattaforme residenziali multifamily della Spagna e uno dei player più rilevanti nel segmento build-to-rent iberico. Controllata da APG e gestita da Renta Corporación, la società continua a beneficiare della forte crescita strutturale della domanda di locazione residenziale nei principali mercati urbani spagnoli.

Il portafoglio della socimi è concentrato prevalentemente a Madrid, Barcellona, Malaga, Valencia e nelle principali aree metropolitane ad alta crescita demografica, con migliaia di appartamenti destinati alla locazione professionale. La piattaforma ha proseguito nel 2025 l'espansione attraverso nuovi sviluppi build-to-rent e il completamento di diversi progetti residenziali di ultima generazione, caratterizzati da elevati standard energetici e servizi integrati destinati a una domanda sempre più orientata verso housing flessibile e di qualità.

L'occupancy si mantiene su livelli estremamente elevati grazie alla persistente carenza di offerta residenziale nei principali mercati spagnoli, mentre la crescita dei canoni continua a sostenere i risultati operativi della società. In questo contesto, Vivenio rappresenta uno dei principali beneficiari del progressivo consolidamento del multifamily istituzionale in Spagna, segmento che continua ad attrarre capitali internazionali grazie alla forte domanda strutturale e alla limitata disponibilità di prodotto moderno.

Nel corso del 2025 la società ha inoltre rafforzato ulteriormente il focus ESG e la qualità del portafoglio, consolidando il proprio posizionamento come operatore di riferimento nel mercato residenziale istituzionale spagnolo.

Nel 2025 la trasformazione di Lar España si è definitivamente completata con la nascita di Helios real estate Hlre Socimi, nuova piattaforma immobiliare controllata da Hines e Grupo Lar e interamente focalizzata sul retail iberico dominante. L'operazione segna una delle più rilevanti privatizzazioni recenti del mercato

immobiliare spagnolo e testimonia il rinnovato interesse degli investitori internazionali per gli shopping center prime della penisola iberica.

Dopo il delisting dal Mercado Continuo, la nuova società ha consolidato un portafoglio composto esclusivamente da asset retail dominanti, caratterizzati da elevata qualità, forte catchment area e performance operative particolarmente solide. Il portafoglio supera 1,3 miliardi di euro di valore e mantiene livelli di occupancy prossimi al 97 per cento, confermando la resilienza degli shopping center prime anche in un contesto di consumi più selettivo.

L'ingresso di Hines ha inoltre impresso una forte accelerazione alla strategia industriale della piattaforma, orientata alla valorizzazione degli asset attraverso redevelopment mirati, incremento della componente leisure e food & beverage e rafforzamento dell'esperienza omnicanale. Parallelamente, il rifinanziamento da oltre ottocento milioni di euro concluso nel 2025 ha consentito di stabilizzare la struttura finanziaria della società dopo l'opa, garantendo ampia flessibilità per sostenere nuovi investimenti e ulteriori interventi di riposizionamento del portafoglio.

Hlre si posiziona oggi come uno dei principali operatori retail privati della Spagna, con una strategia focalizzata su asset dominanti e ad alta produttività, in grado di intercettare la ripresa dei consumi e la crescente polarizzazione del mercato verso i centri commerciali di maggiore qualità.

Il comparto alberghiero continua a beneficiare del forte dinamismo del settore turistico, confermandosi tra le asset class più apprezzate dagli investitori. Parallelamente, una quota crescente di capitali si sta orientando verso segmenti alternativi, quali le residenze per anziani, gli studentati e le infrastrutture digitali, con particolare riferimento ai data center, un settore ancora relativamente contenuto in termini dimensionali ma caratterizzato da elevate prospettive di crescita.

Nel comparto retail, i centri commerciali continuano a confrontarsi con la crescente diffusione del commercio elettronico, che ha modificato in modo strutturale le abitudini di consumo e compresso la redditività di alcuni format tradizionali. Al contrario, l'espansione dell'e-commerce ha ulteriormente rafforzato la domanda di spazi logistici, sostenendo i fondamentali del settore e confermandone l'attrattività agli occhi degli investitori istituzionali.

La logistica continua, pertanto, a rappresentare una delle asset class più dinamiche del mercato immobiliare europeo, mentre il settore degli uffici mostra una sostanziale stabilità. Tuttavia, il consolidamento dei modelli di lavoro flessibile introdotti durante la pandemia, unito al rallentamento dell'attività economica in alcuni comparti produttivi, continua a incidere sui livelli di occupazione degli immobili direzionali, determinando un graduale aumento dei tassi di vacancy nei mercati meno prime.

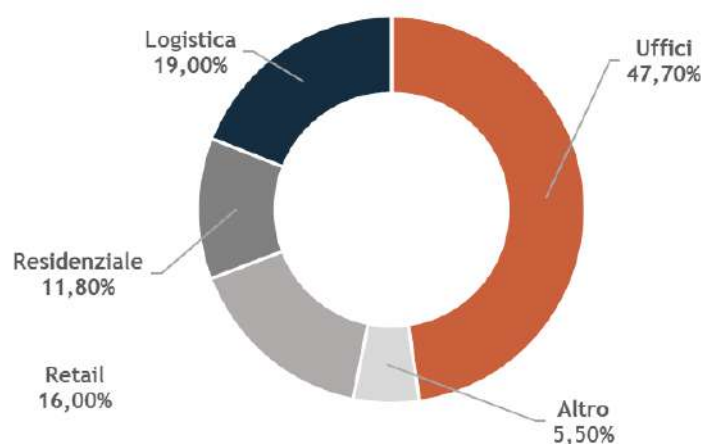
Anche il comparto residenziale mantiene una forte capacità di attrazione, grazie alla sua natura difensiva e alla capacità di preservare valore in contesti caratterizzati da elevata inflazione e volatilità dei mercati finanziari. All'interno del segmento living, i rendimenti più interessanti continuano a concentrarsi nei comparti alternativi, in particolare nelle residenze per anziani e negli studentati.

Quest'ultimo settore sta attraversando una fase di significativa espansione, sostenuta dall'aumento della mobilità studentesca internazionale e dalla persistente carenza di strutture moderne e professionali. Il mercato degli student housing rimane infatti ancora frammentato e presenta ampi margini di consolidamento e istituzionalizzazione.

Prosegue infine la crescita dei data center e delle infrastrutture legate alle scienze della vita e alla sanità, comparti che beneficiano di trend strutturali di lungo periodo quali la digitalizzazione dell'economia, l'espansione dell'intelligenza artificiale, l'invecchiamento della popolazione e la crescente domanda di servizi sanitari specializzati.

## TAV.51 - ASSET ALLOCATION DELLE SOCIMI SPAGNOLE

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Socimi

## 3.2.5. - LE SIGI IN PORTOGALLO

Il Portogallo presenta un contesto macroeconomico complessivamente resiliente, sostenuto da una domanda interna stabile, dal peso dei consumi privati e da un progressivo rafforzamento degli investimenti. Il Paese beneficia inoltre di un posizionamento competitivo in alcuni settori chiave, tra cui turismo, servizi, infrastrutture e real estate, che continuano a contribuire all'attrattività del mercato per investitori domestici e internazionali.

Dal punto di vista immobiliare, il mercato portoghese rimane di dimensioni più contenute rispetto ai principali mercati europei, ma presenta segmenti rilevanti quali retail alimentare, logistica, uffici prime, hospitality e progetti residenziali/turistici. La domanda è sostenuta soprattutto nelle principali aree urbane, come Lisbona e Porto, e nelle zone a forte vocazione turistica, come l'Algarve.

In questo contesto, le **Sigi** rappresentano un segmento ancora limitato del mercato immobiliare portoghese. Rispetto ad altri mercati europei più maturi, il numero di veicoli e la dimensione dei portafogli appaiono contenuti, con una forte concentrazione su singoli immobili, portafogli ristretti o destinazioni d'uso specifiche. Questa caratteristica riflette sia la scala ridotta del mercato domestico sia una fase ancora iniziale di sviluppo dello strumento Sigi.

**Olimpo Real Estate Portugal, Sigi, s.a. / Ores Portugal** presenta un portafoglio focalizzato su supermercati, ipermercati e logistica; **Atrium Bire, Sigi, s.a** è concentrata su un unico immobile mixed-use a Lisbona; **Vila dos Números** mostra un profilo più orientato a sviluppo, locazione e progetti turistico-residenziali. Ne deriva un mercato ancora poco diversificato, con veicoli specializzati e dimensioni inferiori rispetto ai principali Reit europei, ma inserito in un contesto immobiliare nazionale sostenuto da segmenti strutturalmente rilevanti come retail, turismo, servizi e logistica.

Il regime portoghese dei reit è stato introdotto con il Decreto-Legge n. ° 19/2019, del 28 gennaio 2019, entrato in vigore il 1° febbraio 2019, creando le Sigi - Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária. Le Sigi sono veicoli societari destinati all'investimento immobiliare, con azioni obbligatoriamente quotate su mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione, e soggette a requisiti specifici di flottante, composizione patrimoniale, indebitamento e distribuzione degli utili.

In sintesi, una Sigi deve avere un capitale minimo di cinque milioni di euro; almeno il venti per cento del capitale deve essere diffuso tra investitori che detengono meno del due per cento dei diritti di voto; dal secondo anno, almeno l'ottanta per cento degli asset deve essere rappresentato da immobili, partecipazioni in Sigi o veicoli immobiliari qualificati; almeno il 75 per cento degli asset deve essere destinato a locazione o ad altre forme di utilizzo economico; immobili e partecipazioni devono essere detenuti per almeno tre anni; l'indebitamento non può superare il sessanta per cento degli asset.

Dal punto di vista fiscale, le Sigi sono tecnicamente soggette a Cit - Corporate Income Tax, ma alcune categorie di reddito, tra cui affitti qualificati e plusvalenze immobiliari qualificate, possono essere escluse dalla tassazione a livello della società. La tassazione avviene prevalentemente a livello degli azionisti, su dividendi, rimborsi e plusvalenze. In generale, per azionisti non residenti senza stabile organizzazione in Portogallo, può applicarsi una ritenuta ridotta del dieci per cento su dividendi e rimborsi.

Sebbene il regime sigi sia stato introdotto in Portogallo nel 2019 e Ores sia stata costituita nello stesso anno, il mercato si è sviluppato in modo graduale. Tra 2021 e 2023 risultano due sigi, mentre dal 2024 il numero sale a tre con l'ingresso di **Vila dos Números**.

La capitalizzazione complessiva è passata da circa 44 milioni di euro nel 2021 a circa centosessanta milioni di euro nel 2025. L'incremento più rilevante si osserva tra 2022 e 2023, quando la capitalizzazione passa da circa 56 milioni di euro a circa 154 milioni di euro. Tra 2024 e 2025, invece, il mercato rimane sostanzialmente invariato, con capitalizzazione stabile intorno a centosessanta milioni di euro. Nel complesso, il mercato resta ancora di dimensioni contenute rispetto ai principali mercati REIT europei, ma mostra una progressiva evoluzione.

Le Sigi portoghesi sono attualmente tre e presentano dimensioni molto diverse tra loro. In termini di capitalizzazione, la principale è Atrium Bire, seguita da Olimpo Real Estate Portugal / Ores Portugal, che è stata la prima Sigi portoghese quotata. La più piccola per capitalizzazione e anche la più recente tra quelle analizzate è Vila dos Números.

Atrium Bire è il primo portoghese per capitalizzazione, con circa 110,3 milioni di euro nel 2025. La società è stata costituita il 25 luglio 2022 ed è stata ammessa alla negoziazione su Euronext Access Lisbon il 13 aprile 2023. È legata a Sonae Sierra e Bankinter per la gestione operativa e finanziaria.

La strategia di Atrium è focalizzata sulla valorizzazione dell'unico asset in portafoglio, Atrium Saldanha, attraverso il mantenimento di elevati livelli di occupazione, il miglioramento dell'offerta commerciale e l'introduzione di nuovi concept e tenant qualificati.

Nel 2025 Atrium registra una capitalizzazione di circa 110,3 milioni di euro, sostanzialmente stabile rispetto al 2024. Il Nav contabile si attesta a 116 milioni di euro, in lieve aumento rispetto ai 115,7 milioni di euro dell'anno precedente, pari a una crescita dello 0,3 per cento. Anche il GAV risulta in marginale incremento, passando da 209,6 milioni di euro nel 2024 a 210,6 milioni di euro nel 2025. Il rendimento generato dall'asset supera di poco i 13 milioni di euro, sostanzialmente in linea con il 2024, e rappresenta l'11,8 per cento della capitalizzazione di mercato, confermando un profilo reddituale stabile.

Il portafoglio è composto da un unico asset, Atrium Saldanha, situato in Praça Duque de Saldanha, a Lisbona. Si tratta di un immobile mixed-use con prevalenza uffici, affiancato da commercio/retail e parcheggio

sotterraneo. L'asset ha circa 32 mila mq GLA, oltre cento tenant e un'occupazione prossima al cento per cento.

Ores Portugal è la seconda Sigi portoghese per capitalizzazione, con circa 43,7 milioni di euro nel 2025, ma è la prima Sigi nata e quotata in Portogallo. La società è stata costituita l'8 novembre 2019 ed è stata ammessa alla negoziazione su Euronext Access Lisbon a giugno 2020. Nasce con l'obiettivo di replicare in Portogallo il modello già sviluppato in Spagna con Olimpo Real Estate socimi, veicolo anch'esso promosso da Sonae Sierra e Bankinter.

La strategia di Ores è orientata all'investimento in asset difensivi, con focus prevalente su retail alimentare e logistica, caratterizzati da contratti di locazione di lungo periodo, tenant primari e localizzazioni consolidate.

Nel 2025 Ores registra una capitalizzazione di circa 43,7 milioni di euro, in calo rispetto ai 46,4 milioni del 2024, con una flessione di circa il 5,8 per cento. Il Nav contabile si attesta a 41,3 milioni di euro, rispetto ai 42,9 milioni dell'anno precedente, evidenziando una diminuzione del 3,7 per cento, mentre il Gav raggiunge 87,9 milioni di euro, in lieve crescita rispetto agli 87,3 milioni del 2024. Il rendimento generato dagli asset ammonta a circa 5,51 milioni di euro, in aumento rispetto ai 5,38 milioni del 2024. Rapportato alla capitalizzazione di mercato, tale valore rappresenta il 12,6 per cento, in crescita rispetto all'11,6 per cento registrato l'anno precedente, con un incremento di cento punti base.

Il portafoglio è composto da dieci asset immobiliari, di cui nove in Portogallo e uno in Spagna, per una superficie complessiva di circa 62 mila mq. Gli immobili sono prevalentemente supermercati e ipermercati locati a operatori primari come Continente, Modelo Continente, Pingo Doce e Mercadona, oltre a un asset logistico locato al Grupo Luís Simões. Gli asset sono localizzati in diverse città portoghesi, tra cui Porto, Vila Nova de Gaia, Covilhã, Guarda, Ponte de Lima, Cantanhede, Mozelos, Faro e Amadora, oltre a un immobile in Spagna, a Saragozza.

Vila dos Números è la più piccola Sigi portoghese per capitalizzazione, con circa sei milioni di euro, ed è anche la più giovane tra quelle analizzate. Risulta già operativa come Sigi nel bilancio 2024 ed è stata ammessa alla negoziazione su Euronext Access Lisbon il 25 giugno 2024. Per questa società sono disponibili dati ufficiali solo fino al bilancio 2024; non risulta disponibile un bilancio 2025 comparabile a quello di ORES e Atrium.

La strategia di Vila dos Números è orientata alla promozione e gestione di asset immobiliari urbani e rustici, con focus su locazione, sviluppo immobiliare e progetti a vocazione turistico-residenziale.

La capitalizzazione risulta pari a circa sei milioni di euro sia nel 2024 sia nel 2025. Il Nav contabile 2024, inteso come patrimonio netto, è pari a 6,62 milioni di euro. Il rendimento 2024, inteso come ricavi da vendite e servizi prestati, è pari a circa 0,34 milioni di euro e rappresenta circa il 5,6 per cento della capitalizzazione di mercato.

Il portafoglio è orientato a locazione, sviluppo immobiliare e progetti turistico-residenziali. Gli asset e i progetti citati riguardano principalmente Lisbona, Cascais e l'area Faro/Algarve, con iniziative specifiche a Loulé e Silves. In sintesi, si tratta di un portafoglio più orientato allo sviluppo e alla valorizzazione immobiliare rispetto alle altre due SIGI, con esposizione a turismo rurale, hospitality, residenziale/turistico e immobili destinati a rendita.

## TAV.52 - LE SIGI OPERATIVE IN PORTOGALLO NEL 2025

N°	Sigi	Periodo di quotazione	Capitalizzazione (milioni euro)	Patrimonio (milioni euro)	Yield
1	Olimpo Real Estate Portugal, SIGI, S.A. / ORES Portugal	giugno 2020	44	41	0,13
2	Atrium Bire, SIGI, S.A.	aprile 2023	110	116	0,12
3	Vila dos Números, SIGI, S.A.	giugno 2024	6	6	0,06
Totale			160	163	0,1

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

## 3.2.6. - LE SZIT IN UNGHERIA

L'Ungheria è un'economia aperta e fortemente integrata con il ciclo europeo, ma nel 2025 il quadro macroeconomico rimane caratterizzato da crescita contenuta e pressioni inflazionistiche ancora presenti. La maggiore prudenza degli operatori si riflette anche sul mercato immobiliare commerciale, dove l'attività di investimento resta selettiva e concentrata sugli asset più liquidi e meglio posizionati. Il mercato immobiliare istituzionale è fortemente polarizzato su Budapest, principale centro economico e direzionale del Paese, con un'offerta investibile composta soprattutto da uffici, logistica, retail e hotel.

All'interno di questo quadro, i Szit quotati rappresentano una componente ancora circoscritta del mercato immobiliare ungherese. Una parte significativa dell'investimento regolamentato continua infatti a transitare attraverso i fondi immobiliari, che nel Paese mantengono un ruolo importante. Il segmento Szit resta quindi numericamente ristretto, ma costituisce un osservatorio utile sull'evoluzione degli operatori immobiliari quotati e sullo sviluppo di strumenti assimilabili ai Reit nel contesto ungherese.

Il regime reit ungherese, denominato Szit - szabályozott ingatlanbefektetési társaság, traducibile in italiano come "società regolamentata di investimento immobiliare", è stato introdotto nel 2011 con l'obiettivo di favorire la costituzione di veicoli quotati dedicati all'investimento, alla gestione e allo sviluppo di asset immobiliari. La normativa prevede che tali società assumano la forma di società per azioni pubbliche, siano registrate presso l'autorità fiscale ungherese e dispongano di un capitale minimo pari a cinque miliardi di fiorini ungheresi, corrispondenti a circa dodici-tredici milioni di euro.

Sul piano patrimoniale, almeno il settanta per cento del totale degli attivi deve essere costituito da immobili, mentre un singolo asset immobiliare o le partecipazioni detenute in altri Reit non possono rappresentare più del trenta per cento del totale degli attivi

Il livello di indebitamento è limitato al sessantacinque per cento del valore degli asset immobiliari per il Reit e al settanta per cento per le eventuali società veicolo controllate. La normativa richiede inoltre la proposta annuale di distribuzione del novanta per cento degli utili o delle attività monetarie distribuibili, mentre le Spv immobiliari sono tenute alla distribuzione integrale degli utili distribuibili. È prevista anche una valutazione trimestrale del portafoglio immobiliare. Sul piano fiscale, il principale beneficio è rappresentato dall'esenzione, in linea generale, dall'imposta sul reddito delle società e dall'imposta locale sulle attività economiche per i redditi qualificati del Reit e delle Spv.

Nel 2025 il Nav aggregato dei due veicoli ungheresi analizzati si attesta a circa 408 milioni di euro, in calo rispetto ai 471 milioni di euro del 2024. La riduzione, pari a circa 63 milioni di euro e corrispondente a una flessione del 13,4 per cento, interrompe la fase di stabilizzazione registrata nell'anno precedente. La dinamica del periodo 2022-2025 evidenzia tre fasi distinte: una forte crescita nel 2023, con il NAV aggregato passato da 234 a 470 milioni di euro; una fase di sostanziale stabilità nel 2024; e una correzione nel 2025.

La flessione del valore aggregato non implica tuttavia un peggioramento uniforme dei fondamentali operativi. Entrambi i veicoli mostrano infatti un rendimento immobiliare lordo in miglioramento rispetto all'anno precedente, calcolato come rapporto tra ricavi da locazione o ricavi ricorrenti e valore degli asset immobiliari. La riduzione del Nav riflette piuttosto dinamiche di mercato, variazioni di perimetro e, nel caso di Graphisoft Park, la cessione di una porzione dell'area di sviluppo meridionale, che ha ridotto il valore complessivo del portafoglio immobiliare pur generando un effetto positivo straordinario sul risultato economico.

Tra i due veicoli Szit considerati, Bif Plc. / Budapesti Ingatlan Nyrt. è il più grande per patrimonio. Nel 2025 il Nav/patrimonio della società si attesta a circa 241 milioni di euro, in calo rispetto ai circa 303 milioni di euro del 2024, con una variazione di meno 62 milioni di euro, pari a meno 20,5 per cento. La capitalizzazione di mercato è pari a circa 237 milioni di euro nel 2025. Il rendimento immobiliare lordo del portafoglio, calcolato come rapporto tra ricavi ricorrenti e valore degli asset immobiliari, passa dal 9,3 per cento del 2024 al 10,2 per cento del 2025, con un incremento di più 0,9 punti percentuali.

La strategia di Bif Plc. / Budapesti Ingatlan Nyrt è orientata alla gestione, locazione e valorizzazione di un portafoglio immobiliare diversificato. La società investe prevalentemente in uffici, ma il portafoglio comprende anche parcheggi, hotel, immobili residenziali, immobili storici e aree di sviluppo. La localizzazione resta fortemente concentrata su Budapest, con esposizione principale al mercato urbano della capitale ungherese.

Graphisoft Park Se presenta invece un profilo più specializzato. Nel 2025 il Nav a fair value si attesta a circa 167 milioni di euro, sostanzialmente stabile rispetto ai circa 168 milioni di euro del 2024, con una variazione di meno 0,4 milioni di euro, pari a meno 0,2 per cento. La capitalizzazione di mercato è pari a circa 140 milioni di euro nel 2025. Il rendimento immobiliare lordo del portafoglio passa dal 7,5 per cento del 2024 all'8,3 per cento del 2025, con un incremento di più 0,8 punti percentuali.

La strategia di Graphisoft Park è focalizzata sulla gestione e valorizzazione di un unico grande campus immobiliare a Budapest, destinato prevalentemente a società attive nei settori tecnologia, ricerca, innovazione, It, laboratori e formazione. Il portafoglio è composto soprattutto da uffici e spazi direzionali/tecnologici, con presenza di laboratori, spazi educational, servizi, storage e parcheggi. Nel 2025 il valore del portafoglio immobiliare scende da circa 231 milioni di euro a circa 211 milioni di euro, con una riduzione di meno venti milioni di euro, pari a meno 8,5 per cento, principalmente per effetto della cessione della Southern Development Area.

Nel confronto tra i due veicoli emergono quindi due modelli differenti. Bif è un operatore più diversificato per destinazione d'uso, con un portafoglio urbano misto e un rendimento immobiliare più elevato. Graphisoft Park è invece un veicolo specializzato, concentrato su un campus direzionale e tecnologico. Entrambi sono fortemente localizzati su Budapest, confermando il ruolo dominante della capitale nel mercato Szit ungherese. Nel complesso, il patrimonio aggregato dei due veicoli passa da circa 471 milioni di euro nel 2024 a circa 408 milioni di euro nel 2025, con una riduzione di meno 63 milioni di euro, pari a meno 13,4 per cento, mentre i rendimenti immobiliari lordi risultano in miglioramento per entrambi.

## TAV.54 - LE SIZT OPERATIVE IN UNGHERIA NEL 2025

N°	Società	Periodo di quotazione	Capitalizzazione (milioni euro)	Patrimonio (milioni euro)	Yield
1	BIF Plc. / Budapesti Ingatlan Nyrt.	dicembre 2018	237	241	0,1
2	Graphisoft Park SE	gennaio 2018	140	167	0,1
Totale			377	408	0,1

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

## 3.2.7. - I G-REIT IN GERMANIA

Il mercato immobiliare quotato tedesco continua a essere fortemente concentrato attorno a pochi grandi operatori, caratterizzati da strategie differenti ma accomunati da una rilevante capacità di generare reddito e distribuire dividendi. Vonovia, Leg Immobilien, Tag Immobilien e Aroundtown rappresentano i principali protagonisti del settore e costituiscono il nucleo dell'industria immobiliare quotata tedesca.

**Vonovia** si conferma il leader europeo del comparto residenziale, con una capitalizzazione di mercato prossima ai diciotto miliardi di euro a fine 2025 e un dividend yield superiore al cinque per cento. Il gruppo gestisce un patrimonio immobiliare di circa 82 miliardi di euro, costituito prevalentemente da immobili residenziali distribuiti tra Germania, Austria e Svezia. Con circa mezzo milione di abitazioni in portafoglio, Vonovia rappresenta uno dei maggiori proprietari residenziali d'Europa. La stabilizzazione dei valori immobiliari e il miglioramento del contesto finanziario hanno consentito alla società di tornare a una fase di crescita dopo il difficile biennio caratterizzato dall'aumento dei tassi di interesse.

**Leg Immobilien** mantiene una posizione di primo piano nel mercato residenziale tedesco con una capitalizzazione di 4,8 miliardi di euro e un rendimento da dividendo di poco superiore al cinque per cento. Il patrimonio immobiliare ha raggiunto a fine 2025 un valore prossimo ai 29 miliardi di euro, concentrato quasi esclusivamente in Germania e in particolare nel Nord Reno-Vestfalia. Il portafoglio beneficia di elevati tassi di occupazione e di una domanda abitativa strutturalmente sostenuta nelle principali aree urbane del Paese.

**Tag Immobilien** presenta un modello di business maggiormente orientato alla crescita internazionale. Alla tradizionale presenza nel mercato residenziale tedesco ha affiancato negli ultimi anni una significativa esposizione alla Polonia, oggi uno dei principali motori di sviluppo del gruppo. La capitalizzazione si attesta intorno ai tre miliardi di euro, mentre il dividend yield si colloca poco sotto il tre per cento. Il patrimonio immobiliare supera i 7 miliardi di euro ed è costituito prevalentemente da immobili residenziali localizzati in Germania e Polonia. La strategia combina attività di locazione e sviluppo immobiliare, consentendo di beneficiare sia della crescita dei canoni sia della valorizzazione degli asset.

Diversa la struttura di **Aroundtown**, che rappresenta il principale operatore diversificato del panorama tedesco. Con una capitalizzazione di circa quattro miliardi di euro e un rendimento da dividendo del tre per cento, il gruppo gestisce un patrimonio immobiliare di circa 25 miliardi di euro. Gli investimenti sono concentrati nelle principali città tedesche e in altri mercati europei e comprendono uffici, hotel e immobili mixed-use. Il portafoglio risulta composto prevalentemente da uffici, residenziale e hospitality, rendendo la società maggiormente esposta al ciclo economico ma al tempo stesso più diversificata rispetto agli operatori focalizzati esclusivamente sul comparto abitativo.

Nel complesso, i quattro principali gruppi quotati tedeschi amministrano un patrimonio immobiliare di circa 144 miliardi di euro. Vonovia e Leg rappresentano il modello tradizionale del residenziale a reddito, sostenuto da flussi di cassa stabili e da una domanda abitativa strutturalmente elevata; Tag Immobilien integra a tale approccio una crescente esposizione ai mercati dell'Europa orientale; Aroundtown, infine, offre un profilo più articolato e diversificato, con una significativa presenza nei comparti uffici e hospitality. La predominanza di Vonovia resta evidente: da sola concentra circa il sessanta per cento in termini di capitalizzazione dei principali operatori tedeschi e rappresenta il principale benchmark del settore immobiliare quotato europeo.

Vonovia si conferma il leader assoluto non solo in Germania ma nell'intero panorama immobiliare quotato europeo continentale. Leg Immobilien mantiene una forte specializzazione nel residenziale tedesco, mentre TAG Immobilien ha progressivamente diversificato la propria presenza attraverso il mercato polacco. Aroundtown rappresenta invece il principale operatore tedesco specializzato negli immobili commerciali, con una significativa esposizione a uffici e hospitality.

La stabilizzazione dei tassi di interesse e la ripresa dei valori immobiliari registrata nel corso del 2025 hanno favorito un miglioramento del patrimonio netto degli operatori e una graduale rivalutazione delle società quotate, pur mantenendo ampi sconti rispetto al valore netto degli attivi (nav).

TAV.55 - I G - REIT OPERATIVI IN GERMANIA NEL 2025

N°	G-reit	Periodo di quotazione	Capitalizzazione (milioni euro)	Patrimonio (milioni euro)	Yield
1	Vonovia	2013	16.500	81.900	5,5
2	Leg Immobilien	2013	4.800	29.000	5,1
3	Tag Immobilien	1992	2.700	8.000	2,8
4	Aroundtown	2015	3.800	25.000	3,0
Totale			27.800	143.900	4,1

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

### 3.3. - I REIT NEGLI STATI UNITI

Interrompendo un ciclo positivo di crescita che aveva preso avvio a partire dal 2021, il 2025 si chiude con un brusco cambio di rotta per l'economia degli Stati Uniti.

Secondo la lettura dei dati pubblicati da U.s. Bureau of Economic Analysis il bilancio dell'ultimo esercizio annuale ha portato il Pil ad una crescita del più2,3 per cento segnando la performance più bassa dal 2020, anno della pandemia da Covid.

Il risultato è maturato come effetto della rapida contrazione delle principali componenti della domanda aggregata<sup>1</sup> che si è concentrata nella seconda parte dell'anno, determinato in misura preponderante dal rallentamento della crescita dei consumi privati, passati dal più2,8 del 2024 al più2 per cento, e dal netto ridimensionamento degli investimenti privati che dal più quattro per cento del 2024 si sono fermati ad un modesto più 1,6 per cento.

Sul fronte dei consumi privati, sebbene la frenata di 0,8 punti percentuali possa sembrare trascurabile, l'impatto sul bilancio annuale - per effetto dell'elevato peso equivalente a circa il 70 per cento sul totale del Pil Usa - corrisponde ad un divario produttivo stimabile in circa 170 miliardi di dollari.

In termini percentuali il dato peggiore proviene, tuttavia, dagli investimenti privati, che contribuiscono per circa il 18 per cento sul Pil totale. Tra questi emerge il risultato negativo degli investimenti in strutture non residenziali, diminuiti del 6,5 per cento rispetto al 2024 e quello nel settore abitativo dove la contrazione è stata dell'1,6 per cento rispetto al 2024. Nello specifico, considerato che gli investimenti nel settore residenziale hanno un peso sul Pil tra il 3,7 e il 3,8 per cento, il comparto residenziale è stato il principale responsabile del trascinamento verso il basso degli investimenti fissi totali.

In contrazione anche gli investimenti pubblici che dopo il picco di circa 3.995 miliardi di dollari toccato nel corso del 2024, livello più elevato della storia degli Stati Uniti<sup>2</sup> si sono fermati a quota 3.770 miliardi di dollari, (meno 5,6 per cento), sottraendo lo 0,9 per cento dalla crescita complessiva del Pil sul 2025.

Contestualmente il mercato del lavoro ha vissuto il suo anno più debole dalla pandemia del 2020. Secondo i dati diffusi dal Bureau of labour statistics - BLS (il Dipartimento del lavoro degli Stati Uniti), nel corso dei 12 mesi dell'anno, escludendo il settore agricolo (Farm Payrolls), sono stati aggiunti "solo" 584.000 posti di lavoro in tutto il 2025, ad un ritmo medio mensile inferiore ai 50mila<sup>3</sup>. Si tratta di un risultato decisamente inferiore a quanto registrato negli stessi mesi del 2024, quando il saldo aveva segnato un incremento di 1,5 milioni di nuovi impieghi e oltremodo inferiore anche alle aspettative degli analisti sebbene avessero previsto un mercato del lavoro in flessione.

Parimenti, il tasso di disoccupazione, fino ad inizio del 2025 contenuto sotto il 4,2 per cento, è leggermente cresciuto nella seconda parte dell'anno posizionandosi sull'attuale 4,4 per cento. Il dato è sensibilmente superiore al minimo post-pandemia del 3,5 per cento del gennaio 2024, ma in ogni caso ritenuto dai principali analisti ancora sotto controllo, anche in considerazione del lungo periodo di Shutdown governativo che ha congelato i lavoratori del settore pubblico (definiti non essenziali) per tutto il mese di ottobre.

<sup>1</sup> Nei principi contabili la domanda aggregata è composta da: consumi privati, investimenti privati, spesa pubblica (consumi + investimenti) e bilancia o saldo commerciale (export meno import).

<sup>2</sup> In rapporto al PIL, il valore più alto dal Dopoguerra è stato toccato nel 2020, con il 47,01% del PIL.

<sup>3</sup> Il tasso di pareggio della crescita dell'occupazione - ossia il numero di posti di lavoro necessari ogni mese per mantenere in equilibrio il mercato del lavoro USA (*break even employment growth*) - era stimato fino al 2024 pari a circa 240.000, ma nel corso del 2025 ridotto a 100-150.000. La stima è riferita alla "Forza lavoro" escludendo i pensionamenti e le persone che smettono di cercare lavoro.

Motori della forza lavoro sono stati il settore della sanità e assistenza sociale spinto da una domanda crescente correlata all'invecchiamento della popolazione che ha generato, nel corso del 2025, circa 855mila nuovi impieghi.

Si conferma ancora in crescita il settore energetico che, dopo il balzo del più 28 per cento fatto segnare nel corso del 2024, registra un ulteriore incremento del più 6,5 per cento grazie principalmente al contributo della componente green (energia pulita), confermandosi comparto strategico dell'economia a stelle e strisce. Parimenti in buona salute, i settori della ristorazione e dell'ospitalità in generale che, con oltre 100mila nuovi posti di lavoro, si mantengono saldamente ai primi posti per volumi e dinamicità, sebbene siano al contempo ambiti con il più alto turnover per via della stagionalità e precarietà con cui vengono regolati buona parte dei rapporti di lavoro.

Un settore a due velocità quello invece dell'edilizia e delle costruzioni. Il sub comparto dell'edilizia residenziale sconta la contrazione del mercato immobiliare, determinata dal livello elevato dei tassi sui mutui e dalla flessione del potere d'acquisto delle famiglie, con una perdita di circa 45mila posti di lavoro nel corso del 2025 - equivalenti al meno 1,3 per cento rispetto al totale della forza lavoro<sup>4</sup>. Il trend ha tuttavia preso avvio già nel corso del 2024: secondo un'analisi di Associated Builders and Contractors (Abc), basata su dati del Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti, il tasso di assunzione ha avuto una rapida inversione di tendenza tra la fine del 2024 e i primi mesi dell'anno in corso anche a causa delle aggressive politiche di espulsione degli immigrati pianificate dalla nuova Amministrazione Trump dal momento che la principale forza lavoro nel settore dell'edilizia proviene da fuori confini degli Stati Uniti e la manodopera "regolare" ha costi sensibilmente maggiori.

Dall'altro lato si registra un'importante crescita occupazionale nel settore delle costruzioni non residenziali con un incremento di oltre cento mila nuovi impieghi grazie alla spinta principale arrivata dai massicci investimenti privati per la costruzione di Data Center (con una spesa in aumento del 34 per cento) e dalle commesse pubbliche per l'ammodernamento delle infrastrutture (strade, ponti, ecc) e reti civili.

Sul fronte opposto, il colpo più duro è stato inferto al settore dell'information technology, una categoria che comprende le società Internet, l'editoria software e le emittenti televisive dove su base annua i tagli sono stati superiori a 90mila posti di lavoro, pari ad una flessione relativa del 3,5 per cento, la più consistente tra tutti i settori lavorativi. Il risultato ha inevitabilmente alimentato le preoccupazioni sulla rapidità con cui i progressi nell'intelligenza artificiale stanno automatizzando molte mansioni del settore delle tecnologie e più in generale ridefinendo il mercato del lavoro.

In difficoltà anche il settore industriale e manifatturiero per anni vero cuore pulsante dell'economia americana. Nonostante l'obiettivo a più riprese enunciato dall'Amministrazione di Trump nel corso del suo mandato di "riportare il lavoro in America" e di "favorire il made in Usa.", il settore manifatturiero ha perso circa 70.000 posti rispetto al 2024 a causa dell'aumento dei costi delle materie prime importate e delle difficoltà delle imprese del settore a mantenere i bilanci in positivo.

In netto calo, infine, anche il pubblico impiego in particolare a livello federale, dove dall'inizio dell'anno, la riduzione delle buste paga è stata di 277.000 unità nell'arco di un anno (meno 9,2 per cento). Una riduzione così importante in soli dodici mesi non è stata trainata esclusivamente dai licenziamenti. La quota principale del taglio è avvenuta tramite pressioni e incentivi economici, tra cui scivoli pensionistici o piani di esodo volontario (buyouts), ma anche dimissioni volontarie in risposta a piani di trasferimento massivo di intere agenzie amministrative dalle loro sedi storiche.

<sup>4</sup> I lavoratori occupati nel settore delle costruzioni residenziali negli Stati Uniti ammontano a circa 3,3 milioni.

A questo shock occupazionale strutturale si sono sommati gli effetti dello shutdown governativo<sup>5</sup> di 43 giorni tra il mese di ottobre e novembre che ha previsto la sospensione obbligatoria di tutte le attività pubbliche considerate "non essenziali" e congedi forzati non retribuiti per i dipendenti pubblici.

Le incertezze sul fronte occupazionale hanno inevitabilmente avuto riflessi sul piano dei salari. Il Rapporto Bls ha evidenziato che nel corso del 2025 la crescita salariale dei lavoratori del settore privato ha iniziato a rallentare attestandosi intorno al più 3,3 per cento a fine 2025. La contrazione è maturata prevalentemente nella seconda parte dell'anno quando ancora la crescita salariale si attestava su base annua sul più 3,8 per cento, contro il più 4,1 per cento del 2024 sui dodici mesi precedenti. Il salario medio orario è risultato a dicembre pari a 37,2 dollari contro il dato di giugno 2025 di circa 36,4 dollari.

Siamo complessivamente di fronte ad un quadro consuntivo quanto mai fragile. È opinione degli analisti più accreditati che il ridimensionamento di consumi e investimenti privati è stato innescato dalla "cura" di Trump basata sulla disastrosa politica dei dazi applicati in modo generalizzato sui beni di importazione. Contrariamente alle previsioni degli organi di Governo, circa il 95 per cento del costo dei dazi è stato sostenuto dalle imprese (che hanno cercato di assorbire il maggiore costo) e dai consumatori americani (che di riflesso hanno sopportato l'incremento dei prezzi), non dagli esportatori stranieri.

Su questo punto le stime contenute nella ricerca Budget Lab dell'Università di Yale la famiglia media americana ha perso in potere d'acquisto circa 3.800 dollari nell'anno che si è appena concluso a causa dell'aumento dei prezzi dei beni importati. I settori più colpiti sono stati abbigliamento e calzature, prodotti alimentari freschi ed elettronica con un impatto che ha colpito di più sulle famiglie a basso reddito a causa della maggiore incidenza dei consumi sul proprio reddito.

Il combinato effetto di questi fattori ha contribuito a sostenere, anche nella prima parte dell'anno in corso, la crescita dei prezzi al consumo, sebbene i rialzi siano considerati dentro un'area definita dagli analisti di "controllo". Il Bollettino pubblicato dal Bureau of Economic Analysis del dipartimento del Commercio conferma il dato ufficiale del tasso di inflazione sui dodici mesi del 2025 al 2,7 per cento, risultato di poco inferiore alle più recenti aspettative degli analisti finanziari che puntavano su un aumento dell'inflazione del 2,9 per cento ma, in ogni caso, superiore al Target su cui sta lavorando da mesi la Federal Reserve.

A sostenere la spinta inflattiva è stato in misura preponderante l'incremento dei prezzi sui generi alimentari - sui quali ha agito in parte anche l'introduzione dei dazi - che per alcuni prodotti freschi è stato tra il quindici e il venti per cento con un significativo impatto sul largo consumo e sui bilanci delle famiglie. Lo stesso monitoraggio elaborato a giugno del 2025 aveva rilevato un incremento dei prezzi sui generi alimentari contenuto sotto lo 0,4 per cento su base annua. Da una nota pubblicata dal Bureau of Economic Analysis del dipartimento del Commercio emerge che l'introduzione dei dazi sui beni di importazione ha generato una spinta inflattiva anomala contribuendo per circa 0,5 punti percentuali sull'inflazione annualizzata.

Altrettanto importante l'indice relativo al settore abitativo all'interno del quale sono compresi i prezzi di vendita, gli affitti e le ristrutturazioni. Secondo i dati elaborati dalla Federal Housing Finance Agency, che misura mensilmente l'andamento dei prezzi delle abitazioni statunitensi, l'indice è cresciuto del più 3,3 per cento su base annua (era il 2,6 per cento a giugno), a causa del sensibile incremento dei costi delle materie prime.

Tra le altre voci che hanno contribuito all'aumento dei prezzi al consumo un peso importante è detenuto sempre dal settore dell'energia, esploso nella seconda parte dell'anno fino a toccare un aumento del dieci per cento su base annua, mentre per la componente carburanti (che costituisce una voce separata all'interno della macro-famiglia delle fonti energetiche) c'è stato un calo del 3,4 per cento supportato da

---

<sup>5</sup> Il *Government shutdown* è una procedura burocratica degli Stati Uniti d'America. Si attiva quando il Congresso non riesce ad approvare le leggi di bilancio (stanziamenti) entro le scadenze fiscali.

una produzione interna record di petrolio greggio arrivata a ben 13,6 milioni di barili al giorno nel 2025, una flessione che ha evitato di mandare fuori controllo l'indice dei prezzi dell'energia,.

Tuttavia, se si considera il "core rate", ossia l'indice dei prezzi al consumo depurato delle componenti più volatili quali cibo ed energia - indice questo più osservato dalla Fed - l'incremento è stato del 2,6 per cento.

Non sorprende dunque la mossa della Banca Centrale che, dopo l'ultima riunione del FOMC (Federal Open Market Committee ovvero il Comitato monetario della Fed) tenutasi il 9 e 10 dicembre 2025 e anticipata dal dot plot (il grafico che registra ogni tre mesi le previsioni della Fed) con cui ha tagliato di un ulteriore quarto di punto il tasso di interesse portandolo dal 3,75 per cento al 3,5 per cento, abbia anticipato una probabile fase di attesa per l'inizio del 2026 motivando la decisione con "l'improvviso balzo dell'indice energetico e la risalita inaspettata dell'inflazione generale".

Il contesto che ha indotto i funzionari della Federal Reserve a frenare l'entusiasmo per ulteriori riduzioni interrompe la lunga parabola con cui la Banca centrale ha scelto di guidare la fase di soft landing, l'atterraggio morbido per accompagnare l'economia Usa verso un riallineamento progressivo degli indicatori chiave dopo gli effetti distorsivi post Pandemia da Covid.

Nel corso degli ultimi 18 mesi, a partire dalla seconda metà del 2024, le mosse della Federal Reserve, sono state graduali e misurate. Il primo segnale di svolta è arrivato in occasione della riunione del 18 settembre 2024, durante la quale il saggio di riferimento è stato ridotto di 25 punti base e fissato in un intervallo compreso tra il 4,75 per cento e il cinque per cento. Successivamente, nelle sedute del 7 novembre 2024 e del 18 dicembre 2024 in cui la Fed ha deciso di continuare nel percorso di allentamento della propria politica monetaria, tagliando i tassi di interesse di ulteriori cinquanta punti base (25 punti per ciascuna seduta). Infine, ulteriori tagli di un quarto di punto sono stati decisi nel corso della seduta del 17 settembre 2025 (dal 4,25 per cento al 4 per cento) e a ottobre 2025 dal 4 al 3,75 per cento.

La timida proiezione di crescita del Pil degli Stati Uniti elaborata dalla Fed anche per il 2026, nonostante un mercato del lavoro in ripiegamento, dimostra, tuttavia, quanto la scelta della Banca centrale americana sia maturata non tanto nel timore di una imminente recessione, ma più ottimisticamente in considerazione di una fase di transizione che ha congelato il graduale avvicinamento dell'inflazione all'obiettivo target del 2 per cento previsto per la fine del 2026.

In controtendenza rispetto alle proiezioni della Fed, si è mosso il dato che proviene dal monitoraggio sulla fiducia dei consumatori americani (sentiment) che mensilmente misura le aspettative sull'andamento dell'economia e del mercato del lavoro per i successivi sei mesi. L'indice di fiducia è un importante monitor dell'attività economica complessiva soprattutto negli Stati Uniti, dove i consumi rappresentano circa il settanta per cento della domanda aggregata. Infatti, a loro volta, i consumi dipendono dalla situazione economica e finanziaria attuale e dalle aspettative rispetto alle condizioni future; il loro andamento è pertanto decisivo grazie all'attendibilità con cui permettono di prevedere l'avvicinarsi di fasi di incertezza economica o, viceversa, di crescita.

Una lettura circoscritta sul dato riferito alla seconda metà dell'anno ci fornisce un andamento in progressivo peggioramento con la fiducia dei consumatori tornata a indebolirsi a partire dal secondo trimestre del 2025 accentuando progressivamente i timori accumulati nella prima parte dell'anno. Secondo i dati pubblicati dall'Università del Michigan, il sentiment dei consumatori, stimato su una scala da zero a cento, è sceso nel mese di dicembre a 55 punti, in netto calo rispetto al 73 dello stesso mese dell'anno precedente e ancor

---

<sup>6</sup> Il riferimento è alla lunga parabola di 48 mesi che ha mantenuto per lungo tempo "fuori controllo" l'inflazione Usa. Nonostante la politica monetaria restrittiva della Federal Reserve l'inflazione è arrivata a toccare l'8,3 per cento nel quarto trimestre 2022 e il 3,7 per cento solo alla fine del 2023.

più distante dai livelli con cui ha preso avvio il 2024, quando la fiducia dei consumatori era stabilmente vicina all'ottanta per cento.

Osservando i dati puntuali si registra qualche segnale di timido ottimismo dal momento che il monitoraggio sul mese dicembre 2025 ha coinciso con un incremento di circa cinque punti rispetto al mese precedente, ma unitamente ai rilievi dell'intero anno si conferma l'intervallo peggiore dal 2008. È opinione condivisa tra i più accreditati analisti che il repentino cambiamento è coinciso con il cambio al vertice alla Casa Bianca e motivato dalle ripercussioni che le politiche commerciali applicate dal nuovo Presidente hanno generato negli ultimi mesi sul costo della vita, accentuato da preoccupazioni per un deterioramento degli equilibri faticosamente recuperati dopo lo scossone generato dalla Pandemia.

Dai sondaggi effettuati dall'Università del Michigan emerge che la maggioranza degli americani intervistati si dichiara "preoccupato rispetto ai timori di un innalzamento del costo della vita ed esprime preoccupazioni riguardo il rischio di un nuovo incremento dell'inflazione" generato dalla guerra commerciale scaturita dall'imposizione dei dazi doganali applicati da Donald Trump già nei primi giorni della sua Amministrazione, ma sono aumentati anche i timori per un deterioramento del contesto geopolitico a causa dei conflitti in corso in Iran e nel Golfo persico, i precari tentativi di mediazione per un accordo di pace in Ucraina e i rischi di una nuova escalation militare dei rapporti con il Venezuela.

In questo scenario incerto e mutevole le ripercussioni sul settore dell'industria immobiliare quotata sono state quanto mai coerenti. Se alla fine del II trimestre del 2025 si scommetteva su una crescita del mercato dei Reit prossima al più otto per cento e una capitalizzazione vicina alla soglia target di 1,5 trilioni di dollari, la chiusura dell'ultimo esercizio ha coinciso con un inatteso rallentamento che ha lasciato sul terreno oltre il settanta per cento del margine cumulato nei primi sei mesi dell'anno.

Sebbene sia prematuro ipotizzare un'inversione di tendenza, è evidente che il clima di incertezza sul fronte economico, abbia deteriorato l'ottimismo del mercato e degli investitori circa la possibilità di replicare le performances maturate nel corso del 2024.

Se quindi alla fine del 2024 il mercato segnava un incremento, in termini di capitalizzazione, dell' più 3,8 per cento su base annua, corrispondenti in valore assoluto ad un mark up di 52 miliardi di dollari rispetto ai dodici mesi precedenti, l'anno 2025 si è chiuso all'insegna di un netto ripiegamento con una capitalizzazione pari a 1,43 trilioni di dollari che di fatto ci consegna un bilancio annuale in pareggio (più 0,7 per cento).

Più in dettaglio, non sembra arrestarsi il trend di diminuzione del numero dei Reit quotati, segnale che conferma la fase di consolidamento in atto da qualche anno sull'immobiliare quotato. È interessante evidenziare come questo ridimensionamento sia concentrato esclusivamente sulla componente Equity Reit - che, come noto, generano redditi dai canoni di locazione e dalle vendite degli immobili - i quali passano dai 162 del 2020 agli attuali 139, mentre la componente costituita dai Mortgage Reit - che investono in mutui o titoli garantiti da mutui con sottostante immobiliare - sia rimasta nel tempo sostanzialmente stabile (da 34 a 32).

Se tuttavia si modifica il peso percentuale su base numerica che attualmente assegna agli Equity Reit 81,3 per cento dell'industria immobiliare quotata e ai Mortgage Reit la restante quota del 18,7 per cento, poco cambia rispetto al valore di capitalizzazione, rappresentato per il 95,5 per cento da Equity Reit e per il 4,5 per cento dai Mortgage Reit.

La fase di lieve ridimensionamento delle quotazioni riflette un sensibile incremento dei dividend yields con il rendimento composto annuo che si posiziona sul 4,43 per cento, rispetto al 4,29 per cento di fine 2024, grazie principalmente al peso preponderante della componente Equity Reit il cui rendimento ha subito un lieve ritocco verso l'alto passando dal 3,96 per cento di dicembre 2024 al 4,07 per cento attuale, mentre il rendimento dei Mortgage Reit si è sensibilmente ridotto passando, nel medesimo intervallo, dal 12,65 per cento all'attuale 12,24 per cento.

Volendo pertanto far emergere la più evidente ripercussione della congiuntura economica sull'attuale ciclo Real estate Usa, emerge quanto il ciclo di espansione che aveva preso vigoroso avvio dopo lo stop indotto dai lockdown da Covid, abbia subito una rapida e inattesa battuta di arresto nel corso degli ultimi due trimestri dell'anno ma, ancor di più, che questo repentino mutamento di scenario ha avuto origine più per effetto di scelte politiche non adeguatamente calibrate che da un effettivo esaurimento della capacità del industria immobiliare verso traguardi di maggiore espansione.

Osservando i numeri a disposizione del mercato quotato emerge una netta concentrazione settoriale basata su due macro tendenze: da un lato l'incredibile espansione della capitalizzazione dei Reit che investono nel settore della Sanità, dall'altro il progressivo ridimensionamento dei settori tradizionali, terziario uffici, residenziale con la sola eccezione del comparto retail.

Per quanto riguarda il comparto sanitario il 2025 ha coinciso con un incremento del più 34,7 per cento su base annua corrispondente alla migliore performance nel 2025 di tutta l'industria dei Reit in termini di capitalizzazione, posizionando allo stesso tempo il settore al primo posto per peso percentuale e scalzando dai vertici in soli dodici mesi sia il settore residenziale che quello commerciale retail. Non è un caso quindi che la classifica mondiale riferita all'immobiliare quotato assegni il primo posto al Reit statunitense Welltower con una capitalizzazione di circa 127,4 miliardi di dollari.

Il settore delle cure mediche negli Stati Uniti attrae da qualche anno sempre maggiori investimenti sia privati che pubblici, basti considerare che la spesa pro capite per spese sanitarie incide per oltre il venti per cento sulla ricchezza disponibile delle famiglie, ma più recentemente ha trovato nuove prospettive di crescita nei campi sia della sanità digitale che delle biotecnologie.

Per quanto riguarda gli altri mercati, il comparto residenziale e quello degli uffici mostrano da inizio anno un deciso ripiegamento, rispettivamente - 10,9 per cento e - 18,4 per cento. Se tuttavia per il comparto uffici il risultato era pienamente atteso, diversamente per il comparto residenziale gli analisti scommettevano a inizio anno su un timido rimbalzo spinto dalla progressiva riduzione dei tassi e quindi alla maggiore accessibilità dei mutui bancari.

Nonostante il contesto finanziario favorevole sostenuto dalla progressiva diminuzione dei tassi ipotecari, il settore residenziale capitalizza invece un risultato pesantemente negativo. Il rilievo dei dati intermedi ci consegna una perdita su base annua superiore al dieci per cento sul comparto più importante dell'industria dei Reit Usa - per rilevanza sul piano sociale prima ancora che per i numeri - ed un valore capitalizzato equivalente a 174,1 miliardi di dollari, un risultato che azzera il ciclo di espansione dell'ultimo biennio allineando il mercato della casa di poco sopra il dato del 2020 in piena Pandemia da Covid e anno tra i più fiacchi della recente storia del mercato immobiliare mondiale, quando negli Stati Uniti il settore fu protagonista di un tonfo dell'11 per cento rispetto ai numeri con cui aveva chiuso il 2019.

Il risultato per certi versi riflette le difficoltà che gravano sul mercato reale. È innegabile che l'ingente liquidità disponibile sul mercato che aveva contribuito a sostenere la domanda abitativa per buona parte del 2024, si sia esaurita. Analizzando i dati congiunturali, il secondo semestre del 2025 ha coinciso con un brusco rallentamento delle compravendite quantificato in un calo di circa il -14 per cento su base annua; è probabile che una parte di potenziali compratori si sia allontanato dal mercato per effetto dell'incremento dei prezzi delle case che è stato progressivo e pressoché costante nel corso degli anni ultimi anni con un'accelerazione concentrata negli ultimi diciotto mesi. Tuttavia, è plausibile che il calo delle vendite sia correlato alle aspettative verso un graduale allentamento del costo dei mutui bancari e alla strategia di posticipazione dei tempi di acquisto della casa a condizioni finanziarie più vantaggiose.

Allo stato attuale, si calcola che le case rimaste in vendita sul mercato siano oltre 1,9 milioni (più 14,5 per cento su base annuale) e che, nel solo secondo semestre del 2025, il tempo medio di permanenza prima di una compravendita si sia dilatato a 48 giorni contro i 34 di inizio anno, indice di una minore velocità nelle transazioni. Inoltre, secondo il consueto Usa Market housing report di RE/Max nelle 52 aree metropolitane

americane prese in esame (che rappresentano il 60 per cento dell'intero mercato Usa), nella seconda metà dell'anno, solo il 23 per cento delle abitazioni è stato venduto al prezzo di listino, mentre oltre il 25 per cento ha subito una riduzione di prezzo.

Il settore che si conferma “maglia nera” dell'industria dei Reit è in valore assoluto quello degli uffici che, rispetto al market cap del 2019, anno record, si è ridotto del 64,2 per cento lasciando sul terreno qualcosa come 77 miliardi di dollari. La tendenza, che ha coinvolto l'intero settore senza alcuna distinzione geografica, è stata accelerata dai cambiamenti in atto da mesi nelle strategie di asset allocation degli investitori come diretta conseguenza delle radicali trasformazioni intraprese dalle big company in termini di organizzazione del lavoro.

Benché siamo tradizionalmente abituati ad analizzare il comparto uffici tra i mercati fondamentali dell'industria immobiliare, oggi il ruolo del terziario tra gli asset class nel portafoglio degli investitori si è drasticamente ridotto. Basti pensare che, in un solo decennio, il peso di Reit che investono negli uffici è passato dal dieci per cento all'attuale 2,6 per cento, una quota che avvicina il comparto agli ultimi posti, sopra il “Legname” e sotto il “Turismo”.

È un dato di fatto che la tecnologia a sostegno del lavoro da remoto (o smart working) ha evidenziato i vantaggi di un ridimensionamento degli spazi in locazione con l'obiettivo di poter coniugare per le aziende un netto risparmio sui costi fissi e il sostegno a politiche sociali e di governance più allineate agli standard attualmente richiesti nel mondo del lavoro (Esg). Si tratta di una tendenza ormai consolidata, proseguita oltre la gestione dell'emergenza sanitaria generata dalla Pandemia, su cui il settore si sta lentamente adeguando, ma su cui non sono ancora del tutto sciolte le criticità rispetto alle prospettive di tenuta a lungo termine dei rendimenti dei Reit che hanno investito su questo mercato.

Luce e ombre sul comparto retail. La propensione di spesa delle famiglie verso i beni di consumo, nonostante l'erosione del potere d'acquisto, ha permesso al comparto più analizzato dell'industria dei Reit, di salvare il bilancio migliorando di poco il già egregio risultato del 2024.

Con una capitalizzazione di 213 miliardi di dollari agli attuali 215 miliardi e un incremento pari al 1,3 per cento su base annua rispetto al 2024 il settore commerciale si mantiene saldo al secondo posto nella classifica del mercato immobiliare quotato. Il risultato premia in particolare i sotto comparti dei Regional Mall (che notoriamente sono prima ancora che spazi dedicati allo shopping, luoghi di intrattenimento e svago che offrono anche postazioni di lavoro e servizi di ristorazione) con un più 7,3 per cento di capitalizzazione su base annua e dei Free Standing, che molti davano per concept superati, ma che recuperano l'8,2 per cento sul medesimo arco temporale. Per contro non accenna diminuire la crisi degli shopping center che perdono sul mercato quotato un secco dieci per cento su base annua. Gli shopping center sono strutture di medie dimensioni (per gli standard Usa) basate sulla vendita di beni di consumo quotidiano rivolte ad un bacino di utenza prevalentemente locale e spesso dotati di una sola ancora (supermercato alimentare o store di elettronica). Questi format, che più di altri hanno patito la concorrenza dell'e-commerce, non sono riusciti a trovare una nuova formula commerciale adatta a soddisfare la clientela americana in fatto di acquisti e tempo libero.

Significativo rimbalzo per il comparto industriale che, dopo il pesante risultato subito nell'arco del 2024, evidenzia un inatteso segno positivo recuperando su base annua il più 10,8 per cento di valore di capitalizzazione.

Il risultato va oltre le più ottimistiche previsioni se si considera che, nonostante i proclami del piano Trump tesi ad incentivare gli investimenti sull'industria e a scommettere sul programma Maga (Make America Great Again), vero e proprio slogan della sua campagna elettorale, attualmente il sub comparto manifatturiero Usa sta attraversando una difficile congiuntura correlata al calo della domanda interna di beni durevoli e all'aumento dei costi delle materie prime.

Tuttavia il risultato si muove nel solco del vasto piano di investimenti da 1200 miliardi di dollari già avviato dall'Amministrazione Biden per riportare in America quei settori produttivi chiave per la sopravvivenza dell'industria Usa nei settori della tecnologica, informatica e automotive, nell'ambito dell'ambizioso programma di sostegno alla produzione "made in Usa" che ha portato molte imprese americane a considerare vantaggioso il ritorno alla produzione negli Stati Uniti di attività in passato delocalizzate prevalentemente nei mercati asiatici e sudamericani (cd Reshoring).

Il 2025 ha evidenziato uno scenario fortemente contraddittorio per la più grande economia del mondo determinata da una complessa convergenza di dubbie scelte amministrative, fattori strutturali, tensioni geopolitiche e mutamenti tecnologici.

È indubbio che il ciclo di espansione che aveva preso vigoroso avvio dopo lo stop indotto dai lockdown da Covid, ha subito un'inattesa battuta di arresto nel corso dell'anno che si è concluso, ma le cause di questo repentino mutamento di scenario sembra più ragionevole cercarle nei timori e nella sfiducia delle famiglie e degli investitori sulle prospettive derivanti da scelte politiche non adeguatamente calibrate piuttosto che da un effettivo esaurimento della capacità del settore verso traguardi di crescita maggiori.

L'introduzione di politiche protezionistiche decise dall'Amministrazione Trump, annunciate e poi in parte ritirate, hanno generato (e continuano a generare) profonde fratture sul piano degli equilibri internazionali ed economici a livello globale. L'imposizione di dazi a due cifre ha alterato i flussi economici internazionali, generando un duplice effetto negativo: da un lato ha spinto al rialzo i prezzi dei materiali e delle materie prime importate, dall'altro ha compromesso la stabilità della catena di fornitura dei beni. Di fronte ad un quadro negativo e incerto, le imprese, nella migliore delle ipotesi, hanno rivisto i propri piani di espansione e bloccato le nuove assunzioni.

Sul piano internazionale, le frizioni con Pechino, con l'Unione Europea e più recentemente con alcuni paesi del Medio Oriente definiti "ostili", benché continuamente alimentate e ritirate dalla dialettica provocatoria adottata dal Presidente Trump, non accennano a trovare una soluzione definitiva. In aggiunta, l'inasprimento della guerra commerciale senza un accordo per mitigare le posizioni contrapposte potrebbe innescare ulteriori ripercussioni sul fronte dell'inflazione e dell'occupazione con il rischio, secondo l'opinione della Federal Reserve, di generare una fase di recessione "autoindotta".

TAV.52 - SUDDIVISIONE DEI REIT OPERATIVI NEGLI STATI UNITI NEL 2025

Numero Reit	Settore	Capitalizzazione (mln di dollari)	% della capitalizzazione complessiva
16	Uffici	41.890,00	2,9
12	Industriale	174.728,00	12,2
29	Retail	215.803,00	15,1
16	Shopping centers	70.039,00	4,9
3	Regional Malls	66.198,00	4,6
10	Free Standing	79.566,00	5,6
18	Residenziale	174.165,00	12,2
13	Apartments	116.850,00	8,2
3	Manufactured Homes	28.421,00	2,0
2	Single Family Homes	28.894,00	2,0
12	Diversificato	25.031,00	1,7
12	Turismo	31.622,00	2,2
17	Sanità	235.054,00	16,4
5	Magazzini	84.493,00	5,9
3	Legname	23.730,00	1,7
3	Telecomunicazioni	141.745,00	9,9
2	Data centers	128.088,00	8,9
2	Gaming	42.703,00	3,0
8	Specializzati	49.610,00	3,5
139	<b>Totale Equity</b>	<b>1.368.662,00</b>	<b>95,5</b>
32	<b>Mortgage</b>	<b>64.678,00</b>	<b>4,5</b>
16	Finanziamento residenziale	45.905,00	3,2
16	Finanziamento commerciale	18.773,00	1,3
171	<b>TOTALE INDUSTRIA</b>	<b>1.433.340,00</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Nareit

Parallelamente, sebbene la direzione della politica monetaria della Fed nei prossimi mesi non sia in discussione, le decisioni finali sulla scelta dei tempi e sull'entità delle prossime mosse molto dipenderanno dai dati economici in arrivo nei prossimi mesi e a variabili imprevedibili correlate soprattutto agli esiti delle trattative per giungere ad un accordo di pace nel conflitto in Medio Oriente all'azione diplomatica per porre fine alla guerra tra Russia e Ucraina.

Sul fronte interno, è noto che il mercato del lavoro sia considerato dalla Federal Reserve fattore cruciale per definire le decisioni di politica monetaria. Difficile, tuttavia, riscontrare negli ultimi venti anni una fase congiunturale più controversa di quella attuale, dove il mercato del lavoro si trova costretto ad affrontare nuove sfide: la riduzione della forza lavoro disponibile alimentata da rigide politiche migratorie che ha limitato l'afflusso di manodopera esterna, riducendo la capacità di crescita di diversi settori chiave che dipendono storicamente dai lavoratori stranieri. Parallelamente, sul fronte tecnologico, l'adozione su larga scala dell'automazione e dell'intelligenza artificiale che sta ridisegnando la pianificazione aziendale spingendo molte società a una profonda ristrutturazione dell'organico piuttosto che a nuovi inserimenti. Infine, il blocco amministrativo di 43 giorni imposto a fine anno che non ha solo paralizzato le assunzioni nel settore pubblico, ma ha anche trasmesso una forte instabilità e preoccupazione anche al comparto privato, sottraendo all'economia il suo naturale slancio.

Il risultato di questa combinazione di elementi è un mercato occupazionale ingessato dove la precarietà del contesto attuale scoraggia la mobilità professionale e dove il timore di un peggioramento del quadro economico spinge i lavoratori occupati a mantenere le posizioni attuali, riducendo al minimo il tasso di turnover.

Le previsioni per i prossimi mesi sono particolarmente incerte. Se il 2026 dovesse inaugurare un clima di maggiore distensione nei rapporti internazionali e nelle decisioni di politica interna, sarà possibile un'ulteriore riduzione dei tassi d'interesse già prima della chiusura dell'anno per garantire il mantenimento della stabilità economica. Le mosse della Banca centrale statunitense sono andate oltre le previsioni rese note all'inizio dell'anno secondo cui l'Istituto avrebbe operato due tagli dei tassi d'interesse nel 2025 - considerato che la Fed ha agito con una riduzione di 25 punti base per ben tre volte nel corso dell'anno.

Le stime economiche indicano un probabile nuovo rallentamento della crescita attesa del Pil reale con uno scarto compreso tra il più 1,8 per cento e il più due per cento, mentre l'inflazione dovrebbe mantenersi stabile, ma probabilmente per molti mesi ancora sopra l'obiettivo target della Fed.

Se le previsioni saranno confermate sarà probabile che nel corso del 2026 la Federal Reserve opererà per una prolungata fase di attesa con l'obiettivo di monitorare l'andamento dei prezzi e dei salari sottoposti ai continui cambiamenti nelle politiche governative. Contrariamente ai piani annunciati a inizio 2025, è probabile che i vertici della Fed propendano per mantenere un approccio prudente, stimando una sola riduzione del costo del denaro (pari a 25 punti base) per l'intero 2026 e portare il costo del denaro nel lungo periodo al 2,5 per cento, livello che la Fed considera "neutro".

TAV.53 - ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT STATUNITENSIS

Mln di dollari

Anno	Equity		Mortgage		Hybrids		Totale	
	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.
1980	35	942	21	509	19	848,00	75	2.299
1981	36	977	21	541	19	921,00	76	2.439
1982	30	1.071	20	1.133	16	1.095,00	66	3.299
1983	26	1.469	19	1.460	14	1.328,00	59	4.257
1984	25	1.794	20	1.801	14	1.490,00	59	5.085
1985	37	3.270	32	3.162	13	1.242,00	82	7.674
1986	45	4.336	35	3.625	16	1.963,00	96	9.924
1987	53	4.758	38	3.161	19	1.783,00	110	9.702
1988	56	6.142	40	3.620	21	1.673,00	117	11.435
1989	56	6.770	43	3.536	21	1.356,00	120	11.662
1990	58	5.552	43	2.549	18	636,00	119	8.737
1991	86	8.785	28	2.586	24	1.597,00	138	12.968
1992	89	11.171	30	2.772	23	1.969,00	142	15.912
1993	135	26.082	32	3.398	22	2.679,00	189	32.159
1994	175	38.812	29	2.502	22	2.992,00	226	44.306
1995	178	49.913	24	3.395	17	4.233,00	219	57.541
1996	166	78.302	20	4.778	13	5.696,00	199	88.776
1997	176	127.825	26	7.370	9	5.339,00	211	140.534
1998	173	126.904	28	6.480	9	4.917,00	210	138.301
1999	167	118.233	26	4.441	10	1.588,00	203	124.262
2000	158	134.431	22	1.632	9	2.652,00	189	138.715
2001	151	147.092	22	3.990	9	3.817,00	182	154.899
2002	149	151.271	20	7.146	7	3.520,00	176	161.937
2003	147	239.114	21	19.330	7	6.356,00	175	264.800
2004	150	263.121	33	24.218	7	6.464,00	190	293.803
2005	152	301.491	37	23.393	8	5.807,00	197	330.691
2006	138	400.741	38	29.195	7	8.135,00	183	438.071
2007	118	288.695	29	19.054	5	4.260,00	152	312.009
2008	113	176.238	20	14.280	3	1.133,00	136	191.651
2009	115	248.355	23	22.103	4	741,00	142	271.199
2010	126	358.908	27	30.387	-	-	153	389.295

Anno	Equity		Mortgage		Hybrids		Totale	
	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.
2011	130	407.428	30	42.674	-	-	160	450.102
2012	138	544.415	33	59.000	-	-	171	603.415
2013	145	606.387	36	60.823	-	-	181	667.210
2014	156	833.488	37	60.520	-	-	193	894.008
2015	170	882.191	37	51.991	-	-	207	934.182
2016	166	929.504	36	56.593	-	-	202	986.097
2017	167	1.062.751	36	67.359	-	-	203	1.130.110
2018	171	973.904	35	65.690	-	-	206	1.039.594
2019	164	1.238.516	37	82.716	-	-	201	1.321.232
2020	162	1.174.997	34	64.373	-	-	196	1.239.370
2021	159	1.614.997	34	69.711	-	-	193	1.684.708
2022	147	1.211.376	34	52.959	-	-	181	1.264.335
2023	140	1.310.834	34	59.668	-	-	174	1.370.502
2024	140	1.367.654	33	55.023	-	-	173	1.422.677
2025	141	1.409.565	32	61.543			173	
2026	139	1.368.662	32	64.678			171	

Fonte: Nareit

TAV.54 - ANDAMENTO DELLA PERFORMANCE DEI REIT STATUNITENSIS

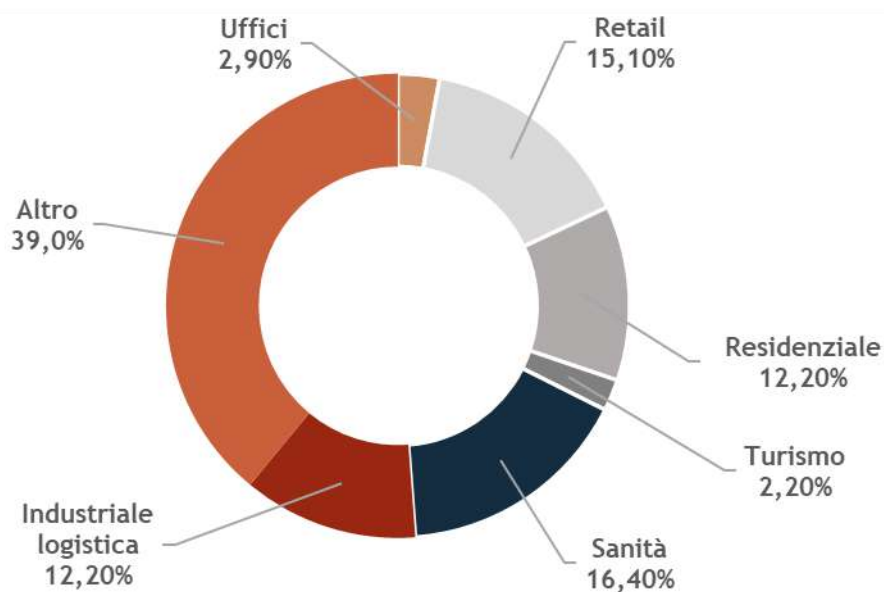
Dividend yield, dicembre di ogni anno

Anno	Equity Reit	Mortgage Reit	Hybrids Reit	Rendimento composto
1996	6,05	8,50	6,72	6,22
1997	5,48	9,41	7,35	5,73
1998	7,47	10,49	13,07	7,81
1999	8,70	13,53	17,24	8,98
2000	7,52	11,31	14,76	7,71
2001	7,14	14,28	9,46	7,38
2002	7,05	12,34	8,94	7,32
2003	5,52	8,57	6,77	6,20
2004	4,66	8,15	6,24	4,97
2005	4,56	10,92	4,44	5,07
2006	3,59	6,43	9,60	4,04
2007	4,60	11,44	10,52	5,04
2008	9,40	18,23	64,11	10,42
2009	3,88	14,03	13,09	4,79
2010	3,54	13,03	-	4,31
2011	3,82	14,82	-	4,83
2012	3,51	12,93	-	4,38
2013	4,09	10,31	-	4,43
2014	3,56	10,00	-	4,06
2015	3,92	12,15	-	4,33
2016	3,96	10,60	-	4,10
2017	3,94	9,83	-	4,52
2018	4,37	11,48	-	4,82
2019	3,70	9,77	-	4,07
2020	3,56	8,99	-	3,84
2021	2,59	8,91	-	2,85
2022	3,97	13,43	-	4,35
2023	3,92	11,52	-	4,24
2024	3,96	12,65	-	4,29
2025	4,07	12,24	-	4,43

Fonte: Nareit

## TAV.55 - ASSET ALLOCATION DEI REIT STATUNITENSIS

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: Nareit

### 3.4. - I REIT IN ASIA

Nel corso del 2025, le economie asiatiche si sono dimostrate resilienti facendo registrare una crescita superiore alle aspettative nonostante le sfide esterne e interne che si sono trovate a fronteggiare. L'aumento dei dazi statunitensi e il crescente protezionismo hanno ridotto la domanda di esportazioni asiatiche e rallentato le dinamiche di crescita nel breve periodo. All'interno di questo scenario le politiche dei diversi Paesi si sono concentrate sul rafforzamento dell'integrazione regionale, sul superamento degli ostacoli al commercio e agli investimenti e sugli stimoli alla crescita della produttività attraverso il miglioramento dell'intermediazione finanziaria e dell'allocazione di capitali. Sono state inoltre pianificate e introdotte ulteriori misure a sostegno del settore terziario dei servizi al fine di fronteggiare e mitigare gli impatti derivanti dall'invecchiamento della popolazione e di modernizzare i quadri normativi; interventi fondamentali per una crescita sostenibile e per superare possibili future emergenze. La crescita del continente asiatico ha raggiunto nel 2025 quota 9,5 per cento grazie all'apporto positivo fornito da private equity, compagnie assicurative e investitori istituzionali (fondi immobiliari, pensionistici, sovrani, ...) che hanno mantenuto e consolidato previsioni in rialzo anche per il 2026. L'inflazione è ulteriormente diminuita nella maggior parte dei Paesi asiatici, trascinata al ribasso dai prezzi di energia e prodotti alimentari, dalla debolezza della domanda e dall'accesso di capacità produttiva mostrato dall'economia cinese fino a raggiungere, in molte economie, livelli inferiori agli obiettivi fissati dalle diverse Banche centrali. I mercati finanziari si sono mossi, all'interno di scenari economici e politiche commerciali complesse, nella direzione di una crescente integrazione regionale e attenzione alla sostenibilità degli investimenti.

Il peso dei reit asiatici rispetto alla capitalizzazione mondiale ha raggiunto l'undici per cento invertendo, per il 2025, la tendenza negativa frutto di un brusco rallentamento del processo di crescita rilevato a partire dal 2021, passando dal 16,6 per cento del 2020 al 10,7 per cento del 2024, mostrando i primi segnali di una seppur lieve accelerazione delle dinamiche. La capitalizzazione risulta tornata a crescere con livelli di dinamicità migliori rispetto al calo registrato nella scorsa edizione, più del 9,5 per cento, così come quella media ..., restando al di sotto dei due miliardi di euro (1.875 milioni di euro).

L'economia cinese conferma e consolida l'andamento positivo rispetto al 2024 con livelli di dinamicità superiori rispetto a quanto registrato nella scorsa edizione del Rapporto e prossimi al cinque per cento. Le esportazioni, dopo la forte accelerazione dei primi mesi del 2025, sono state rallentate dalle politiche commerciali intraprese dagli Stati Uniti e gli investimenti immobiliari e del settore delle costruzioni, insieme ai valori di mercato, si sono contratti a causa dell'eccesso di offerta ancora presente sul mercato. Le proiezioni di crescita per il 2026 sono state riviste al ribasso di 0,5 punti percentuali, al 4,5 per cento: riflesso dell'aggiustamento del settore immobiliare, delle crescenti tensioni commerciali e della prosecuzione di programmi anti-involuzione e permuta.

Nel 2025, nonostante la progressiva moderazione delle dinamiche di crescita, il Pil cinese ha superato i 19.500 miliardi di dollari, raggiungendo l'obiettivo di crescita del Governo fissato al cinque per cento pur partendo da una espansione del 5,5 per cento nel primo trimestre e arrivando al 4,5 per cento negli ultimi tre mesi dell'anno. L'andamento dell'economia è riflesso del progressivo attenuarsi degli effetti derivanti dagli stimoli governativi e indebolimento della domanda interna. Strutturalmente il settore dei servizi è rimasto il principale motore della crescita grazie a una espansione annuale del 5,5 per cento, con la componente informatica e di servizio alle imprese che fanno registrare le migliori performance. Gli indici di produzione di trasmissione dati, software e servizi informatici, leasing e servizi alle imprese e servizi finanziari sono aumentati, rispettivamente, del quindici per cento, dall'11,5 per cento e del 6,5 per cento consolidando il loro impatto sulla crescita economica.

Il livello di modernizzazione agricola è ulteriormente migliorato così come il tasso di meccanizzazione degli interi processi di produzione e lo sviluppo di terreni agricoli di elevata qualità. L'industria sementiera e l'agricoltura specializzata hanno ottenuto risultati positivi migliorando qualità e sicurezza dei

prodotti, integrazione con settori secondario e terziario e stili di vita e lavoro nelle zone rurali. Anche l'economia industriale e il processo di trasformazione e ammodernamento della manifattura hanno mostrato ottime performance soprattutto per quanto riguarda il valore aggiunto della produzione a più elevato tasso tecnologico e di digitalizzazione quali i settori dei robot industriali e dei circuiti integrati. Le industrie automobilistica, ferroviaria, navale, aerospaziale e delle attrezzature per i trasporti sono cresciute con dinamiche migliori rispetto a quelle dei computer, delle comunicazioni e delle apparecchiature elettroniche tornando a essere i principali pilastri della crescita industriale del Paese insieme a ricerca e sviluppo in ambiti quali intelligenza artificiale, biomedicale e robotica, cluster di innovazione in Shenzhen-Hong Kong-Guangzhou, Pechino e Shanghai-Suzhou occupano rispettivamente primo, quarto e sesto posto nella classifica mondiale di competitività.

Le pressioni inflazionistiche si sono mantenute a livelli contenuti nel corso dell'intero 2025. I prezzi al consumo sono rimasti pressoché invariati rispetto all'anno precedente, mentre i prezzi della produzione sono rimasti in territorio negativo nonostante il miglioramento registrato durante gli ultimi tre mesi. Le condizioni occupazionali nazionali si sono stabilizzate a un tasso di disoccupazione urbano di poco superiore al cinque per cento e a un livello di reddito disponibile pro-capite in aumento, in virtù delle migliori dinamiche delle aree rurali, del cinque per cento in termini reali ma non ancora sufficiente a innescare una vera ripresa dei consumi. Bassa inflazione e stabilità del mercato del lavoro garantiscono migliori margini di manovra per l'attuazione di politiche fiscali e monetarie di stimolo alla domanda.

Nel 2025, l'ufficio nazionale di statistica cinese ha rilevato un calo degli investimenti in sviluppi immobiliari superiore al quindici per cento e una diminuzione delle vendite di nuove abitazioni del dieci per cento circa, facendo segnare un andamento negativo per il quinto anno consecutivo. Vanke, la principale società real estate cinese, ha richiesto una proroga per il rimborso dei titoli obbligazionari diventando il primo sviluppatore immobiliare, a partecipazione statale, a segnalare la necessità di una ristrutturazione del debito aprendo un nuovo capitolo di una crisi che ha coinvolto i maggiori operatori del settore a partire da Evergrande e Country Garden. L'attuale situazione continua a sollevare interrogativi sulle motivazioni rispetto alle quali il Governo cinese non stia sostenendo in settore che, nonostante le dinamiche economiche negative degli ultimi cinque anni, continua a rappresentare il 25 per cento del Pil del Paese.

Le politiche messe in atto dal Governo, tra cui la revoca delle restrizioni alle vendite in alcune aree urbane e i sussidi ipotecari, sono infatti risultate frammentarie e di scarso impatto in un contesto di generale indebolimento delle dinamiche di acquisto nonché incapaci di stimolare la domanda dei consumatori e aiutare il mercato immobiliare a uscire dalla crisi. Le difficoltà che sta attraversando il settore immobiliare cinese non rappresentano però, necessariamente, una cattiva notizia in uno scenario socioeconomico che mostra una crescita del reddito e dei consumi annui pro capite e una diminuzione della spesa per l'abitazione. La famiglia media cinese ha infatti mostrato, nel corso del 2025, un aumento del risparmio grazie a una riduzione dei costi di affitto e di manutenzione degli immobili che ha portato al raggiungimento del massimo storico da parte dei risparmi totali; una crescente disponibilità di liquidità che sta alimentando una nuova fase di sviluppo che vada oltre il comparto immobiliare.

L'emissione di obbligazioni sul mercato interno cinese ha superato 24 mila miliardi di dollari, con un trasferimento di ricchezza dalle famiglie al Governo capace di garantire maggiori risorse per investimenti in ricerca e sviluppo e in sussidi industriali a favore di aziende operanti in settori privilegiati. La quasi totalità delle transazioni azionarie è effettuata da investitori al dettaglio, amplificando l'euforia del mercato anche grazie al supporto offerto dall'intelligenza artificiale e al fatto che solo il cinque per cento della ricchezza delle famiglie è investita in azioni, rappresentando un enorme potenziale di crescita per gli investimenti e i prezzi delle azioni nei prossimi anni.

Il Pil indiano è cresciuto del 6,7 per cento nel corso del 2025 e si prevede possa crescere in media del 6,3 per cento nel corso del biennio 2026-2027. L'aumento dei dazi doganali imposti dagli Usa ha pesato sulle esportazioni, mentre i consumi privati hanno beneficiato dell'aumento dei redditi reali grazie alla progressiva stabilizzazione dell'inflazione a livelli più contenuti (sempre più vicini al raggiungimento

dell'obiettivo del quattro per cento) e alla riduzione delle imposte sui consumi. Gli investimenti sono risultati in crescita, sostenuti da una diminuzione dei costi di finanziamento e del consolidamento della spesa pubblica in conto capitale. Le strategie di bilancio, sostanzialmente neutrali, mirano a ricostruire le riserve e a ridurre il debito pubblico all'interno di un contesto di difficoltà commerciali globali in cui i negoziati bilaterali con gli Stati Uniti potrebbero portare a una riduzione dei dazi e a un aumento delle importazioni e degli investimenti mentre l'incremento del prezzo del petrolio potrebbe generare maggiori pressioni inflazionistiche.

L'economia di Singapore è cresciuta del cinque per cento nel corso del 2025, riducendo le dinamiche fatte registrare nel 2024 e pari al 5,3 per cento. Il settore manifatturiero ha mostrato marcate dinamiche espansive (più 8,5 per cento circa) così come i livelli di produzione nei settori biomedicale ed elettronico sostenuti, rispettivamente, dalla farmaceutica e dalla domanda di semiconduttore, server e prodotti correlati all'intelligenza artificiale. La domanda estera è cresciuta dell'undici per cento circa, quasi raddoppiando il risultato del 2024 (più 5,7 per cento) grazie all'incremento delle esportazioni reali di beni (macchinari e attrezzature per il trasporto) e servizi per il trasporto. Il settore delle costruzioni è cresciuto intorno al 4,5% grazie al sostegno offerto dalla produzione edilizia nei settori pubblico e privato. La domanda di costruzioni ha superato i cinquanta miliardi di dollari grazie alla crescita equilibrata dei settori privato (più 13,5 per cento) e pubblico (più tredici per cento), quest'ultimo ad eccezione degli edifici commerciali (meno sessanta per cento) e grazie alla spinta offerta dalle opere di ingegneria civile (più 110 per cento).

Tra i principali progetti aggiudicati nel corso del 2025 compaiono: le nuove sedi centrali del Ministero dell'Istruzione e del Ministero dei Trasporti e dell'Autorità per i Trasporti Locali, l'impianto di depurazione delle acque di Taus Water e i contratti per il Ministero della Salute. I servizi, il commercio all'ingrosso e al dettaglio e i trasporti e magazzinaggio sono cresciuti del quattro per cento grazie a importanti volumi di vendita registrati nel segmento dei macchinari, delle attrezzature e delle forniture per telecomunicazioni, informatica e componenti elettronici afferenti al boom dell'intelligenza artificiale e al trasporto marittimo e aereo. Informazioni, comunicazioni e servizi professionali sono stati trainati al rialzo da sedi centrali e uffici di rappresentanza del comparto finanziario, bancario e assicurativo. Alloggio e ristorazione, immobiliare e servizi amministrativi sono risultati anch'essi in espansione grazie all'aumento dei flussi turistici internazionali. La spesa per consumi è aumentata del 3,5 per cento circa, in forte rallentamento rispetto al 6,5 per cento registrato l'anno precedente: i consumi privati, in espansione di quasi il quattro per cento, non sono stati in grado di compensare la frenata della componente pubblica passata dall'otto per cento del 2024 all'1,5 per cento dello scorso anno.

L'economia malese, nel corso del 2025, è cresciuta con i livelli di dinamicità più rapidi degli ultimi tre anni (più 5,2 per cento), superando le aspettative del Governo (più 4,4 per cento) grazie alla domanda interna e alla solidità di esportazioni e investimenti. La spesa delle famiglie ha infatti beneficiato del consolidamento dei livelli di occupazione, della crescita salariale e delle politiche governative. Le incertezze legate alle politiche commerciali americane sono andate attenuandosi a partire dal luglio 2025 a seguito della riduzione delle tariffe a livelli sostanzialmente allineati a quelli di altri Paesi asiatici e grazie a un livello di inflazione stabilmente compreso tra l'1,5 per cento e il due per cento.

Il Pil delle Filippine è cresciuto del 4,7 per cento nel 2025 e si prevede possa crescere, in media, del 5,5 per cento nel biennio 2026-2027. I consumi privati hanno trovato sostegno nella solidità mostrata dal mercato del lavoro e in livelli contenuti di inflazione (1,5 per cento circa) nonostante l'indebolimento degli investimenti, il rallentamento nello sviluppo dei progetti infrastrutturali a causa dello scandalo di corruzione legato all'uso dei fondi pubblici e la volontà del Governo di riportare il tasso di crescita dei prezzi al tre per cento. La politica fiscale, moderatamente restrittiva, e le riforme monetarie di riduzione delle barriere agli investimenti esteri e al commercio, di promozione della concorrenza nei settori elettrico, telecomunicazioni e portuale e di semplificazione delle normative economiche sono state in grado di migliorare le dinamiche di crescita degli investimenti e della produttività dell'intero Paese nel corso della prima parte del 2025, successivamente arrestatesi nella seconda parte dell'anno a causa dello scandalo corruttivo.

La politica monetaria espansiva della Banca centrale, insieme con la stabilità dei rendimenti e i minori costi di finanziamento, ha portato a un progressivo ampliamento dello spread e incremento della domanda di immobili a reddito. L'indice generale dei prezzi degli immobili residenziali ha proseguito, anche nel corso del 2025, con la tendenza triennale di indebolimento del mercato. La performance peggiore è stata registrata per le abitazioni singole, passata dal tredici per cento al due per cento, mentre per le unità abitative in condominio si è registrata una lieve crescita, dal meno 0,2 per cento al più 1,4 per cento. Al contrario, l'erogazione di mutui residenziali si è rafforzata grazie al sostegno offerto da una crescente attività di prestito in mercati secondari e a un tasso di interesse di riferimento che, dopo una serie di tagli, dall'agosto del 2024 ha perso 200 punti base fino a raggiungere a fine 2025 quota 4,5 per cento. Gli sviluppi situati nei principali business district del Paese si sono stabilizzati nel corso dell'anno portando a una ripresa dei canoni di locazione e a un miglioramento dei tassi di sfritto. Il compart retail prosegue nel suo processo evolutivo con crescente interesse da parte di grandi marchi e lifestyle per le principali aree commerciali.

L'economia thailandese è cresciuta del due per cento nel corso del 2025, dinamica inferiore rispetto al 2,5 per cento dell'anno precedente che permette di stimare, in relazione a agli effetti negativi delle politiche commerciali internazionali, un rallentamento della crescita della produzione all'1,5 per cento nel 2026. Una successiva ripresa della domanda interna e delle esportazioni, a seguito dell'attenuarsi delle ricadute dei dazi porterà a una espansione dell'economia superiore al 2,5 per cento nel 2027. L'inflazione al consumo seppur in crescita graduale si manterrà all'interno dell'intervallo obiettivo fissato, dalla Banca centrale, tra l'uno e il tre per cento. Nel settore finanziario, seppur solido, sono rimasti inalterati i livelli di rischio relativi alla qualità del credito al consumo e alle imprese e all'elevato debito del settore privato. La politica monetaria è intervenuta con tagli dei tassi al fine di sostenere l'attività economica reale, a condizione che l'inflazione si mantenga a livelli contenuti in quanto il margine di manovra risulta limitato in relazione a un debito pubblico in crescita a seguito della pandemia e delle pressioni esercitate sulla spesa sociale.

Il tasso di riferimento della Banca centrale è sceso all'1,5 per cento in un contesto di prospettive economiche indebolite e di inflazione stabilmente bassa e di politiche fiscali focalizzate sulla stabilizzazione del deficit di bilancio nel breve periodo. Le richieste di sempre nuove misure di spesa, quali il sostegno a seguito di sviluppi internazionali in materia di politiche tariffarie, devono essere attentamente valutate alla luce del crescente debito pubblico, prossimo al limite del settanta per cento fissato dal Governo. Il progressivo invecchiamento della popolazione richiede continui miglioramenti nella protezione sociale e nell'assistenza sanitaria che, gli attuali contributi del dieci per cento per il finanziamento del sistema pensionistico privato, non riescono più a sostenere senza riforme parametriche dell'aliquota in grado di garantire la sostenibilità del sistema nel medio lungo periodo. Contenimento del deficit e crescenti esigenze di spesa richiedono una espansione strutturale della capacità di entrate fiscali che, con gli attuali livelli, non garantisce sufficienti margini per mantenersi all'interno dei limiti imposti dal debito pubblico. I flussi di investimento esteri sono stati, ancora volta, considerevoli ma inferiori a quelli intercettati dai Paesi vicini quali Malesia e Vietnam nonostante un sistema di incentivi completo ma non pienamente efficace nell'attrarre investimenti in beni e servizi a elevato valore aggiunto attraverso accordi di libero scambio.

I volumi di investimenti nel continente asiatico hanno superato, nel corso del 2025 e dei primi tre mesi del 2026, i 140 miliardi di euro grazie al marcato miglioramento delle dinamiche nel corso della seconda metà dell'anno. Dopo un buon inizio dell'anno, le attività di investimento hanno mostrato un rallentamento a causa delle reazioni degli investitori alle misure tariffarie statunitensi e all'aumento delle tensioni commerciali, per poi riprendere bruscamente vigore nel terzo e quarto trimestre con volumi superiori ai massimi registrati nel 2022 in Corea, Hong Kong e Singapore.

L'economia giapponese, in crescita dell'1,3 per cento nel 2025, si stima possa rallentare le dinamiche di crescita nel corso del biennio 2026-2027 fino ad attestarsi a un livello inferiore all'uno per cento. La domanda interna ha rappresentato il principale motore della crescita grazie agli aumenti salariali, al consolidamento dei profitti aziendali, ai sussidi pubblici, al pacchetto di stimoli fiscali e al rallentamento dell'inflazione al due per cento, mentre la domanda esterna ha agito da freno all'attività economica del Paese a causa dei dazi statunitensi. Il volume totale degli investimenti immobiliari ha quasi raggiunto, nel corso del 2025, i 55 miliardi di euro di cui poco più di venti miliardi di euro concentrati nel comparto uffici,

in crescita del quindici per cento rispetto alla passata rilevazione. Le transazioni più significative hanno interessato lo Shiodome City Center, la Osaka Dojimahama Tower e la sede centrale globale di Nissan; riflesso del costante interesse degli investitori supportato da canoni e occupancy in crescita. Al contrario, le transazioni alberghiere, residenziali, logistiche e datacenter hanno fatto registrare un calo rispetto al 2024 dovuto a un effetto base a seguito delle significative compravendite di portafogli verificatesi nell'anno di riferimento.

Il settore della logistica ha continuato a guadagnare slancio supportato dai solidi fondamentali mostrati dall'e-commerce e dalla progressiva stabilizzazione del tasso di sfritto. Hospitality e retail hanno consolidato i rispettivi comparti trainati dall'aumento dei flussi turistici e della spesa dei consumatori con la maggior parte dei mercati regionali che hanno mostrato segnali di forte crescita. Il mercato residenziale ha continuato a restituire una marcata crescita dei valori di locazione grazie al supporto offerto da una sempre più solida base demografica. Il settore degli uffici ha continuato a beneficiare di livelli di vacancy estremamente bassi e di una limitata offerta di nuovi e moderni spazi di lavoro, elementi fondamentali per l'ulteriore crescita degli affitti. L'interesse degli investitori si conferma solido con possibile miglioramento nel corso del 2026.

Anche nel corso del 2025 il Giappone, nonostante una ulteriore riduzione dei livelli di capitalizzazione (meno 1,8 per cento rispetto al 2024), consolida la sua leadership tra i mercati quotati del continente asiatico grazie a un volume superiore agli 87 miliardi di euro che permette al Paese, nonostante gli aumenti rilevati in altre economie (Singapore, Malesia, Korea, Cina, ...), di continuare a concentrare più di un terzo degli investimenti immobiliari asiatici.

Complessivamente i numeri del comparto giapponese restituiscono un dividend yield del 4,9 per cento, in compressione rispetto al 5,2% del 2024, con un numero di strumenti in, seppur lieve, crescita, da 57 a 58. I rendimenti medi rilevati, anche nel 2025, hanno superato, raramente, il sei per cento, solo cinque veicoli hanno oltrepassato tale soglia nel corso dell'anno, tra questi Invincible e Japan Hotel hanno fatto registrare tassi di rendimento superiori al 6,5 per cento.

Kasumigaseki Hotel, il primo Reit giapponese quotato in borsa, specializzato in hotel e gestito da sviluppatori immobiliari investe in strutture ricettive diffuse sull'intero territorio nazionale in regioni dall'elevato potenziale (Okinawa, Kyusyu, Chubu, Kanto, ...), un segmento di mercato rispetto al quale il prodotto in offerta risulta ancora insufficiente. Attraverso investimenti mirati intende contribuire allo sviluppo del Giappone come meta turistica in un'ottica di crescita sostenibile per la collettività e di incremento del valore per gli azionisti. La struttura di locazione introdotta da Kasumigaseki Hotel razionalizza, da un lato, le operazioni in termini di efficienza e di riduzione dei costi e migliora, dall'altro, la redditività delle strutture anche grazie alla crescente domanda turistica, ricreativa e business, di soggiorni di lunga durata e all'andamento dell'inflazione.

Marimo Regional Revitalization investe e gestisce portafogli tipologicamente e geograficamente diversificati composti da immobili a reddito, dalle residenze alle aree di sosta, in grado di contribuire alla rivitalizzazione e allo sviluppo sociale ed economico di città e più ampi ambiti regionali, diversi dall'area metropolitana di Tokyo, nonché di garantire rendimenti relativamente elevati, utili stabili, crescita del patrimonio e incremento nel medio - lungo termine del valore per gli azionisti. La strategia di costruzione del portafoglio si concentra, prioritariamente, su immobili residenziali e commerciali nell'area metropolitana di Tokyo e, successivamente, su hotel, uffici, logistica, strutture sanitarie e parcheggi situati in città e ambiti regionali secondari.

L'interesse maturato nei confronti dei reit di Singapore nel corso del triennio 2019-2021, seguito nel 2022 da un forte aumento del numero dei veicoli e da una altrettanto marcata riduzione della capitalizzazione, ha mostrato un progressivo affievolimento nel corso del triennio successivo fino a mostrare nuove dinamiche positive alla fine del 2025 grazie a un valore complessivo prossimo ai settanta miliardi di euro, con un

incremento prossimo al sedici per cento, recuperando pienamente il meno tredici per cento del 2024 e superando i volumi del 2023.

Capitaland Integrated Commercial Trust, il primo (2002) e più grande fondo di investimento immobiliare quotato alla Borsa di Singapore (dodici miliardi di euro di capitalizzazione), detiene e investe in immobili commerciali e direzionali di qualità situati prevalentemente nella Città del Leone (venti) e in minima parte a Sidney (tre) e Francoforte (due) e in grado di generare redditi costanti e rendimenti e utili sostenibili agli azionisti attraverso l'ottimizzazione dei canoni di locazione e del tasso di occupazione, il raggiungimento dell'highest and best use delle strutture, la dismissione degli asset che hanno raggiunto la fine del loro ciclo di vita ottimale, scelte di investimento in cicli di mercato diversi e in diverse nazioni e il mantenimento di un bilancio sano e profili di scadenza del debito diversificati.

I reit di Hong Kong confermano le dinamiche negative rilevate nella scorsa edizione perdendo quasi il 6,5 per cento rispetto al valore di capitalizzazione del 2024, passando da poco più di diciassette miliardi di euro a sedici portando il loro peso sotto il sette per cento e lasciando posto all'India sul gradino più basso del podio alle spalle di Giappone e Singapore.

In Thailandia, a partire dal nuovo millennio, si è assistito a un sostanziale miglioramento del tenore di vita grazie all'integrazione del Paese all'interno del commercio e delle catene del valore mondiale che hanno permesso al reddito pro-capite di raggiungere livelli medio-alti secondo la definizione della Banca mondiale. Gli investimenti diretti esteri hanno svolto un ruolo importante per lo sviluppo di questa strategia. La competitività del settore manifatturiero ha registrato forti miglioramenti, mentre il turismo è cresciuto rapidamente. La Thailandia continua a nutrire grandi ambizioni per il futuro: adesione all'Ocse e raggiungimento dello status di Paese ad alto reddito entro il 2035, obiettivi e soddisfacimento di crescenti esigenze da parte di una popolazione sempre più prospera che richiederanno incisive e migliori politiche e servizi pubblici. La protezione sociale rimane però tuttora frammentaria e potrebbe essere organizzata in maniera più efficace al fine di passare da attività economiche informali e a elevata rischio povertà a uno sviluppo economico duraturo con conseguente una crescita diffusa e sostenuta dei redditi. Per fare ciò saranno necessari investimenti in interventi di adattamento ai cambiamenti climatici, nonché azioni di mitigazione finalizzate al raggiungimento di ambizioni obiettivi di riduzione delle emissioni inquinanti. La crescita ha però perso slancio negli ultimi anni con lenta ripresa del turismo, modifiche strutturali del settore manifatturiero e indebolimento delle prospettive di esportazione.

Il numero dei reit thailandesi si è ridotto ulteriormente anche nel corso del 2025 fino a raggiungere le 37 unità (meno 32,5 per cento circa rispetto al 2024) e restituendo, dopo il calo di quasi il 28 per cento del 2024, una nuova compressione di "soli" 600 milioni di euro di capitalizzazione, raggiungendo a fine anno i 7,2 miliardi. Cpn Retail Growth Leasehold, costituito nel dicembre 2017, è composto da dodici asset (sette centri commerciali, quattro immobili direzionali e una struttura alberghiera) con una durata media della attività prossima ai trenta anni e alcuni diritti di locazione fino al 2095. Strategie, obiettivi e politiche di investimento del reit si concentrano su investimenti, diritti di locazione e sublocazione di immobili retail di fascia alta e di strutture ad essi correlate o complementari quali uffici, hotel e serviced apartments finalizzati a migliorare, modificare, potenziare, sviluppare e/o cedere, in maniera organica, asset per diversificare portafoglio e rischio e generare reddito, rendimenti e profitti nell'interesse dei quotisti.

Nonostante la loro breve storia, la pandemia, la volatilità dei tassi di mercato e la ricerca di nuovi equilibri globali i reit indiani, anche nel 2025, hanno proseguito e consolidato il loro processo di modificazione ed evoluzione strutturale degli indirizzi e delle strategie di investimento immobiliare del Paese. Knowledge Realty Trust, il più grande reit di uffici indiano e il secondo dell'Asia, possiede e gestisce un portafoglio di quasi trenta immobili, in parte certificati Leed gold e platinum, Gresb, Well, ..., di elevata qualità e flessibilità e con una superficie complessiva superiore ai quattro milioni di metri quadrati, di cui quasi due milioni in costruzione o in progetto. Il portafoglio risulta diversificato sia dal punto di vista geografico che da quello funzionale con uffici di pregio nei centri urbani e strutture integrate riconosciute tra i migliori

progetti nei rispettivi mercati all'interno di business park delle sei principali città del Paese, tra cui Mumbai e Bengaluru.

Nel 2025, in India, gli investimenti da parte di fondi nazionali sono raddoppiati mentre le acquisizioni da parte di reit sono triplicate rispetto all'anno precedente. La crescente quota di investimenti nazionali ha garantito una maggiore stabilità al mercato rispetto a uno scenario globale caratterizzato da crescente incertezza in grado di influenzare negativamente i flussi di capitali. Il settore degli uffici ha fatto registrare una crescita del settanta per cento dei volumi di investimento, seguito da residenziale, logistico e industriale. Bengaluru, con un terzo dei volumi, si è classificata al primo posto nella classifica annuale degli investimenti, seguita da Mumbai (quindici per cento circa) e Delhi (quasi dieci per cento). Gli investimenti istituzionali provenienti dagli Stati Uniti hanno superato la soglia degli 1,25 miliardi di euro, doppiando i volumi del 2024. Si è registrata una crescita significativa anche per quanto riguarda l'allocazione di capitale proveniente dal Giappone grazie ai vantaggi offerti dalla progressiva diversificazione del mercato indiano.

I mercati di Korea, Taiwan e Pakistan continuano a rappresentare realtà marginali all'interno del mercato asiatico in quanto ancora contraddistinte da elevata volatilità e ridotti volumi dei rispettivi livelli di capitalizzazione: nello specifico hanno continuato a mostrare andamenti eterogenei, rispettivamente pari a più 24 per cento, meno 48 per cento e più 3,3 per cento, rispetto all'anno precedente con una capitalizzazione complessiva superiore agli 8,3 miliardi di euro.

Il mercato immobiliare malese ha fatto registrare importanti transazioni immobiliari per un valore di quasi 3,5 miliardi di euro. Le attività di scambio sono state, prevalentemente, trainate dai settori industriale e alberghiero grazie al sostegno di investitori aziendali e istituzionali. Johor si è consolidato come importante polo di attrazione di capitali grazie al suo posizionamento strategico all'interno della Zona economica speciale di Singapore. Si segnalano, infatti, le acquisizioni da parte di Eco business Park di 3,8 milioni di metri quadrati per lo sviluppo di un parco industriale integrato e gestito per più di 170 milioni di euro e da parte di Axis reit di un immobile industriale localizzato all'interno del Prai Industriale Estate con un rendimento del 6,25 per cento circa derivante da un contratto di locazione di otto anni per un valore complessivo di 340 milioni di euro. Il settore alberghiero ha fatto invece registrare una serie di transazioni tra Penang, Langkawi e Kuala Lumpur.

TAV.56 - ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT ASIATICI

Dati al 31 dicembre di ogni anno, mln di dollari

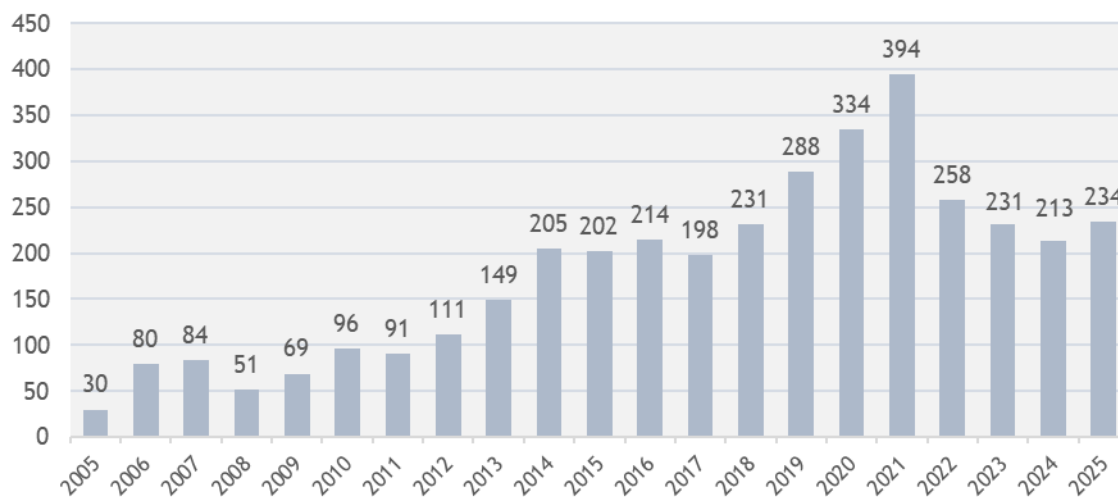
PAESE	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GIAPPONE	21.910	54.035	47.037	26.055	31.706	43.280	39.764	47.187	70.406	92.371
NUMERO REIT	27	39	40	40	41	35	34	37	43	51
HONG KONG	255	4.698	8.467	6.926	9.114	12.686	14.928	19.003	21.335	24.900
NUMERO REIT	1	4	7	7	7	7	9	9	9	11
SINGAPORE	7.067	17.427	21.474	12.848	24.114	34.235	28.750	35.218	45.800	68.816
NUMERO REIT	7	13	20	21	20	24	26	28	23	33
MALESIA	90	554	1.615	2.471	1.829	3.673	5.137	6.566	8.600	7.118
NUMERO REIT	1	5	11	11	12	14	15	16	14	15
KOREA	971	1.650	2.304	358	162	148	195	205	250	847
NUMERO REIT	10	13	18	4	3	4	7	8	8	8
PAKISTAN	-	-	-	-	-	-	-	-	-	200
NUMERO REIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1
TAIWAN	188	1.935	2.676	2.222	1.890	2.211	2.456	2.610	2.900	2.600
NUMERO REIT	1	7	8	8	8	8	8	6	6	6
THAILANDIA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8.079
NUMERO REIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	47
CINA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NUMERO REIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FILIPPINE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NUMERO REIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INDIA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NUMERO REIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTALE CAPITALIZZAZIONE</b>	<b>30.481</b>	<b>80.299</b>	<b>83.573</b>	<b>50.880</b>	<b>68.815</b>	<b>96.233</b>	<b>91.230</b>	<b>110.789</b>	<b>149.291</b>	<b>204.931</b>
<b>TOTALE NUMERO REIT</b>	<b>47</b>	<b>81</b>	<b>104</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>92</b>	<b>99</b>	<b>104</b>	<b>103</b>	<b>172</b>

PAESE	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
GIAPPONE	109.000	114.400	112.244	130.638	151.800	155.000	212.500	114.900	98.100	88.800	87.200
NUMERO REIT	53	58	60	63	67	61	64	62	59	57	58
HONG KONG	25.703	26.625	22.539	42.769	33.160	32.000	39.500	23.600	20.500	17.100	16.000
NUMERO REIT	11	11	12	11	10	12	10	10	10	10	11
SINGAPORE	44.860	49.000	43.204	38.792	74.450	80.600	100.500	72.500	68.600	59.700	69.200
NUMERO REIT	34	41	36	36	38	37	33	39	37	36	38
MALESIA	9.030	8.951	6.179	4.389	7.230	9.300	12.200	8.800	8.100	9.500	13.000
NUMERO REIT	17	17	17	14	17	17	17	19	19	19	20
KOREA	900	1.020	1.403	1.500	2.600	15.400	7.700	5.700	5.100	5.400	6.700
NUMERO REIT	8	8	6	11	9	13	15	20	21	25	25
PAKISTAN	200	250	249	156	180	140	210	120	100	300	310
NUMERO REIT	1	1	1	1	1	1	1	1	2	3	5
TAIWAN	2.600	2.750	2.111	3.537	3.900	3.600	5.900	2.800	2.700	2.500	1.300
NUMERO REIT	5	5	5	7	7	7	7	6	7	7	5
THAILANDIA	9.300	10.750	10.212	9.114	15.140	38.400	15.300	12.900	10.800	7.800	7.200
NUMERO REIT	56	54	63	60	60	60	59	59	61	55	37
CINA	-	-	-	-	-	-	-	4.670	4.200	5.100	10.400
NUMERO REIT	-	-	-	-	-	-	-	5	8	12	30
FILIPPINE	-	-	-	-	-	-	-	4.230	4.000	5.900	6.100
NUMERO REIT	-	-	-	-	-	-	-	8	8	8	8
INDIA	-	-	-	-	-	-	-	7.600	8.900	11.000	16.300
NUMERO REIT	-	-	-	-	-	-	-	3	5	5	7
<b>TOTALE CAPITALIZZAZIONE</b>	<b>201.593</b>	<b>213.746</b>	<b>198.141</b>	<b>230.895</b>	<b>288.460</b>	<b>334.440</b>	<b>393.810</b>	<b>257.820</b>	<b>231.100</b>	<b>213.100</b>	<b>233.710</b>
<b>TOTALE NUMERO REIT</b>	<b>185</b>	<b>195</b>	<b>200</b>	<b>203</b>	<b>209</b>	<b>208</b>	<b>206</b>	<b>232</b>	<b>236</b>	<b>237</b>	<b>244</b>

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

TAV.57 - ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT ASIATICI

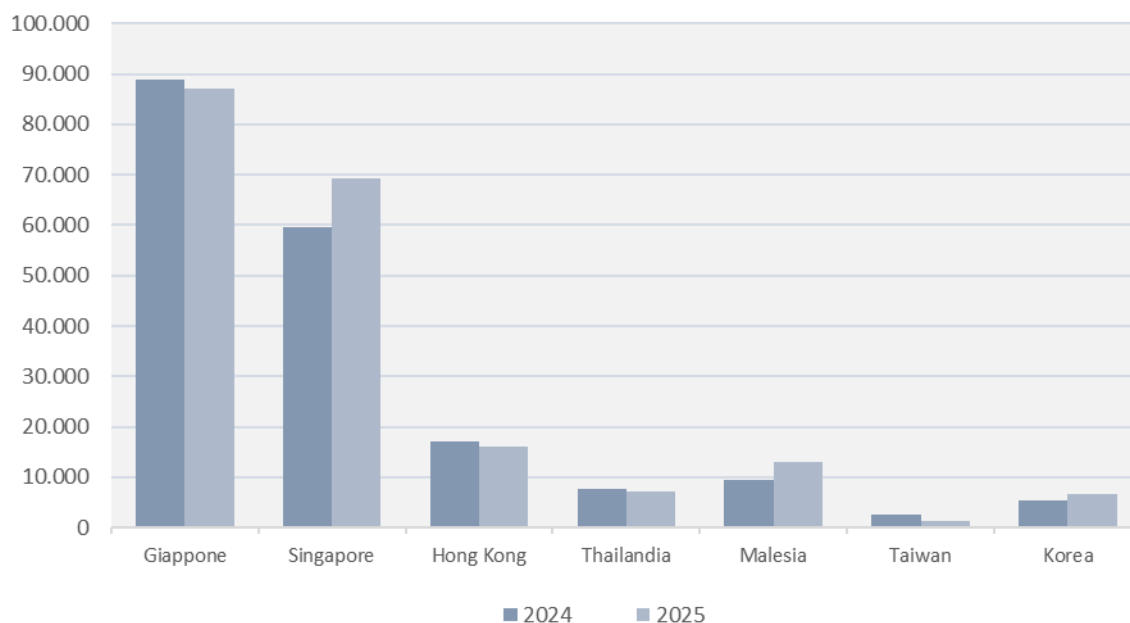
Mld di dollari, dicembre di ciascun anno, totale Asia



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

TAV.58 - CONFRONTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT ASIATICI

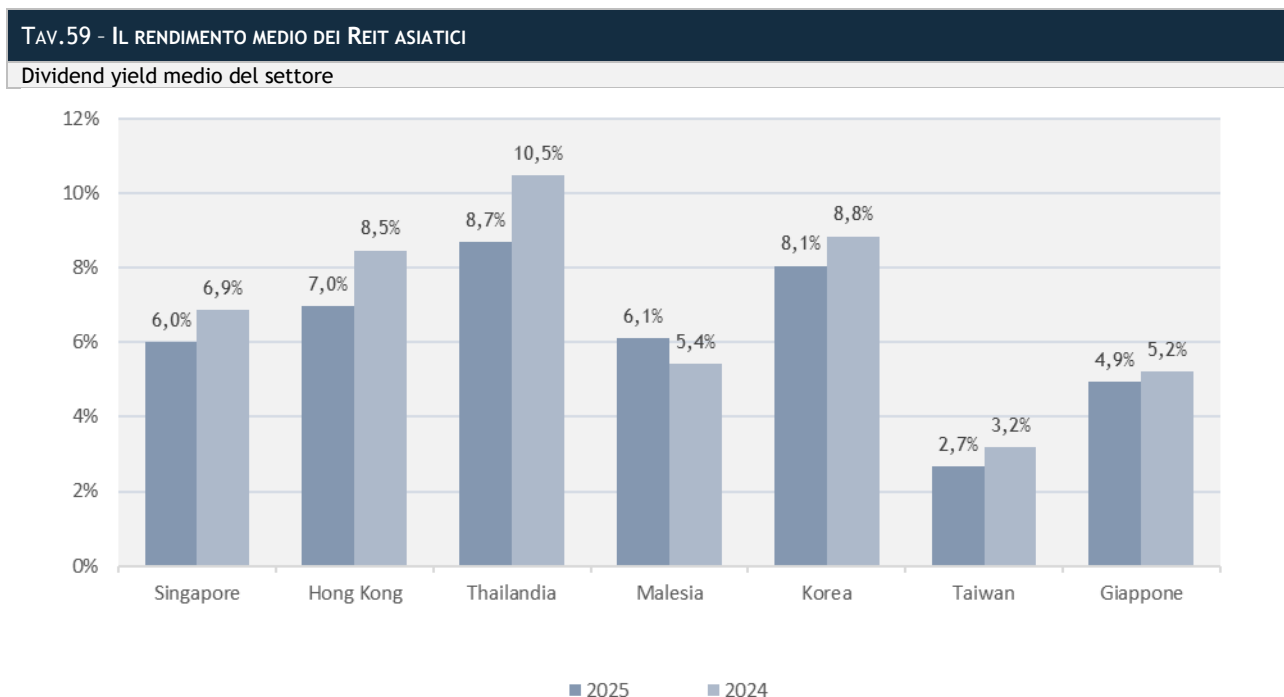
Mln di dollari, dicembre di ciascun anno



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

Per quanto riguarda i rendimenti medi, nel 2025, si registra una compressione di settanta punti base rispetto all'anno precedente, attestandosi poco al di sopra del sei per cento.

Negli undici Paesi asiatici analizzati, i reit hanno avuto complessivamente un andamento positivo, con incrementi che in Cina hanno superato il cento per cento e contrazioni che a Taiwan hanno quasi raggiunto il cinquanta per cento, manifestazioni ancora una volta dell'elevato livello di instabilità economica, politica e sociale rilevabili all'interno delle diverse realtà del continente. I reit giapponesi, pakistani e filippini hanno mostrato la loro capacità di adattamento alle diverse dinamiche di mercato che si sono presentate nel corso del 2025.



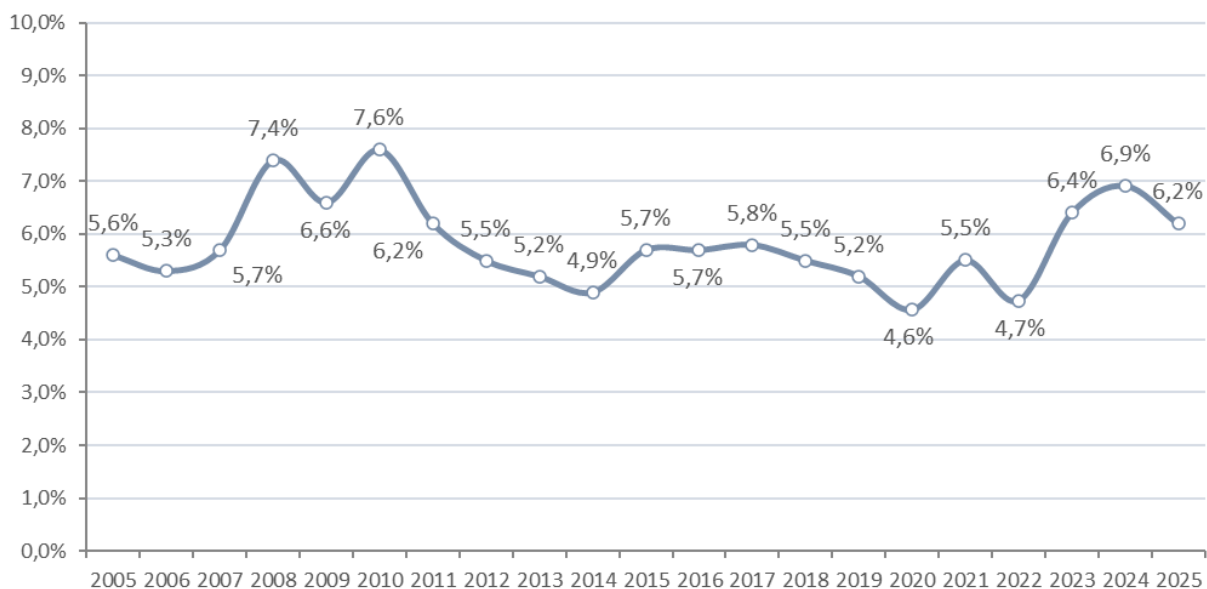
Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

A Hong Kong, dove i rendimenti hanno mostrato segnali di adeguamenti ai nuovi scenari geopolitici e macroeconomici, il sentiment degli investitori è migliorato nella maggior parte dei settori immobiliari anche grazie a una serie di tagli dei tassi di interesse, a un mercato azionario solido e alla riduzione delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Il mercato residenziale si è mostrato resiliente con costi ipotecari più bassi e rinnovata fiducia da parte degli sviluppatori che hanno stimolato l'offerta di nuovi progetti con sconti ridotti. Gli acquirenti provenienti dalla Cina hanno raggiunto il livello più alto dal 1995 con performance del comparto super-lusso solide.

Molti degli acquirenti sono imprenditori emergenti provenienti dai settori tecnologici e sanitari attirati da quartieri di pregio. Anche le attività di scambio non residenziali hanno mostrato una forte accelerazione con transazioni superiori ai cinque milioni di euro per un valore complessivo prossimo ai 5,2 miliardi di euro, con gli uffici a rappresentare più di 3,5 miliardi di euro. Le operazioni di scambio che hanno interessato il comparto industriale si sono dimostrate, ancora una volta, altamente selettive, spaziando da immobili a reddito a progetti di riqualificazione. Gli hotel, infine, sono stati compravenduti per una futura riconversione in alloggi per studenti mentre gli spazi retail hanno raggiunto rendimenti compresi tra il cinque e il sette per cento a causa del perdurare di elevati livelli di incertezza della domanda nei distretti centrali.

TAV.60 - ANDAMENTO DEL RENDIMENTO MEDIO DEI REIT ASIATICI

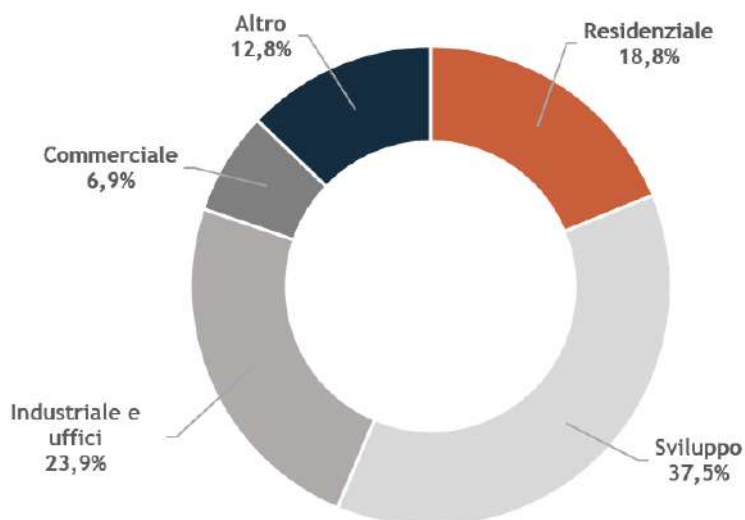
Dividend yield medio del settore



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

TAV.61 - ASSET ALLOCATION MEDIA DEI REIT ASIATICI

Per cento della superficie, dicembre 2025



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

A Taiwan, la crescita economica (7,4 per cento) e delle esportazioni (35 per cento) hanno raggiunto livelli record trainate dai settori legati all'intelligenza artificiale. Anche il volume complessivo degli investimenti ha superato i quattro miliardi di euro, secondo livello più alto raggiunto negli ultimi dieci anni. Il volume relativo alle transazioni di immobili industriali ha continuato a mostrare un forte slancio attestandosi poco sotto i due miliardi di euro grazie a importanti transazioni registrate nei principali parchi scientifici, tra cui Hsinchu. Gli uffici hanno rappresentato il secondo comparto per investimenti con quasi ottocento milioni di euro di investimenti e redimenti che a Taipei continuano a rimanere sotto pressione a causa dell'aumento dei tassi di interesse che ha portato gli acquirenti che occupano direttamente gli immobili a rappresentare più del novanta per cento delle transazioni.

Nonostante un 2025 iniziato con una crescente incertezza geopolitica e rinnovati rischi commerciali globali i volumi di investimento sono rimasti solidi, sostenuti dai progressivi riporti delle conclusioni di accordi bilaterali, da impatti dei conflitti non ancora pienamente manifesti e da atteggiamenti prudenti da parte degli operatori. La crescita economica della regione rimane modesta con livelli di inflazione generalmente contenuti, nonostante la forte pressione esercitata in alcuni mercati dai costi dell'energia e dei prodotti alimentari e la conclusione dei cicli di allentamento monetario da parte di molte delle Banche centrali. Gli investimenti sono cresciuti sostenuti dal miglioramento del sentiment e dall'intensificarsi delle attività da parte di investitori transfrontalieri in Giappone e Singapore. I mercati degli uffici hanno mostrato chiari segnali di ripresa con domanda di locazione in rafforzamento a seguito delle direttive sul ritorno in ufficio e dell'espansione delle aziende tecnologiche e dei servizi professionali. Nei distretti centrali di Tokyo il livello dei canoni di locazione ha raggiunto nuovi massimi riflettendo scarsa disponibilità di spazi e domanda sostenuta. Gli investimenti retail sono cresciuti trainati dal miglioramento della fiducia degli investitori, da un contesto di bassi tassi di interesse a Singapore e di ripresa dei flussi turistici e dei consumi in Cina e Hong Kong. Gli asset industriali e logistici hanno beneficiato di fattori strutturali trainanti la domanda, principalmente rappresentati da esportazioni di intelligenza artificiale in Giappone e Taiwan, da solida domanda interna del settore manifatturiero in India e da un aumento dei capitali in data center e opere pubbliche in Malesia. La parte conclusiva del 2025 e questi primi mesi dell'anno hanno costituito le basi per un 2026 altrettanto positivo, nonostante un contesto caratterizzato da importanti tematiche strutturali e geopolitiche. L'incertezza rispetto alla politica tariffaria statunitense, le interruzioni nella catena della distribuzione dell'energia legate alle tensioni medio-orientali e la crescente domanda di materiali pregiati trainata dalla rapida evoluzione dell'intelligenza artificiale rappresenteranno aree di interesse fondamentali per tutto l'anno.

## 6. - L'INDUSTRIA DEI FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA

### 6.1. - IL SETTORE NEL SUO COMPLESSO

Il comparto dei fondi immobiliari italiani prosegue il proprio percorso di crescita con ritmo sostenuto, consolidando il proprio posizionamento nel panorama europeo con un'incidenza superiore al tredici per cento del totale dei veicoli, a testimonianza del crescente peso del mercato nazionale all'interno dell'industria immobiliare europea.

Sulla base dei dati delle semestrali e delle indicazioni dei gestori, il Nav a fine 2025 ha raggiunto 125,7 miliardi di euro, con un incremento del 3,5 per cento sull'anno precedente.

La crescita ha riguardato prevalentemente i fondi chiusi riservati agli investitori professionali. Il patrimonio immobiliare detenuto direttamente dai settecento fondi attivi arriva a 144,5 miliardi di euro, con un incremento del quattro per cento sul 2024.

Le previsioni per il 2026 sono per un incremento del Nav del cinque per cento e del patrimonio del 5,5 per cento, il numero dei veicoli potrebbe raggiungere le 720 unità.

L'indebitamento del sistema fondi pari a 62 miliardi di euro è prossimo al quarantatré per cento di incidenza sul patrimonio. La performance (Roe), pur rappresentando la media di realtà molto diversificate, è scesa di dieci punti base a 1,7 per cento.

Come riportato sul "Rapporto sulla stabilità finanziaria" del mese di aprile 2026 di Banca D'Italia, "I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi immobiliari si mantengono complessivamente moderati. Al contrario della maggior parte dei fondi europei, quelli italiani sono costituiti in forma chiusa in base alla normativa vigente e di conseguenza non sono soggetti al rischio di liquidità derivante da elevate richieste di rimborso. Il rischio che alla scadenza le valutazioni del portafoglio dei fondi divergano in modo significativo dai valori di mercato, pur restando su livelli ridotti, è lievemente aumentato nel corso del 2025. La leva finanziaria dei fondi immobiliari è rimasta stabile. Le esposizioni dirette di banche e altri intermediari operanti in Italia verso il comparto dei fondi immobiliari si mantengono contenute".

TAV.62 - I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA (FONDI RETAIL E RISERVATI)

Mln di euro, 31 dicembre di ogni anno

DESCRIZIONE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026*
N° FONDI OPERATIVI <sup>1</sup>	458	483	505	535	570	615	640	675	700	720
NAV <sup>2</sup>	68.100	74.000	81.400	87.600	95.300	105.000	114.000	121.500	125.700	132.000
PATRIMONIO IMMOBILIARE DETENUTO DIRETTAMENTE	74.600	82.500	91.500	100.200	109.000	123.000	131.000	139.000	144.500	152.500
INDEBITAMENTO ESERCITATO <sup>3</sup>	30.800	32.700	34.400	38.500	45.500	60.000	58.000	59.000	62.000	
PERFORMANCE (ROE) <sup>4</sup> (VAL. %)	0,4	1,2	1,5	1,6	1,8	2,3	1,9	1,8	1,7	

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

2) Valore del patrimonio netto dei

3) Finanziamenti effettivamente

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

\*Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

L'asset allocation del patrimonio gestito italiano evidenzia un progressivo riequilibrio tra le principali funzioni immobiliari, con una dinamica di rafforzamento del residenziale e del comparto ricettivo. Il residenziale sale al 9,7 per cento, beneficiando della maggiore centralità delle strategie legate al living, mentre il ricettivo si consolida al sette per cento, sostenuto dalla ripresa strutturale del turismo e dall'interesse degli investitori per asset in grado di generare flussi reddituali stabili e indicizzati alla domanda.

Il comparto uffici rimane la principale componente del portafoglio, seppur in lieve contrazione al 56,5 per cento, confermando la fase di trasformazione in atto nel segmento terziario, sempre più orientato verso immobili prime e strategie di valorizzazione degli asset esistenti. Il commerciale si attesta al dodici per cento, mentre la logistica mostra una sostanziale stabilità al 7,8 per cento, sostenuta dai fondamentali di lungo periodo legati all'e-commerce e alla riorganizzazione delle catene distributive.

Il comparto sviluppo si mantiene su livelli contenuti (tre per cento), riflettendo un approccio ancora selettivo da parte degli operatori, mentre la categoria "altro" si stabilizza al quattro per cento, confermando il crescente ruolo di asset alternativi e specializzati all'interno dei portafogli immobiliari. Nel complesso, la struttura del mercato evidenzia una graduale diversificazione delle strategie, con una maggiore attenzione alla qualità degli asset e alla resilienza dei flussi reddituali.

Le prospettive per il 2026, secondo le indicazioni raccolte presso le Sgr, delineano un quadro di cauto ottimismo, caratterizzato da una possibile crescita delle masse gestite e da un progressivo processo di diversificazione dei portafogli rispetto all'attuale composizione.

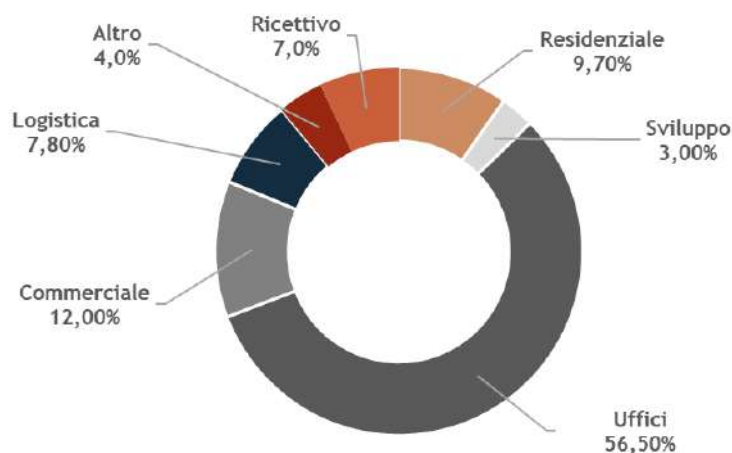
Come nell'edizione precedente, per questo Rapporto sono stati rilevati i dati relativi alle Sgr partecipanti al Gruppo di Lavoro.

La stima del fatturato complessivo delle Sgr nazionali è rimasta stabile a 420 milioni di euro nel 2025, con circa 1.460 addetti (di cui 720 donne e 740 uomini).

Attualmente il patrimonio ammonta a 144,5 miliardi di euro detenuto da 61 Sgr e settecento fondi immobiliari. Le prime venti Sgr per numero di fondi immobiliari gestiti possiedono circa 675 veicoli, circa il novantasette per cento del totale.

TAV.63 - ASSET ALLOCATION DEI FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA

Valori percentuali al 31 dicembre 2025



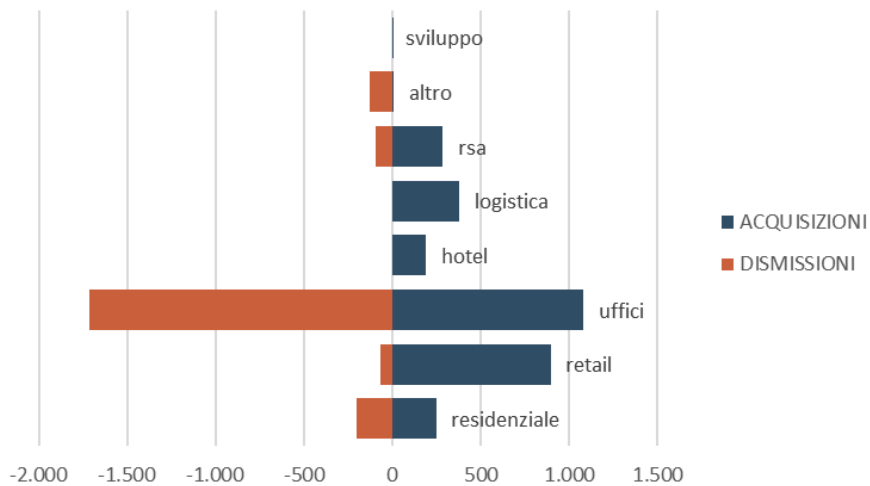
Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Il valore del patrimonio medio per le società di gestione è di oltre 2,3 miliardi di euro, rispetto ai dodici mesi precedenti il dato è stato rivisto al rialzo (circa il tre per cento) per effetto del consolidamento nel patrimonio gestito di nuove società e veicoli; ma se si considerano le prime venti Sgr che detengono la quasi totalità dei fondi, il patrimonio medio delle Sgr vale il triplo (oltre 7,2 miliardi di euro).

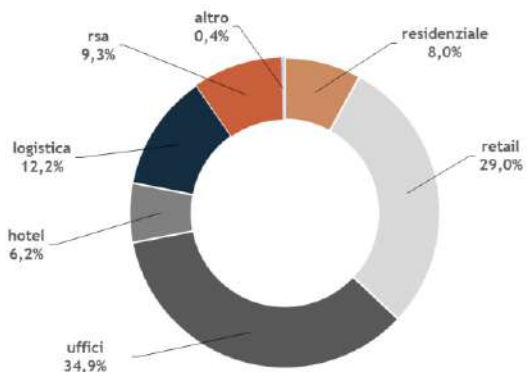
Secondo quanto riportato sul “Rapporto sulla stabilità finanziaria” del mese di aprile 2026 di Banca D’Italia, “Il patrimonio gestito dal comparto dei fondi immobiliari italiani è aumentato nel 2025. Gli investitori nei fondi istituiti nel periodo sono per quasi due terzi italiani”.

Gli acquisti nel corso dell’anno sono stati pari a 3,1 miliardi di euro a fronte di 2,2 miliardi di euro di dismissioni (entrambi rivisti al rialzo rispetto all’anno precedente). Nei grafici successivi le tipologie e la localizzazione di acquisti e vendite. Nell’ambito delle acquisizioni risulta in crescita l’interesse per retail e uffici, stabili o in lieve apprezzamento gli altri comparti; le dismissioni hanno interessato soprattutto gli uffici (complessivamente circa il 64 per cento degli scambi).

**TAV. 64 - ACQUISIZIONI E DISMISSIONI**  
Mln di euro al 31 dicembre 2025

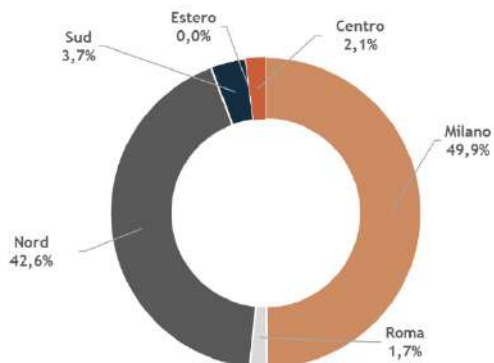


**TAV.65 - ASSET ALLOCATION PER DESTINAZIONE D'USO - ACQUISIZIONI**  
31 dicembre 2025



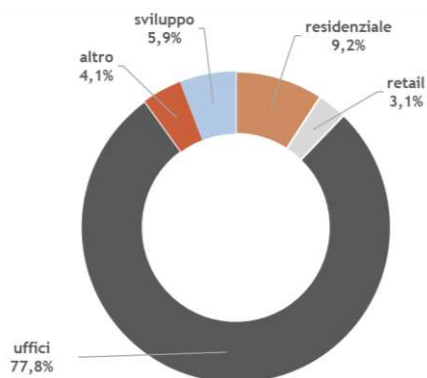
Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 66 - ASSET ALLOCATION PER DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA - ACQUISIZIONI**  
31 dicembre 2025



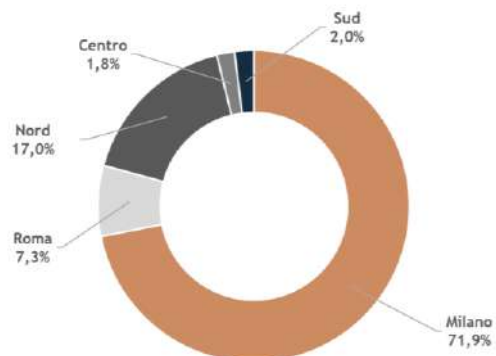
Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV.67 - ASSET ALLOCATION PER DESTINAZIONE D'USO - DISMISSIONI**  
31 dicembre 2025



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 68 - ASSET ALLOCATION PER DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA - DISMISSIONI**  
31 dicembre 2025



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

## 6.1.1. - IL PATRIMONIO GESTITO DALLE SGR PARTECIPANTI AL GRUPPO DI LAVORO

Per il sesto anno, con l'obiettivo di contribuire alla trasparenza del settore, le Sgr partecipanti al Gruppo di Lavoro hanno reso disponibili i dati di alcuni dei Fondi immobiliari da loro gestiti, in modo da poter costruire un elenco dei veicoli italiani per specializzazione, confrontabile con gli strumenti europei.

Abbiamo scelto di descrivere sei categorie (classifica generale per patrimonio, fondi core, value added, opportunistici, fondi innovativi, fondi con focus uffici e focus retail) presentate attraverso la classifica dei fondi per valore degli asset detenuti.

A fronte del numero complessivo delle Sgr partecipanti al Rapporto, le adesioni pervenute in questa edizione hanno riguardato oltre i due terzi del totale, pertanto le tabelle di seguito riportate sono state elaborate al netto del contributo di Dea Capital Sgr e Coima Sgr.

CLASSIFICA GENERALE				
N°	SGR	NOME FONDO	N° ASSET	VALORE PATRIMONIO (€)
1	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	MASCAGNI		3.000.440.000
2	COLLIERS GLOBAL INVESTORS ITALY SGR S.P.A.	FONDO ANTIRION GLOBAL- COMPARTO CORE	24	2.905.331.894
3	CDP RA SGR SPA	FIA		1.699.652.021
4	FABRICA IMMOBILIARE SGR S.P.A.	FONDO INARCASSA (COMPARTO UNO E COMPARTO DUE)	81	1.550.000.000
5	FABRICA IMMOBILIARE SGR S.P.A.	FONDO CICERONE (COMPARTO DUE E TRE)	38	1.070.000.000
6	INVESTIRE SGR	FIP		897.157.370
7	AMUNDI RE ITALIA SGR	NEXUS 1	17	879.260.000
8	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	SCARLATTI		803.300.000
9	COLLIERS GLOBAL INVESTORS ITALY SGR S.P.A.	FONDO ANTIRION GLOBAL- COMPARTO HOTEL	8	686.850.000
10	CDP RA SGR SPA	FNT- COMPARTO A		554.203.370
11	INVESTITORI SGR SPA	INVESTITORI REAL ESTATE	3	521.200.000
12	INVESTITORI SGR SPA	INVESTITORI LOGISTIC FUND	16	494.300.000
13	INVESTIRE SGR	GIOVANNI AMENDOLA		478.628.624
14	CDP RA SGR SPA	FONDO SVILUPPO - COMPARTO A	2	468.442.355
15	INVESTIRE SGR	FIEPP		409.091.563
16	FABRICA IMMOBILIARE SGR S.P.A.	FONDO ARISTOTELE	12	400.000.000
17	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	GENERALI REAL ESTATE DEBT INVESTMENT FUND ITALY		374.602.381
18	CDP RA SGR SPA	FONDO FIV COMPARTO EXTRA	34	366.535.632
19	CASTELLO SGR	TBGO 1	5	321.876.447
20	CASTELLO SGR	STAR	6	304.023.091
21	REAM SGR	GERAS	14	280.060.704
22	CASTELLO SGR	STAR II	3	272.474.371
23	CDP RA SGR SPA	FT2	12	264.800.000
24	REAM SGR	GERAS 2	8	247.997.161
25	CASTELLO SGR	PICASSO	12	236.765.437

CLASSIFICA GENERALE				
N°	SGR	NOME FONDO	N° ASSET	VALORE PATRIMONIO (€)
26	CASTELLO SGR	SANT'ALESSIO	35	232.689.232
27	CDP RA SGR SPA	FT1	9	228.440.000
28	AMUNDI RE ITALIA SGR	NEXUS 3	2	192.778.130
29	REAM SGR	CORE NORD OVEST	3	186.915.860
30	AMUNDI RE ITALIA SGR	NEXUS 2	2	158.186.000
31	CDP RA SGR SPA	FONDO FIV COMPARTO PLUS	10	155.830.000
32	CDP RA SGR SPA	FNT- COMPARTO B		149.610.014
33	CDP RA SGR SPA	FOF		141.956.663
34	COLLIERS GLOBAL INVESTORS ITALY SGR S.P.A.	FONDO ANTIRION RETAIL- COMPARTO 1 "GALLERIE COMMERCIALI"	3	141.140.000
35	CDP RA SGR SPA	FNAS		139.100.146
36	REAM SGR	PIEMONTE C.A.S.E.	13	125.608.059
37	AMUNDI RE ITALIA SGR	NEXUS 4	2	83.700.000
38	REAM SGR	SYMPLEO	5	70.369.492
39	CDP RA SGR SPA	FT3		45.400.000
40	AMUNDI RE ITALIA SGR	SALUTE ITALIA	5	24.750.000

FONDI CORE				
N°	SGR	NOME FONDO	N° ASSET	VALORE PATRIMONIO (€)
1	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	MASCAGNI		3.000.440.000
2	FABRICA IMMOBILIARE SGR S.P.A.	FONDO INARCASSA RE COMPARTO UNO	25	1.015.000.000
3	INVESTIRE SGR	FIP		897.157.370
4	AMUNDI RE ITALIA SGR	NEXUS 1	17	879.260.000
5	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	SCARLATTI		803.300.000
6	FABRICA IMMOBILIARE SGR S.P.A.	FONDO CICERONE COMPARTO TRE	25	730.000.000
7	INVESTITORI SGR SPA	INVESTITORI REAL ESTATE	3	521.200.000
8	INVESTITORI SGR SPA	INVESTITORI LOGISTIC FUND	16	494.300.000
9	INVESTIRE SGR	FIEPP		409.091.563
10	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	GENERALI REAL ESTATE DEBT INVESTMENT FUND ITALY		374.602.381
11	REAM SGR	GERAS	14	280.060.704
12	INVESTIRE SGR	CRONO		269.168.053
13	REAM SGR	GERAS 2	8	247.997.161
14	CASTELLO SGR	PICASSO	12	236.765.437
15	FABRICA IMMOBILIARE SGR S.P.A.	FONDO ETRUSCO	25	220.000.000

FONDI CORE				
N°	SGR	NOME FONDO	N° ASSET	VALORE PATRIMONIO (€)
16	REAM SGR	CORE NORD OVEST	3	186.915.860
17	AMUNDI RE ITALIA SGR	NEXUS 2	2	158.186.000
18	CASTELLO SGR	DRIVE	2	144.341.678
19	CASTELLO SGR	ITALIAN OPPORTUNITIES FUND I	1	134.188.683
20	CASTELLO SGR	LCN CAPITAL PARTNERS ITALY III - COMPARTO 1	8	130.266.300
21	CASTELLO SGR	ROME CORE I	1	126.589.025
22	REAM SGR	SYMPLEO	5	70.369.492
23	AMUNDI RE ITALIA SGR	SALUTE ITALIA	5	24.750.000

FONDI VALUE ADDED				
N°	SGR	NOME FONDO	N° ASSET	VALORE PATRIMONIO (€)
1	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	EFFEPI REAL ESTATE		357.830.000
2	CASTELLO SGR	TBGO 1	5	321.876.447
3	CASTELLO SGR	GO ITALIA IX	7	181.425.254
4	CASTELLO SGR	PROTEGO	17	166.598.663
5	CASTELLO SGR	CASATI I	1	108.689.701
6	CASTELLO SGR	CASATI II	1	79.128.658
7	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	FORMENTI		47.100.000

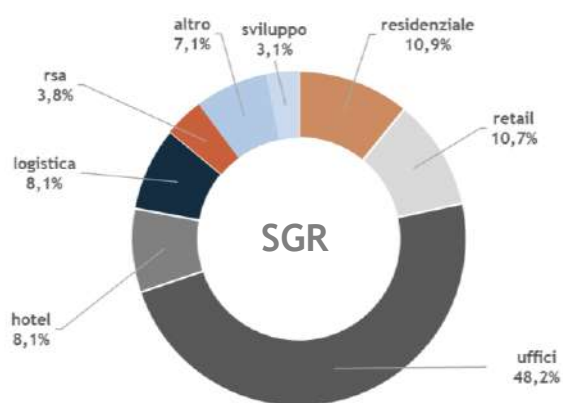
FONDI OPPORTUNISTICI				
N°	SGR	NOME FONDO	N° ASSET	VALORE PATRIMONIO (€)
1	INVESTIRE SGR	EVEREST		118.439.158
2	INVESTIRE SGR	PORTOPICCOLO		85.295.339
3	INVESTIRE SGR	PEGASUS		72.261.081

FONDI INNOVATIVI				
N°	SGR	NOME FONDO	N° ASSET	VALORE PATRIMONIO (€)
1	FABRICA IMMOBILIARE SGR S.P.A.	FONDO ARISTOTELE	12	400.000.000
2	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	GENERALI REAL ESTATE DEBT INVESTMENT FUND ITALY		374.602.381
3	FABRICA IMMOBILIARE SGR S.P.A.	FONDO ARISTOTELE SENIOR	12	237.000.000
4	REAM SGR	PIEMONTE C.A.S.E.	13	125.608.059
5	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	GENERALI REAL ESTATE DEBT INVESTMENT FUND ITALY II		118.291.565
6	FABRICA IMMOBILIARE SGR S.P.A.	FONDO ERASMO	4	87.000.000
7	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	GENERALI REAL ESTATE US EQUITY FUND OF FUNDS ITALY		12.859.916

FONDI CON FOCUS UFFICI				
N°	SGR	NOME FONDO	N° ASSET	VALORE PATRIMONIO (€)
1	AMUNDI RE ITALIA SGR	NEXUS 1	17	879.260.000
2	INVESTITORI SGR SPA	INVESTITORI REAL ESTATE	3	521.200.000
3	REAM SGR	CORE NORD OVEST	3	186.915.860
4	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	FLEURS RE		185.900.000
5	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	EURIPIDE		153.890.000
6	CASTELLO SGR	ROME CORE I	1	126.589.025
7	CASTELLO SGR	GREEN FUND ONE	1	85.549.214
8	CASTELLO SGR	MILAN CORE I	1	80.421.372
9	REAM SGR	SYMPLEO	5	70.369.492
10	CASTELLO SGR	MILAN URBAN PRIVATE FUND	1	52.352.145
11	CASTELLO SGR	FORMA ITALIAN FUND	1	47.331.829

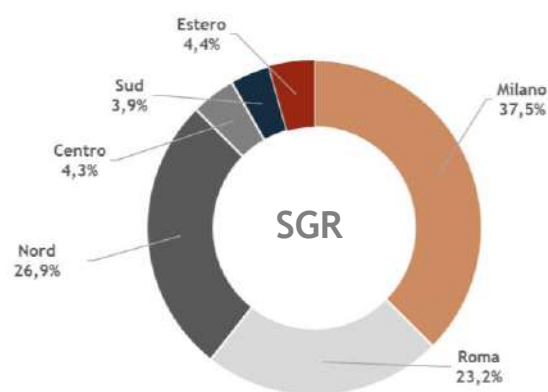
FONDI CON FOCUS RETAIL				
N°	SGR	NOME FONDO	N° ASSET	VALORE PATRIMONIO (€)
1	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	MASCAGNI		3.000.440.000
2	AMUNDI RE ITALIA SGR	NEXUS 3	2	192.778.130
3	CASTELLO SGR	ITALIAN OPPORTUNITIES FUND I	1	134.188.683
4	GENERALI REAL ESTATE SGR S.P.A.	TOSCANINI		132.048.250
5	CASTELLO SGR	FORMA ITALIAN FUND II	1	16.831.190

TAV.69 - DISTRIBUZIONE SETTORIALE FONDI SGR PER VALORE  
31 dicembre 2025



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

TAV. 70 - DISTRIBUZIONE TERRITORIALE FONDI SGR PER VALORE  
31 dicembre 2025



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**6.2. L'evoluzione del sistema****Executive summary**

Il contesto macroeconomico internazionale continua a essere caratterizzato da una crescita moderata e da un quadro geopolitico instabile, con effetti rilevanti sui mercati finanziari e immobiliari. Le tensioni commerciali internazionali, la debolezza della domanda globale e la persistente volatilità dei prezzi energetici continuano infatti a incidere sulle prospettive di crescita delle principali economie avanzate. In questo scenario, secondo il Bollettino Economico della Banca d'Italia (n. 1/2026), nel corso del 2025 l'economia italiana ha mostrato segnali di graduale consolidamento, sostenuta dalla tenuta del mercato del lavoro, dal rallentamento dell'inflazione e dall'avvio della riduzione dei tassi di interesse da parte della BCE.

Nell'area euro la crescita resta debole e disomogenea tra i diversi Paesi membri. La domanda interna continua a fornire un contributo limitato all'attività economica, mentre il comparto manifatturiero risente ancora della debolezza del commercio internazionale e della ridotta dinamica degli ordinativi industriali.

Per l'Italia, il quadro congiunturale conferma una dinamica economica positiva ma ancora contenuta. Dopo la moderata espansione registrata nel 2025, le prospettive per il 2026 restano improntate alla cautela: consumi e investimenti continuano infatti a risentire della perdita di potere d'acquisto accumulata negli anni precedenti, dell'incertezza sulle esportazioni e del progressivo ridimensionamento degli stimoli pubblici legati agli investimenti straordinari.

A consuntivo del 2025, l'ISTAT ha registrato una crescita del PIL italiano pari a circa lo 0,5%, sostenuta dagli investimenti legati al PNRR, dalla solidità del mercato del lavoro e dalla progressiva ripresa di alcuni comparti produttivi. L'inflazione media annua si è attestata intorno all'1,1%, favorendo una graduale stabilizzazione del potere d'acquisto delle famiglie. Parallelamente, il tasso di occupazione ha raggiunto livelli storicamente elevati, mentre la disoccupazione si è mantenuta intorno al 6%, confermando la capacità del mercato del lavoro italiano di preservare una sostanziale tenuta anche in una fase di rallentamento economico.

In tale contesto il mercato immobiliare italiano sta attraversando una fase di graduale riequilibrio dopo il rallentamento registrato tra il 2022 e il 2023, determinato dall'aumento dei tassi di interesse e dall'inasprimento delle condizioni creditizie. La progressiva riduzione del costo del denaro e il miglioramento dell'accesso al credito hanno favorito una ripresa delle compravendite residenziali nelle principali aree urbane. I dati OMI evidenziano inoltre una maggiore stabilità dei prezzi e una crescita dei canoni di locazione, soprattutto nei mercati caratterizzati da maggiore tensione abitativa e da una domanda ancora sostenuta.

Secondo Nomisma, il settore beneficia del crescente interesse verso asset immobiliari con elevata qualità energetica, buona capacità di generazione del reddito e caratteristiche coerenti con i criteri ESG. I comparti logistico, living e hospitality continuano a mostrare maggiore resilienza rispetto ad altri segmenti tradizionali, sostenuti dall'evoluzione dei modelli di consumo, dalla crescita della domanda di locazione e dal rafforzamento dei flussi turistici. Il settore direzionale resta invece influenzato dall'evoluzione dei modelli di lavoro ibrido e dalla crescente selettività della domanda verso immobili moderni ed efficienti sotto il profilo energetico.

Nel complesso, l'avvio del 2026 delinea uno scenario di progressiva stabilizzazione dell'economia italiana e del mercato immobiliare, pur in presenza di elementi di fragilità legati alla debolezza della domanda estera, alla stagnazione della produzione industriale europea, all'elevato livello del debito pubblico e al permanere di un contesto geopolitico internazionale incerto.

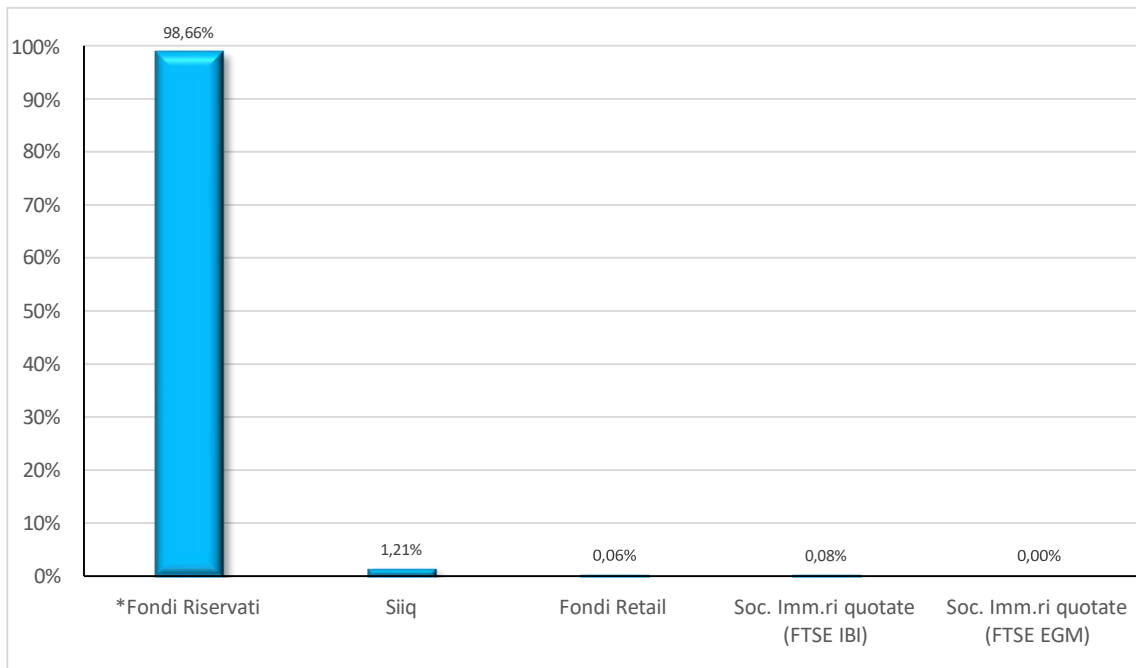
**PREMESSA**

L'industria immobiliare finanziarizzata si compone di diversi strumenti, il cui patrimonio immobiliare totale si attese su un valore di circa 145 miliardi di euro, alla data del 31 dicembre 2025 (139 miliardi di euro circa al 31 dicembre 2024):

1. Fondi immobiliari destinati ad investitori istituzionali (c.d. "fondi riservati")
2. Siiq (Società di investimento immobiliari quotate) 1;
3. Fondi immobiliari destinati al pubblico (c.d. "fondi retail")
4. Società immobiliari quotate (FTSE IBI)2;
5. Società immobiliari quotate (FTSE EGM).3

Di seguito si riporta il grafico che rappresenta il peso percentuale esercitato da ciascuno degli strumenti di investimento appena citati al complessivo valore del patrimonio immobiliare dell'industria al 31 dicembre 2025 e lo stesso grafico al 31 dicembre 2024:

**Ripartizione del patrimonio al 31 dicembre 2025**  
*145 miliardi di euro*

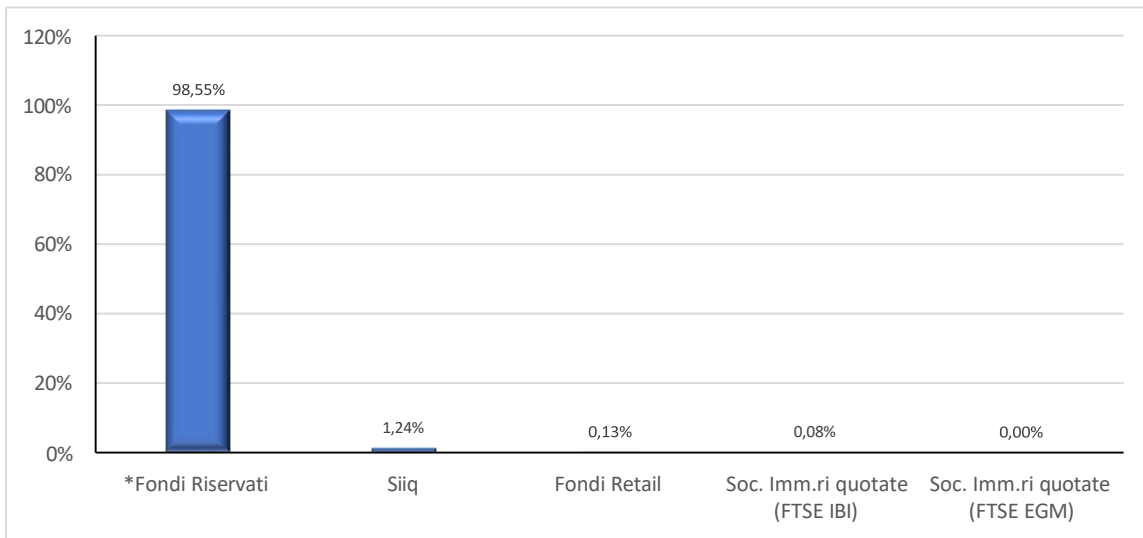


\*Stima **SCENARI IMMOBILIARI**

- 1 Sono state analizzate le SIIQ presenti all'interno del settore FTSE Italia Beni Immobili (IGD - Immobiliare Grande Distribuzione Siiq Spa, Next Re Siiq Spa ex Restart Siiq Spa,).
- 2 Sono state analizzate le società immobiliari quotate alla Borsa di Milano e presenti all'interno del settore FTSE Italia Beni Immobili rappresentative dell'industria (Brioschi Sviluppo Immobiliare Spa, Gabetti Spa).
- 3 Sono state analizzate le società immobiliare quotate alla Borsa di Milano e presenti all'interno del settore FTSE AIM Italia (Mercato Alternativo del Capitale), prendendo come riferimento le società operanti nel settore dello sviluppo immobiliare (Clean BNB Spa, Emma Villas Spa, Ena Spa, Tecma Splutions Spa e Ubaldi Costruzioni Spa).

Ripartizione del patrimonio al 31 dicembre 2024

139 miliardi di euro



\*Stima SCENARI IMMOBILIARI

**DATI PATRIMONIALI**

Di seguito si riportano i volumi dell'industria immobiliare finanziarizzata rilevati alla data del 31 dicembre 2025 in termini di patrimonio immobiliare, indebitamento e Nav.

**I dati patrimoniali**

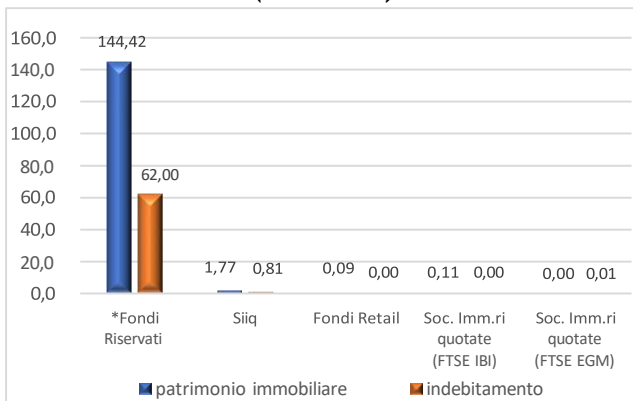
Valori in mld di euro al 31 dicembre di ogni anno

Descrizione	*Fondi Riservati		Siiq		Fondi Retail		Soc. Imm.ri quotate (FTSE IBI)		Soc. Imm.ri quotate (FTSE EGM)		Totale Industria		
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	Var %
Totale Attivo	n.d.	n.d.	1,99	1,94	0,21	0,09	0,42	0,37	0,08	0,09	2,70	2,49	-7,6%
- di cui patrimonio immobiliare	138,82	144,42	1,75	1,77	0,18	0,09	0,11	0,11	0,00	0,00	140,86	146,39	3,9%
Totale Passivo	n.d.	n.d.	0,94	0,87	0,01	0,00	0,13	0,16	0,06	0,06	1,14	1,09	-4,1%
- di cui indebitamento LT	59,00	62,00	0,82	0,81	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,01	59,84	62,82	5,0%
<b>Nav</b>	121,30	125,61	1,05	1,07	0,20	0,09	0,29	0,21	0,02	0,03	122,86	127,01	3,4%

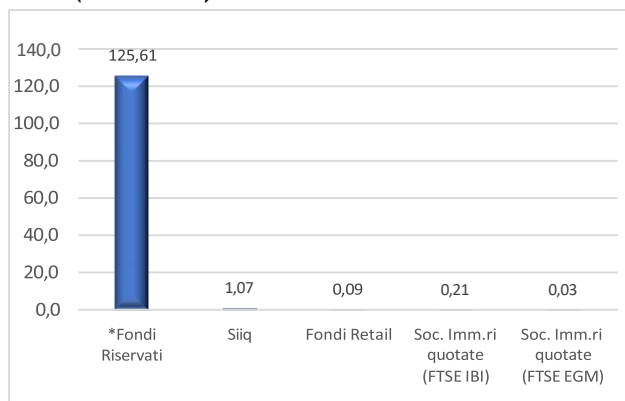
\*Stima SCENARI IMMOBILIARI

La ripartizione del patrimonio immobiliare, dell'indebitamento e del Nav, fra i diversi strumenti di investimento analizzati, viene di seguito rappresentata graficamente, alla data del 31 dicembre 2025

**Patrimonio e debito (mld di euro)**



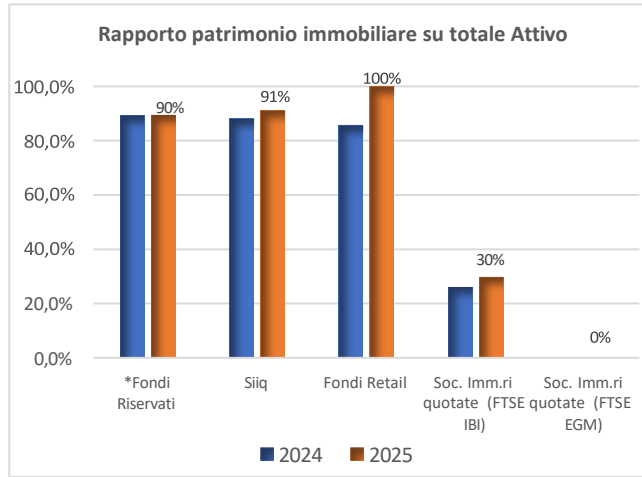
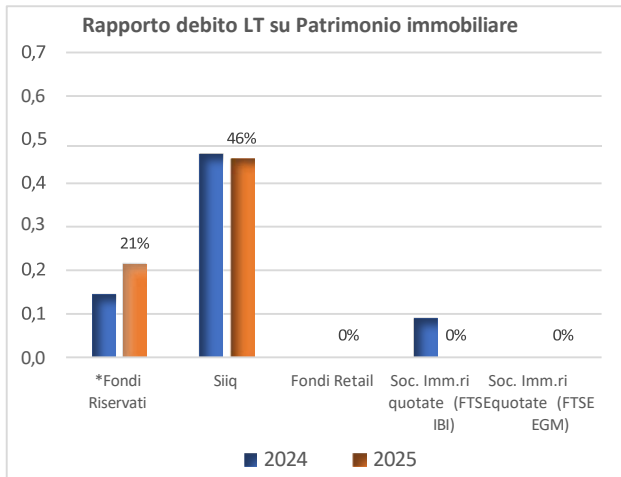
**Nav (mld di euro)**



**Principali ratio patrimoniali**

Descrizione	*Fondi Riservati		Siiq		Fondi Retail		Soc. Imm.ri quotate (FTSE IBI)		Soc. Imm.ri quotate (FTSE EGM)		Totale Industria		
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	Var %
<b>Periodo</b>													
<b>Totale Attivo</b>	4,86	6,04	1,99	1,94	0,21	0,09	0,42	0,37	0,08	0,09	7,56	8,53	12,9%
- di cui patrimonio immobiliare	4,34	5,41	1,75	1,77	0,18	0,09	0,11	0,11	0,00	0,00	6,38	7,38	15,7%
<b>Totale Passivo</b>	0,79	1,31	0,94	0,87	0,01	0,00	0,13	0,16	0,06	0,06	1,93	2,40	24,5%
- di cui indebitamento LT	0,63	1,16	0,82	0,81	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,01	1,47	1,98	34,7%
<b>Nav</b>	4,07	4,73	1,05	1,07	0,20	0,09	0,29	0,21	0,02	0,03	5,63	6,13	8,9%

\* dati riferiti ad un campione di fondi istituzionali rappresentanti circa il 3,8% del Nav stimato da SCENARI IMMOBILIARI



\* dati riferiti ad un campione di fondi istituzionali rappresentanti circa il 3,8% del Nav stimato da SCENARI IMMOBILIARI

**DATI ECONOMICI**

I principali risultati economici sono riportati in valore assoluto nella tabella di seguito esposta e successivamente rappresentati graficamente.

Tali dati si riferiscono ai Fondi riservati ad investitori istituzionali, ai Fondi immobiliari retail, alle Siiq, e alle Società immobiliari quotate (FTSE IBI e EGM) al 31 dicembre 2025 confrontati con il quelli rilevati nel 2024

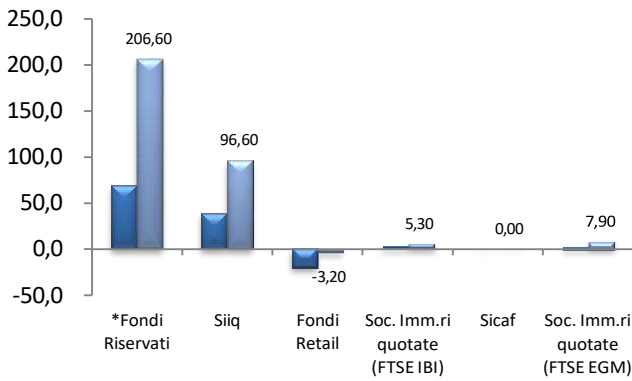
**Dati economici**

Valori in mln di euro al 31 dicembre di ogni anno

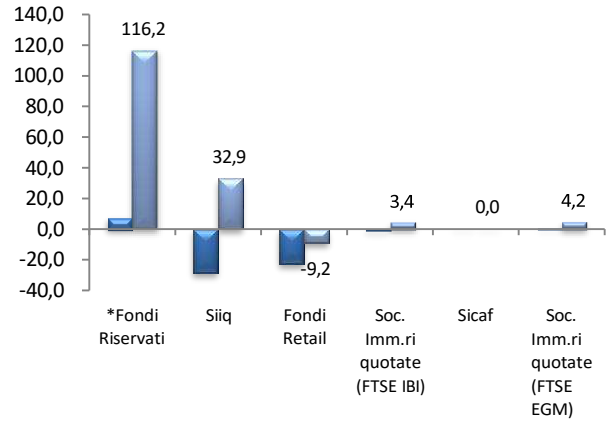
Descrizione	*Fondi Riservati		Siiq		Fondi Retail		Soc. Imm.ri quotate (FTSE IBI)		Soc. Imm.ri quotate (FTSE EGM)		Totale	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
<b>Periodo</b>												
<b>Ricavi</b>	235,3	293,8	141,2	134,1	16,6	6,2	236,2	144,3	106,0	121,5	735,3	699,4
<b>Ebitda</b>	59,5	209,3	75,8	98,1	-19,7	-1,6	1,8	0,0	8,5	11,6	125,9	317,4
<b>Ebit</b>	69,4	206,6	39,3	96,6	-20,2	-3,2	2,7	5,3	2,5	7,9	93,7	313,2
<b>Utile / Perdita</b>	7,4	116,2	-28,5	32,9	-22,8	-9,2	-0,8	3,4	0,5	4,2	-44,2	147,5

\* dati riferiti ad un campione di fondi istituzionali rappresentanti circa il 3,8% del Nav stimato da SCENARI IMMOBILIARI

**Ebit**



**Utile / Perdita**



■ 2024 ■ 2025

■ 2024 ■ 2025

\* dati riferiti ad un campione di fondi istituzionali rappresentanti circa il 3,8% del Nav stimato da SCENARI IMMOBILIARI

**Ratio economici**

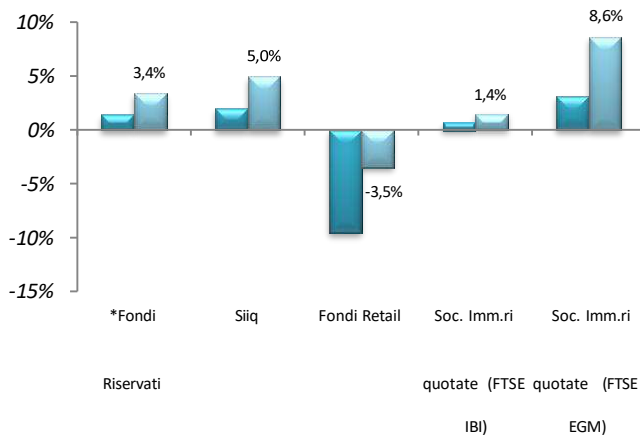
I principali indicatori economici, come il ROI (rapporto tra reddito operativo e totale attivo) e il ROE (rapporto tra utile d’esercizio e patrimonio netto), sono stati calcolati per ciascuno degli strumenti di investimento

Gli stessi vengono di seguito presentati nel dettaglio, sia in forma testuale che grafica, con un confronto tra i valori rilevati al 31 dicembre 2025 ed al 31 dicembre 2024.

Descrizione	*Fondi Riservati		Siiq		Fondi Retail		Soc. Imm.ri quotate (FTSE IBI)		Soc. Imm.ri quotate (FTSE EGM)	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
ROI	1,4%	3,4%	2,0%	5,0%	-9,6%	-3,5%	0,6%	1,4%	3,2%	8,6%
ROE	0,2%	2,5%	-2,7%	3,1%	-11,4%	-10,4%	-0,5%	2,2%	2,6%	15,2%

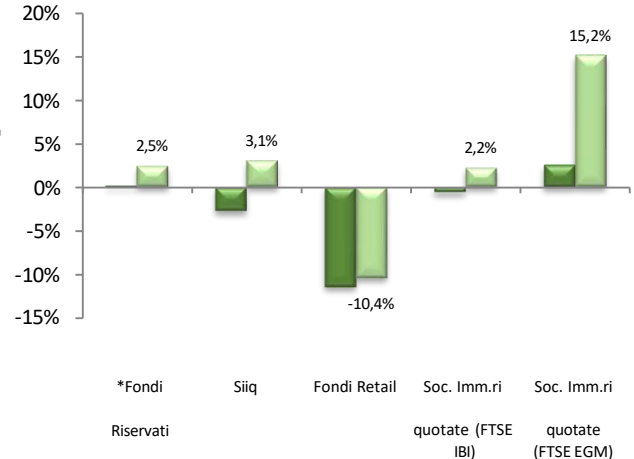
\* dati riferiti ad un campione di fondi istituzionali rappresentanti circa il 3,8% del Nav stimato da SCENARI IMMOBILIARI

**Roi**



■ 2024 ■ 2025

**Roe**



■ 2024 ■ 2025

## DATI RELATIVI AL MERCATO FINANZIARIO

### La capitalizzazione

La capitalizzazione in Borsa è riservata ai Fondi Retail, alle Siiq e alle Società immobiliari quotate (FTSE IBI e FTSE EGM). I Fondi Riservati non partecipano alla presente analisi in quanto non quotati in Borsa.

La capitalizzazione complessiva dell'industria immobiliare finanziarizzata si attesta a circa 0,64 miliardi di euro registrando un incremento di 10 punti percentuali circa rispetto all'anno 2024.

Si riportano i dati distinti per ciascuno degli strumenti quotati analizzati:

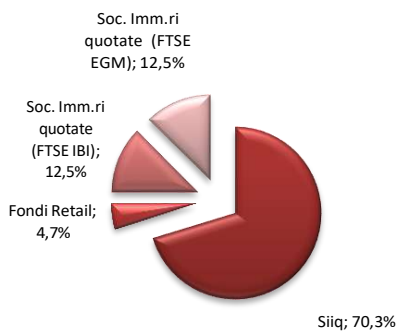
### La capitalizzazione del settore immobiliare finanziarizzato italiano

Valori in mld di euro al 31 dicembre di ogni anno

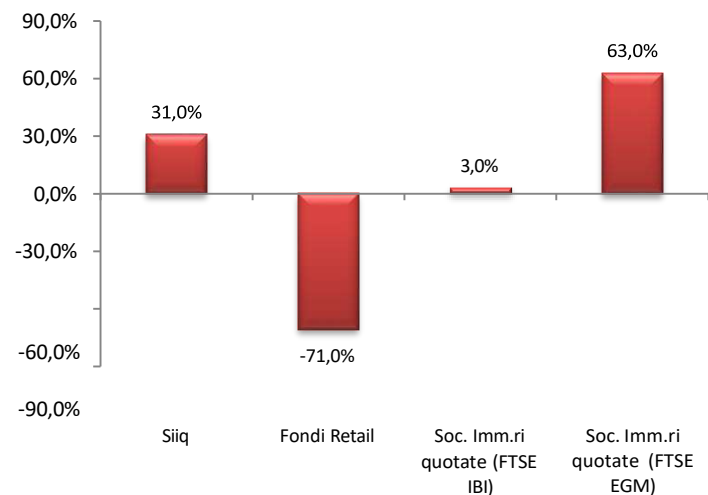
Descrizione	*Fondi Riservati		Siiq		Fondi Retail		Soc. Imm.ri quotate (FTSE IBI)		Soc. Imm.ri quotate (FTSE EGM)		Totale		
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	Var. %
Capitalizzazione	n.a.		0,3	0,5	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,58	0,64	9,8%

Nei grafici sottostanti si evidenziano la distribuzione della capitalizzazione al 31 dicembre 2025 e la variazione dei prezzi di Borsa che ha interessato i diversi strumenti di investimento analizzati.

#### Ripartizione della Capitalizzazione



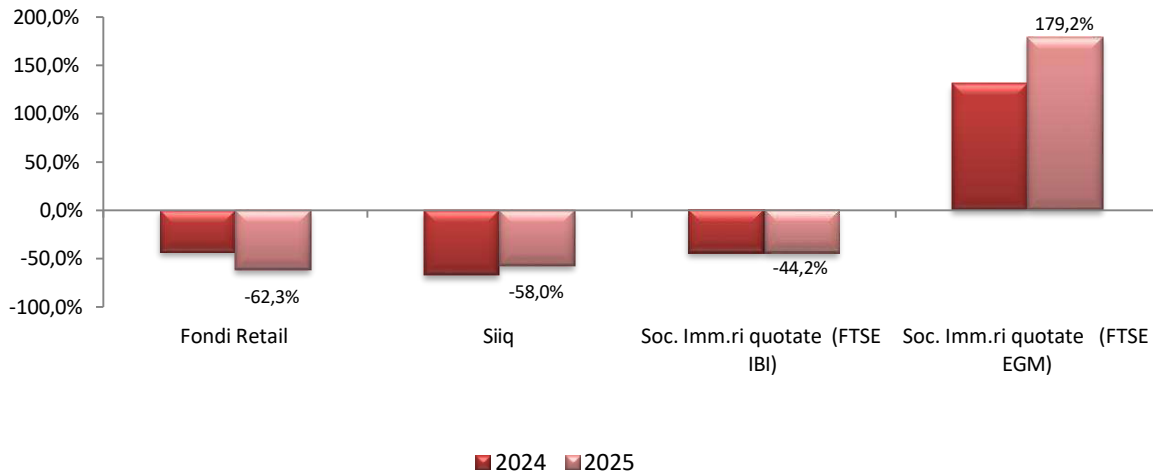
#### Variazione dei prezzi di borsa (dic-2024/ dic-2025)



### Sconto sul Nav

La variazione intervenuta tra il valore netto contabile di una quota, come riportato in bilancio, ed il prezzo della stessa quota negoziata presso il mercato di Borsa, è sintetizzata attraverso lo sconto sul Nav. Tale variazione viene determinata come complemento a 1 del rapporto tra la capitalizzazione in Borsa dei singoli strumenti dell'industria ed il Net Asset Value degli stessi.

Di seguito si riporta il grafico relativo allo sconto sul Nav tra le varie categorie di strumenti analizzati al 31/12/2024 ed al 31/12/2025.



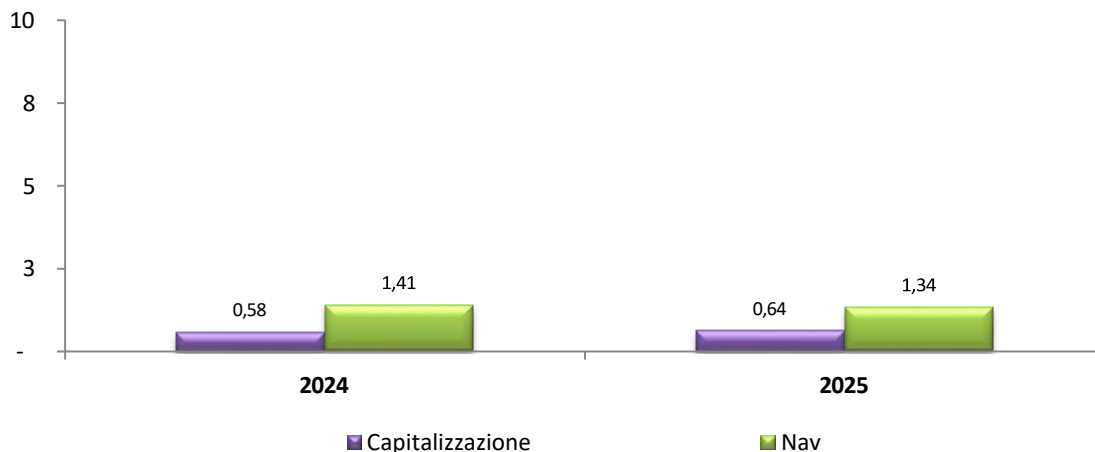
Quanto sopra rappresentato evidenzia che:

- ◆ per i fondi retail si registra un incremento dello sconto sul Nav rispetto al 2024;
- ◆ le Siiq rilevano una riduzione dello sconto rispetto a quanto conseguito nell'anno precedente;
- ◆ le società immobiliari quotate (FTSE IBI) hanno fatto registrare nell'esercizio 2025 un aumento dello sconto;
- ◆ le società immobiliari quotate (FTSE EGM) hanno riportato nell'esercizio 2025 un discreto aumento del premio rispetto a quanto fatto registrare nel 2024.

L'andamento della capitalizzazione e del Nav, dei soli strumenti quotati (Fondi retail, Siiq e Società immobiliari FTSE IBI e EGM), vengono rappresentati nel successivo grafico.

### Nav e Capitalizzazione a confronto

Valori in mld di euro al 31 dicembre di ogni anno



**6.3** L'industria dei fondi immobiliari Retail in Italia

I Fondi Retail Italiani al 31/12/2025

Nome del Fondo		Informazioni di carattere generale sui fondi Retail						Informazioni sullo Stato Patrimoniale (mln di euro)				Informazioni sul mercato finanziario (mln di euro)		
		Data di richiamo degli impegni	Proroga / Grazia	Durata residua	Tipo fondo	Collocamento	Destinazione prevalente degli immobili	N.ro Quote	Patrimonio Immobiliare	Totale Attivo	Finanziamenti +altre passività	Nav Totale	Capitalizzazione	Sconto o Premio sul Nav
	<b>DEA CAPITAL SGR</b>													
1	Alpha	01/03/2001	15	4,5	app. pub.	retail + inv. Qual.	Uffici	103.875	85	93	4	88	33	-62%

**FONDI  
RETAIL****INFORMAZIONI DI CARATTERE GENERALE**

- ◆ I fondi analizzati sono gestiti dalla medesima SGR;
- ◆ La durata media residua dei fondi retail (calcolata aritmeticamente) si attesta a circa 4,5 anni.
- ◆ Gli immobili detenuti dai fondi analizzati, sono prevalentemente destinati a uso ufficio.

**FONDI  
RETAIL****PRINCIPALI DATI DELL'INDUSTRIA (FINANZIARI, PATRIMONIALI ED ECONOMICI) CON  
EVIDENZA DEGLI SCOSTAMENTI RISPETTO AL 31 DICEMBRE 2025****Dati finanziari:**

- ◆ Il patrimonio immobiliare dei Fondi retail, nel 2025, prosegue nell'andamento in diminuzione registrato negli ultimi anni. Tale fenomeno è riconducibile soprattutto alla liquidazione, e quindi all'uscita di scena dei fondi che erano oggetto di questa analisi.  
Tale voce ha registrato una riduzione di circa 50 punti percentuali rispetto al 2024 attestandosi su un valore di circa 0,1 miliardi di euro (al 31 dicembre 2024 ammontavano a circa 0,2).
- ◆ Non si rileva indebitamento finanziario, in continuità con quanto registrato nel precedente esercizio.
- ◆ Il Nav si attesta ad un valore di circa 0,1 miliardi con una significativa riduzione pari a circa 50 punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.
- ◆ Lo sconto sul Nav raggiunge un valore di circa 62 punti percentuali con un discreto incremento rispetto al premio di circa 43,4 punti percentuali registrati al 31 dicembre 2024.
- ◆ La Capitalizzazione, di circa 0,03 miliardi di euro, ha registrato una significativa riduzione pari a circa 73 punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

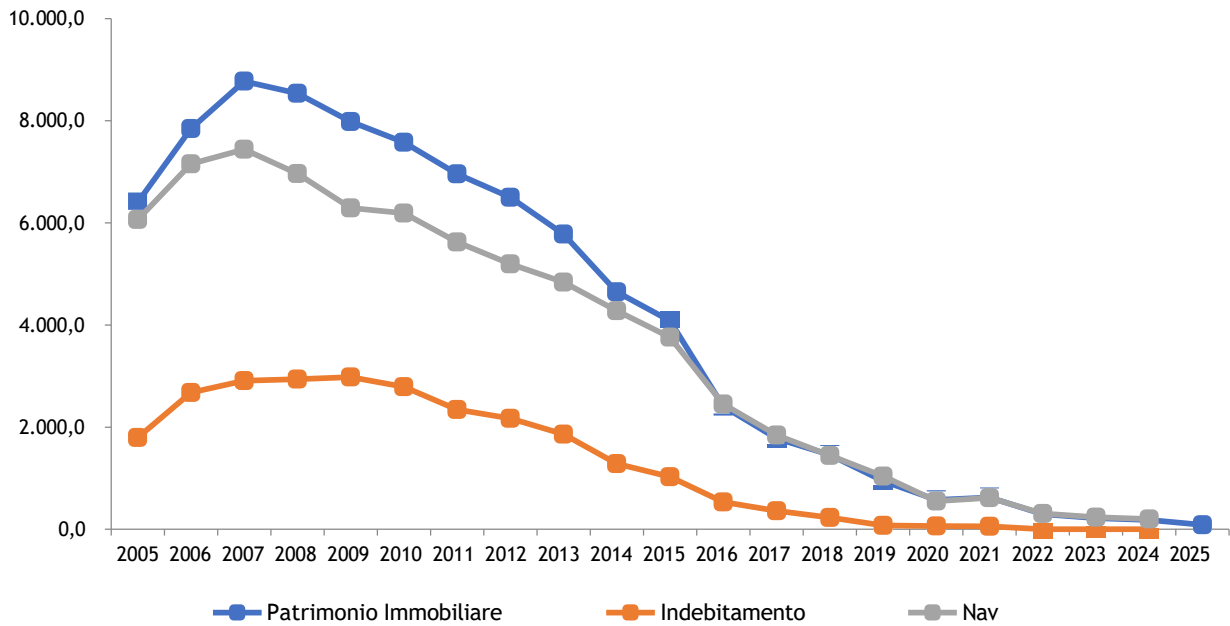
**Dati riferiti all'acquisto / vendita di immobili**

Nel corso dell'esercizio 2025 sono state perfezionate operazioni di dismissione sugli immobili in portafoglio, per un valore di circa 9,2 milioni di euro.

**FONDI  
RETAIL**

**PRINCIPALI AGGREGATI PATRIMONIALI DAL 2005 AL 31 DICEMBRE 2025**

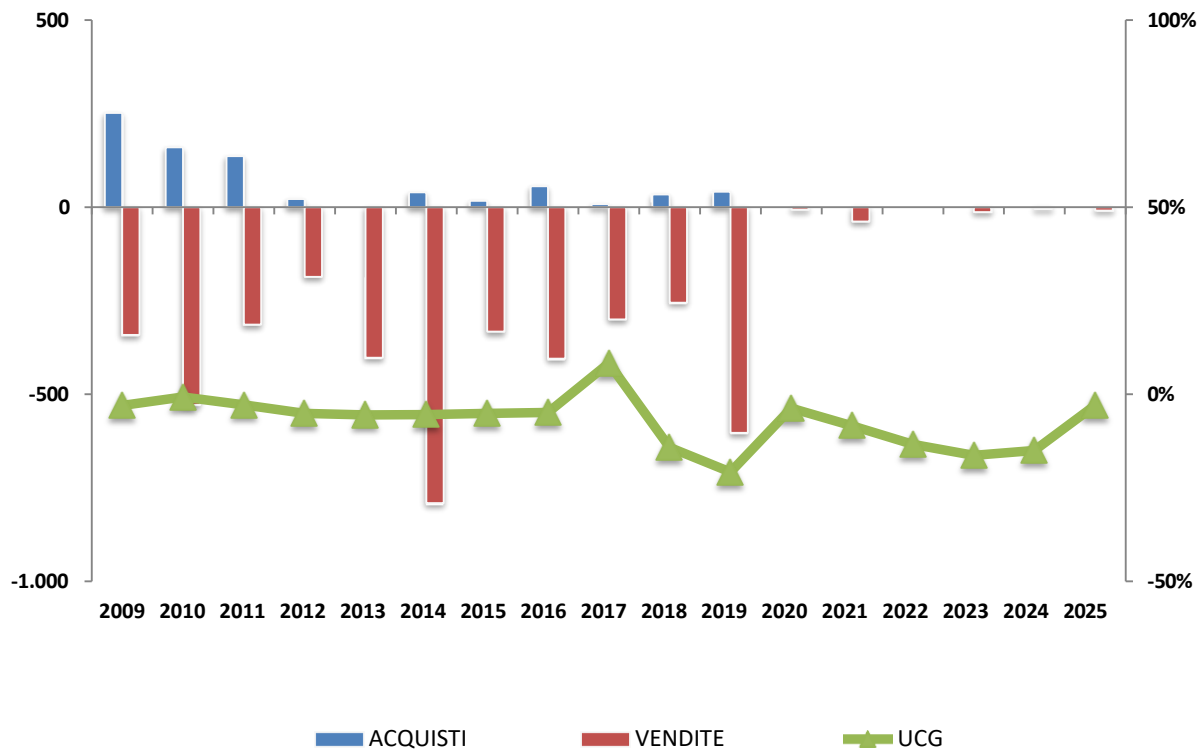
(Mln di euro)



**FONDI  
RETAIL**

**ACQUISTO / VENDITA DI IMMOBILI DAL 2009 AL 31 DICEMBRE 2025**

(Mln di euro)



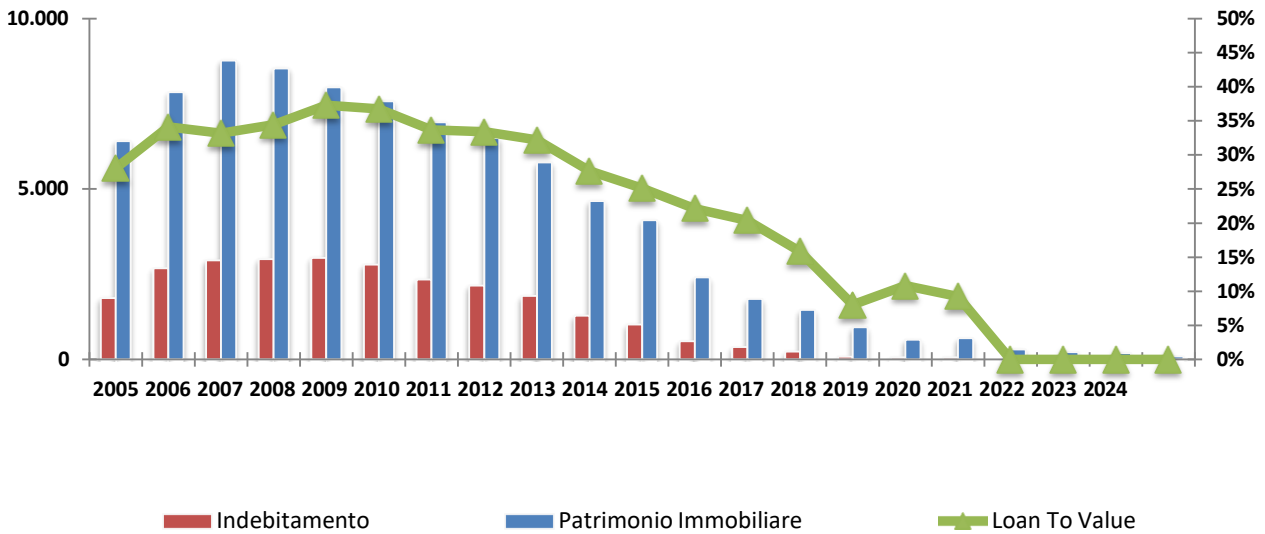
### Trading effettuato nell'esercizio 2025

	Acquisti	Vendite
Numero Immobili	0	1
Valore (mln di euro)	0,0	9,2

**FONDI  
RETAIL**

**ACQUISTO / VENDITA DI IMMOBILI DAL 2005 AL 31 DICEMBRE 2025**

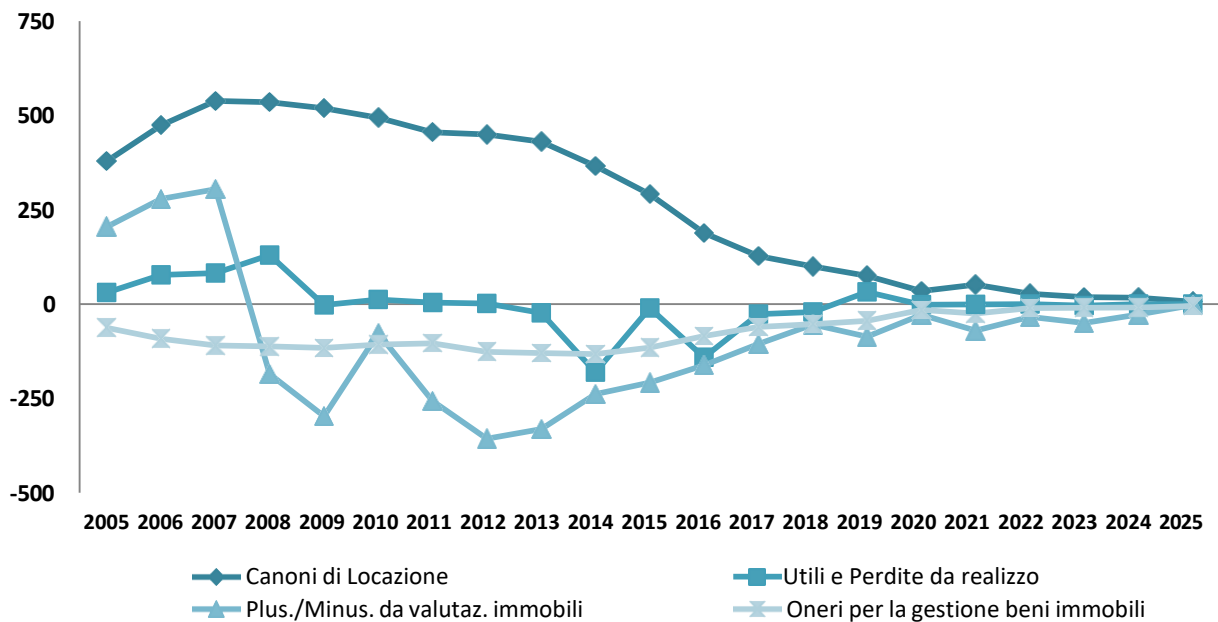
(Mln di euro)



**FONDI  
RETAIL**

**PRINCIPALI AGGREGATI ECONOMICI DAL 2005 AL 31 DICEMBRE 2025**

(Mln di euro)



Fondi ad apporto al 31 dicembre 2025

Settori	n° fondi	Irr (%)	Dividend Sconto		Capit.ne (€/mn)
			Yield (%)*	su Nav (%)	
Uffici	1	4,1%	6,1%	62,3%	33
<b>Totale</b>	<b>1</b>				<b>33</b>

ndr = non distribuito

na = non applicabile

Fondi ad apporto: andamenti settoriali dal 2005 al 2025

Uffici

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
IRR	20,07	20,57	21,61	17,54	14,17	12,91	11,50	10,40	9,60	8,70	8,20	7,60	6,90	6,30	5,60	5,30	4,90	4,50	4,00	3,70	4,11
Dividend Yield*	ndr	10,92	9,88	12,54	14,82	6,34	9,70	4,70	3,20	3,40	10,60	10,00	9,90	5,60	4,80	4,70	4,70	4,70	4,70	5,80	6,06

Fondi a raccolta al 31 dicembre 2025

Settori	n° fondi	Irr (%)	Dividend Sconto		Capit.ne (€/mn)
			Yield (%)*	su Nav (%)	
<b>Settori</b>					
Uffici	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Commerciale	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Misto	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Totale</b>	<b>0</b>				<b>n.a.</b>

Fondi a raccolta: andamenti settoriali dal 2005 al 2025

Uffici

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
IRR	6,2	5,8	6,2	4,9	3,9	3,8	3,2	2,7	2,3	2,0	1,3	1,0	2,0	1,0	4,6	0,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield*	ndr	5,2	4,8	5,5	4,3	3,7	4,3	3,7	4,4	2,4	1,0	2,5	4,6	4,6	19,2	5,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Commerciale

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
IRR	5,5	10,8	8,4	4,9	3,1	1,8	1,4	-0,2	-0,3	-0,6	-3,2	-7,3	1,4	1,5	1,5	0,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield*	ndr	3,9	3,0	2,5	4,5	4,4	4,8	5,2	5,6	15,0	ndr	4,50	ndr	ndr	ndr	ndr	ndr	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

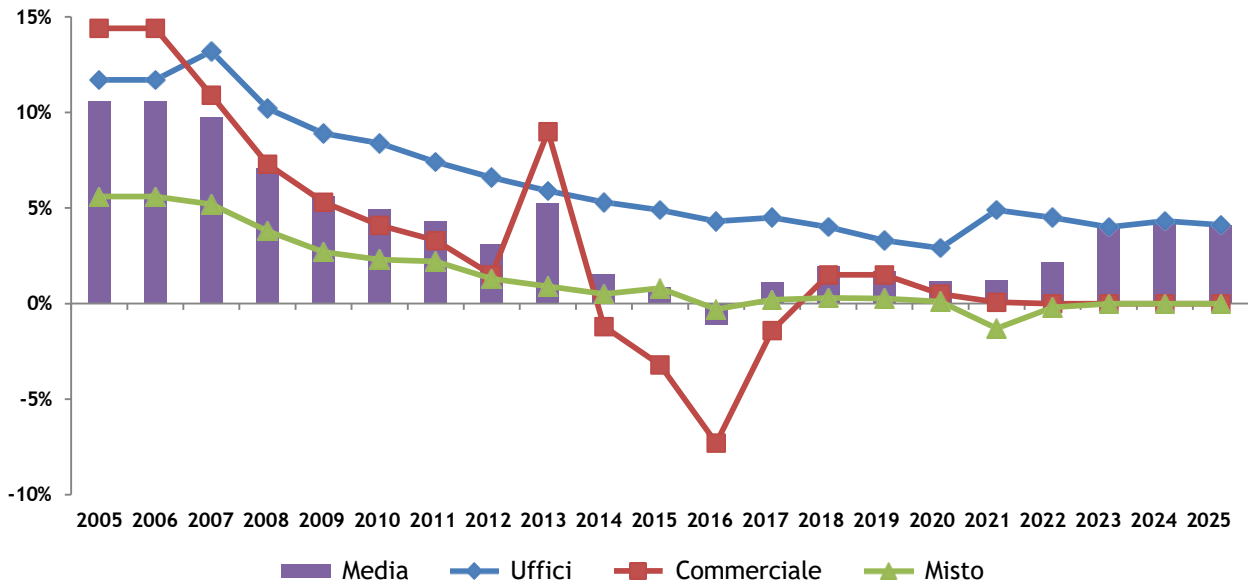
Misto

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
IRR	4,9	5,6	5,2	3,8	2,7	2,3	2,2	1,3	0,9	0,5	0,8	-0,3	0,2	0,3	3,1	0,1	-1,3	-0,2	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield*	ndr	5,0	4,7	4,4	3,7	3,2	2,8	4,7	4,0	3,6	0,6	1,7	2,8	3,1	14,3	3,7	3,5	3,4	n.a.	n.a.	n.a.

\* (Dividend Yield Cumulato Medio: rapporto tra dividendo distribuito al 31 dicembre 2021 ed il valore della quota al netto dei rimborsi effettuati fino al 31 dicembre 2025.

**FONDI  
RETAIL**

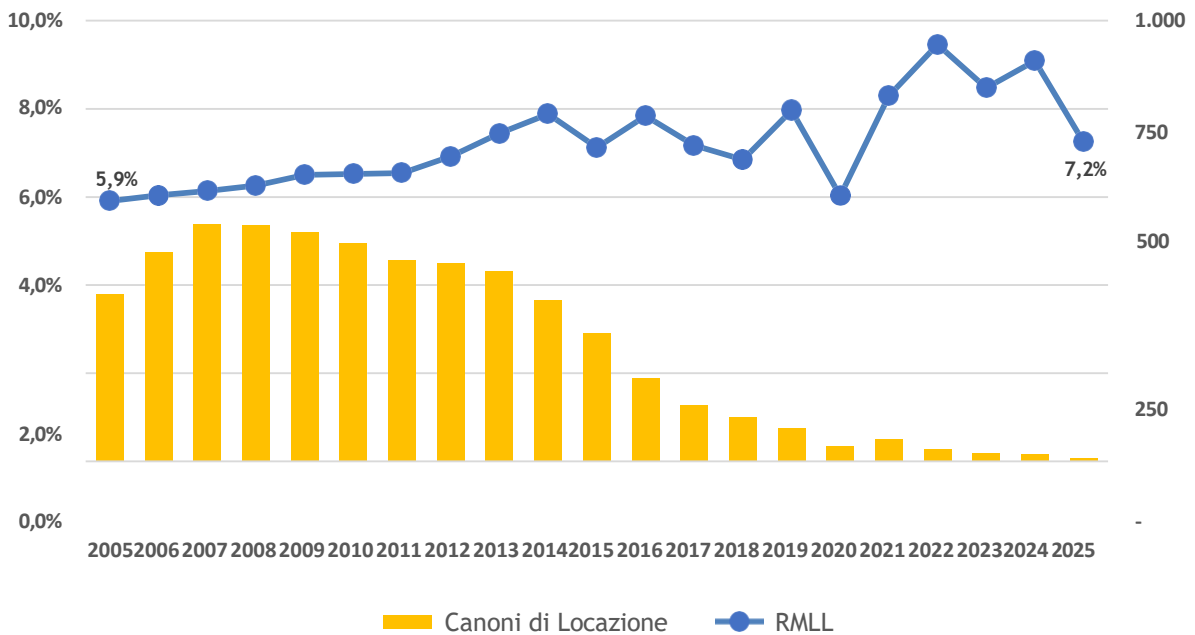
**IRR PER SETTORI RISPETTO ALLA MEDIA DEI FONDI RETAIL DAL 2005 AL 31 DICEMBRE 2025**



**FONDI  
RETAIL**

**RMLL - REDDITIVITÀ MEDIA LORDA DA LOCAZIONE DAL 2005 AL 31 DICEMBRE 2025**

Il grafico di seguito esposto rappresenta il trend della Redditività media lorda da locazione registrata dai fondi analizzati, a partire dall'esercizio chiuso al 31 dicembre 2005, fino all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2025.



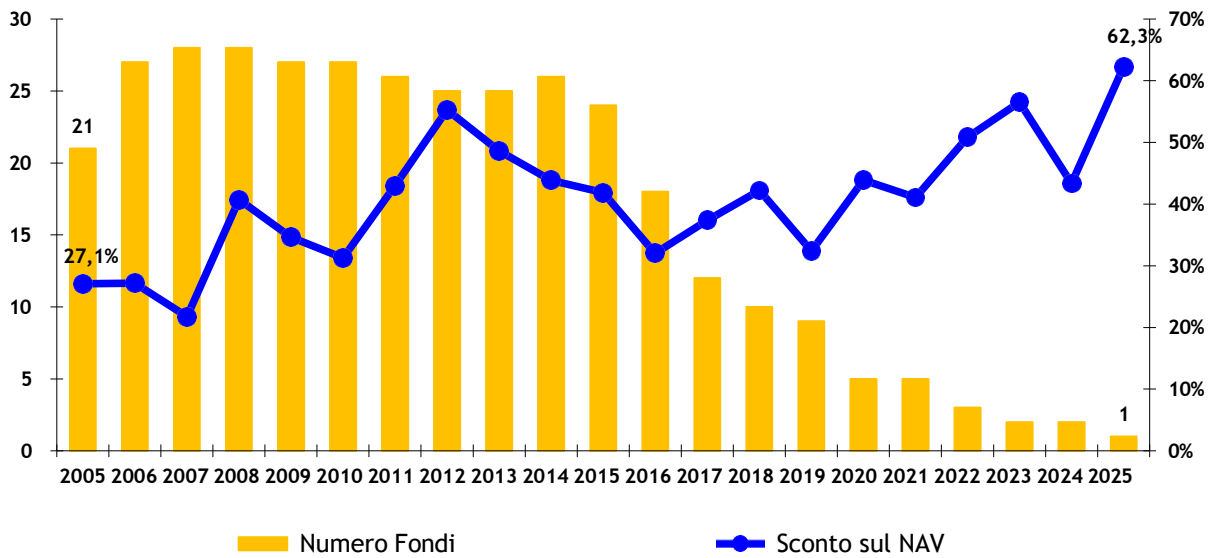
Come si può osservare dal grafico suesposto, la Redditività media lorda da locazione registra una crescita moderata fino al 2014. Dal 2015 si rileva una maggiore fluttuazione, con il raggiungimento del valore massimo del 9,5% rilevato al termine del 2022.

Al 31 dicembre 2025, il dato si attesta a circa 7,2 punti percentuali.

**FONDI  
RETAIL**

**LO SCONTO SUL NAV DAL 2005 AL 31 DICEMBRE 2025**

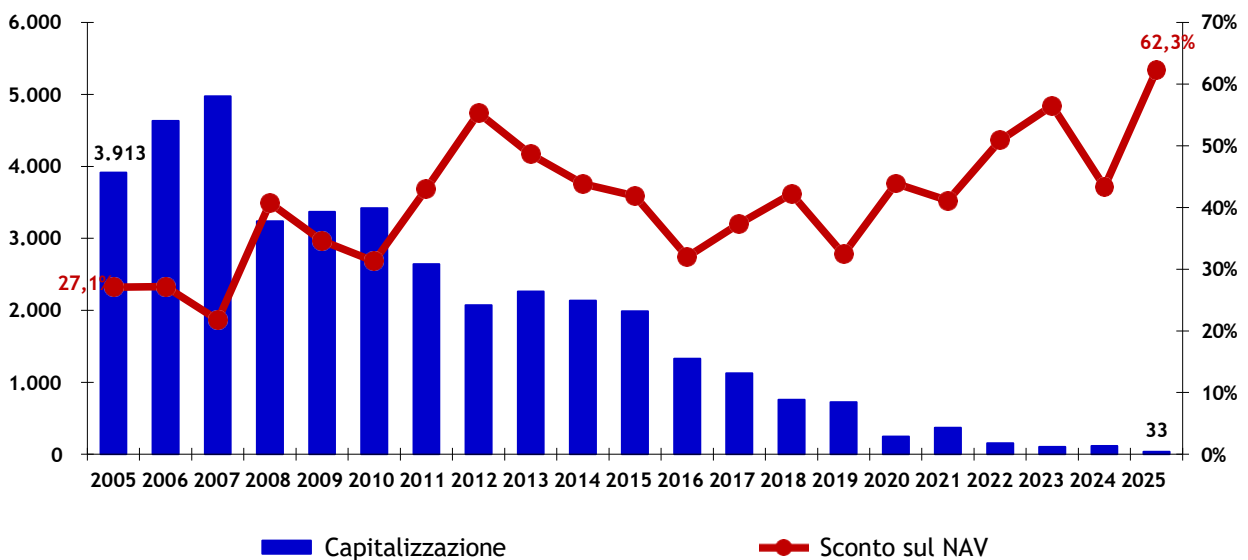
Nel grafico sottostante viene rappresentato l'andamento dello sconto sul Nav nel periodo che va dal 2005 al 2025.



Il valore minimo, di circa 22 punti percentuali, è stato registrato nel 2007 mentre il valore massimo, di circa 62 punti percentuali, è stato rilevato nel 2025.

**FONDI  
RETAIL**

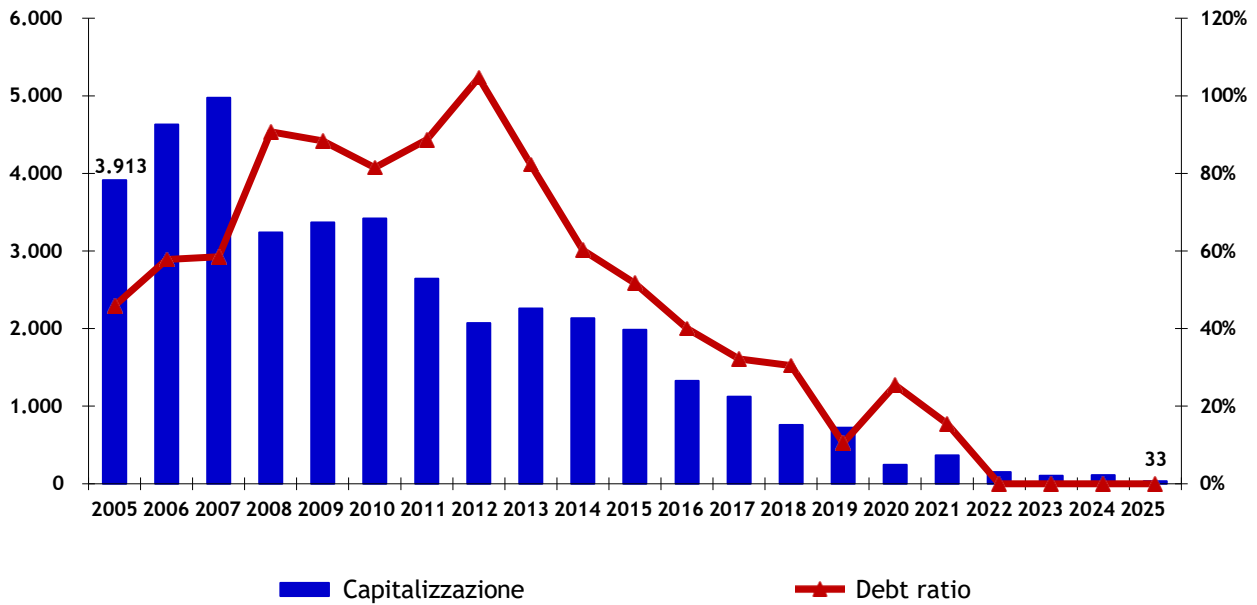
**IL MERCATO FINANZIARIO: LA CAPITALIZZAZIONE E LO SCONTO SUL NAV DAL 2005 AL 31 DICEMBRE 2025**



**FONDI  
RETAIL**

**IL MERCATO FINANZIARIO: L'INCIDENZA DEL DEBITO SULLA CAPITALIZZAZIONE\* DAL 2005  
AL 31 DICEMBRE 2025**

Di seguito viene esposto graficamente l'andamento dell'indice Debt ratio (rapporto tra debito e capitalizzazione) che riflette l'incidenza del debito sulla capitalizzazione.



**6.4** L'industria dei fondi immobiliari riservati in Italia

**FONDI  
RISERVATI**

**DATI GENERALI**

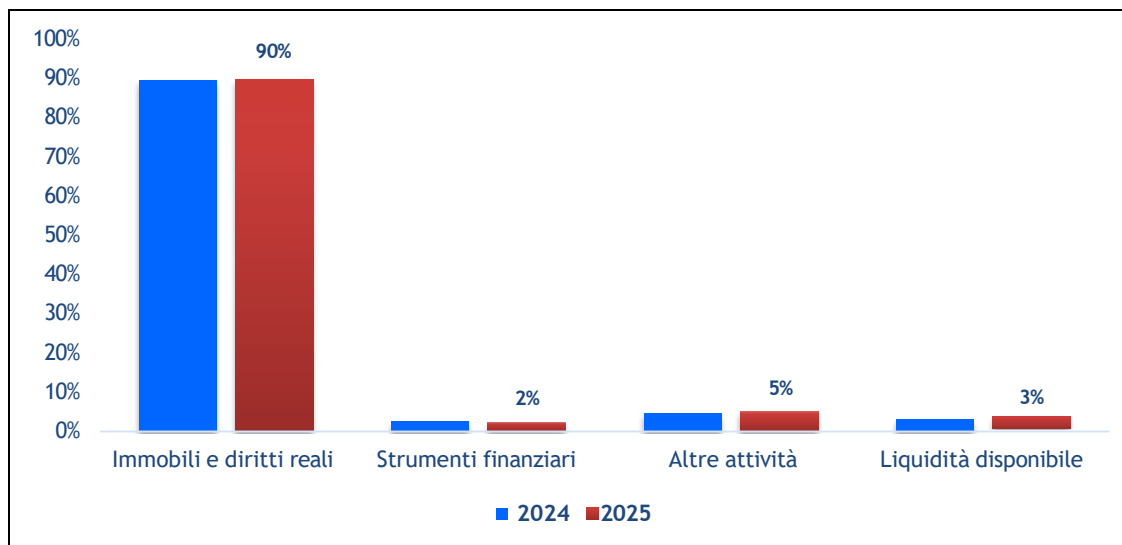
Nel presente paragrafo si rappresenta l'analisi dell'industria dei Fondi Immobiliari riservati ad investitori istituzionali effettuata su un campione rappresentativo circa il 3,8% del Nav stimato da Scenari Immobiliari pari a 125,6 miliardi di euro al 31/12/2025 (121,3 miliardi di euro al termine del 2024).

**FONDI  
RISERVATI**

**DATI PATRIMONIALI**

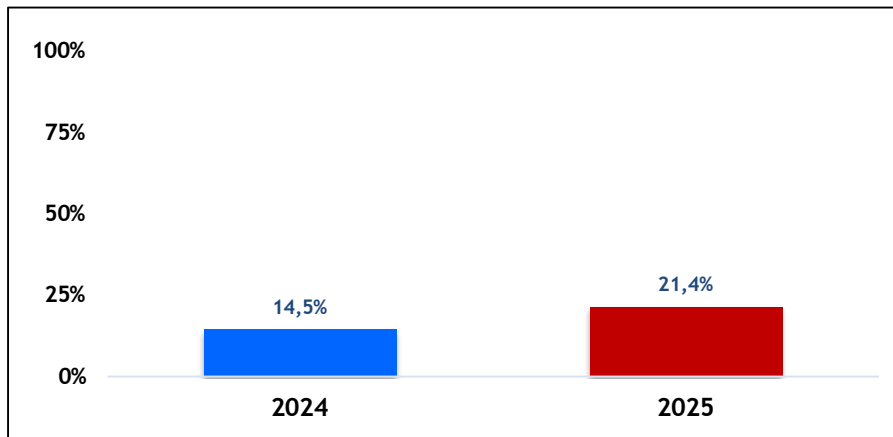
Le principali consistenze patrimoniali dei fondi riservati ad investitori istituzionali, sono rappresentate graficamente di seguito, poste a confronto con quanto rilevato nell'esercizio precedente.

**Composizione dell'attivo (confronto dic'24 / dic'2025)**



- ◆ Il peso dei finanziamenti ricevuti sul totale passivo si attesta a circa 88,6 punti percentuali.
- ◆ Il rapporto tra debito e patrimonio (loan to value), si attesta a circa il 21,4%.

**Loan to Value (confronto dic'24 / dic'2025)**



**FONDI  
RISERVATI**

**DATI PATRIMONIALI**

I principali risultati economici conseguiti al 31 dicembre 2025 vengono di seguito riepilogati:

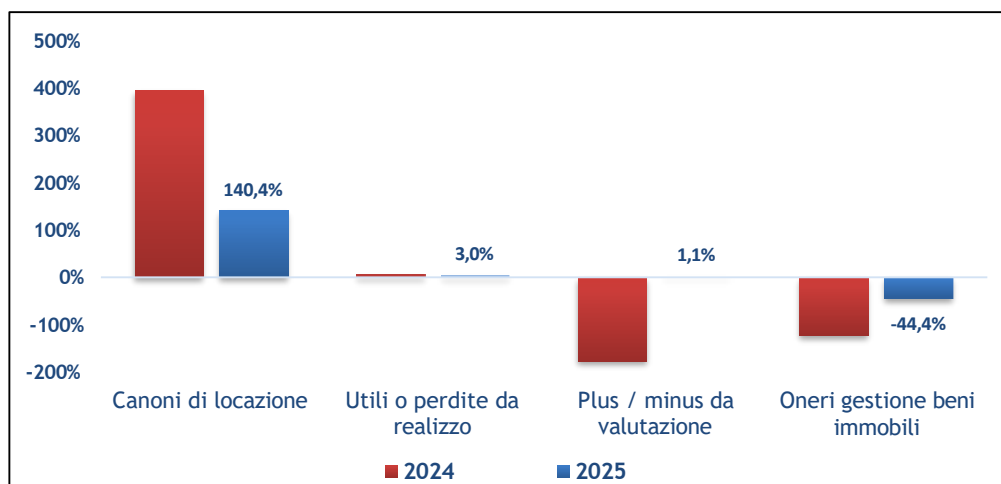
- ◆ Il risultato derivante dall'attività di vendita del patrimonio si attesta, per l'anno 2025, a circa il 3% del risultato della gestione immobiliare (5,5% nel 2024);
- ◆ le minusvalenze da valutazione impattano positivamente sul risultato della gestione immobiliare per circa 1,1 punti percentuali (erano circa -177 nel precedente esercizio).

Il risultato della gestione immobiliare è dato dalla somma algebrica delle voci che lo compongono:

- ◆ canoni da locazione;
- ◆ utili/perdite da realizzo;
- ◆ plus/minusvalenze da valutazione;
- ◆ oneri di gestione immobiliare.

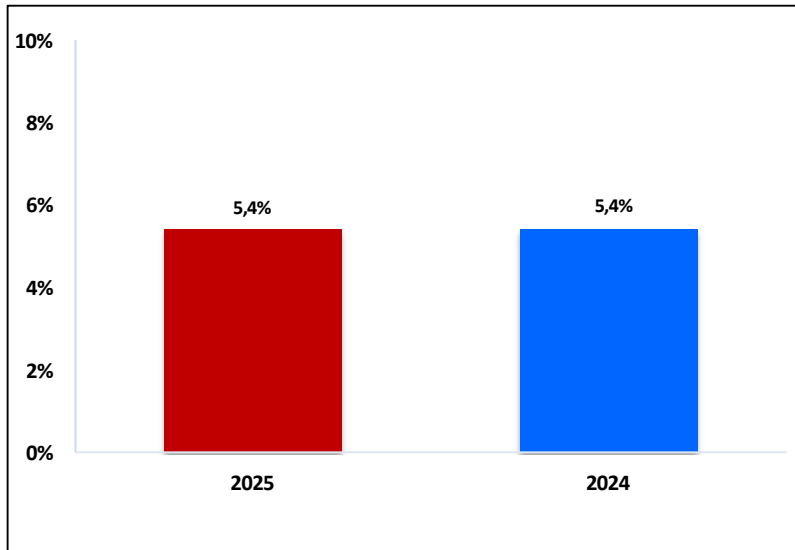
Nel grafico sottostante si rappresenta la misura in cui ciascuna delle voci sopraindicate incide sulla formazione del risultato della gestione immobiliare, al 31 dicembre 2025 ed al 31 dicembre 2024.

**Principali Aggregati Economici (confronto dic'24 / dic'2025)**



**FONDI  
RISERVATI**

**PERFORMANCE (REDDITIVITA' MEDIA LORDA DA LOCAZIONI) CONFRONTO 2025 / 2024**



**6.5** L'industria delle SIIQ in Italia

**SIIQ**

**INFORMAZIONI DI CARATTERE GENERALE**

Il presente paragrafo riporta i dati sintetici dei risultati conseguiti al 31/12/2025 dalle Società di Investimento immobiliari quotate (SIIQ). Le Società analizzate, sono le seguenti:

- ◆ IGD Siiq Spa;
- ◆ NEXT RE Siiq Spa.

**SIIQ**

**DATI PATRIMONIALI**

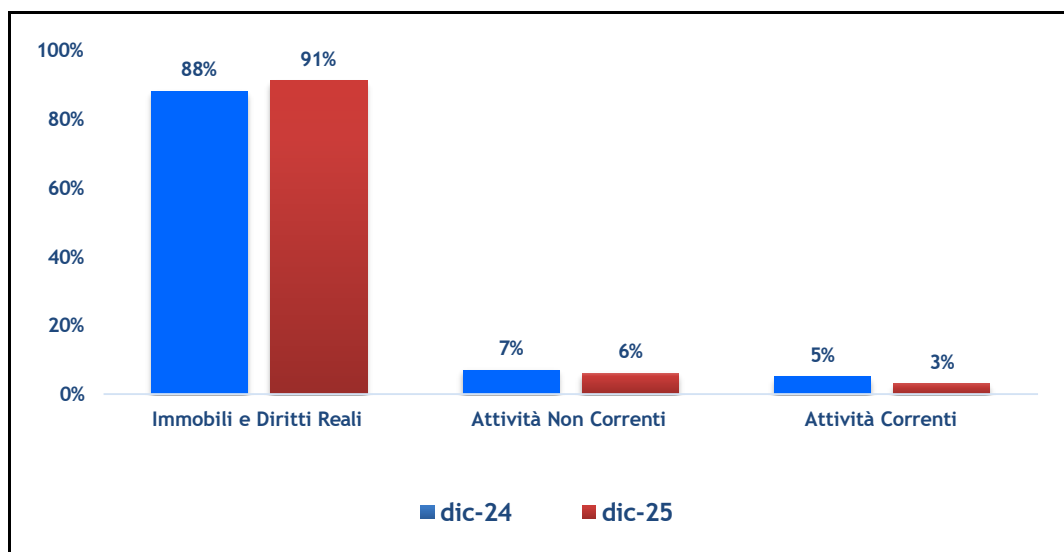
Di seguito viene data evidenza delle principali poste patrimoniali registrate al 31 dicembre 2025(4), confrontate con gli stessi dati al 31 dicembre 2024:

- ◆ Il patrimonio immobiliare si è attestato nel 2025 a circa 1,8 miliardi di euro (1,7 mld nel 2024);
- ◆ l'indebitamento a lungo termine è di circa 0,8 miliardi di euro (0,8 mld nel 2024);
- ◆ il patrimonio netto dell'anno 2025 è di circa 1,1 miliardi di euro (1 mld nel 2024);

Nel prosieguo si dà evidenza grafica delle variazioni che hanno interessato le poste patrimoniali, confrontando i dati degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2025 ed al 31 dicembre 2024.

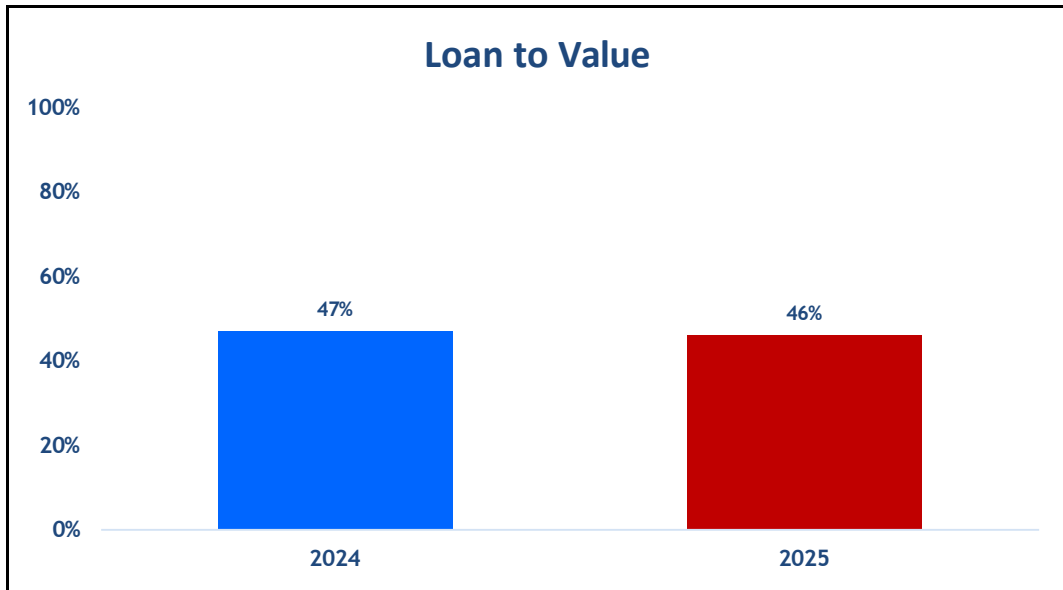
Successivamente, si riporta il grafico indicativo del rapporto fra debito e patrimonio (loan to value), registrato al 31 dicembre 2025 ed al 31 dicembre 2024:

**Composizione dell'attivo (confronto dic'24 / dic'2025)**



(4) I dati si riferiscono ai bilanci di competenza dell'esercizio al 31 dicembre 2025.

Loan to Value (confronto 2024 / 2025)



SIIQ

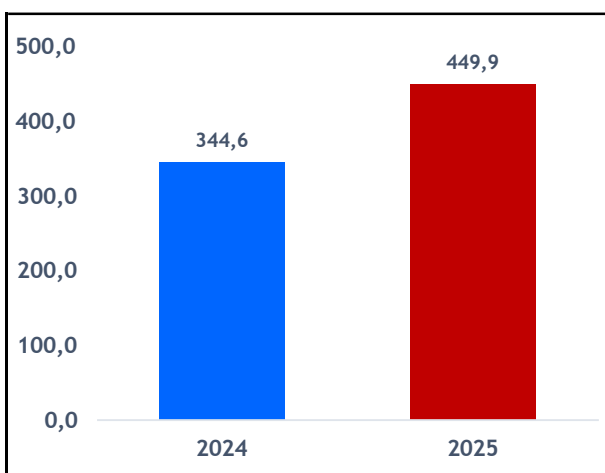
DATI RELATIVI AL MERCATO FINANZIARIO

I trend registrati dalle Siiq oggetto della presente analisi, al 31 dicembre 2025, rispetto al mercato finanziario sono i seguenti:

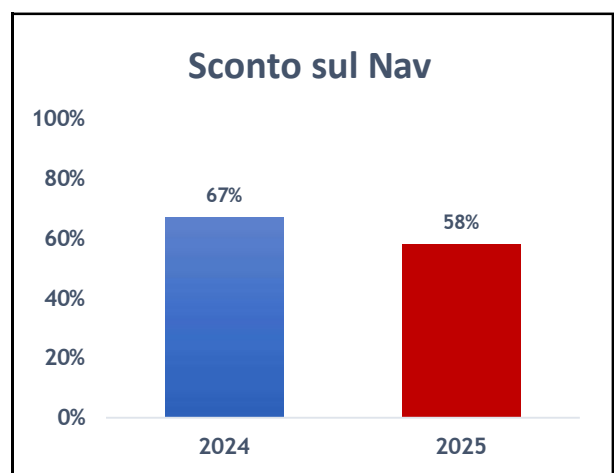
- ◆ una capitalizzazione complessiva di circa 0,45 miliardi di euro (0,34 mld nel 2024);
- ◆ uno sconto sul Nav, per l'anno 2025 del 58% (67% per l'anno 2024);

(Valori in mln di euro)

Capitalizzazione



Sconto sul Nav



SIIQ

DATI ECONOMICI

I principali indicatori economici di risultato registrati dalle Siiq italiane oggetto di analisi, al 31 dicembre 2025 sono di seguito illustrati:

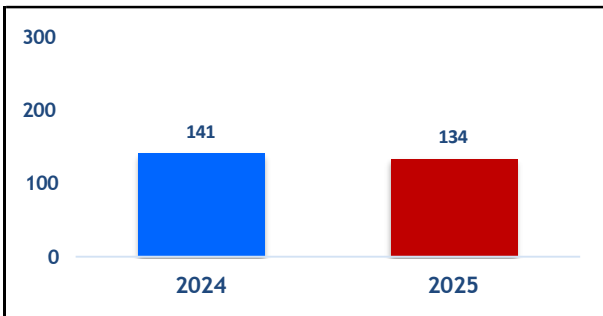
- ◆ Ricavi, per l'anno 2025 di circa 0,13 miliardi di euro (0,14 mld nel 2024);
- ◆ Ebitda, per l'anno 2025 di circa 0,1 miliardi di euro ( nel 2024 erano 0,08 mld);
- ◆ Ebit positivo, per l'anno 2025 di circa 0,1 miliardi di euro (0,04 mld nel 2024);
- ◆ ROI, per l'anno 2025 al 5% (era del 2% al 31/12/2024);
- ◆ RMLL (Redditività media lorda da locazioni) pari al 7,6% per l'anno 2025 ( 8,1% nel 2024).
- ◆ FFO (Funds from Operations), si attesta per l'anno 2025 a circa 0,04 miliardi di euro risultando stabile rispetto al 2024 avendo registrato il medesimo risultato.

SIIQ

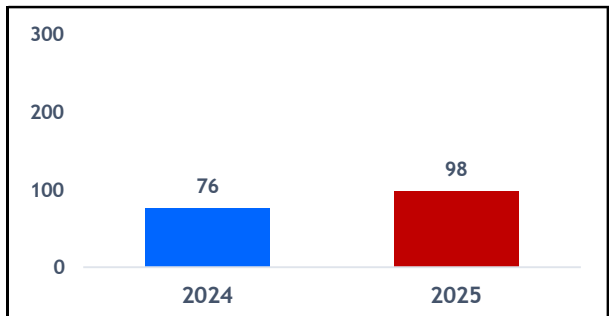
PRINCIPALI AGGREGATI ECONOMICI CONFRONTO 2025 / 2024

(Valori in mln di euro)

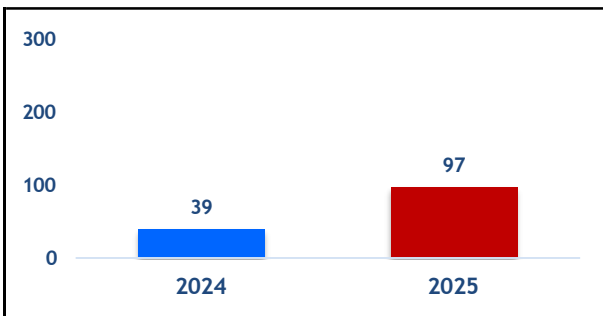
Ricavi



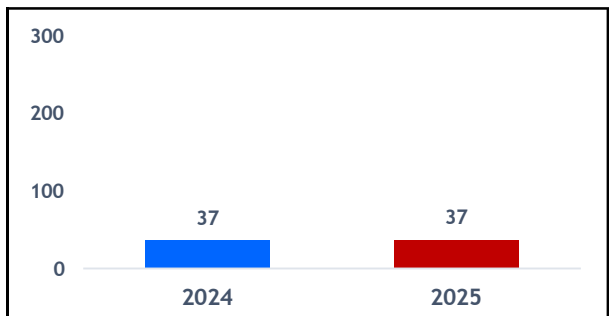
Ebitda



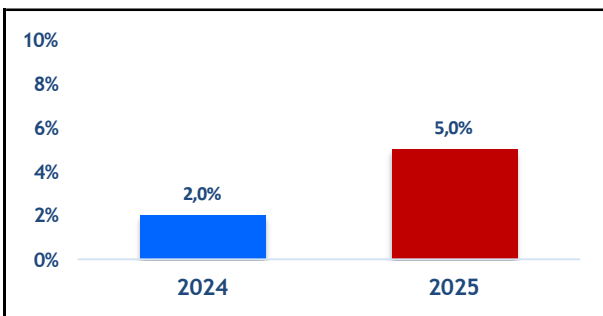
Ebit



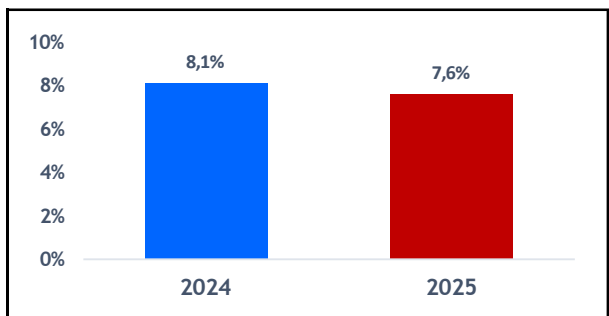
FFO



ROI



RMLL



## 6.6 L'industria delle Società Immobiliari quotate in Italia

SOCIETÀ IMM.RI  
quotate IBI

### INFORMAZIONI DI CARATTERE GENERALE

Le società immobiliari quotate alla Borsa di Milano (presenti all'interno del settore FTSE IBI Italia Beni Immobili), oggetto di analisi del presente paragrafo, sono le seguenti:

- ◆ GABETTI Spa;
- ◆ BROSCHI SVILUPPO IMMOBILIARE Spa.

Il paniere delle Società Immobiliari analizzate, AL 31/12/2025, risulta variato rispetto allo stesso termine dell'esercizio precedente, anche a seguito dei seguenti avvenimenti:

- ◆ RISANAMENTO S.p.A. : la società, anche se in attività, non ha ancora provveduto alla pubblicazione del bilancio consolidato al 31/12/2025 entro i termini necessari alla loro analisi.

Pertanto, la società sopraindicata, non è stata oggetto di analisi.

Per rendere omogenea la comparazione delle voci analizzate, tra l'esercizio corrente e quello precedente, abbiamo depurato le poste considerate da tutti i dati che non permettessero tale confronto.

SOCIETÀ IMM.RI  
quotate

### DATI PATRIMONIALI

Di seguito si riepilogano i principali risultati patrimoniali registrati al 31 dicembre 2025<sup>(5)</sup>, confrontate con gli stessi dati al 31 dicembre 2024:

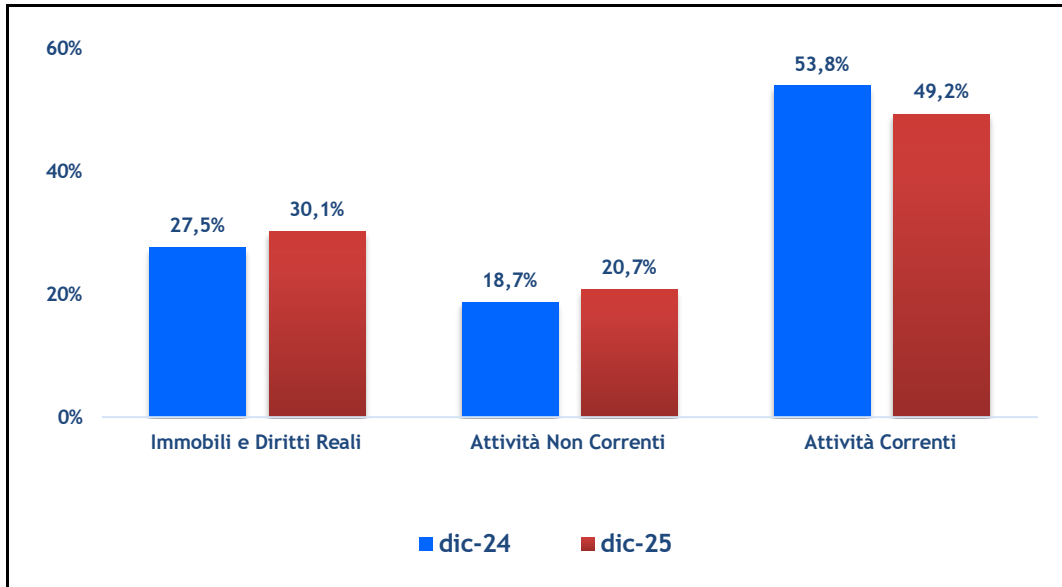
- ◆ Il patrimonio immobiliare si è attestato nel 2025 a circa 0,11 miliardi di euro (0,11 mld nel 2024);
- ◆ l'indebitamento a lungo termine, di natura finanziaria, è di circa 0,16 miliardi di euro (0,13 mld nel 2024);
- ◆ il valore del Nav (Net Asset Value) dell'anno 2025 è di circa 0,22 miliardi di euro (0,27 mld nel 2024);

Di seguito viene rappresentata graficamente la composizione dell'attivo dello stato patrimoniale, confrontando la consistenza delle poste che lo compongono alla chiusura dell'esercizio 2025 a quelle registrate alla chiusura dell'esercizio precedente.

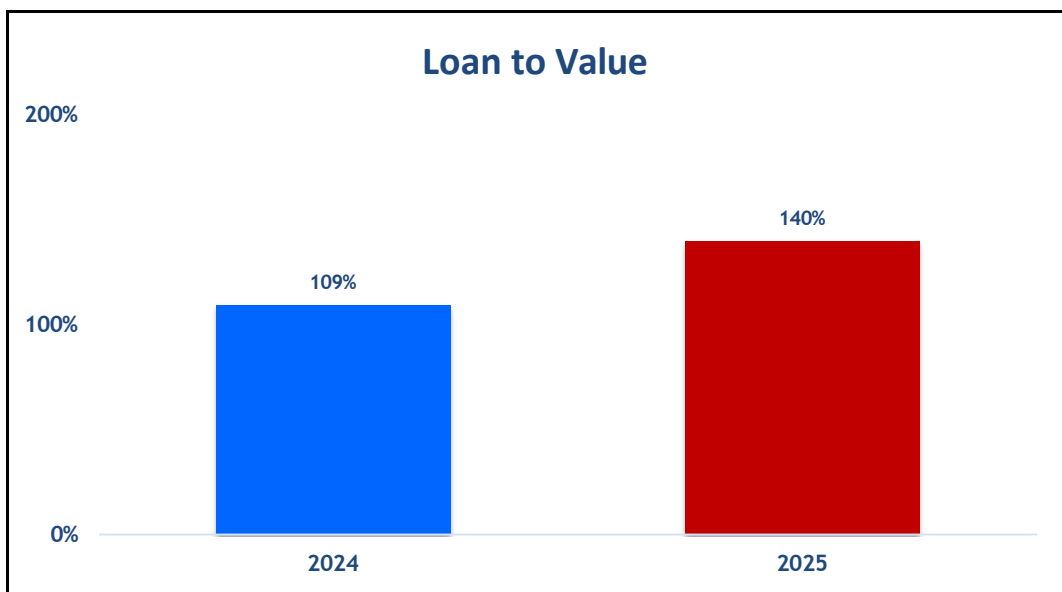
Successivamente, si riporta il grafico relativo del rapporto fra il debito ed il patrimonio (Loan to Value), registrato al 31 dicembre 2025 ed a quella del 31 dicembre 2024:

(5) I dati si riferiscono ai bilanci di competenza dell'esercizio al 31 dicembre 2025.

Composizione dell'attivo (confronto dic'24 / dic'2025)



Loan to Value (confronto 2024 / 2025)



SOCIETÀ IMM. RI  
quotate

DATI RELATIVI AL MERCATO FINANZIARIO

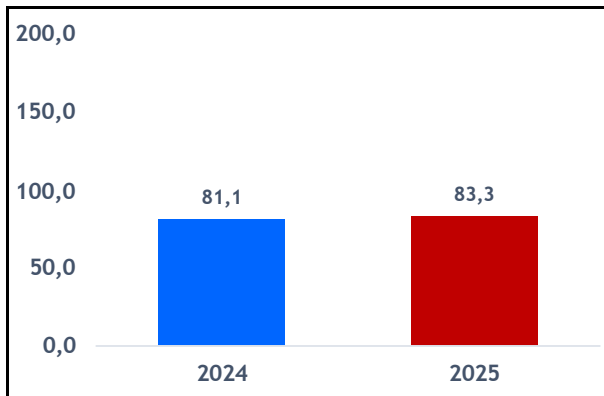
Le Società immobiliari quotate al 31 dicembre 2025, hanno conseguito i seguenti risultati:

- ◆ una capitalizzazione complessiva di circa 0,08 miliardi di euro (0,08 mld nel 2024);
- ◆ Per il Nav 2025 si registra sconto pari al 44% rispetto ad uno sconto sul Nav del 44% al termine dell'esercizio precedente,

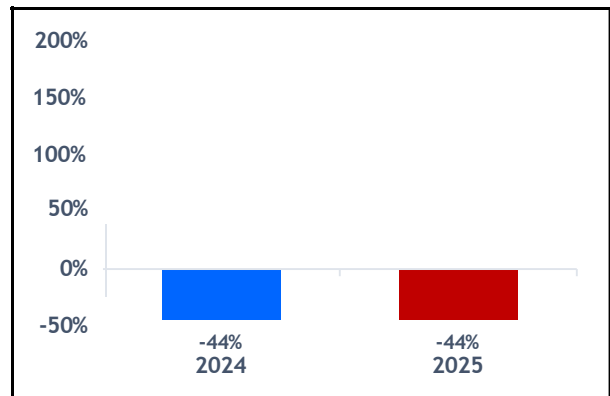
Nei grafici sottostanti viene data rappresentazione dei risultati suesposti:

(valori in mln di euro)

**Capitalizzazione**



**Sconto sul Nav**



**SOCIETA' IMM.RI**  
quotate

**DATI ECONOMICI**

I principali risultati economici registrati al 31/12/2025 presentano i seguenti valori:

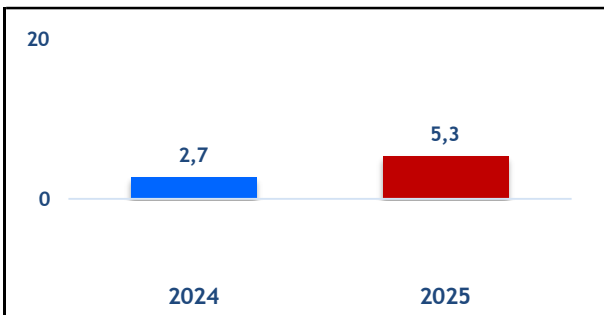
- ◆ Ebit positivo, per l'anno 2025, di circa 5,3 milioni di euro (2,7 mln nel 2024);
- ◆ l'utile dell'esercizio ammonta a di circa 3,4 milioni di euro per l'anno 2025 (-0,8 mln nel 2024);
- ◆ ROI positivo, per l'anno 2025, al 1,4% (era del 0,6% al 31/12/2024);
- ◆ ROE positivo, per l'anno 2025, al 2,2% (-0,5% nel 2024);

**SOCIETA' IMM.RI**  
quotate

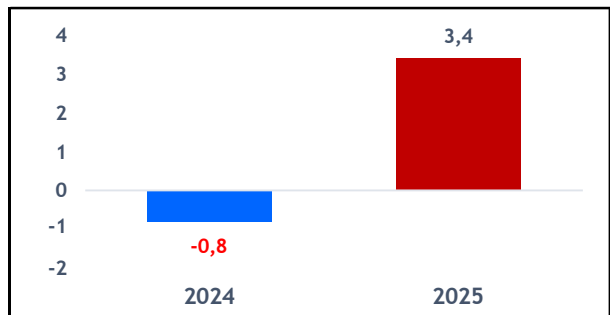
**PRINCIPALI AGGREGATI ECONOMICI CONFRONTO 2025 / 2024**

(Valori in mln di euro)

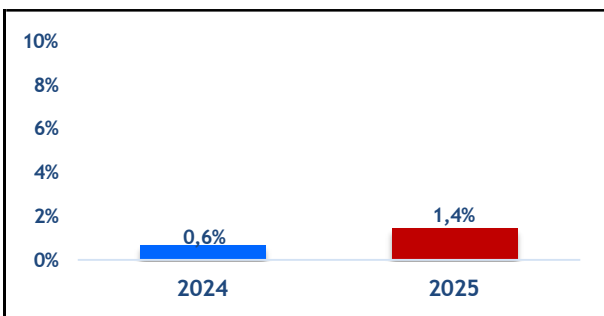
**Ebit**



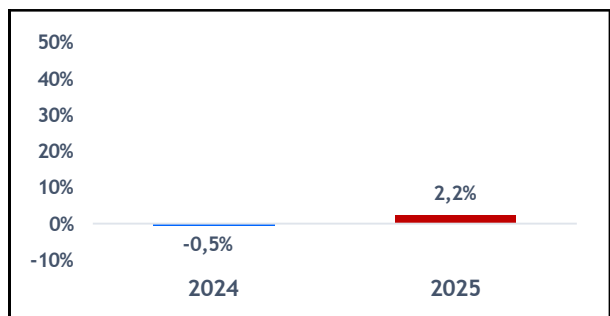
**Risultato d'esercizio**



**ROI**



**ROE**



**6.6.1** L'industria delle Società Immobiliari quotate in Italia (Mark EGM)

L'analisi dell'industria immobiliare finanziarizzata include altresì le Società quotate alla Borsa di Milano presenti sul mercato Euronext Growth Milan (EGM).

**SOCIETÀ IMM.RI  
quotate**

**DATI PATRIMONIALI**

Le Società quotate in Borsa sul mercato EGM esaminate sono quelle attive nel settore immobiliare. Sono stati analizzati i risultati conseguiti al 31 dicembre 2025, confrontati con gli stessi risultati registrati al termine dell'esercizio precedente.

Si evidenzia che il campione di società analizzate può variare di anno in anno, rendendo il confronto non completamente omogeneo. In particolare, il paniere delle Società analizzate è variato rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente.

Di seguito si riporta il dettaglio delle società i cui bilanci sono stati esaminati:

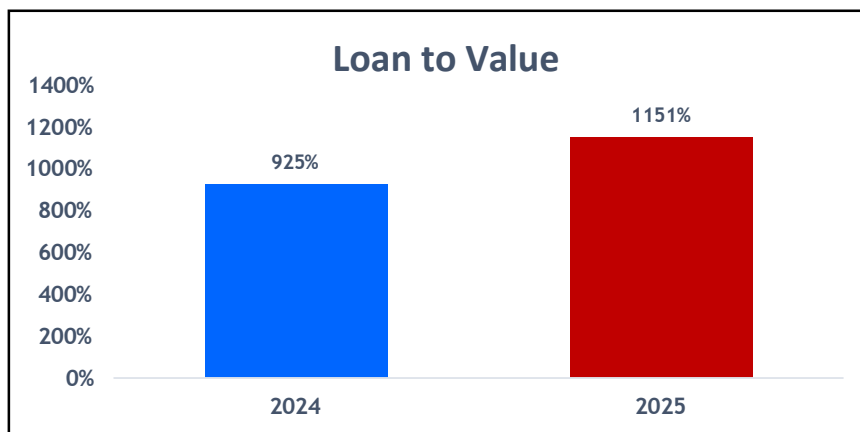
- ◆ CLEANBnB S.p.A.;
- ◆ EMMA VILLAS S.p.A.;
- ◆ ENA S.p.A. (ex SIF Italia S.p.A. il cambio denominazione è avvenuto nel mese di dicembre 2024);
- ◆ TECMA SOLUTIONS S.p.A.;
- ◆ UBALDI COSTRUZIONI S.p.A.;

Si riportano le principali poste patrimoniali (6) dell'esercizio chiuso alla data del 31/12/2025, confrontate con gli stessi dati dell'esercizio precedente:

- ◆ Totale attivo: circa 91 milioni di euro (circa 78 mln di euro al 31 dicembre 2024);
- ◆ Immobilizzazioni materiali: circa 1,2 milioni di euro (circa 1,5 milioni di euro al 31/12/2024);
- ◆ Indebitamento: circa 14 milioni di euro (circa 13,6 milioni di euro al 31/12/2024);
- ◆ Patrimonio netto: circa 27,7 milioni di euro (circa 20,5 milioni di euro nel 2024);

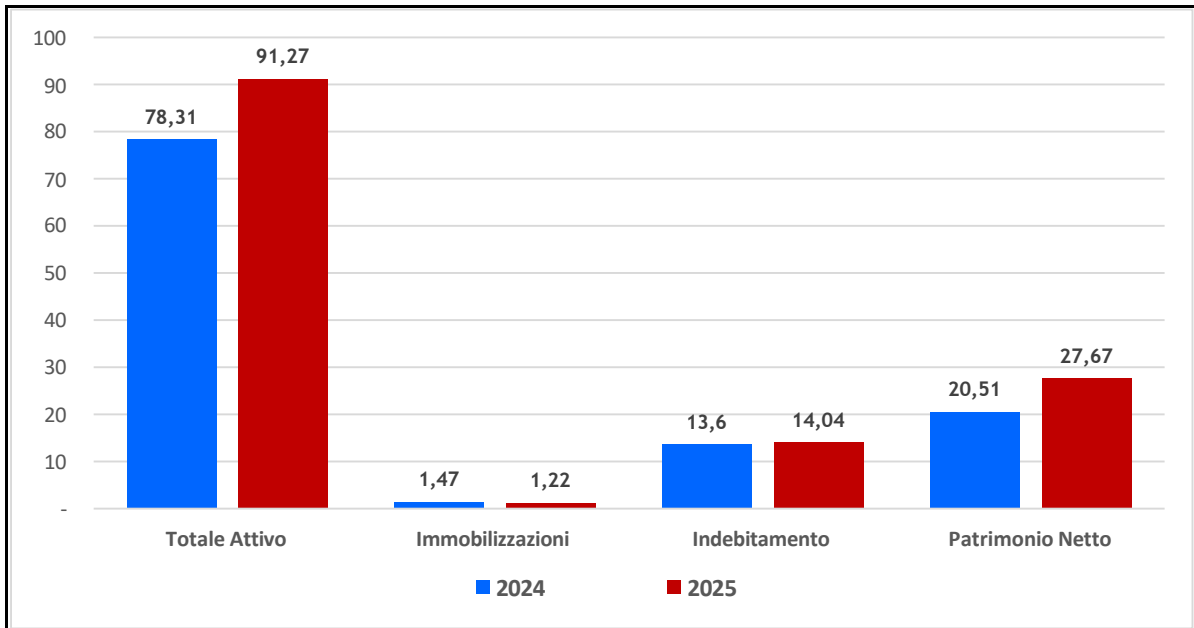
**Loan to Value (confronto 2024 / 2025)**

Il loan to value rappresenta il rapporto tra debito e patrimonio (indebitamento/immobilizzazioni materiali). Al 31 dicembre 2025 si attesta a circa 1151 punti percentuali (circa 925 punti percentuali al 31/12/2024) come rappresentato nel seguente grafico:



(6) I dati si riferiscono ai bilanci di competenza dell'esercizio al 31 dicembre 2025.

Le variazioni delle principali poste patrimoniali, intervenute nel corso dei due esercizi analizzati (2025 e 2024) vengono evidenziate nel grafico sottostante:

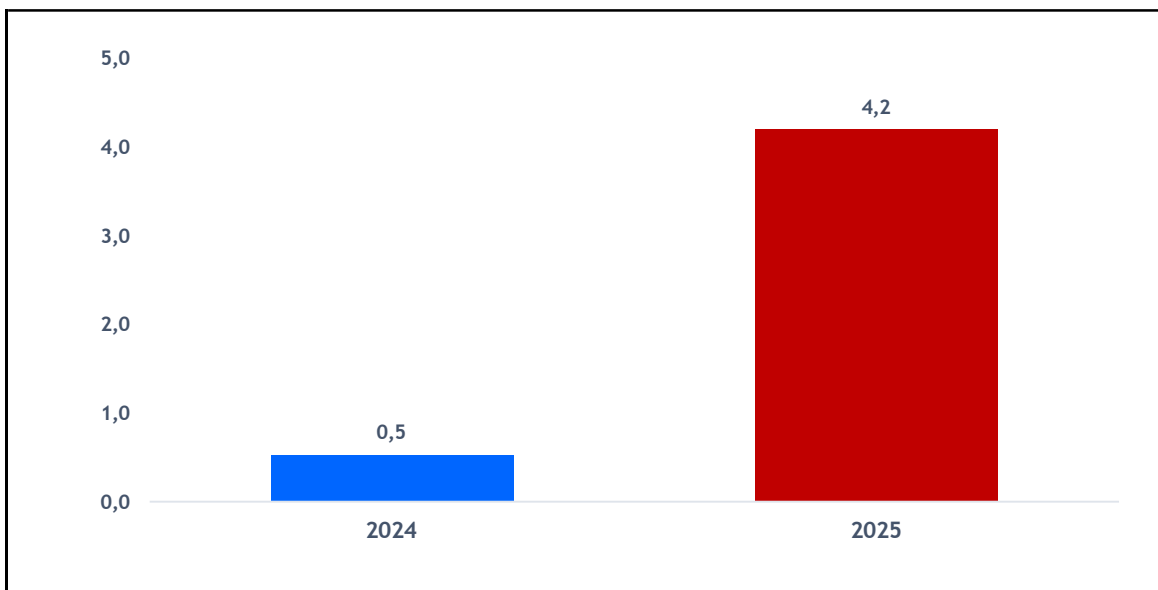


**SOCIETA' IMM.RI**  
quotate

**DATI ECONOMICI**

Il risultato d'esercizio (7) conseguito al 31/12/2025 rileva un utile di circa 4,2 milioni di euro (nell'esercizio precedente circa 0,5 milioni di euro).

Il risultato economico dell'esercizio registrato nell'ultimo biennio viene di seguito illustrato:



(7) I dati si riferiscono ai bilanci di competenza dell'esercizio al 31 dicembre 2025.

## 6.2. - I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA - MAPPATURA

### 6.2.1. - LA GEOGRAFIA DEL PATRIMONIO GESTITO

Il Rapporto “I fondi immobiliari in Italia e all’estero”, giunto alla sua 48esima edizione, rappresenta da anni uno dei principali punti di riferimento per l’analisi del settore. Nella sezione dedicata al mercato italiano, il rapporto documenta l’evoluzione dell’industria dei fondi immobiliari attraverso l’esame dei principali indicatori economici e di mercato, tra cui patrimonio gestito, nav, rendimenti, capitalizzazione, quotazioni, offerta, volumi di scambio e livelli di assorbimento.

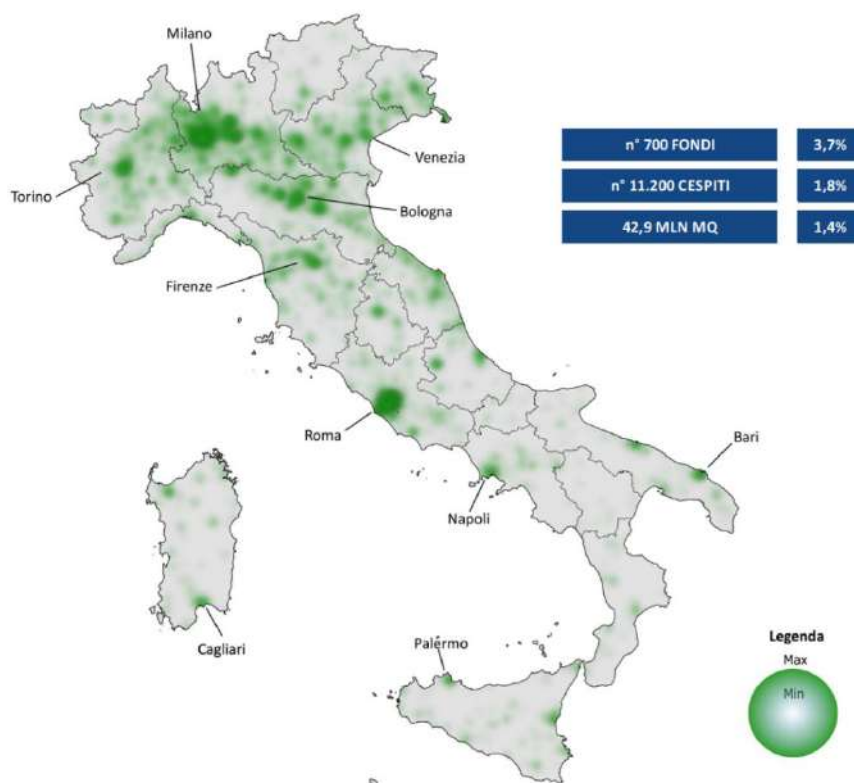
In questa edizione, per il sesto anno, abbiamo approfondito l’analisi elaborando una mappatura dei fondi immobiliari italiani e ricostruendo la geografia dell’intero patrimonio gestito.

Al 31 dicembre 2025 il patrimonio immobiliare detenuto direttamente da 700 fondi attivi è costituito da circa 11.200 cespiti con una superficie complessiva di 42,9 milioni di mq. Un anno fa i fondi erano 675 con un patrimonio di circa 11.000 cespiti e una superficie complessiva di 42,3 milioni di mq.

Attraverso mappe e grafici, ecco le loro caratteristiche e dimensioni.

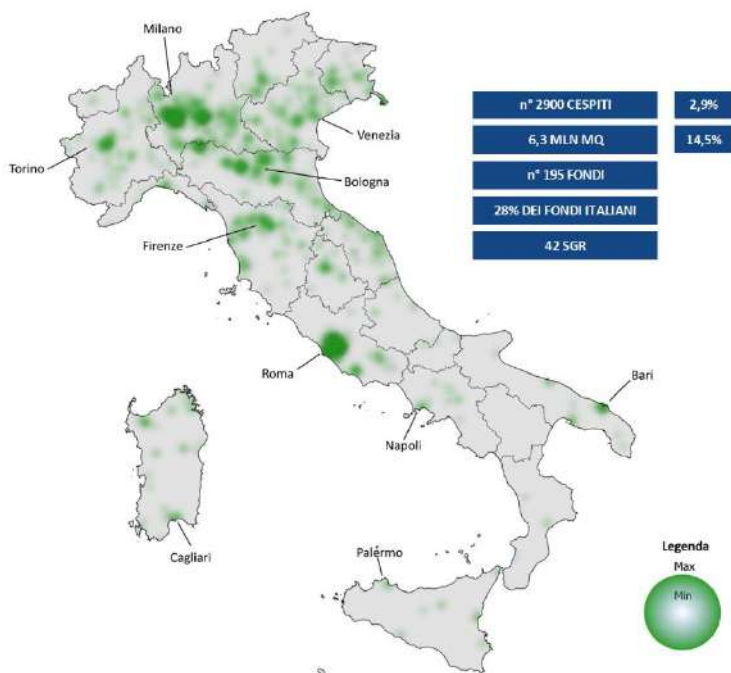
#### TAV.11 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA

Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



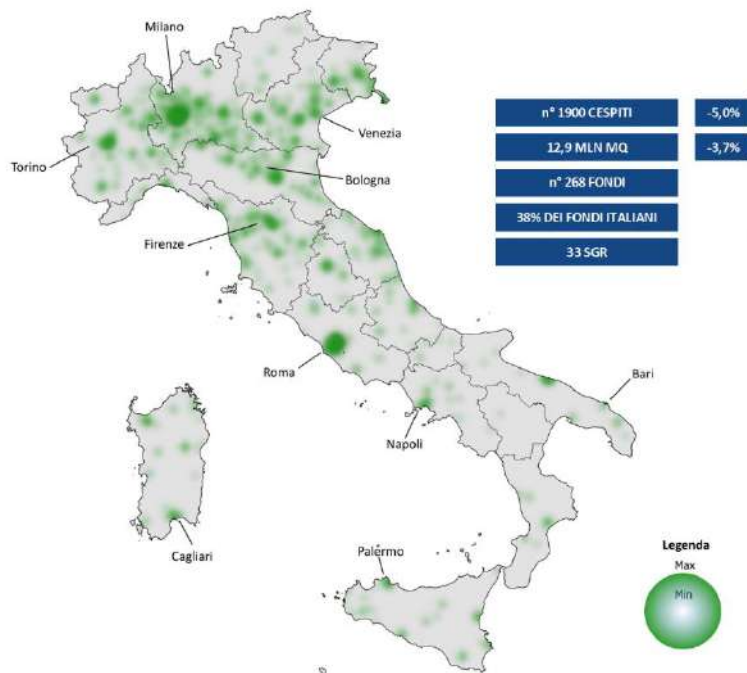
Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 12 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA - RESIDENZIALE**  
 Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



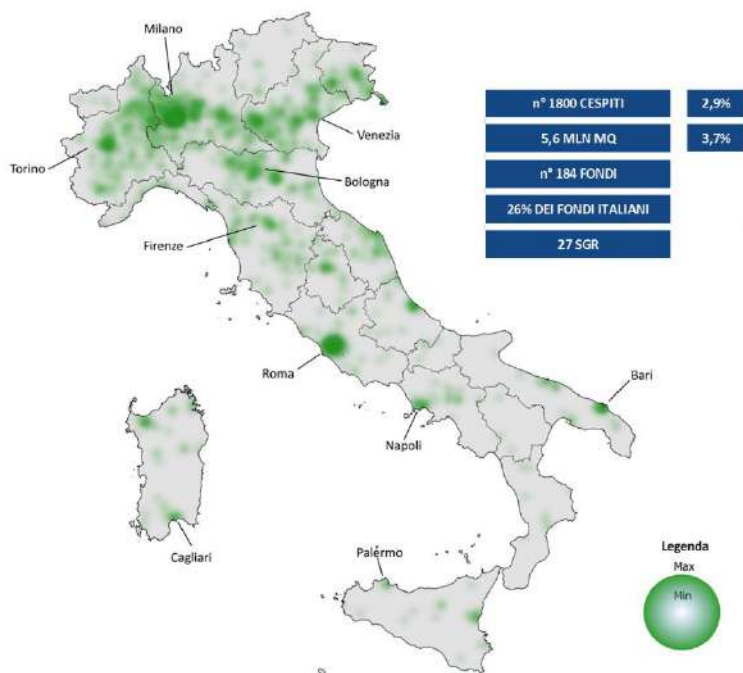
Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 13 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA - TERZIARIO**  
 Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



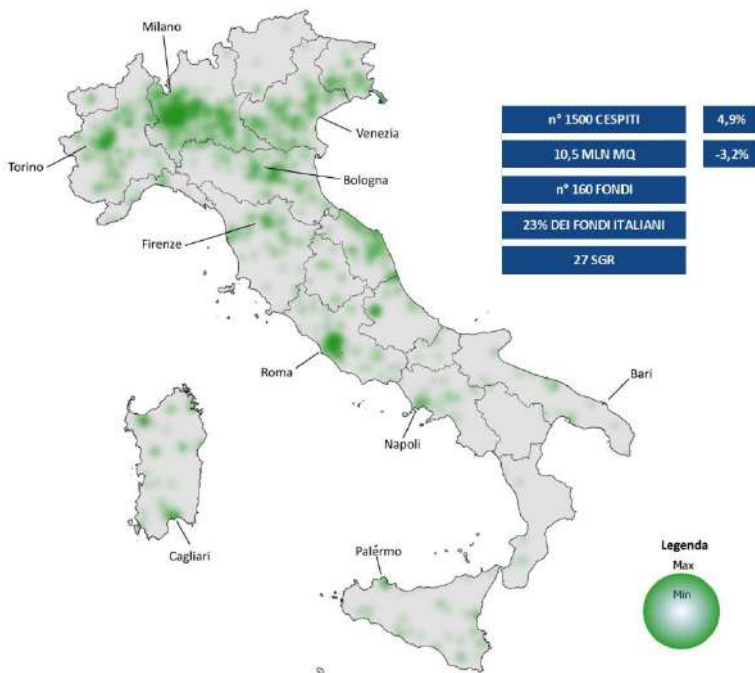
Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 14 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA - COMMERCIALE**  
 Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



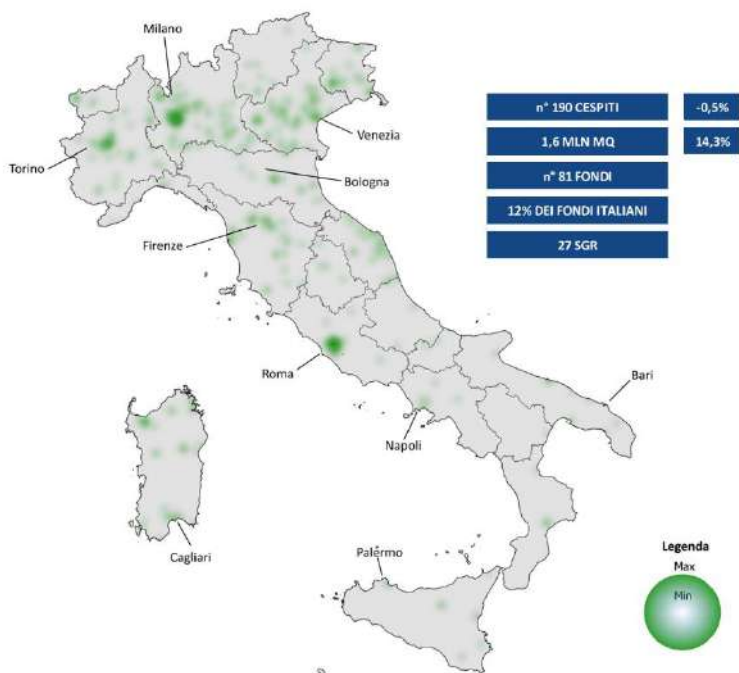
Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 15 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA - LOGISTICA/INDUSTRIALE**  
 Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



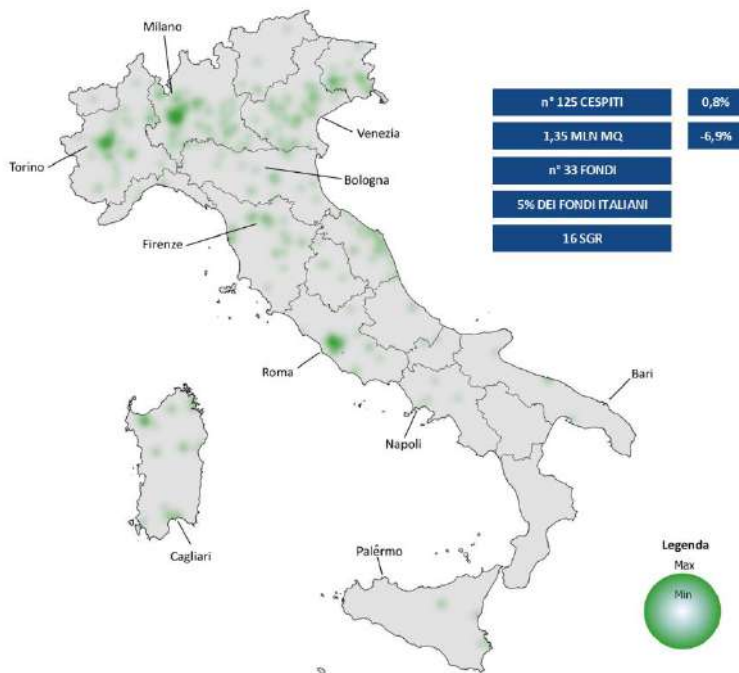
Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 16 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA - RICETTIVO**  
 Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

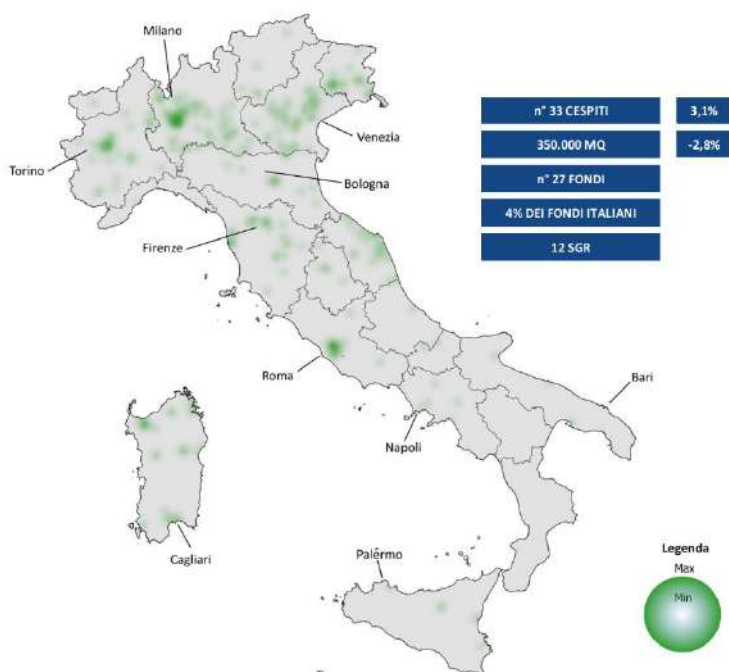
**TAV. 17 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA - HEALTHCARE**  
 Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 18 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA - INTRATTENIMENTO**

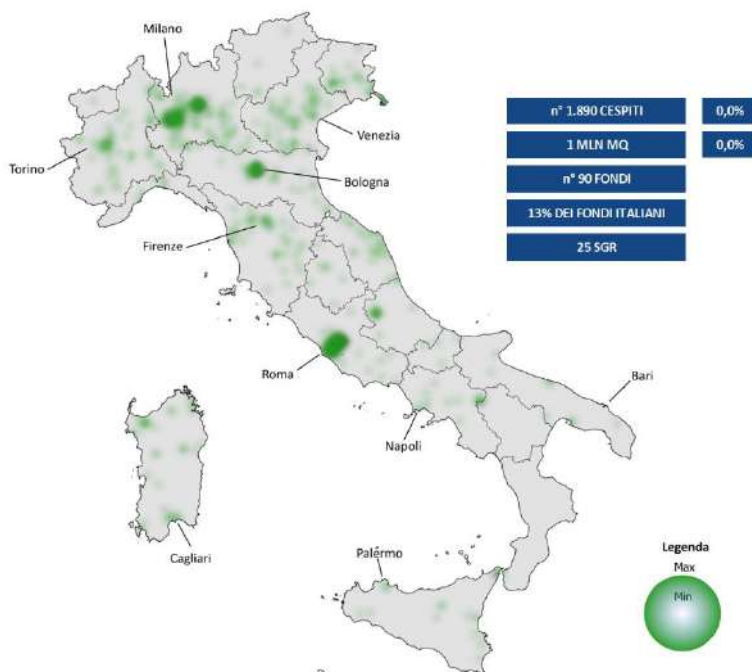
Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 19 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA - INFRASTRUTTURE**

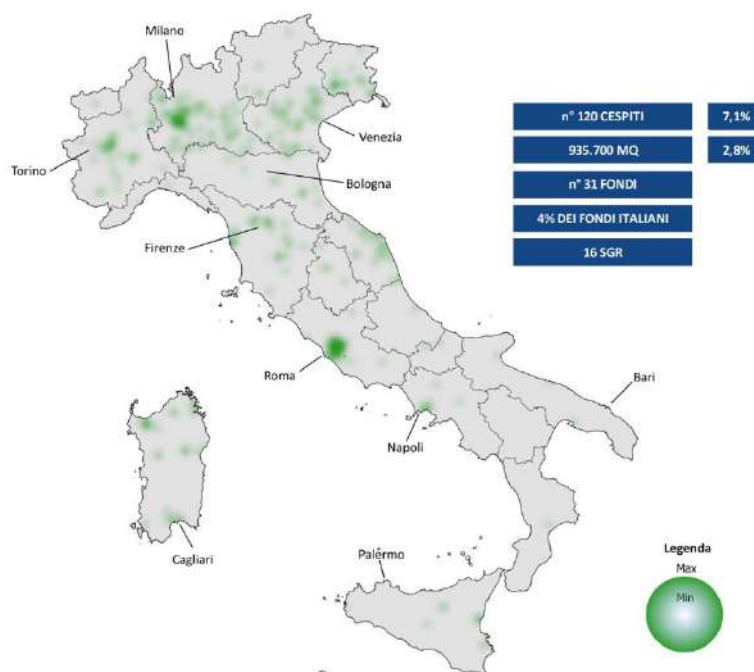
Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV.20 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA - IMMOBILI PUBBLICI E DI USO PUBBLICO**

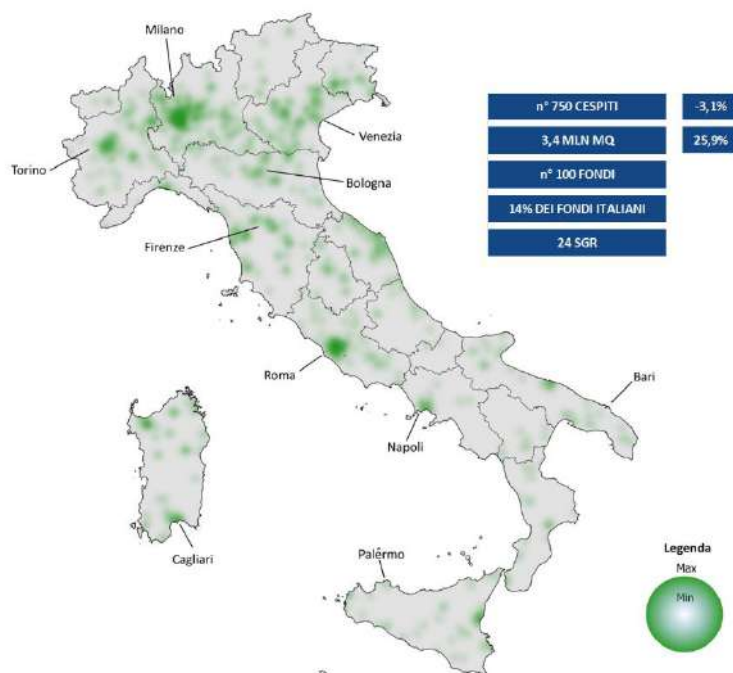
Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV.21 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA - ALTRO**

Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



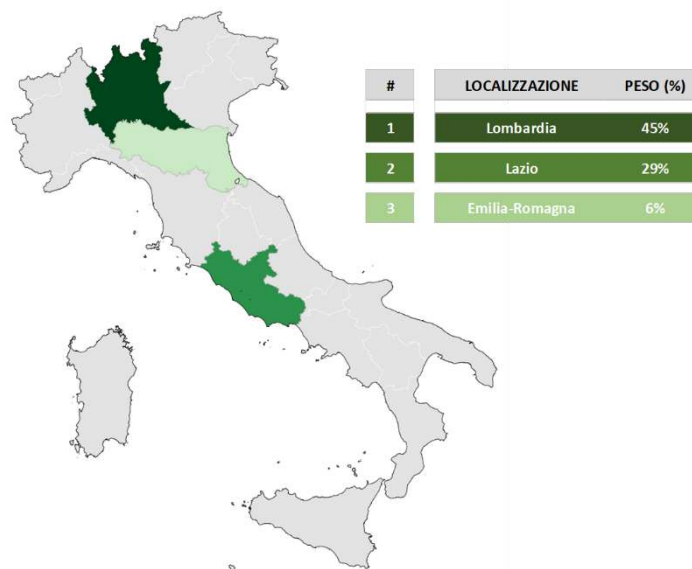
Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

## 6.2.2. - LA DISTRIBUZIONE REGIONALE DEL PATRIMONIO GESTITO IN ITALIA

L'analisi dei cespiti del patrimonio gestito dà evidenza della concentrazione di determinate funzioni immobiliari in alcune regioni specifiche. Gli immobili residenziali dei fondi immobiliari italiani risultano localizzati principalmente in Lombardia e nel Lazio, in misura minore in Emilia-Romagna; quote marginali sono ubicate nel resto del territorio nazionale.

TAV.22 - DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEL PATRIMONIO GESTITO - RESIDENZIALE

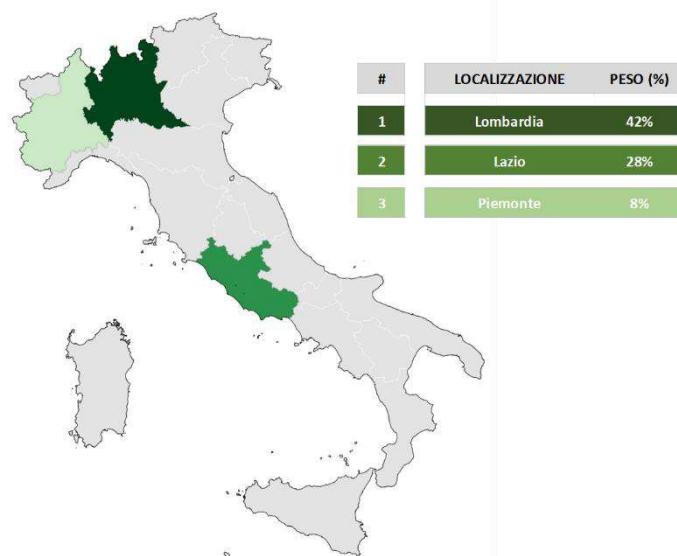
Percentuale della superficie - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

TAV.23 - DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEL PATRIMONIO GESTITO - TERZIARIO

Percentuale della superficie - Dati al 31 dicembre 2025

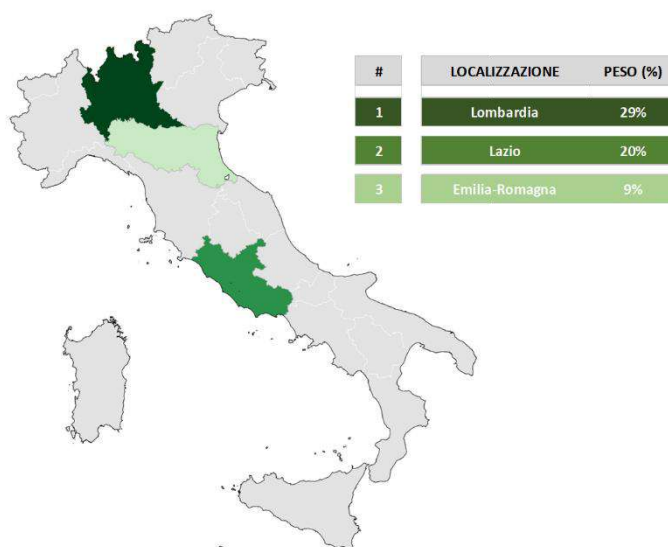


Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

Il comparto degli uffici conferma la Lombardia come principale mercato di riferimento, concentrando il 42 per cento delle superfici complessive gestite. Segue il Lazio con il 28 per cento, a una distanza di quattordici punti percentuali. Il Piemonte mantiene una posizione di rilievo con l'otto per cento delle superfici, mentre la restante quota risulta distribuita tra le altre regioni italiane.

#### TAV.24 - DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEL PATRIMONIO GESTITO - COMMERCIALE

Percentuale della superficie - Dati al 31 dicembre 2025



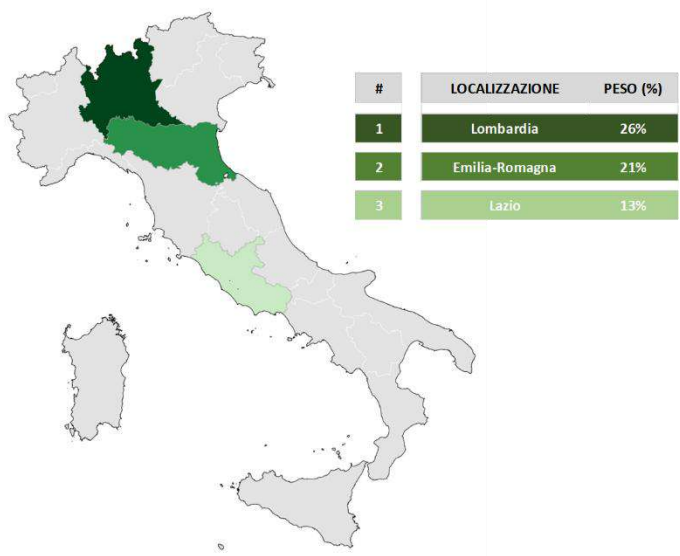
Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

Il comparto retail conferma la Lombardia quale principale mercato di riferimento, concentrando il 29 per cento delle superfici complessive gestite. Seguono il Lazio con il venti per cento e l'Emilia-Romagna con il nove per cento. Le prime tre regioni raccolgono complessivamente quasi il sessanta per cento del patrimonio commerciale, evidenziando una forte concentrazione degli investimenti nelle aree caratterizzate da elevata densità abitativa, solidità dei consumi e presenza dei principali poli commerciali del Paese. Tale distribuzione conferma la preferenza degli operatori per le location in grado di garantire bacini di utenza consolidati, accessibilità e maggiore resilienza dei flussi commerciali.

Il comparto logistico e industriale conferma la forte concentrazione delle superfici nelle regioni caratterizzate dalla maggiore densità produttiva e infrastrutturale del Paese. La Lombardia si mantiene al primo posto con il 26 per cento del totale, consolidando il proprio ruolo di principale hub nazionale per la distribuzione e la logistica avanzata. Seguono l'Emilia-Romagna con il 21 per cento e il Lazio con il tredici per cento, territori che beneficiano di una posizione strategica lungo i principali corridoi di trasporto e di una crescente domanda di spazi destinati alle attività produttive e distributive. Complessivamente, le tre regioni concentrano il sessanta per cento delle superfici del comparto, confermando l'elevato grado di polarizzazione geografica degli investimenti logistici in Italia.

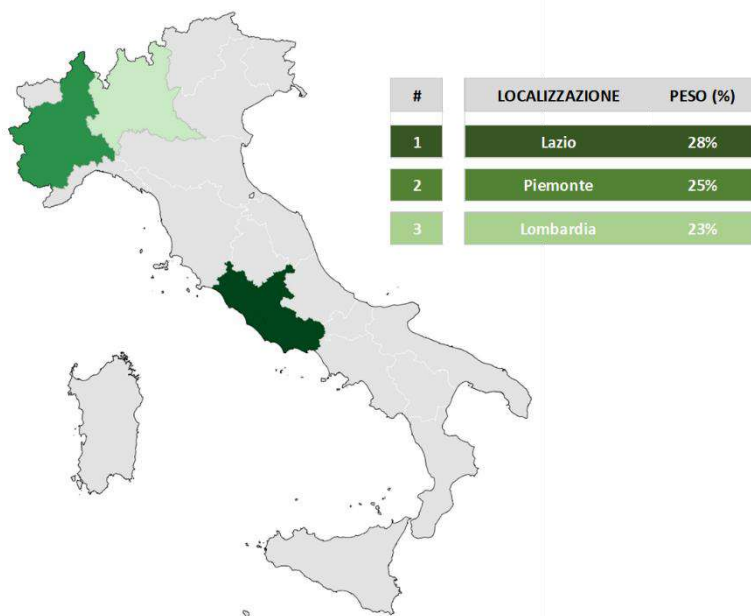
Nel comparto healthcare il Lazio si conferma la principale area di localizzazione degli investimenti, concentrando il 28 per cento delle superfici complessive. Seguono il Piemonte con il 25 per cento e la Lombardia con il 23 per cento. Le tre regioni rappresentano complessivamente oltre i tre quarti del patrimonio immobiliare del settore, a conferma della forte concentrazione degli investimenti nelle aree caratterizzate da una consolidata presenza di strutture sanitarie, assistenziali e socio-sanitarie, sostenute da dinamiche demografiche favorevoli e da una domanda crescente di servizi alla persona.

**TAV.25 - DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEL PATRIMONIO GESTITO - LOGISTICA/INDUSTRIALE**  
 Percentuale della superficie - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

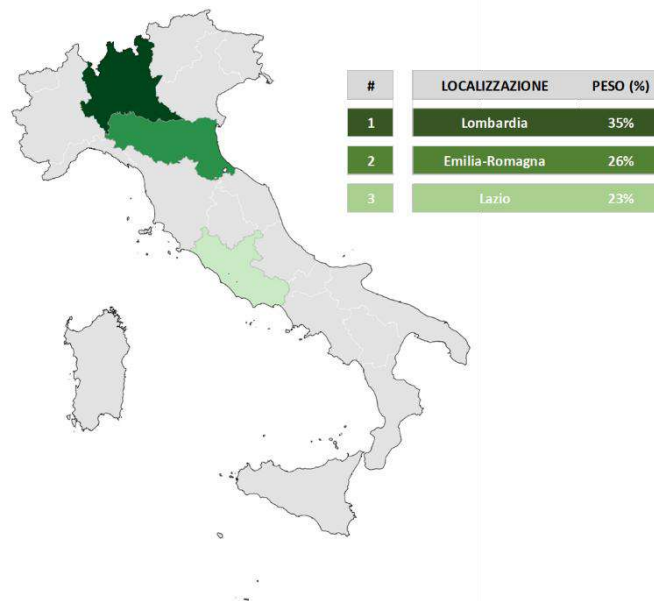
**TAV.26 - DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEL PATRIMONIO GESTITO - HEALTHCARE**  
 Percentuale della superficie - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

Nel comparto delle infrastrutture la Lombardia si conferma il principale polo di concentrazione degli investimenti, con il 35 per cento delle superfici complessive. Seguono l'Emilia-Romagna con il 26 per cento e il Lazio con il 23 per cento. Le tre regioni raccolgono complessivamente oltre l'ottanta per cento del patrimonio del settore, evidenziando una forte polarizzazione geografica degli investimenti verso i territori caratterizzati dalla maggiore dotazione infrastrutturale, dalla presenza di nodi logistici strategici e da un'elevata intensità delle attività economiche. Tale distribuzione riflette la crescente attenzione degli investitori verso asset infrastrutturali in grado di garantire flussi reddituali stabili, elevata resilienza e un ruolo centrale nei processi di sviluppo e modernizzazione del sistema economico nazionale.

**TAV.27 - DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEL PATRIMONIO GESTITO - INFRASTRUTTURE**  
 Percentuale della superficie - Dati al 31 dicembre 2025



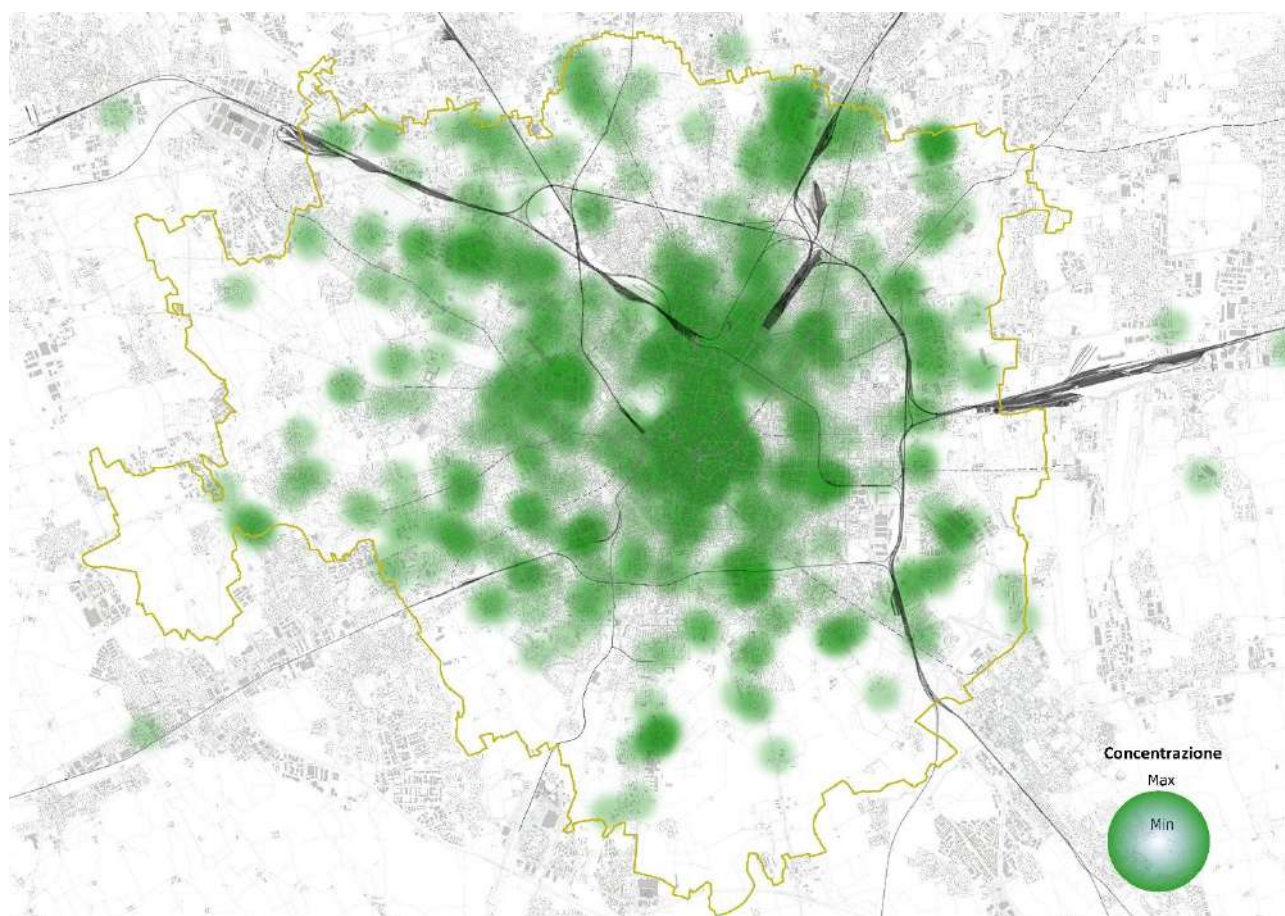
Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

### 6.2.3. - L'INDUSTRIA DEI FONDI A MILANO

La città di Milano riunisce circa 6,7 milioni di metri quadrati di immobili del patrimonio gestito italiano, il 15,5 per cento del totale. La funzione che meglio interpreta i desiderata degli investitori dei fondi immobiliari è il comparto degli uffici, che pesa per il trentuno per cento sul comparto a livello nazionale e circa il 58 per cento per cento delle superfici complessive, staccando il residenziale di quaranta punti percentuali. Il numero dei cespiti in gestione ammonta a circa novecento unità. Tra i comparti di nicchia, gli immobili afferenti al campo della sanità costituiscono la quota più rilevante, circa il tre per cento.

#### TAV.28 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO A MILANO

Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

L'analisi del mercato direzionale milanese evidenzia una chiara polarizzazione localizzativa. I grandi complessi a uso ufficio, con superfici superiori a 25.000 metri quadrati, si concentrano prevalentemente in corrispondenza dei principali hub infrastrutturali e delle aree caratterizzate dalla migliore accessibilità multimodale, fattori ormai imprescindibili per l'insediamento delle sedi corporate e dei grandi centri direzionali. Gli immobili di dimensioni più contenute trovano invece collocazione nelle zone centrali e semicentrali della città, dove la qualità del contesto urbano, l'elevata dotazione di servizi e la capillarità del trasporto pubblico continuano a rappresentare i principali driver di domanda e valorizzazione.

TAV.29 - NUMERI CHIAVE DEL PATRIMONIO GESTITO A MILANO IN CINQUE PUNTI

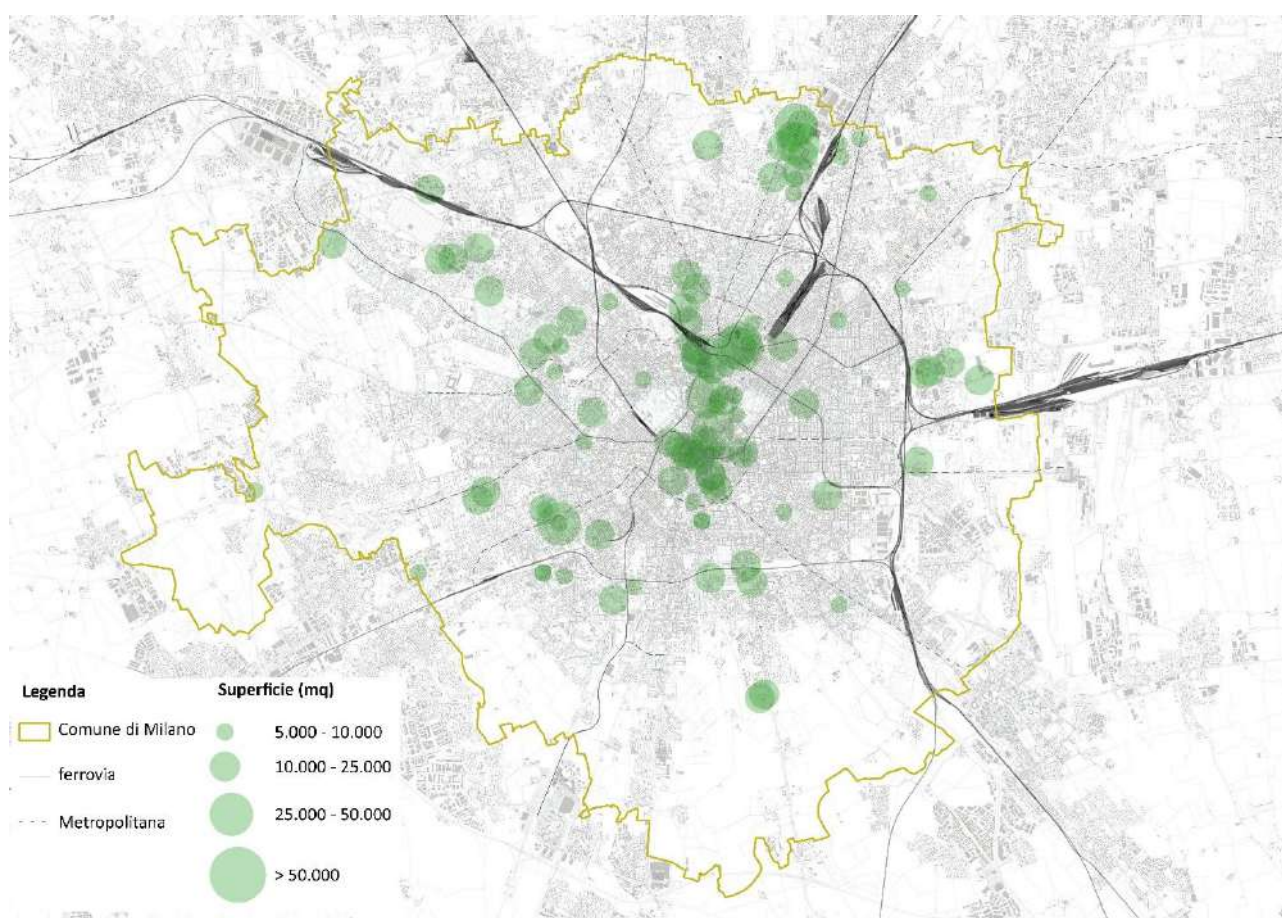
Dati al 31 dicembre 2025

MILANO				
#	DESCRIZIONE	RESIDENZIALE	TERZIARIO	COMMERCIALE
1	N° CESPITI	310	420	190
2	MQ	1,4 MLN	3,9 MLN	0,4 MLN
3	N° FONDI	68	123	61
4	% ITALIA MQ	24%	31%	7%
5	SGR	30	27	20

Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

TAV.30 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO A MILANO - TERZIARIO DIREZIONALE (OLTRE 5.000 MQ)

Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

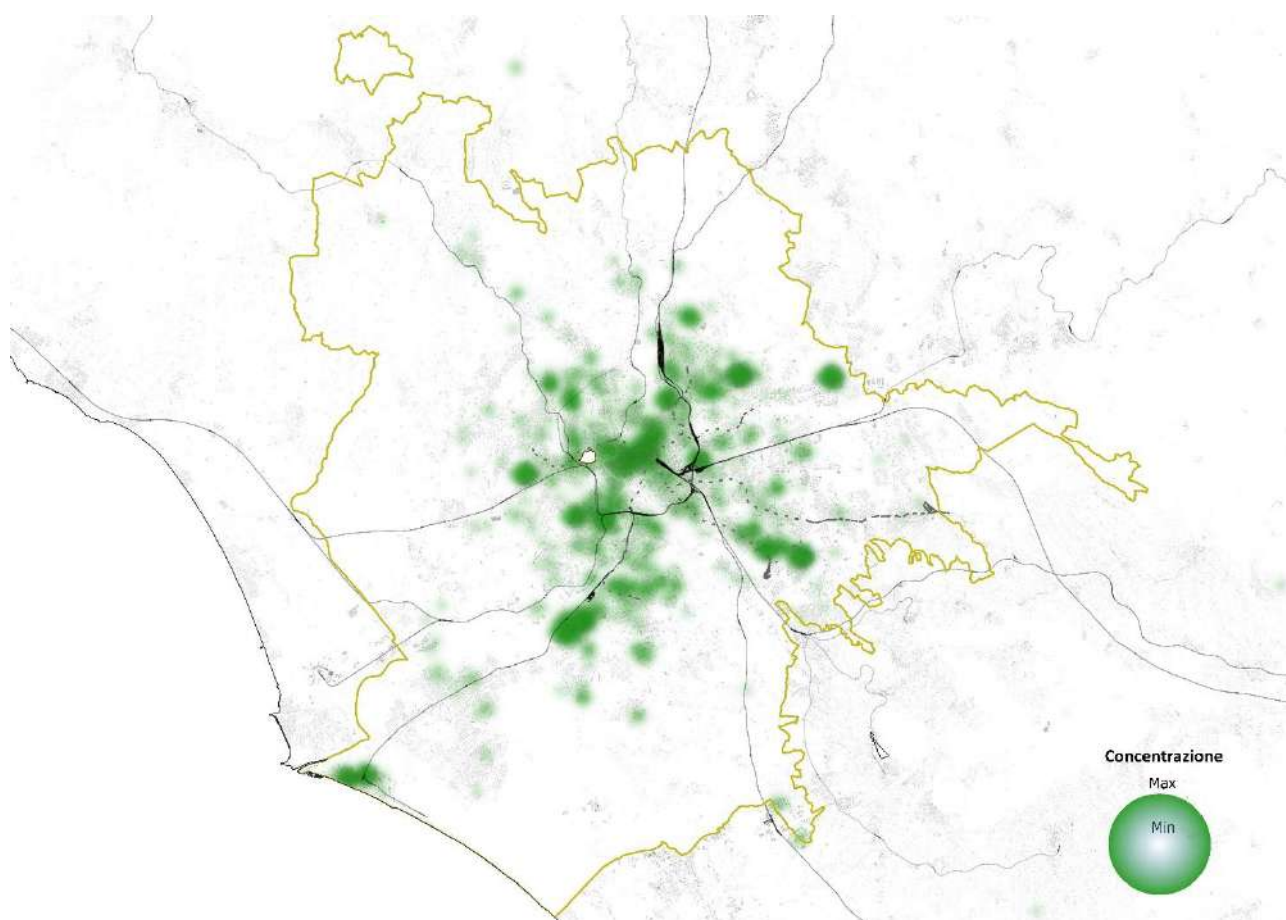
## 6.2.4. - L'INDUSTRIA DEI FONDI A ROMA

Roma ospita oltre 6,3 milioni di metri quadrati di immobili del patrimonio gestito, rappresentando circa il quindici per cento del totale. Come quanto rilevato su Milano, anche nella capitale si conferma l'interesse verso i comparti del ricettivo e del residenziale, ridisegnandone le proporzioni. Il settore abitativo rappresenta quasi il venti per cento delle superfici complessive del patrimonio dei fondi immobiliari; il numero di cespiti residenziali supera le 1.200 unità, quattro volte il dato relativo a Milano.

La concentrazione del patrimonio gestito sconta le difficoltà derivanti dalla conformazione morfologica del territorio e la limitata capillarità del servizio di trasporto pubblico. Le zone più appetibili per i circa 2.700 cespiti in gestione (in crescita rispetto ai dodici mesi precedenti) sono quelle in prossimità delle stazioni ferroviarie e delle aree storicamente riconoscibili.

TAV.31 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO A ROMA

Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

Gli uffici della capitale pesano a livello nazionale per il 21 per cento e circa il 42 per cento del patrimonio gestito totale della città; nelle aree centrali sono localizzati gli immobili con una superficie massima di cinquemila metri quadrati. L'analisi della distribuzione territoriale degli asset direzionali evidenzia l'esistenza di un consolidato asse di sviluppo che, lungo la direttrice di via Cristoforo Colombo, attraversa il quartiere Eur e si estende fino al litorale di Ostia. Questo corridoio rappresenta uno dei principali poli direzionali della Capitale e concentra gli immobili di maggiori dimensioni, prevalentemente edifici cielo-terra con superfici superiori a 25.000 metri quadrati, destinati a grandi utilizzatori istituzionali e corporate.

TAV. 32 - NUMERI CHIAVE DEL PATRIMONIO GESTITO A ROMA IN CINQUE PUNTI

Dati al 31 dicembre 2025

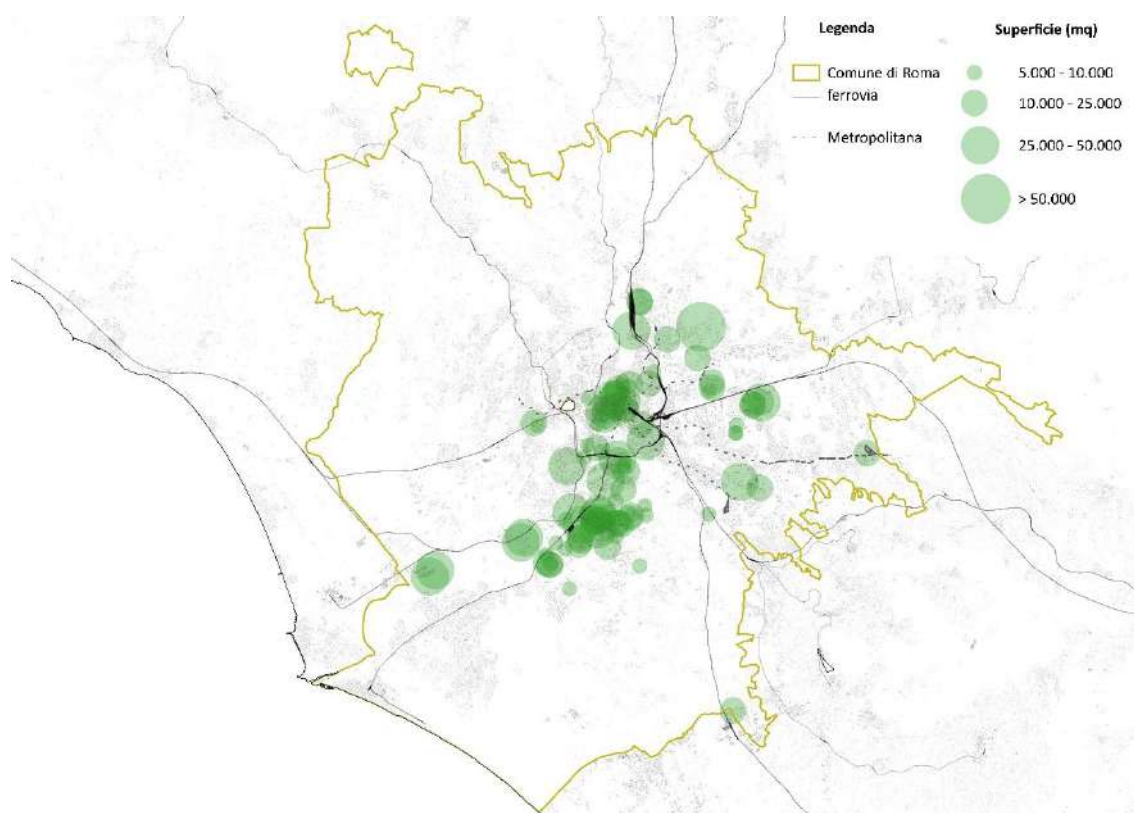
ROMA				
#	DESCRIZIONE	RESIDENZIALE	TERZIARIO	COMMERCIALE
1	N° CESPITI	1.200	320	230
2	MQ	1,4 MLN	2,7 MLN	0,6 MLN
3	N° FONDI	43	95	58
4	% ITALIA MQ	21%	21%	11%
5	SGR	15	23	18

Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

Nel quadrante nord-orientale della città, l'area gravitante attorno all'asse del Foro Italico si distingue invece per la presenza di asset direzionali di taglio più contenuto, generalmente superiori a 5.000 metri quadrati. La qualità del contesto urbano, l'elevata accessibilità e la vicinanza alle principali funzioni direzionali e di rappresentanza rendono quest'area particolarmente attrattiva per società alla ricerca di sedi prestigiose in posizioni strategiche.

TAV. 33 - CONCENTRAZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO A ROMA - TERZIARIO DIREZIONALE (OLTRE 5.000 MQ)

Numero immobili - Dati al 31 dicembre 2025



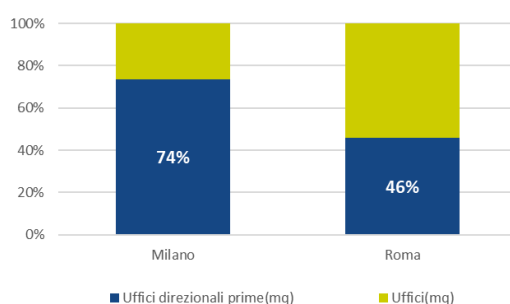
Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

### 6.2.5. - MILANO E ROMA A CONFRONTO

Il comparto degli uffici rappresenta la componente prevalente del patrimonio gestito sia a Milano sia a Roma. Pur evidenziando un'incidenza complessivamente comparabile in termini di superfici sul totale degli immobili dei fondi, i due mercati si distinguono in modo significativo per la qualità degli asset. Nel capoluogo lombardo, anche grazie alla presenza di operatori internazionali di primo piano, il 74 per cento dei volumi è riconducibile al segmento prime (73 per cento nel 2024), confermando un progressivo rafforzamento dello standard qualitativo. A Roma, il peso del segmento prime si attesta al 46 per cento (44 per cento nell'anno precedente), in miglioramento ma ancora distante dai livelli milanesi, a evidenza di un mercato direzionale più eterogeneo e in fase di progressiva riqualificazione.

**TAV. 34 - INCIDENZA UFFICI DIREZIONALI PRIME SUL TOTALE UFFICI DEL PATRIMONI GESTITO A MILANO E ROMA**

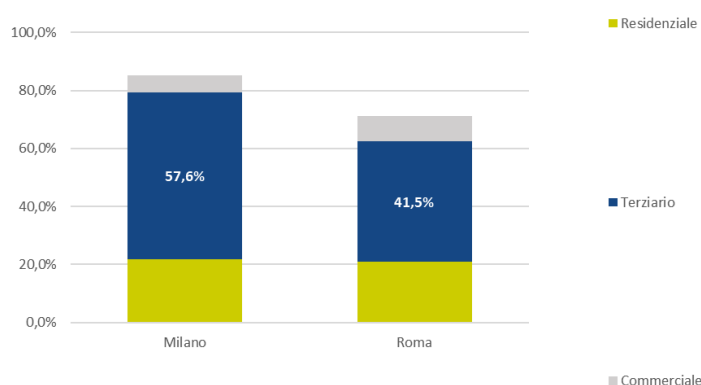
Percentuale della superficie - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

**TAV. 35 - ASSET ALLOCATION DEI COMPARTI TRADIZIONALI A MILANO E ROMA**

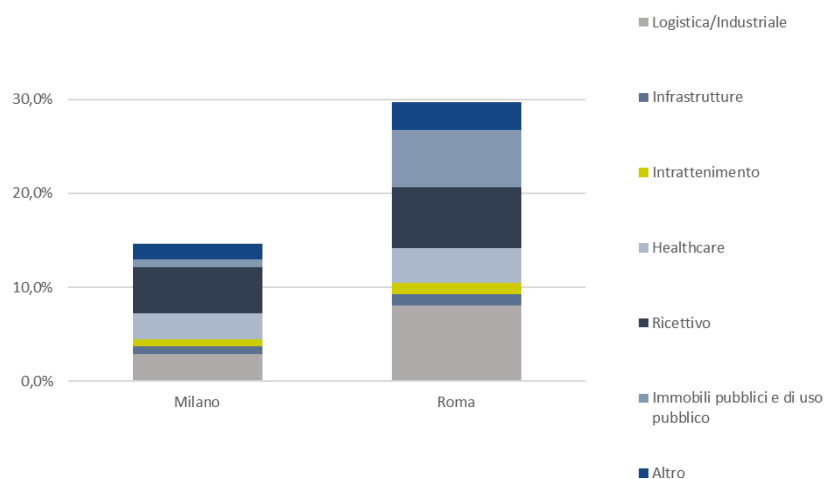
Percentuale della superficie - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

TAV. 36 - ASSET ALLOCATION DEI COMPARTI DI NICCHIA A MILANO E ROMA

Percentuale della superficie - Dati al 31 dicembre 2025



Fonte: Elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

Per quanto riguarda le asset class alternative, sia Roma sia Milano presentano una distribuzione degli investimenti relativamente equilibrata, senza una netta predominanza di un singolo comparto. L'attrattività delle diverse funzioni immobiliari riflette infatti le peculiarità economiche, demografiche e territoriali dei due mercati, orientando le strategie degli investitori verso segmenti differenti in funzione delle opportunità offerte dai rispettivi contesti urbani. In tale scenario si rafforza l'interesse per il comparto ricettivo, sostenuto dalla crescita dei flussi turistici, per la logistica, favorita dall'evoluzione delle reti distributive, e per l'healthcare, che continua a beneficiare di trend demografici di lungo periodo e della crescente domanda di servizi sanitari e assistenziali.

### 6.3. - IL FUTURO SOSTENIBILE DEI FONDI IMMOBILIARI

Il Rapporto fondi immobiliari in Italia e all'estero in questi anni ha raccontato l'evoluzione del settore, gli anni di crescita e quelli meno positivi, il cambiamento strutturale, le nuove tendenze, riferendosi agli immobili come sottostante e privilegiando l'analisi degli indicatori immobiliari come rendimenti, Nav, capitalizzazioni, quotazioni, offerta, scambiato e assorbimenti.

Per tre anni abbiamo raccolto gli immobili iconici; nella "40ma stesura", abbiamo pubblicato l'albo d'oro dei fondi immobiliari, ovvero i veicoli che meglio hanno rappresentato la società di gestione e la lunga crescita dell'industria, per valore, qualità innovativa o interesse, maggiore impatto nel settore o anche quello che negli anni ha mostrato la migliore tenuta di valore e rappresentato al meglio gli obiettivi di investimento del gestore. Da quattro anni chiediamo alle Sgr aderenti al gruppo di lavoro di individuare tra gli strumenti da loro gestiti il Fondo immobiliare che ha già ricevuto l'attestazione Esg, per il quale è in corso l'istruttoria o per il quale le Società si sono poste l'obiettivo di conseguirla.

Attraverso schede sintetiche, ecco le loro caratteristiche, le loro dimensioni, le loro peculiarità e le motivazioni per cui determinati fondi sono stati scelti fra altri. Le schede riportano inoltre il parere dei responsabili Esg delle sgr, una breve analisi che ci permette di indicare le modalità dell'approccio Esg delle varie società di gestione.

La varietà delle scelte proposte restituisce così una visione sintetica ma estremamente rappresentativa delle strategie e delle peculiarità delle società, che si presentano attraverso immobili che sottintendono le identità e le vocazioni delle stesse Sgr che li hanno selezionati.

# CASTELLO

## FONDO: MILAN URBAN PRIVATE FUND

### 1.MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL PERCORSO DI CERTIFICAZIONE ESG:

Fondo classificato art. 8 ai sensi del Regolamento (UE) 2019/2088.

Il fondo si compone di un unico immobile a uso ufficio ubicato nel centro storico di Milano, in zona piazza Cordusio. L'asset è stato oggetto negli ultimi anni di un processo di riqualificazione, che ha previsto l'adeguamento strutturale, oltre che la sostituzione integrale dell'impiantistica e delle finiture interne. Tale intervento ha consentito all'immobile di raggiungere elevate performance energetiche (classe A1) e un'elevata qualità degli spazi interni.

Nel maggio 2025 l'immobile di Milano, via Santa Maria Segreta, ha ottenuto la certificazione secondo il protocollo LEED Existing Building: Operation and Maintenance, livello Gold. Il percorso ha incluso un'analisi preliminare (pre-assessment LEED) basata su sopralluoghi, analisi documentali e test in sito volti a valutare il comfort interno, in termini di temperatura, umidità e concentrazione di CO<sub>2</sub>.

### 2.STRATEGIA E PROFILO DEL FONDO:

Il Fondo investe in immobili con destinazione d'uso direzionale e commerciale di elevata qualità ed efficienza energetica, promuovendo le seguenti caratteristiche ambientali (A) e sociali (S):

A) Mitigazione del cambiamento climatico, tramite

(i) l'acquisto di immobili con classe energetica almeno pari o superiore ad A1 caratterizzati da efficienza e basse emissioni di combustibili fossili e GHG

(ii) la gestione attiva delle performance ambientali degli immobili e la sensibilizzazione dei conduttori sui temi ambientali

S) Benessere degli utenti finali, tramite la considerazione del comfort e del benessere/salute degli utenti finali, garantendo l'accessibilità per le persone a mobilità ridotta e, ove possibile, incoraggiando soluzioni di mobilità "soft" (es. trasporti pubblici, parcheggi per biciclette, ecc.).

Gli investimenti sottostanti il presente prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili.





TIPOLOGIA	Fondo Comune di Investimento Alternativo immobiliare di Tipo Chiuso Riservato														
DESTINATARI															
DATA SCADENZA	31/12/2029														
QUOTAZIONE															
COMMISSIONE DI GESTIONE	0.75% (GAV) - Floor € 245.000														
RENDIMENTO OBIETTIVO	2.242														
LEVA	29.950														
IRR	5,2%														
WAULT															
OCCUPANCY RATE															
LOAN TO VALUE	52,64%														
PROFILO DI RISCHIO DEL FONDO	<table border="1"> <tr> <td><input checked="" type="checkbox"/></td> <td>Core</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Core +</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Value Add</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Opportunistic</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Development</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Income</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Capital Appreciation</td> </tr> </table>	<input checked="" type="checkbox"/>	Core	<input type="checkbox"/>	Core +	<input type="checkbox"/>	Value Add	<input type="checkbox"/>	Opportunistic	<input type="checkbox"/>	Development	<input type="checkbox"/>	Income	<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation
<input checked="" type="checkbox"/>	Core														
<input type="checkbox"/>	Core +														
<input type="checkbox"/>	Value Add														
<input type="checkbox"/>	Opportunistic														
<input type="checkbox"/>	Development														
<input type="checkbox"/>	Income														
<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation														



### 3. PORTAFOGLIO IMMOBILIARE:

ASSET VALUE (€)	51.200.000	
MQ	3.830	
N° ASSET	1	
N° IMMOBILI CERTIFICATI (% portafoglio)	100%	
DESTINAZIONE D'USO (% portafoglio)	residenziale	%
	terziario	100%
	retail	%
	logistica	%
	hospitality	%
	student housing	%
	senior living	%
	data center	%
	mixed use	%
	altro (specificare)	%

#### PRINCIPALI OPERAZIONI DI INVESTIMENTO/DISINVESTIMENTO:

Il Fondo detiene un unico asset immobiliare: l'immobile ad uso prevalentemente direzionale sito a Milano, via Santa Maria Segreta 5, acquistato da ITAS Istituto Trentino Alto Adige per Assicurazioni per un prezzo complessivo di €49.000.000, regolato in tre tranches – €47.500.000 all'atto ricognitivo (marzo 2022), €500.000 al completamento delle attività di frazionamento e regolarizzazione (dicembre 2022) e un saldo di €777.500 liquidato a marzo 2025, ridotto rispetto al massimo contrattuale di €1.000.000 per effetto di specifiche clausole contrattuali. Nel corso dell'intera vita operativa del Fondo non sono state perfezionate ulteriori acquisizioni né operazioni di dismissione. Il valore di mercato dell'immobile al 31 dicembre 2025, determinato dall'esperto indipendente Kroll Advisory, è pari a €51.200.000, in incremento di €200.000 rispetto alla valutazione al 31 dicembre 2024.



**IL FONDO INVESTE IN ASSET "FUTURE-PROOF"?**

- Data Center
- Life Science
- Energy Infrastructure
- Smart Buildings
- ESG retrofit
- PropTech
- Social Infrastructure

**PRINCIPALI RISCHI PERCEPITI DALLA SGR**

- tassi
- inflazione
- vacancy
- regolamentazione ESG
- costo costruzione
- liquidità
- rischio energetico
- rischio climatico

**PRINCIPALE DRIVER COMPETITIVO DEL FONDO**

- location
- specializzazione asset class
- track record SGR
- performance ESG
- pipeline investimenti
- qualità tenant
- innovazione tecnologica
- rendimento
- diversificazione
- altro



#### 4. ESG & SOSTENIBILITA'

CRITERIO	AZIONI INTRAPESE DALLA SGR																
E (AMBIENTE, SOSTENIBILITA' E BIODIVERSITA')	<p>Avvio processo certificazione LEED O+M V4.1 (certificazione ottenuta a maggio 2025).</p> <p>Raccolta dati di consumo energetico dell'immobile.</p> <p>Forniture energetiche provenienti da fonti rinnovabili con garanzia d'origine.</p> <p>Utilizzo piattaforma SaaS (Deepki Ready) per la gestione dei dati ESG del fondo.</p>																
S (IMPATTO SOCIALE SU AZIENDA, COLLETTIVITA' E TERRITORIO)	<p>Valutazione della qualità ambientale interna</p>																
G (GOVERNANCE AZIENDALE)																	
IN RIFERIMENTO AI CRITERI ESG INDICARE GLI ELEMENTI PIU' DIFFICILI DA ALLINEARE AI REQUISITI RICHIESTI PER IL CONSEGUIMENTO DELL'ATTESTAZIONE ESG:																	
VALUTAZIONE ESG DELLA SGR E OUTLOOK EVOLUTIVO:	<p>Asset ubicato in area centrale, molto ben servita dai mezzi pubblici e, con alte performance energetiche ed elevata qualità interna garantita agli occupanti.</p> <p>Sulla base di quanto esposto, si ritiene che il Fondo MUPF contribuisca positivamente agli obiettivi di Mitigazione del cambiamento climatico, e del Benessere degli utenti finali.</p>																
CERTIFICAZIONI ESG POSSEDUTE:	<table border="1"> <tbody> <tr> <td><input checked="" type="checkbox"/></td> <td>LEED</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>BREEAM</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>WELL</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>WiredScore</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>GRESB</td> </tr> <tr> <td><input checked="" type="checkbox"/></td> <td>SFDR Art.8</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>SFDR Art.9</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Altro:</td> </tr> </tbody> </table>	<input checked="" type="checkbox"/>	LEED	<input type="checkbox"/>	BREEAM	<input type="checkbox"/>	WELL	<input type="checkbox"/>	WiredScore	<input type="checkbox"/>	GRESB	<input checked="" type="checkbox"/>	SFDR Art.8	<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9	<input type="checkbox"/>	Altro:
<input checked="" type="checkbox"/>	LEED																
<input type="checkbox"/>	BREEAM																
<input type="checkbox"/>	WELL																
<input type="checkbox"/>	WiredScore																
<input type="checkbox"/>	GRESB																
<input checked="" type="checkbox"/>	SFDR Art.8																
<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9																
<input type="checkbox"/>	Altro:																



% PORTAFOGLIO CONFORME TASSONOMIA UE

RIDUZIONE EMISSIONI CO<sub>2</sub> PREVISTA ENTRO 2030

% ENERGIA DA FONTI RINNOVABILI

SI (100% dell'energia utilizzata dai tenant fornitura green)

PRESENZA POLICY NET ZERO

SI Anno target:  
 NO

ESG SCORE INTERNO DELLA SGR (1-10):

ENGAGEMENT ESG. LA SGR ADOTTA:

monitoraggio KPI ESG  
 reporting annuale ESG  
 carbon assessment  
 climate risk analysis  
 stakeholder engagement  
 impact measurement

IL FONDO EFFETTUA ANALISI:

rischio fisico climatico  
 rischio transizione  
 stranded asset risk

## 5. INNOVAZIONE & DIGITALIZZAZIONE:

IL FONDO UTILIZZA:

smart metering  
 building automation  
 ai energy management  
 digital twin  
 predictive maintenance  
 iot monitoring

## 6. OUTLOOK E TREND FUTURI

QUALI SARANNO LE ASSET CLASS PIÙ ATTRATTIVE NEI PROSSIMI 3-5 ANNI?

Logistics  
 Student Housing  
 Data Center  
 Hospitality  
 Senior Living  
 Residential  
 ESG Retrofit  
 Life Science  
 Infrastructure  
 Mixed Use  
 Altro



## FONDO: Living 2.0

### 1.MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL PERCORSO DI CERTIFICAZIONE ESG:

Fondo che mira a investimenti legati sia all'impatto sociale (studentati), sia all'alto impatto ambientale. Ad oggi il fondo ha un solo investimento in uno studentato convenzionato in classe A3.

### 2.STRATEGIA E PROFILO DEL FONDO:

Il Fondo promuove progetti capaci di generare un impatto sociale e ambientale addizionale, misurabile e favorevole, effettuando investimenti immobiliari che possano contribuire alla promozione delle caratteristiche di seguito descritte:

- caratteristiche ambientali: miglioramento dell'efficienza energetica; riduzione degli impatti ambientali;
- caratteristiche sociali: uguaglianza e crescita inclusiva; lotta alla disuguaglianza sociale; fenomeni di inclusione, di accesso a un alloggio e servizi di base adeguati, sicuri e convenienti e migliore qualità degli spazi; disponibilità e qualità di alloggi destinati a studentati e residenze temporanee; miglioramento di salute e benessere degli occupanti.

TIPOLOGIA	Fondo Chiuso														
DESTINATARI	Investitori istituzionali														
DATA SCADENZA	14 anni con possibilità di estensione di ulteriori 3 anni														
QUOTAZIONE	NON QUOTATO														
COMMISSIONE DI GESTIONE															
RENDIMENTO OBIETTIVO															
LEVA															
IRR															
WALUT															
OCCUPANCY RATE	100%														
LOAN TO VALUE															
PROFILO DI RISCHIO DEL FONDO	<table border="1"> <tr> <td><input checked="" type="checkbox"/></td> <td>Core</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Core +</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Value Add</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Opportunistic</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Development</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Income</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Capital Appreciation</td> </tr> </table>	<input checked="" type="checkbox"/>	Core	<input type="checkbox"/>	Core +	<input type="checkbox"/>	Value Add	<input type="checkbox"/>	Opportunistic	<input type="checkbox"/>	Development	<input type="checkbox"/>	Income	<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation
<input checked="" type="checkbox"/>	Core														
<input type="checkbox"/>	Core +														
<input type="checkbox"/>	Value Add														
<input type="checkbox"/>	Opportunistic														
<input type="checkbox"/>	Development														
<input type="checkbox"/>	Income														
<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation														



### 3.PORTAFOGLIO IMMOBILIARE:

ASSET VALUE (€)	135.000.000	
MQ	19.000	
N° ASSET	1	
N° IMMOBILI CERTIFICATI (% portafoglio)	100%	
DESTINAZIONE D'USO (% portafoglio)	residenziale	%
	terziario	%
	retail	%
	logistica	%
	hospitality	%
	student housing	100%
	senior living	%
	data center	%
	mixed use	%
	altro (specificare)	%
PRINCIPALI OPERAZIONI DI INVESTIMENTO/DISINVESTIMENTO:	Realizzazione di uno studentato a Milano in Via Col Moschin	



**IL FONDO INVESTE IN ASSET "FUTURE-PROOF"?**

- Data Center
- Life Science
- Energy Infrastructure
- Smart Buildings
- ESG retrofit
- PropTech
- Social Infrastructure

**PRINCIPALI RISCHI PERCEPITI DALLA SGR**

- tassi
- inflazione
- vacancy
- regolamentazione ESG
- costo costruzione
- liquidità
- rischio energetico
- rischio climatico

**PRINCIPALE DRIVER COMPETITIVO DEL FONDO**

- location
- specializzazione asset class
- track record SGR
- performance ESG
- pipeline investimenti
- qualità tenant
- innovazione tecnologica
- rendimento
- diversificazione
- altro



#### 4. ESG & SOSTENIBILITA'

CRITERIO	AZIONI INTRAPESE DALLA SGR																
E (AMBIENTE, SOSTENIBILITA' E BIODIVERSITA')	Monitoraggio consumi; certificazioni energetiche; certificazioni volontarie																
S (IMPATTO SOCIALE SU AZIENDA, COLLETTIVITA' E TERRITORIO)	Destinazione d'uso ad impatto sociale con prevalenza di studentati convenzionati al fine di agevolare il diritto allo studio.																
G (GOVERNANCE AZIENDALE)	Oltre a quanto prescritto dalla normativa, si è istituito un comitato di sostenibilità manageriale al fine di organizzare le iniziative legate alla sostenibilità.																
IN RIFERIMENTO AI CRITERI ESG INDICARE GLI ELEMENTI PIU' DIFFICILI DA ALLINEARE AI REQUISITI RICHIESTI PER IL CONSEGUIMENTO DELL'ATTESTAZIONE ESG:	KPI sociali ancora in fase di definizione a livello normativo e di prassi di mercato. Piena copertura dei consumi degli edifici e loro verifica. In particolare per le parti di piccole dimensioni occupate da tenant non ancora attenti alla tematica ambientale. Partecipazione al GRESB.																
VALUTAZIONE ESG DELLA SGR E OUTLOOK EVOLUTIVO:	Il fondo per caratteristiche e investimento mira a diventare un riferimento nella sua Asset Class. Il mix di destinazioni d'uso legati alla collettività alla sua crescita nel tempo e l'alta efficienza energetica, dona al prodotto un forte potenziale di impatto ESG che potrà essere sviluppato negli anni futuri.																
CERTIFICAZIONI ESG POSSEDUTE:	<table border="1"> <tbody> <tr><td><input checked="" type="checkbox"/></td><td>LEED</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>BREEAM</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>WELL</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>WiredScore</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>GRESB</td></tr> <tr><td><input checked="" type="checkbox"/></td><td>SFDR Art.8</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>SFDR Art.9</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>Altro:</td></tr> </tbody> </table>	<input checked="" type="checkbox"/>	LEED	<input type="checkbox"/>	BREEAM	<input type="checkbox"/>	WELL	<input type="checkbox"/>	WiredScore	<input type="checkbox"/>	GRESB	<input checked="" type="checkbox"/>	SFDR Art.8	<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9	<input type="checkbox"/>	Altro:
<input checked="" type="checkbox"/>	LEED																
<input type="checkbox"/>	BREEAM																
<input type="checkbox"/>	WELL																
<input type="checkbox"/>	WiredScore																
<input type="checkbox"/>	GRESB																
<input checked="" type="checkbox"/>	SFDR Art.8																
<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9																
<input type="checkbox"/>	Altro:																



% PORTAFOGLIO CONFORME TASSONOMIA UE		100%
RIDUZIONE EMISSIONI CO <sub>2</sub> PREVISTA ENTRO 2030		%
% ENERGIA DA FONTI RINNOVABILI		Presenti ma dato non disponibile
PRESENZA POLICY NET ZERO	<input type="checkbox"/> SI <input checked="" type="checkbox"/> NO	Anno target:
ESG SCORE INTERNO DELLA SGR (1-10):		
ENGAGEMENT ESG. LA SGR ADOTTA:	<input checked="" type="checkbox"/> monitoraggio KPI ESG <input checked="" type="checkbox"/> reporting annuale ESG <input type="checkbox"/> carbon assessment <input checked="" type="checkbox"/> climate risk analysis <input type="checkbox"/> stakeholder engagement <input type="checkbox"/> impact measurement	
IL FONDO EFFETTUA ANALISI:	<input checked="" type="checkbox"/> rischio fisico climatico <input checked="" type="checkbox"/> rischio transizione <input checked="" type="checkbox"/> stranded asset risk	

### 5. INNOVAZIONE & DIGITALIZZAZIONE:

IL FONDO UTILIZZA:	<input checked="" type="checkbox"/> smart metering <input type="checkbox"/> building automation <input type="checkbox"/> ai energy management <input type="checkbox"/> digital twin <input type="checkbox"/> predictive maintenance <input type="checkbox"/> iot monitoring
--------------------	--

### 6. OUTLOOK E TREND FUTURI

QUALI SARANNO LE ASSET CLASS PIÙ ATTRATTIVE NEI PROSSIMI 3-5 ANNI?	<input type="checkbox"/> Logistics <input type="checkbox"/> Student Housing <input type="checkbox"/> Data Center <input type="checkbox"/> Hospitality <input type="checkbox"/> Senior Living <input type="checkbox"/> Residential <input type="checkbox"/> ESG Retrofit <input type="checkbox"/> Life Science <input type="checkbox"/> Infrastructure <input type="checkbox"/> Mixed Use <input type="checkbox"/> Altro
--	---



## FONDO: ESPERIA - FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE DI TIPO CHIUSO

### 1.MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL PERCORSO DI CERTIFICAZIONE ESG:

Il Fondo, operativo dal 2013, è dedicato al social housing nelle regioni del Sud Italia; è classificato come prodotto finanziario ex art. 8 del Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR), che promuove caratteristiche sociali. Dal 2021, è sottoposto al rating GRESB con aggiornamento annuale.

### 2.STRATEGIA E PROFILO DEL FONDO:

Il Fondo promuove caratteristiche sociali mediante investimenti immobiliari che contribuiscono - in linea con gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (UN SDGs n. 1 - No Povertà e n. 11 - Città e Comunità sostenibili) e con il Pilastro Sociale Europeo (Capo III- Protezione sociale e inclusione, punto n. 19 - “Alloggi e assistenza per i senzatetto”) - ad accrescere la disponibilità, nel centro e nel meridione d’Italia, di unità abitative con finalità sociale (c.d. “Alloggi Sociali” come definiti dal D.M. 22 aprile 2008), nonché ad ampliare la possibilità di individui e nuclei familiari svantaggiati di accedere, a condizioni economicamente sopportabili, ad abitazioni adeguate e sicure, realizzate secondo principi di sostenibilità ambientale e di risparmio energetico.



TIPOLOGIA

Fondo Art. 8 ai sensi della SFDR, che promuove caratteristiche sociali senza avere un obiettivo di investimento sostenibile

DESTINATARI

Investitori professionali



DATA SCADENZA	2038
QUOTAZIONE	NO
COMMISSIONE DI GESTIONE	
RENDIMENTO OBIETTIVO	
LEVA	1,02
IRR	
WALT	
OCCUPANCY RATE	
LOAN TO VALUE	
PROFILO DI RISCHIO DEL FONDO	<input type="checkbox"/> Core <input type="checkbox"/> Core + <input type="checkbox"/> Value Add <input checked="" type="checkbox"/> Opportunistic <input type="checkbox"/> Development <input type="checkbox"/> Income <input type="checkbox"/> Capital Appreciation



### 3. PORTAFOGLIO IMMOBILIARE:

ASSET VALUE (€)	60.500.000	
MQ	80.488	
N° ASSET	9	
N° IMMOBILI CERTIFICATI (% portafoglio)	0%	
DESTINAZIONE D'USO (% portafoglio)	residenziale	%
	terziario	%
	retail	%
	logistica	%
	hospitality	%
	student housing	%
	senior living	%
	data center	%
	mixed use	%
	altro (specificare): social housing	100%
PRINCIPALI OPERAZIONI DI INVESTIMENTO/DISINVESTIMENTO:	Messa a regime delle seguenti operazioni immobiliari dedicate al social housing: - Lecce, Quartiere Stadio - Bari, Santo Spirito - Matera, Città dei Sassi	
IL FONDO INVESTE IN ASSET "FUTURE-PROOF"?	<input type="checkbox"/> Data Center	
	<input type="checkbox"/> Life Science	
	<input type="checkbox"/> Energy Infrastructure	
	<input type="checkbox"/> Smart Buildings	
	<input type="checkbox"/> ESG retrofit	
	<input type="checkbox"/> PropTech	
	<input type="checkbox"/> Social Infrastructure	



**PRINCIPALI RISCHI PERCEPITI DALLA SGR**

<input type="checkbox"/>	tassi
<input type="checkbox"/>	inflazione
<input type="checkbox"/>	vacancy
<input type="checkbox"/>	regolamentazione ESG
<input checked="" type="checkbox"/>	costo costruzione
<input checked="" type="checkbox"/>	liquidità
<input type="checkbox"/>	rischio energetico
<input type="checkbox"/>	rischio climatico

**PRINCIPALE DRIVER COMPETITIVO DEL FONDO**

<input checked="" type="checkbox"/>	location
<input checked="" type="checkbox"/>	specializzazione asset class
<input checked="" type="checkbox"/>	track record SGR
<input type="checkbox"/>	performance ESG
<input checked="" type="checkbox"/>	pipeline investimenti
<input type="checkbox"/>	qualità tenant
<input type="checkbox"/>	innovazione tecnologica
<input type="checkbox"/>	rendimento
<input type="checkbox"/>	diversificazione
<input type="checkbox"/>	altro

**4. ESG & SOSTENIBILITA'**

**CRITERIO**

**AZIONI INTRAPESE DALLA SGR**

**E (AMBIENTE, SOSTENIBILITA' E BIODIVERSITA')**

In linea con le disposizioni legislative sul social Housing, il compendio immobiliare del Fondo è stato realizzato nel rispetto dei principi di sostenibilità ambientale e di risparmio energetico, utilizzando, ove possibile, fonti energetiche alternative. Tutti gli immobili hanno la classe energetica superiore ad A.

**S (IMPATTO SOCIALE SU AZIENDA, COLLETTIVITA' E TERRITORIO)**

Il Fondo contribuisce a ridurre il disagio abitativo di individui e nuclei familiari che versano in situazioni di debolezza e/o di svantaggio economico, promuovendo le seguenti caratteristiche sociali:

- realizzazione/ampliamento di unità abitative con finalità sociali sul territorio;
- uguaglianza e crescita inclusiva;
- lotta alla disuguaglianza sociale.



## G (GOVERNANCE AZIENDALE)

Per consolidare il proprio impegno in ambito di sostenibilità, dal 2020 la SGR ha intrapreso un percorso concreto integrando i principi ESG all'interno della cultura e degli obiettivi aziendali. I risultati di questo impegno sono:

- Redazione annuale del Bilancio di Sostenibilità
- Adeguamento al Regolamento Europeo «SFDR»
- Predisposizione della Policy di Sostenibilità e adeguamento processi, controlli e procedure interne, tra cui:
  - Inclusione del processo ESG nell'organizzazione aziendale e istituzione della Funzione Esg Management
  - Giornate formative ESG ai dipendenti
- Partecipazione al GRESB - Global Real Estate Sustainability Benchmark per parte dei fondi in gestione con un rilevante contributo della valutazione della SGR alle green star ottenute.

In merito al portafoglio immobiliare si segnala:

- la progressiva inclusione di clausole ESG nei contratti di locazione
- le attività di tenant engagement condotte;
- gli approfondimenti effettuati sulle soluzioni praticabili per contrastare la povertà energetica, oltre alle specifiche attività formative per la messa in atto di buone pratiche di efficientamento energetico e di economia circolare;
- realizzazione di specifici programmi di coesione e integrazione sociale.

## IN RIFERIMENTO AI CRITERI ESG INDICARE GLI ELEMENTI PIU' DIFFICILI DA ALLINEARE AI REQUISITI RICHIESTI PER IL CONSEGUIMENTO DELL'ATTESTAZIONE ESG:

Per il Fondo, l'attestazione ESG è rappresentata dal rating GRESB, principale riferimento nel real estate. In tale ambito, la raccolta dei consumi energetici degli edifici residenziali rappresenta l'elemento più complesso da acquisire, specie nelle more che siano sviluppati sistemi automatici di raccolta dei dati, integrati con il sistema informativo aziendale. Un'ulteriore complessità attiene alla dimensione sociale del Fondo, che nel rating GRESB trova marginale considerazione.

## VALUTAZIONE ESG DELLA SGR E OUTLOOK EVOLUTIVO:

Le tematiche di sostenibilità saranno sempre più esiziali nella gestione di portafogli immobiliari, per tutte le componenti. L'approccio della SGR si basa su principi di gradualità, fattibilità e proporzionalità, che richiedono interventi mirati tesi ad integrare la sostenibilità nell'interesse dei sottoscrittori e con l'intento di apportare un beneficio all'utilizzatore finale dell'asset immobiliare (nel caso in esame, individui e nuclei familiari che versano in situazioni di debolezza e/o di svantaggio economico).



<b>CERTIFICAZIONI ESG POSSEDUTE:</b>	<input type="checkbox"/> LEED <input type="checkbox"/> BREEAM <input type="checkbox"/> WELL <input type="checkbox"/> WiredScore <input type="checkbox"/> GRESB <input checked="" type="checkbox"/> SFDR Art.8 <input type="checkbox"/> SFDR Art.9 <input type="checkbox"/> Altro:
<b>% PORTAFOGLIO CONFORME TASSONOMIA UE</b>	0%
<b>RIDUZIONE EMISSIONI CO<sub>2</sub> PREVISTA ENTRO 2030</b>	0%
<b>% ENERGIA DA FONTI RINNOVABILI</b>	%
<b>PRESENZA POLICY NET ZERO</b>	<input type="checkbox"/> SI                                      Anno target: <input checked="" type="checkbox"/> NO
<b>ESG SCORE INTERNO DELLA SGR (1-10):</b>	
<b>ENGAGEMENT ESG. LA SGR ADOTTA:</b>	<input checked="" type="checkbox"/> monitoraggio KPI ESG <input checked="" type="checkbox"/> reporting annuale ESG <input type="checkbox"/> carbon assessment <input type="checkbox"/> climate risk analysis <input checked="" type="checkbox"/> stakeholder engagement <input type="checkbox"/> impact measurement
<b>IL FONDO EFFETTUA ANALISI:</b>	<input checked="" type="checkbox"/> rischio fisico climatico <input checked="" type="checkbox"/> rischio transizione <input type="checkbox"/> stranded asset risk



## 5. INNOVAZIONE & DIGITALIZZAZIONE:

IL FONDO UTILIZZA:

- smart metering
- building automation
- ai energy management
- digital twin
- predictive maintenance
- iot monitoring

## 6. OUTLOOK E TREND FUTURI

QUALI SARANNO LE ASSET CLASS PIÙ ATTRATTIVE NEI PROSSIMI 3-5 ANNI?

- Logistics
- Student Housing
- Data Center
- Hospitality
- Senior Living
- Residential
- ESG Retrofit
- Life Science
- Infrastructure
- Mixed Use
- Altro



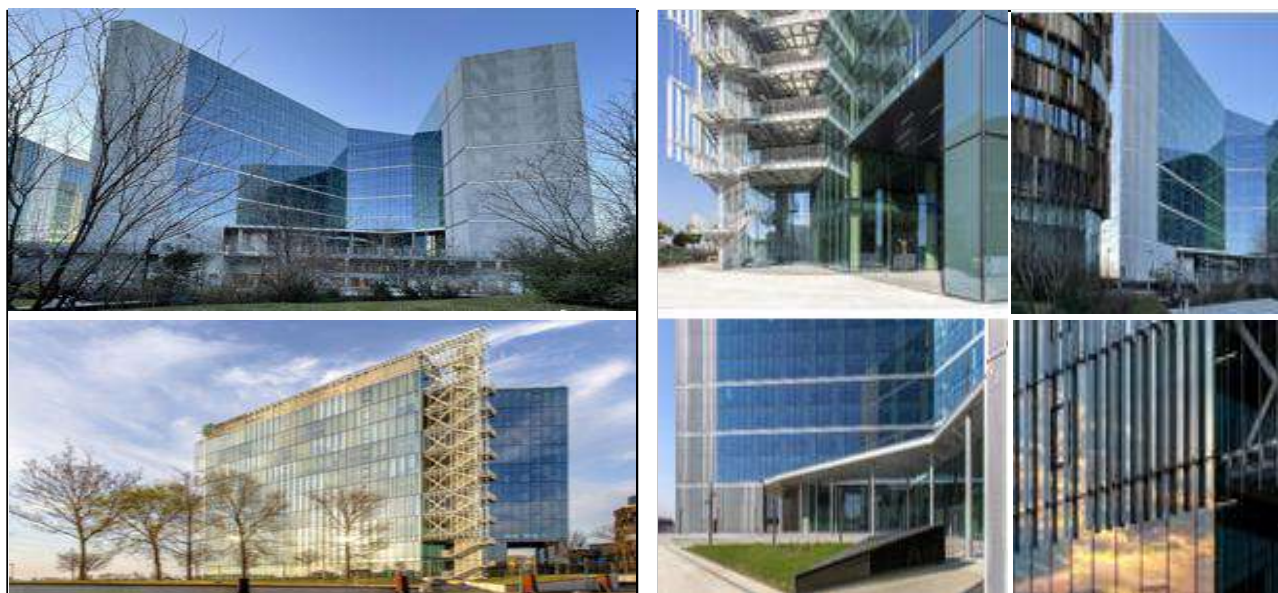
## FONDO: Fondo Fleurs Re - Fia Riservato

### 1. MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL PERCORSO DI CERTIFICAZIONE ESG:

Il Fondo Fleurs è stato selezionato in quanto promuove caratteristiche ambientali ai sensi dell'articolo 8 del Regolamento (UE) 2019/2088 ("SFDR"). Il Fondo ha inoltre partecipato all'edizione GRESB, conseguendo un punteggio pari a 82/100. Gli asset immobiliari del Fondo sono dotati di certificazioni "green", in linea con i principali standard internazionali sviluppati da terze parti indipendenti, quali, a titolo esemplificativo, i protocolli LEED e BREEAM. Inoltre, gli asset presentano una classe energetica (APE) A, e risultano allineati ai requisiti della EU Taxonomy.

### 2. STRATEGIA E PROFILO DEL FONDO:

La strategia del Fondo Flerus è definita in coerenza con quanto previsto dal Regolamento e si fonda su un approccio di medio-lungo termine orientato alla valorizzazione del patrimonio immobiliare, nel rispetto di un profilo di rischio coerente con le caratteristiche degli attivi e con gli obiettivi dei partecipanti. La SGR opera nel rispetto dell'asset allocation del Fondo e delle disposizioni normative e regolamentari applicabili, mantenendo un'impostazione gestionale improntata alla prudenza e alla tutela del valore nel tempo.





TIPOLOGIA	Fondo Immobiliare chiuso														
DESTINATARI	Investitori istituzionali														
DATA SCADENZA	31/12/2032														
QUOTAZIONE															
COMMISSIONE DI GESTIONE															
RENDIMENTO OBIETTIVO															
LEVA	230.000.000														
IRR	2.659% as of YE25														
WAULT	11years														
OCCUPANCY RATE	99,80%														
LOAN TO VALUE	60,80%														
PROFILO DI RISCHIO DEL FONDO	<table border="1"> <tr> <td><input checked="" type="checkbox"/></td> <td>Core</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Core +</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Value Add</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Opportunistic</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Development</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Income</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Capital Appreciation</td> </tr> </table>	<input checked="" type="checkbox"/>	Core	<input type="checkbox"/>	Core +	<input type="checkbox"/>	Value Add	<input type="checkbox"/>	Opportunistic	<input type="checkbox"/>	Development	<input type="checkbox"/>	Income	<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation
<input checked="" type="checkbox"/>	Core														
<input type="checkbox"/>	Core +														
<input type="checkbox"/>	Value Add														
<input type="checkbox"/>	Opportunistic														
<input type="checkbox"/>	Development														
<input type="checkbox"/>	Income														
<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation														



### 3.PORTAFOGLIO IMMOBILIARE:

ASSET VALUE (€)	185.900.000	
MQ		
N° ASSET	4	
N° IMMOBILI CERTIFICATI (% portafoglio)	93,00%	
DESTINAZIONE D'USO (% portafoglio)	residenziale	%
	terziario	98,70%
	retail	%
	logistica	%
	hospitality	%
	student housing	%
	senior living	%
	data center	%
	mixed use	%
	Parcheggio	1,30%

#### PRINCIPALI OPERAZIONI DI INVESTIMENTO/DISINVESTIMENTO:

Nel corso del periodo di riferimento, il Fondo Flerus ha proseguito nella gestione ordinaria del proprio portafoglio immobiliare, mantenendo un approccio prudente e coerente con gli obiettivi di investimento definiti dal Regolamento del Fondo. Le attività di asset e property management sono state orientate alla salvaguardia della redditività degli immobili in portafoglio e al monitoraggio dell'andamento locativo, con particolare attenzione alla qualità dei conduttori e alla stabilità dei flussi di cassa. Non si segnalano elementi di discontinuità rilevanti rispetto alla strategia gestionale adottata.



**IL FONDO INVESTE IN ASSET “FUTURE-PROOF”?**

[Empty box for response]

- Data Center
- Life Science
- Energy Infrastructure
- Smart Buildings7Office
- ESG retrofit
- PropTech
- Social Infrastructure

**PRINCIPALI RISCHI PERCEPITI DALLA SGR**

[Empty box for response]

- tassi
- inflazione
- vacancy
- regolamentazione ESG
- costo costruzione
- liquidità
- rischio energetico
- rischio climatico

**PRINCIPALE DRIVER COMPETITIVO DEL FONDO**

[Empty box for response]

- location
- specializzazione asset class
- track record SGR
- performance ESG
- pipeline investimenti
- qualità tenant
- innovazione tecnologica
- rendimento
- diversificazione
- altro



## 4. ESG & SOSTENIBILITA'

CRITERIO	AZIONI INTRAPESE DALLA SGR
<p><b>E (AMBIENTE, SOSTENIBILITA' E BIODIVERSITA')</b></p>	<p>GRE si impegna a ridurre l'impronta ambientale lungo l'intera catena del valore immobiliare.</p> <p>Prima dell'acquisizione, ciascun asset è valutato tramite un modello di assessment di sostenibilità, volto a misurarne le performance ESG; i risultati ottenuti sono integrati nel processo decisionale di investimento.</p> <p>Inoltre, GRE monitora i consumi energetici e le emissioni di gas a effetto serra attraverso un sistema strutturato di raccolta e analisi dei dati. Le informazioni raccolte supportano la pianificazione degli interventi di manutenzione e l'identificazione di azioni di efficientamento, anche tramite il coinvolgimento degli inquilini nel monitoraggio del proprio impatto ambientale.</p> <p>La Società si avvale di piattaforme digitali dedicate che consentono la raccolta automatizzata dei dati, la loro verifica rispetto a benchmark interni ed esterni e l'utilizzo degli output per definire strategie di ottimizzazione dei consumi energetici a livello di portafoglio.</p>
<p><b>S (IMPATTO SOCIALE SU AZIENDA, COLLETTIVITA' E TERRITORIO)</b></p>	<p>GRE si impegna a promuovere e sostenere una migliore qualità della vita per le comunità locali, i clienti e i dipendenti.</p> <p>Le comunità che vivono e interagiscono con gli asset rivestono un ruolo centrale; per questo motivo, GRE favorisce lo sviluppo sociale ed economico delle aree in cui opera.</p> <p>La soddisfazione e il benessere delle comunità locali sono strettamente connessi alla capacità della Società di creare e mantenere relazioni di lungo termine con gli inquilini. In tale ambito, GRE presta particolare attenzione all'ascolto e alla gestione delle esigenze degli inquilini, anche attraverso iniziative ESG dedicate.</p> <p>La Società conduce inoltre survey periodiche sul proprio portafoglio immobiliare; i risultati rappresentano un elemento chiave per il continuo aggiornamento delle linee guida ESG e per la definizione di iniziative volte a rafforzare la collaborazione e la coesione tra proprietario e inquilini.</p>



## G (GOVERNANCE AZIENDALE)

GRE ha istituito le migliori politiche e processi di governance per garantire la trasparenza, la produttività e l'equità. Il quadro organizzativo della Società permette di creare valore sulla base di tre fattori: una chiara definizione della strategia, l'esecuzione e un monitoraggio costante. GRE monitora costantemente le proprie attività attraverso un approccio di gestione del rischio che si basa su una serie di processi che coinvolgono le funzioni di gestione e di controllo. Per identificare tempestivamente le tendenze e le opportunità del mercato, le linee guida per gli investimenti della Società si basano sull'avanguardia e su una profonda conoscenza del settore, sul monitoraggio continuo del mercato e sull'analisi delle tendenze a lungo termine.

### IN RIFERIMENTO AI CRITERI ESG INDICARE GLI ELEMENTI PIU' DIFFICILI DA ALLINEARE AI REQUISITI RICHIESTI PER IL CONSEGUIMENTO DELL'ATTESTAZIONE ESG:

GRE ha definito un solido framework di governance, supportato da politiche e processi volti a garantire trasparenza, efficienza ed equità.

L'assetto organizzativo della Società è orientato alla creazione di valore attraverso tre pilastri fondamentali: una chiara definizione della strategia, un'efficace esecuzione e un monitoraggio continuo dei risultati.

In tale contesto, GRE adotta un approccio strutturato di risk management, basato su processi integrati che coinvolgono le funzioni operative e di controllo, al fine di assicurare una supervisione costante delle attività.

Per cogliere tempestivamente le evoluzioni del mercato e le opportunità emergenti, le linee guida di investimento della Società si fondano su una profonda conoscenza del settore, su un monitoraggio continuo del contesto di riferimento e su un'analisi prospettica delle principali tendenze di lungo periodo.

### VALUTAZIONE ESG DELLA SGR E OUTLOOK EVOLUTIVO:

GRE riconosce sia la responsabilità morale di contribuire attivamente alle tematiche di sostenibilità, sia la responsabilità fiduciaria di integrare i rischi e le opportunità ESG nei processi di investimento.

In tale contesto, la strategia della Società è orientata a tradurre tali principi in azioni concrete, promuovendo un'integrazione strutturata dei fattori ESG nelle decisioni operative e di investimento. Ove possibile, l'efficacia di tali azioni è supportata e validata attraverso certificazioni e valutazioni indipendenti di terze parti, anche in un'ottica di continuo miglioramento e allineamento agli standard di mercato in evoluzione.



**CERTIFICAZIONI ESG POSSEDUTE:**

<input checked="" type="checkbox"/>	LEED
<input checked="" type="checkbox"/>	BREEAM
<input checked="" type="checkbox"/>	WELL
<input type="checkbox"/>	WiredScore
<input type="checkbox"/>	GRESB
<input checked="" type="checkbox"/>	SFDR Art.8
<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9
<input type="checkbox"/>	Altro:

**% PORTAFOGLIO CONFORME TASSONOMIA UE**

99%

**RIDUZIONE EMISSIONI CO<sub>2</sub> PREVISTA ENTRO 2030**

Pur non avendo adottato un piano Net Zero dedicato, la Società sostiene la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e promuove la progressiva decarbonizzazione del proprio portafoglio di investimenti, in quanto parte del Gruppo Generali, aderente alla Net-Zero Asset Owner Alliance (NZAOA).

**% ENERGIA DA FONTI RINNOVABILI**

**PRESENZA POLICY NET ZERO**

<input type="checkbox"/>	SI	Anno target:
<input checked="" type="checkbox"/>	NO	Pur non avendo adottato un piano Net Zero dedicato, la Società sostiene la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e promuove la progressiva decarbonizzazione del proprio portafoglio di investimenti, in quanto parte del Gruppo Generali, aderente alla Net-Zero Asset Owner Alliance (NZAOA).

**ESG SCORE INTERNO DELLA SGR (1-10):**



**ENGAGEMENT ESG. LA SGR ADOTTA:**

- monitoraggio KPI ESG
- reporting annuale ESG
- carbon assessment
- climate risk analysis
- stakeholder engagement
- impact measurement

**IL FONDO EFFETTUA ANALISI:**

- rischio fisico climatico
- rischio transizione
- stranded asset risk

**5. INNOVAZIONE & DIGITALIZZAZIONE:**

**IL FONDO UTILIZZA:**

- smart metering
- building automation
- ai energy management
- digital twin
- predictive maintenance
- iot monitoring

**6. OUTLOOK E TREND FUTURI**

**QUALI SARANNO LE ASSET CLASS PIÙ ATTRATTIVE NEI PROSSIMI 3-5 ANNI?**

- Logistics
- Student Housing
- Data Center
- Hospitality
- Senior Living
- Residential
- ESG Retrofit
- Life Science
- Infrastructure
- Mixed Use
- Altro



## FONDO: iGeneration

### 1.MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL PERCORSO DI CERTIFICAZIONE ESG:

Il Fondo si propone di riconvertire immobili esistenti non più in uso (zero consumo di suolo) in immobili destinati allo student housing e spazi complementari, anche *short term*, mediante interventi di riqualificazione finalizzati all'ottenimento delle migliori performance ambientali ed energetiche.

### 2.STRATEGIA E PROFILO DEL FONDO:

L'obiettivo del Fondo è di incrementare l'offerta di posti letto per studenti universitari integrando un'offerta di servizi.



TIPOLOGIA

Fondo di investimento immobiliare destinato a investitori istituzionali

DESTINATARI

CDP, Casse di Previdenza di professionisti, Fondazioni Bancarie locali

DATA SCADENZA

31/12/2043

QUOTAZIONE

COMMISSIONE DI GESTIONE

RENDIMENTO OBIETTIVO

LEVA

IRR



WAULT	
OCCUPANCY RATE	
LOAN TO VALUE	
PROFILO DI RISCHIO DEL FONDO	<input type="checkbox"/> Core <input type="checkbox"/> Core + <input type="checkbox"/> Value Add <input type="checkbox"/> Opportunistic <input type="checkbox"/> Development <input type="checkbox"/> Income <input type="checkbox"/> Capital Appreciation

### 3. PORTAFOGLIO IMMOBILIARE:

ASSET VALUE (€)	50.570.000
MQ	40.864
N° ASSET	3
N° IMMOBILI CERTIFICATI (% portafoglio)	33%
DESTINAZIONE D'USO (% portafoglio)	residenziale % terziario % retail % logistica % hospitality % student housing 100% senior living % data center % mixed use % altro (specificare) %



**PRINCIPALI OPERAZIONI DI INVESTIMENTO/DISINVESTIMENTO:**

Al 31/12/2025 risultano acquisite le iniziative di Napoli, Forlì e Firenze.

Per l'immobile di Napoli è stata completata la riqualificazione, mentre gli interventi di Forlì e Firenze sono tuttora in corso.

Entro l'estate 2026 è prevista l'acquisizione:

i) delle iniziative completate e già agibili di Padova, Parma e Brescia;

ii) dell'iniziativa di Piacenza, destinata alla riconversione in residenza per studenti.

**IL FONDO INVESTE IN ASSET "FUTURE-PROOF"?**

- Data Center
- Life Science
- Energy Infrastructure
- Smart Buildings
- ESG retrofit
- PropTech
- Social Infrastructure

**PRINCIPALI RISCHI PERCEPITI DALLA SGR**

- tassi
- inflazione
- vacancy
- regolamentazione ESG
- costo costruzione
- liquidità
- rischio energetico
- rischio climatico

**PRINCIPALE DRIVER COMPETITIVO DEL FONDO**

- location
- specializzazione asset class
- track record SGR
- performance ESG
- pipeline investimenti
- qualità tenant
- innovazione tecnologica
- rendimento
- diversificazione
- altro



#### 4. ESG & SOSTENIBILITA'

CRITERIO	AZIONI INTRAPESE DALLA SGR																
<p><b>E (AMBIENTE, SOSTENIBILITA' E BIODIVERSITA')</b></p>	<p>Privilegio di operazioni su immobili esistenti/brownfield per minimizzare il consumo di suolo; efficientamento energetico degli immobili oggetto di ristrutturazione; ottenimento di certificazioni ambientali al termine del percorso di riconversione.</p>																
<p><b>S (IMPATTO SOCIALE SU AZIENDA, COLLETTIVITA' E TERRITORIO)</b></p>	<p>Gli investimenti si concentrano su location non necessariamente primarie, ma caratterizzate dalla presenza di Atenei d'eccellenza caratterizzati da una domanda universitaria crescente, con l'obiettivo di fornire anche servizi accessori gestiti da operatori di primario standing.</p>																
<p><b>G (GOVERNANCE AZIENDALE)</b></p>	<p>Il progetto del fondo si inserisce in un percorso più ampio di crescita di prodotti art. 8/9 SFDR con forte orientamento, a partire dalla scelta dell'asset allocation su cui investire, a fornire risposte a tematiche sociali definite.</p>																
<p><b>IN RIFERIMENTO AI CRITERI ESG INDICARE GLI ELEMENTI PIU' DIFFICILI DA ALLINEARE AI REQUISITI RICHIESTI PER IL CONSEGUIMENTO DELL'ATTESTAZIONE ESG:</b></p>																	
<p><b>VALUTAZIONE ESG DELLA SGR E OUTLOOK EVOLUTIVO:</b></p>	<p>Il Fondo continuerà a investire in progetti simili, privilegiando operazioni su immobili esistenti, location secondarie ma con forte domanda nel settore, investimenti in riqualificazione energetica e ambientale.</p>																
<p><b>CERTIFICAZIONI ESG POSSEDUTE:</b></p>	<table border="1"> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>LEED</td></tr> <tr><td><input checked="" type="checkbox"/></td><td>BREEAM</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>WELL</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>WiredScore</td></tr> <tr><td><input checked="" type="checkbox"/></td><td>GRESB</td></tr> <tr><td><input checked="" type="checkbox"/></td><td>SFDR Art.8</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>SFDR Art.9</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>Altro:</td></tr> </table>	<input type="checkbox"/>	LEED	<input checked="" type="checkbox"/>	BREEAM	<input type="checkbox"/>	WELL	<input type="checkbox"/>	WiredScore	<input checked="" type="checkbox"/>	GRESB	<input checked="" type="checkbox"/>	SFDR Art.8	<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9	<input type="checkbox"/>	Altro:
<input type="checkbox"/>	LEED																
<input checked="" type="checkbox"/>	BREEAM																
<input type="checkbox"/>	WELL																
<input type="checkbox"/>	WiredScore																
<input checked="" type="checkbox"/>	GRESB																
<input checked="" type="checkbox"/>	SFDR Art.8																
<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9																
<input type="checkbox"/>	Altro:																



% PORTAFOGLIO CONFORME TASSONOMIA UE		100%
RIDUZIONE EMISSIONI CO <sub>2</sub> PREVISTA ENTRO 2030		%
% ENERGIA DA FONTI RINNOVABILI		%
PRESENZA POLICY NET ZERO	<input type="checkbox"/> SI <input checked="" type="checkbox"/> NO	Anno target:
ESG SCORE INTERNO DELLA SGR (1-10):		
ENGAGEMENT ESG. LA SGR ADOTTA:	<input checked="" type="checkbox"/> monitoraggio KPI ESG <input checked="" type="checkbox"/> reporting annuale ESG <input type="checkbox"/> carbon assessment <input type="checkbox"/> climate risk analysis <input type="checkbox"/> stakeholder engagement <input type="checkbox"/> impact measurement	
IL FONDO EFFETTUA ANALISI:	<input checked="" type="checkbox"/> rischio fisico climatico <input checked="" type="checkbox"/> rischio transizione <input checked="" type="checkbox"/> stranded asset risk	

### 5. INNOVAZIONE & DIGITALIZZAZIONE:

IL FONDO UTILIZZA:	<input type="checkbox"/> smart metering <input checked="" type="checkbox"/> building automation <input type="checkbox"/> ai energy management <input type="checkbox"/> digital twin <input type="checkbox"/> predictive maintenance <input type="checkbox"/> iot monitoring
--------------------	--

### 6. OUTLOOK E TREND FUTURI

QUALI SARANNO LE ASSET CLASS PIÙ ATTRATTIVE NEI PROSSIMI 3-5 ANNI?	<input type="checkbox"/> Logistics <input checked="" type="checkbox"/> Student Housing <input type="checkbox"/> Data Center <input type="checkbox"/> Hospitality <input checked="" type="checkbox"/> Senior Living <input type="checkbox"/> Residential <input type="checkbox"/> ESG Retrofit <input type="checkbox"/> Life Science <input type="checkbox"/> Infrastructure <input type="checkbox"/> Mixed Use <input type="checkbox"/> Altro
--	---

% PORTAFOGLIO CONFORME TASSONOMIA UE	100%
RIDUZIONE EMISSIONI CO <sub>2</sub> PREVISTA ENTRO 2030	%
% ENERGIA DA FONTI RINNOVABILI	%
PRESENZA POLICY NET ZERO	<input type="checkbox"/> SI Anno target: <input checked="" type="checkbox"/> NO
ESG SCORE INTERNO DELLA SGR (1-10):	
ENGAGEMENT ESG. LA SGR ADOTTA:	<input checked="" type="checkbox"/> monitoraggio KPI ESG <input checked="" type="checkbox"/> reporting annuale ESG <input type="checkbox"/> carbon assessment <input type="checkbox"/> climate risk analysis <input type="checkbox"/> stakeholder engagement <input type="checkbox"/> impact measurement
IL FONDO EFFETTUA ANALISI:	<input checked="" type="checkbox"/> rischio fisico climatico <input checked="" type="checkbox"/> rischio transizione <input checked="" type="checkbox"/> stranded asset risk

### 5. INNOVAZIONE & DIGITALIZZAZIONE:

IL FONDO UTILIZZA:	<input type="checkbox"/> smart metering <input checked="" type="checkbox"/> building automation <input type="checkbox"/> ai energy management <input type="checkbox"/> digital twin <input type="checkbox"/> predictive maintenance <input type="checkbox"/> iot monitoring
--------------------	--

### 6. OUTLOOK E TREND FUTURI

QUALI SARANNO LE ASSET CLASS PIÙ ATTRATTIVE NEI PROSSIMI 3-5 ANNI?	<input type="checkbox"/> Logistics <input checked="" type="checkbox"/> Student Housing <input type="checkbox"/> Data Center <input type="checkbox"/> Hospitality <input checked="" type="checkbox"/> Senior Living <input type="checkbox"/> Residential <input type="checkbox"/> ESG Retrofit <input type="checkbox"/> Life Science <input type="checkbox"/> Infrastructure <input type="checkbox"/> Mixed Use <input type="checkbox"/> Altro
--	---

**investitori sgr**  
 A company of Allianz 

**FONDO: FONDO ILF (Investitori Logistic Fund)**

**1.MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL PERCORSO DI CERTIFICAZIONE ESG:**

**2.STRATEGIA E PROFILO DEL FONDO:**

TIPOLOGIA															
DESTINATARI															
DATA SCADENZA															
QUOTAZIONE															
COMMISSIONE DI GESTIONE															
RENDIMENTO OBIETTIVO															
LEVA															
IRR															
WALUT															
OCCUPANCY RATE															
LOAN TO VALUE															
PROFILO DI RISCHIO DEL FONDO	<table border="1"> <tr> <td><input checked="" type="checkbox"/></td> <td>Core</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Core +</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Value Add</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Opportunistic</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Development</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Income</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Capital Appreciation</td> </tr> </table>	<input checked="" type="checkbox"/>	Core	<input type="checkbox"/>	Core +	<input type="checkbox"/>	Value Add	<input type="checkbox"/>	Opportunistic	<input type="checkbox"/>	Development	<input type="checkbox"/>	Income	<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation
<input checked="" type="checkbox"/>	Core														
<input type="checkbox"/>	Core +														
<input type="checkbox"/>	Value Add														
<input type="checkbox"/>	Opportunistic														
<input type="checkbox"/>	Development														
<input type="checkbox"/>	Income														
<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation														

**investitori sgr**

A company of Allianz 

**3. PORTAFOGLIO IMMOBILIARE:**

ASSET VALUE (€)	494.300.000	
MQ	610.075	
N° ASSET	16	
N° IMMOBILI CERTIFICATI (% portafoglio)	100%	
DESTINAZIONE D'USO (% portafoglio)	residenziale	%
	terziario	%
	retail	%
	logistica	100%
	hospitality	%
	student housing	%
	senior living	%
	data center	%
	mixed use	%
	altro (specificare)	%
PRINCIPALI OPERAZIONI DI INVESTIMENTO/DISINVESTIMENTO:		

**investitori sgr**  
 A company of Allianz 

**IL FONDO INVESTE IN ASSET “FUTURE-PROOF”?**

- Data Center
- Life Science
- Energy Infrastructure
- Smart Buildings
- ESG retrofit
- PropTech
- Social Infrastructure

**PRINCIPALI RISCHI PERCEPITI DALLA SGR**

- tassi
- inflazione
- vacancy
- regolamentazione ESG
- costo costruzione
- liquidità
- rischio energetico
- rischio climatico

**PRINCIPALE DRIVER COMPETITIVO DEL FONDO**

- location
- specializzazione asset class
- track record SGR
- performance ESG
- pipeline investimenti
- qualità tenant
- innovazione tecnologica
- rendimento
- diversificazione
- altro

**4. ESG & SOSTENIBILITA'**

CRITERIO	AZIONI INTRAPESE DALLA SGR																
E (AMBIENTE, SOSTENIBILITA' E BIODIVERSITA')	Certificazione BREEAM IN USE																
S (IMPATTO SOCIALE SU AZIENDA, COLLETTIVITA' E TERRITORIO)																	
G (GOVERNANCE AZIENDALE)																	
IN RIFERIMENTO AI CRITERI ESG INDICARE GLI ELEMENTI PIU' DIFFICILI DA ALLINEARE AI REQUISITI RICHIESTI PER IL CONSEGUIMENTO DELL'ATTESTAZIONE ESG:																	
VALUTAZIONE ESG DELLA SGR E OUTLOOK EVOLUTIVO:																	
CERTIFICAZIONI ESG POSSEDUTE:	<table border="1"> <tbody> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>LEED</td> </tr> <tr> <td><input checked="" type="checkbox"/></td> <td>BREEAM</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>WELL</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>WiredScore</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>GRESB</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>SFDR Art.8</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>SFDR Art.9</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Altro:</td> </tr> </tbody> </table>	<input type="checkbox"/>	LEED	<input checked="" type="checkbox"/>	BREEAM	<input type="checkbox"/>	WELL	<input type="checkbox"/>	WiredScore	<input type="checkbox"/>	GRESB	<input type="checkbox"/>	SFDR Art.8	<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9	<input type="checkbox"/>	Altro:
<input type="checkbox"/>	LEED																
<input checked="" type="checkbox"/>	BREEAM																
<input type="checkbox"/>	WELL																
<input type="checkbox"/>	WiredScore																
<input type="checkbox"/>	GRESB																
<input type="checkbox"/>	SFDR Art.8																
<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9																
<input type="checkbox"/>	Altro:																

**investitori sgr**  
A company of Allianz 

% PORTAFOGLIO CONFORME TASSONOMIA UE		%
RIDUZIONE EMISSIONI CO <sub>2</sub> PREVISTA ENTRO 2030		%
% ENERGIA DA FONTI RINNOVABILI		100% consumi proprietario
PRESENZA POLICY NET ZERO	<input checked="" type="checkbox"/> SI <input type="checkbox"/> NO	Anno target: 2050
ESG SCORE INTERNO DELLA SGR (1-10):		
ENGAGEMENT ESG. LA SGR ADOTTA:	<input checked="" type="checkbox"/> monitoraggio KPI ESG <input checked="" type="checkbox"/> reporting annuale ESG <input type="checkbox"/> carbon assessment <input type="checkbox"/> climate risk analysis <input type="checkbox"/> stakeholder engagement <input type="checkbox"/> impact measurement	
IL FONDO EFFETTUA ANALISI:	<input type="checkbox"/> rischio fisico climatico <input type="checkbox"/> rischio transizione <input type="checkbox"/> stranded asset risk	

**5. INNOVAZIONE & DIGITALIZZAZIONE:**

IL FONDO UTILIZZA:	<input type="checkbox"/> smart metering <input type="checkbox"/> building automation <input type="checkbox"/> ai energy management <input type="checkbox"/> digital twin <input type="checkbox"/> predictive maintenance <input type="checkbox"/> iot monitoring
--------------------	---

**6. OUTLOOK E TREND FUTURI**

QUALI SARANNO LE ASSET CLASS PIÙ ATTRATTIVE NEI PROSSIMI 3-5 ANNI?	<input type="checkbox"/> Logistics <input type="checkbox"/> Student Housing <input type="checkbox"/> Data Center <input type="checkbox"/> Hospitality <input type="checkbox"/> Senior Living <input type="checkbox"/> Residential <input type="checkbox"/> ESG Retrofit <input type="checkbox"/> Life Science <input type="checkbox"/> Infrastructure <input type="checkbox"/> Mixed Use <input type="checkbox"/> Altro
--	---

**investitori sgr**  
 A company of Allianz 

**FONDO: FONDO IRE (Investitori Real Estate)**

**1.MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL PERCORSO DI CERTIFICAZIONE ESG:**

**2.STRATEGIA E PROFILO DEL FONDO:**

TIPOLOGIA															
DESTINATARI															
DATA SCADENZA															
QUOTAZIONE															
COMMISSIONE DI GESTIONE															
RENDIMENTO OBIETTIVO															
LEVA															
IRR															
WALVT															
OCCUPANCY RATE															
LOAN TO VALUE															
PROFILO DI RISCHIO DEL FONDO	<table border="1"> <tr> <td><input checked="" type="checkbox"/></td> <td>Core</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Core +</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Value Add</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Opportunistic</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Development</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Income</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/></td> <td>Capital Appreciation</td> </tr> </table>	<input checked="" type="checkbox"/>	Core	<input type="checkbox"/>	Core +	<input type="checkbox"/>	Value Add	<input type="checkbox"/>	Opportunistic	<input type="checkbox"/>	Development	<input type="checkbox"/>	Income	<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation
<input checked="" type="checkbox"/>	Core														
<input type="checkbox"/>	Core +														
<input type="checkbox"/>	Value Add														
<input type="checkbox"/>	Opportunistic														
<input type="checkbox"/>	Development														
<input type="checkbox"/>	Income														
<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation														

# investitori sgr

A company of Allianz 

## 3. PORTAFOGLIO IMMOBILIARE:

ASSET VALUE (€)	521.300.000	
MQ	161.116	
N° ASSET	3	
N° IMMOBILI CERTIFICATI (% portafoglio)	97%	
DESTINAZIONE D'USO (% portafoglio)	residenziale	%
	terziario	100%
	retail	%
	logistica	%
	hospitality	%
	student housing	%
	senior living	%
	data center	%
	mixed use	%
	altro (specificare)	%
PRINCIPALI OPERAZIONI DI INVESTIMENTO/DISINVESTIMENTO:		

**investitori sgr**  
 A company of Allianz 

**IL FONDO INVESTE IN ASSET “FUTURE-PROOF”?**

- Data Center
- Life Science
- Energy Infrastructure
- Smart Buildings
- ESG retrofit
- PropTech
- Social Infrastructure

**PRINCIPALI RISCHI PERCEPITI DALLA SGR**

- tassi
- inflazione
- vacancy
- regolamentazione ESG
- costo costruzione
- liquidità
- rischio energetico
- rischio climatico

**PRINCIPALE DRIVER COMPETITIVO DEL FONDO**

- location
- specializzazione asset class
- track record SGR
- performance ESG
- pipeline investimenti
- qualità tenant
- innovazione tecnologica
- rendimento
- diversificazione
- altro

**investitori sgr**  
 A company of Allianz 

**4. ESG & SOSTENIBILITA'**

CRITERIO	AZIONI INTRAPESE DALLA SGR																
E (AMBIENTE, SOSTENIBILITA' E BIODIVERSITA')	Certificazione LEED																
S (IMPATTO SOCIALE SU AZIENDA, COLLETTIVITA' E TERRITORIO)																	
G (GOVERNANCE AZIENDALE)																	
IN RIFERIMENTO AI CRITERI ESG INDICARE GLI ELEMENTI PIU' DIFFICILI DA ALLINEARE AI REQUISITI RICHIESTI PER IL CONSEGUIMENTO DELL'ATTESTAZIONE ESG:																	
VALUTAZIONE ESG DELLA SGR E OUTLOOK EVOLUTIVO:																	
CERTIFICAZIONI ESG POSSEDUTE:	<table border="1"> <tr><td><input checked="" type="checkbox"/></td><td>LEED</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>BREEAM</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>WELL</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>WiredScore</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>GRESB</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>SFDR Art.8</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>SFDR Art.9</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>Altro:</td></tr> </table>	<input checked="" type="checkbox"/>	LEED	<input type="checkbox"/>	BREEAM	<input type="checkbox"/>	WELL	<input type="checkbox"/>	WiredScore	<input type="checkbox"/>	GRESB	<input type="checkbox"/>	SFDR Art.8	<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9	<input type="checkbox"/>	Altro:
<input checked="" type="checkbox"/>	LEED																
<input type="checkbox"/>	BREEAM																
<input type="checkbox"/>	WELL																
<input type="checkbox"/>	WiredScore																
<input type="checkbox"/>	GRESB																
<input type="checkbox"/>	SFDR Art.8																
<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9																
<input type="checkbox"/>	Altro:																

**investitori sgr**  
A company of Allianz 

% PORTAFOGLIO CONFORME TASSONOMIA UE		%
RIDUZIONE EMISSIONI CO <sub>2</sub> PREVISTA ENTRO 2030		%
% ENERGIA DA FONTI RINNOVABILI	100% consumi proprietario	
PRESENZA POLICY NET ZERO	<input checked="" type="checkbox"/> SI <input type="checkbox"/> NO	Anno target: 2050
ESG SCORE INTERNO DELLA SGR (1-10):		
ENGAGEMENT ESG. LA SGR ADOTTA:	<input checked="" type="checkbox"/> monitoraggio KPI ESG <input checked="" type="checkbox"/> reporting annuale ESG <input type="checkbox"/> carbon assessment <input type="checkbox"/> climate risk analysis <input type="checkbox"/> stakeholder engagement <input type="checkbox"/> impact measurement	
IL FONDO EFFETTUA ANALISI:	<input type="checkbox"/> rischio fisico climatico <input type="checkbox"/> rischio transizione <input type="checkbox"/> stranded asset risk	

**5. INNOVAZIONE & DIGITALIZZAZIONE:**

IL FONDO UTILIZZA:	<input type="checkbox"/> smart metering <input type="checkbox"/> building automation <input type="checkbox"/> ai energy management <input type="checkbox"/> digital twin <input type="checkbox"/> predictive maintenance <input type="checkbox"/> iot monitoring
--------------------	---

**6. OUTLOOK E TREND FUTURI**

QUALI SARANNO LE ASSET CLASS PIÙ ATTRATTIVE NEI PROSSIMI 3-5 ANNI?	<input type="checkbox"/> Logistics <input type="checkbox"/> Student Housing <input type="checkbox"/> Data Center <input type="checkbox"/> Hospitality <input type="checkbox"/> Senior Living <input type="checkbox"/> Residential <input type="checkbox"/> ESG Retrofit <input type="checkbox"/> Life Science <input type="checkbox"/> Infrastructure <input type="checkbox"/> Mixed Use <input type="checkbox"/> Altro
--	---



## FONDO: Cervino Comparto B

### 1.MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL PERCORSO DI CERTIFICAZIONE ESG:

Nuovo prodotto in settore con forte impatto sociale, nuove costruzioni e operazioni di rigenerazione urbana

### 2.STRATEGIA E PROFILO DEL FONDO:

Sviluppo di studentati di nuova generazione vicino alle Università di Torino e Milano, convenziati con i Comuni per fornire alloggi a prezzi agevolati e migliorare il diritto allo studio



TIPOLOGIA	Built to rent
DESTINATARI	Investitori istituzionali
DATA SCADENZA	31/12/2049
QUOTAZIONE	no
COMMISSIONE DI GESTIONE	base 0,45% GAV + commissione ESG
RENDIMENTO OBIETTIVO	
LEVA	si
IRR	5,24%
WAULT	



OCCUPANCY RATE	100%														
LOAN TO VALUE	25%														
PROFILO DI RISCHIO DEL FONDO	<table border="1"> <tr><td><input checked="" type="checkbox"/></td><td>Core</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>Core +</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>Value Add</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>Opportunistic</td></tr> <tr><td><input checked="" type="checkbox"/></td><td>Development</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>Income</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>Capital Appreciation</td></tr> </table>	<input checked="" type="checkbox"/>	Core	<input type="checkbox"/>	Core +	<input type="checkbox"/>	Value Add	<input type="checkbox"/>	Opportunistic	<input checked="" type="checkbox"/>	Development	<input type="checkbox"/>	Income	<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation
<input checked="" type="checkbox"/>	Core														
<input type="checkbox"/>	Core +														
<input type="checkbox"/>	Value Add														
<input type="checkbox"/>	Opportunistic														
<input checked="" type="checkbox"/>	Development														
<input type="checkbox"/>	Income														
<input type="checkbox"/>	Capital Appreciation														

### 3. PORTAFOGLIO IMMOBILIARE:

ASSET VALUE (€)	150.000.000																				
MQ	41.258																				
N° ASSET	3																				
N° IMMOBILI CERTIFICATI (% portafoglio)	100%																				
DESTINAZIONE D'USO (% portafoglio)	<table border="1"> <tr><td>residenziale</td><td>%</td></tr> <tr><td>terziario</td><td>%</td></tr> <tr><td>retail</td><td>%</td></tr> <tr><td>logistica</td><td>%</td></tr> <tr><td>hospitality</td><td>%</td></tr> <tr><td>student housing</td><td>100%</td></tr> <tr><td>senior living</td><td>%</td></tr> <tr><td>data center</td><td>%</td></tr> <tr><td>mixed use</td><td>%</td></tr> <tr><td>altro (specificare)</td><td>%</td></tr> </table>	residenziale	%	terziario	%	retail	%	logistica	%	hospitality	%	student housing	100%	senior living	%	data center	%	mixed use	%	altro (specificare)	%
residenziale	%																				
terziario	%																				
retail	%																				
logistica	%																				
hospitality	%																				
student housing	100%																				
senior living	%																				
data center	%																				
mixed use	%																				
altro (specificare)	%																				
PRINCIPALI OPERAZIONI DI INVESTIMENTO/DISINVESTIMENTO:	Sviluppo di uno studentato a Torino, ex ospedale Maria Adelaide e costruzione di due studentati a Milano, presso area MIND, vicino alla nuova Università di Milano.																				



**IL FONDO INVESTE IN ASSET “FUTURE-PROOF”?**

[Empty text area for future-proof assets]

- Data Center
- Life Science
- Energy Infrastructure
- Smart Buildings
- ESG retrofit
- PropTech
- Social Infrastructure

**PRINCIPALI RISCHI PERCEPITI DALLA SGR**

[Empty text area for perceived risks]

- tassi
- inflazione
- vacancy
- regolamentazione ESG
- costo costruzione
- liquidità
- rischio energetico
- rischio climatico

**PRINCIPALE DRIVER COMPETITIVO DEL FONDO**

[Empty text area for competitive drivers]

- location
- specializzazione asset class
- track record SGR
- performance ESG
- pipeline investimenti
- qualità tenant
- innovazione tecnologica
- rendimento
- diversificazione
- altro



#### 4. ESG & SOSTENIBILITA'

CRITERIO	AZIONI INTRAPESE DALLA SGR																
E (AMBIENTE, SOSTENIBILITA' E BIODIVERSITA')	Sviluppo di strutture certificate LEED e BREEAM, forte attenzione alla sostenibilità, monitoraggio continuo delle performances ambientali.																
S (IMPATTO SOCIALE SU AZIENDA, COLLETTIVITA' E TERRITORIO)	Creazione di studentati in convenzione con i rispettivi Comuni, con prezzi a posto letto inferiori rispetto al mercato.																
G (GOVERNANCE AZIENDALE)	Attenzione allo scopo sociale del fondo, con minore interesse per il rendimento da parte dei principali quotisti.																
IN RIFERIMENTO AI CRITERI ESG INDICARE GLI ELEMENTI PIU' DIFFICILI DA ALLINEARE AI REQUISITI RICHIESTI PER IL CONSEGUIMENTO DELL'ATTESTAZIONE ESG:	Maggiori costi di costruzione dovute all'ottenimento delle certificazioni ambientali.																
VALUTAZIONE ESG DELLA SGR E OUTLOOK EVOLUTIVO:	Forte commitment in ambito ESG da parte del management della SGR e del Consiglio di Amministrazione; sviluppo di maggiori prodotti ex Art. 8 SFDR, intrapreso percorso per predisposizione del bilancio di sostenibilità.																
CERTIFICAZIONI ESG POSSEDUTE:	<table border="1"> <tbody> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>LEED</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>BREEAM</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>WELL</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>WiredScore</td></tr> <tr><td><input checked="" type="checkbox"/></td><td>GRESB</td></tr> <tr><td><input checked="" type="checkbox"/></td><td>SFDR Art.8</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>SFDR Art.9</td></tr> <tr><td><input type="checkbox"/></td><td>Altro:</td></tr> </tbody> </table>	<input type="checkbox"/>	LEED	<input type="checkbox"/>	BREEAM	<input type="checkbox"/>	WELL	<input type="checkbox"/>	WiredScore	<input checked="" type="checkbox"/>	GRESB	<input checked="" type="checkbox"/>	SFDR Art.8	<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9	<input type="checkbox"/>	Altro:
<input type="checkbox"/>	LEED																
<input type="checkbox"/>	BREEAM																
<input type="checkbox"/>	WELL																
<input type="checkbox"/>	WiredScore																
<input checked="" type="checkbox"/>	GRESB																
<input checked="" type="checkbox"/>	SFDR Art.8																
<input type="checkbox"/>	SFDR Art.9																
<input type="checkbox"/>	Altro:																



% PORTAFOGLIO CONFORME TASSONOMIA UE	
RIDUZIONE EMISSIONI CO <sub>2</sub> PREVISTA ENTRO 2030	
% ENERGIA DA FONTI RINNOVABILI	100%
PRESENZA POLICY NET ZERO	<input type="checkbox"/> SI                      Anno target: <input checked="" type="checkbox"/> NO
ESG SCORE INTERNO DELLA SGR (1-10):	
ENGAGEMENT ESG. LA SGR ADOTTA:	<input checked="" type="checkbox"/> monitoraggio KPI ESG <input checked="" type="checkbox"/> reporting annuale ESG <input type="checkbox"/> carbon assessment <input checked="" type="checkbox"/> climate risk analysis <input type="checkbox"/> stakeholder engagement <input type="checkbox"/> impact measurement
IL FONDO EFFETTUA ANALISI:	<input checked="" type="checkbox"/> rischio fisico climatico <input checked="" type="checkbox"/> rischio transizione <input checked="" type="checkbox"/> stranded asset risk

**5. INNOVAZIONE & DIGITALIZZAZIONE:**

IL FONDO UTILIZZA:	<input type="checkbox"/> smart metering <input type="checkbox"/> building automation <input type="checkbox"/> ai energy management <input type="checkbox"/> digital twin <input type="checkbox"/> predictive maintenance <input type="checkbox"/> iot monitoring
--------------------	---

**6. OUTLOOK E TREND FUTURI**

QUALI SARANNO LE ASSET CLASS PIÙ ATTRATTIVE NEI PROSSIMI 3-5 ANNI?	<input type="checkbox"/> Logistics <input type="checkbox"/> Student Housing <input checked="" type="checkbox"/> Data Center <input type="checkbox"/> Hospitality <input checked="" type="checkbox"/> Senior Living <input type="checkbox"/> Residential <input type="checkbox"/> ESG Retrofit <input type="checkbox"/> Life Science <input type="checkbox"/> Infrastructure <input type="checkbox"/> Mixed Use <input type="checkbox"/> Altro
--	---