

VALORE IMMOBILIARE
GLOBALE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso

Riservato a Clientela Retail

RELAZIONE SEMESTRALE SULLA GESTIONE DEL
FONDO AL 30 GIUGNO 2016

CASTELLO
SGR 

SOMMARIO

SITUAZIONE PATRIMONIALE	3
ATTIVITA'	3
PASSIVITA' E NETTO	4
NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE	5
Lo scenario economico di riferimento	5
La situazione in Italia	8
L'andamento del mercato immobiliare	9
Il mercato residenziale.....	13
Il mercato degli uffici	14
Il mercato del retail	15
Il mercato della logistica	16
Il mercato Alberghiero.....	16
Fatti rilevanti avvenuti successivamente al 31 Dicembre 2015	18
La Gestione Immobiliare.....	18
La Gestione Mobiliare.....	22
Altre notizie	24
Trasparenza degli incarichi assegnati agli esperti indipendenti	25
Indipendenza degli Esperti Indipendenti.....	26
Fatti rilevanti avvenuti successivamente al 30 giugno 2016	26
Commento ai principali dati relativi al 30 giugno 2016	27
Altre informazioni.....	27
Aggiornamenti normativi - La direttiva 2011/61/UE ("AIFMD")	27
Relazione di stima dell'Esperto Indipendente	30

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/16		Situazione al 31/12/15	
	Valore complessivo	in percentuale dell'attivo	Valore complessivo	in percentuale dell'attivo
A. A. STRUMENTI FINANZIARI	-	0,00%	-	0,00%
Strumenti finanziari non quotati	-	0,00%	-	0,00%
A1. Partecipazioni di controllo	-	0,00%	-	0,00%
A2. Partecipazioni non di controllo	-	0,00%	-	0,00%
A3. Altri titoli di capitale	-	0,00%	-	0,00%
A4. Titoli di debito	-	0,00%	-	0,00%
A5. Parti di O.L.C.R.	-	0,00%	-	0,00%
Strumenti finanziari quotati	-	0,00%	-	0,00%
A6. Titoli di capitale	-	0,00%	-	0,00%
A7. Titoli di debito	-	0,00%	-	0,00%
A8. Parti di O.L.C.R.	-	0,00%	-	0,00%
Strumenti finanziari derivati	-	0,00%	-	0,00%
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	-	0,00%	-	0,00%
A10. Opzioni, premi o altri strumenti Finanziari derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
A11. Opzioni, premi o altri strumenti Finanziari derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	59.140.000	84,95%	55.132.000	83,06%
B1. Immobili dati in locazione	59.140.000	84,95%	55.132.000	83,06%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	0,00%	-	0,00%
B3. Altri immobili	-	0,00%	-	0,00%
B4. Diritti reali immobiliari	-	0,00%	-	0,00%
C. CREDITI	-	0,00%	-	0,00%
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	0,00%	-	0,00%
C2. Altri	-	0,00%	-	0,00%
D. DEPOSITI BANCARI	7.000.000	10,06%	7.000.000	10,55%
D1. a vista	-	0,00%	-	0,00%
D2. altri	7.000.000	10,06%	7.000.000	10,55%
E. ALTRI BENI	-	0,00%	-	0,00%
E1. Altri beni	-	0,00%	-	0,00%
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	2.449.274	3,52%	3.735.429	5,63%
F1. Liquidità disponibile	2.449.274	3,52%	3.735.429	5,63%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
G. ALTRE ATTIVITA'	1.024.246	1,47%	511.092	0,76%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	0,00%	-	0,00%
G2. Ratei e risconti attivi	41.402	0,06%	9.644	0,01%
G3. Risparmio di imposta	-	0,00%	-	0,00%
G4. Altre	982.844	1,41%	501.448	0,75%
	-	0,00%	-	0,00%
TOTALE ATTIVITA'	69.613.520	100%	66.378.521	100%

PASSIVITA' E NETTO

PASSIVITA' E NETTO	Valore complessivo	in percentuale del passivo	Valore complessivo	in percentuale del passivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	-	0,00%	-	0,00%
H1. Finanziamenti ipotecari	-	0,00%	-	0,00%
H2. Pronti contro termine passivi e op. assimilate	-	0,00%	-	0,00%
H3. Altri	-	0,00%	-	0,00%
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-	0,00%	-	0,00%
I1. Opzioni, premi o altri strum. Fin. Derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
I2. Opzioni, premi o altri strumenti fin. Derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	-	0,00%	-	0,00%
L1. Proventi da distribuire	-	0,00%	-	0,00%
L2. Altri debiti verso i partecipanti	-	0,00%	-	0,00%
M. ALTRE PASSIVITA'	3.719.313	100,00%	789.883	100,00%
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-	0,00%	-	0,00%
M2. Debiti di imposta	12.980	0,35%	350	0,04%
M3. Ratei e risconti passivi	13.823	0,37%	15.231	1,93%
M4. Altre	3.692.510	99,28%	774.302	98,03%
TOTALE PASSIVITA'	3.719.313	100%	789.883	100%
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	65.894.207		65.588.638	
NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE	30.850		30.850	
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE	2.135,955		2.126,050	
PROVENTI DISTRIBUITI PER QUOTA	0		0	
RIMBORSI DISTRIBUITI PER QUOTA	0		539,70	
NUMERO DELLE QUOTE DA RICHIAMARE				
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE DA RICHIAMARE				
VALORE COMPLESSIVO DELLE QUOTE DA RICHIAMARE				

LO SCENARIO ECONOMICO DI RIFERIMENTO¹

Nel primo semestre 2016, si intensifica la debolezza dell'economia globale, ma con significative differenze tra aree: nei paesi avanzati, soprattutto negli Stati Uniti, l'espansione prosegue, pur con qualche incertezza legata alle decisioni della *Federal Reserve* sull'andamento dei tassi. Nei paesi emergenti, invece, si accentuano le prospettive di fragilità delle economie nazionali principalmente a causa di tensioni politiche interne, diventando la principale discriminante per la crescita mondiale e per i relativi mercati finanziari.

In Cina nel primo trimestre del 2016 l'espansione del PIL ha decelerato al 6,8% rispetto al periodo corrispondente del 2015; i più recenti indicatori congiunturali confermano la fase di rallentamento del settore manifatturiero, che si è accompagnata a una marcata caduta delle importazioni e delle esportazioni. Fra i principali paesi emergenti, solo in India il PIL continua a espandersi a ritmi sostenuti. Il rallentamento dei paesi emergenti, soprattutto della Cina, ha un impatto rilevante sull'economia globale: valutazioni della Banca d'Italia e di principali organi internazionali stimano che ogni punto percentuale di riduzione permanente della crescita cinese comporti una minore crescita del PIL mondiale di circa un terzo di punto percentuale, considerando solo l'effetto della frenata degli scambi commerciali.

Analizzando i singoli stati in maggiore dettaglio, negli Stati Uniti i primi mesi del 2016 hanno mostrato un miglioramento delle condizioni economiche del paese, grazie alla crescita dell'occupazione e della domanda interna, che resta il principale *driver* di crescita. Il forte apprezzamento del Dollaro nei confronti dell'Euro ha, tuttavia, causato un rallentamento della crescita attesa del PIL data l'influenza negativa della valuta sulle esportazioni. D'altro canto, una parziale stabilizzazione del petrolio (tornato ai valori di inizio anno dopo i crolli di febbraio 2016 che hanno portato il greggio ai minimi dal 2009) e un aumento dei consumi interni, dovrebbero sostenere nei prossimi mesi la crescita dell'attività economica statunitense.

L'economia giapponese è cresciuta decisamente più delle previsioni nel primo trimestre 2016, con un PIL reale in espansione ad un tasso annualizzato dell'1,7% (contro attese medie limitate a +0,3%). Rispetto all'ultimo trimestre 2015 la crescita è dello 0,4%. Tale andamento positivo è sostanzialmente dovuto al mantenimento di una politica monetaria accomodante da parte della *Bank of Japan* e a un incremento delle entrate visto i bassi prezzi del petrolio. Successivamente, un graduale aumento dei salari dovrebbe supportare la crescita dei consumi interni.

Passando ai paesi considerati come emergenti, troviamo che l'attività economica Cinese ha rallentato la propria crescita che resta, comunque, ad un livello del 6,8% annuo. Dopo avere raggiunto una maggiore stabilità nei mercati finanziari e anche grazie ad un graduale apprezzamento del *renminbi*, si è decisamente alleviata l'incertezza sul paese rispetto all'inizio dell'anno. Nel breve periodo, gli stimoli fiscali e monetari previsti dalla banca centrale cinese sosterranno la crescita interna ma, nel medio lungo periodo, la necessità di ridurre la sovrapproduzione nell'industria pesante potrà avere un effetto negativo sull'*outlook* del paese.

In Brasile, invece, l'andamento del PIL è stato negativo: ciononostante, la banca centrale continua ad adottare una politica monetaria restrittiva, scoraggiando ulteriormente gli investimenti.

Anche in Russia la situazione non appare rosea, principalmente a causa di un prezzo del petrolio molto basso (circa a 50 dollari al barile sia per il Brent che per il WTI, rispetto agli oltre 100 di due anni fa), mentre le sanzioni economiche imposte dall'Occidente sembrano aver avuto conseguenze più limitate. L'India si dimostra, infine, in controtendenza, con una crescita del PIL sostenuta guidata da un andamento positivo dell'attività produttiva.

¹ Fonte: Banca d'Italia: "Bollettino Economico" Aprile 2014; ISTAT: "L'evoluzione dell'economia italiana".

Capitolo a parte merita la situazione nel Regno Unito i cui cittadini, il 23 giugno, hanno votato per abbandonare l'Unione Europea. Tale decisione ha scatenato grande panico nei mercati finanziari mondiali: il giorno seguente al voto tutte le borse hanno subito un tracollo degli indici azionari, con Piazza Affari che ha registrato il ribasso peggiore (-12,5%), seguita dalla borsa spagnola (-12%), francese (-7%) e tedesca (-6,8%). La Sterlina, che il giorno precedente al voto scambiava a 1,5 contro il dollaro, si è fortemente svalutata raggiungendo un cambio di 1,32, livello minimo dal 1981.

La vittoria della campagna "Leave" ha portato anche alle dimissioni del Primo ministro Cameron mentre, Nicola Sturgeon, primo ministro di una Scozia largamente favorevole al "Remain", ha richiesto a gran voce un secondo referendum per l'indipendenza dal Regno Unito.

Oltre ad un possibile indebolimento economico e politico del Regno Unito sono molti i rischi collegati alla *Brexit*. Tra i principali, i movimenti politici estremi negli altri paesi europei stanno inneggiando a referendum interni per emulare la scelta dei britannici e vi è un forte rischio che si scatenino svalutazioni competitive delle monete in tutto il mondo.

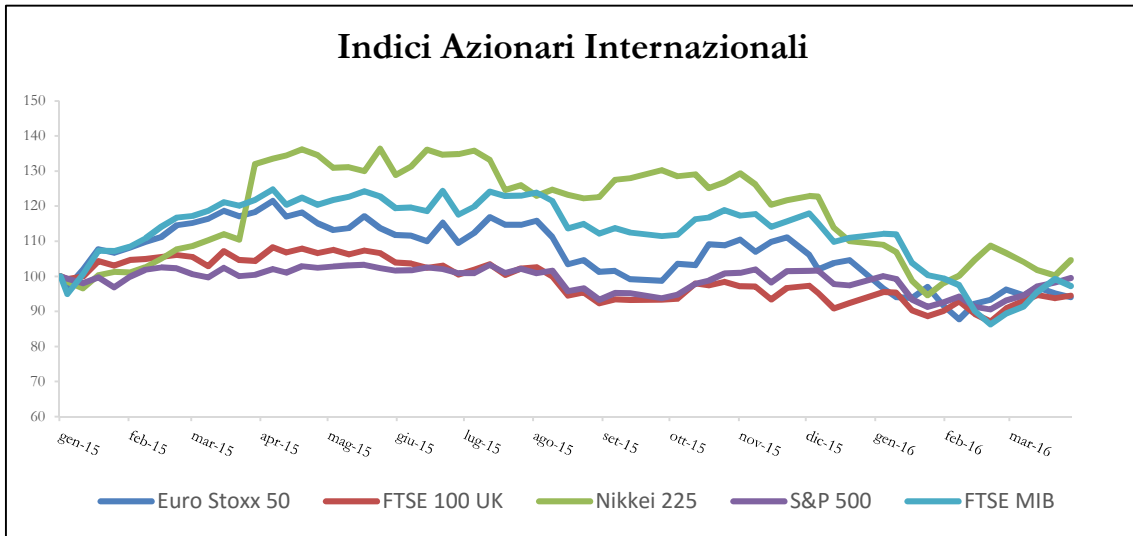
E' difficile prevedere quali saranno gli impatti di questa scelta storica, ma si teme che possa rallentare la crescita dell'Eurozona e non solo di oltre il 0,5% su base annuale.

Pertanto, il Fondo Monetario Internazionale, secondo le stime di aprile, rivede al ribasso di 0,2 punti percentuali la crescita mondiale per l'anno in corso e di 0,1 quella per il 2017. Lo scenario è peggiorato in tutti i maggiori paesi avanzati e, fra gli emergenti, in Russia ed in Brasile; solamente in Cina si rivedono al rialzo (di 0,2 punti percentuali) le stime di crescita rispetto a quelle di gennaio 2016. Nella media del 2016 l'economia reale mondiale dovrebbe espandersi del 3,2 per cento, poco meno che nel 2015.

L'inflazione al consumo risente di fattori globali ma anche di determinanti nazionali; si mantiene su valori molto bassi in Giappone e nel Regno Unito, mentre è risalita negli Stati Uniti. In febbraio l'aumento del deflatore dei consumi si è mantenuto prossimo allo zero in Giappone e nel Regno Unito (0,3 per cento in entrambi i paesi), mentre negli Stati Uniti si è attestato all'1,0 per cento. Nei principali paesi emergenti l'inflazione rimane contenuta in Cina (2,3 per cento); coerente con l'obiettivo della Banca centrale in India (5,3 per cento); assai elevata in Brasile (10,4 per cento) e in Russia (8,1 per cento), dove tuttavia è in marcata riduzione rispetto a gennaio.

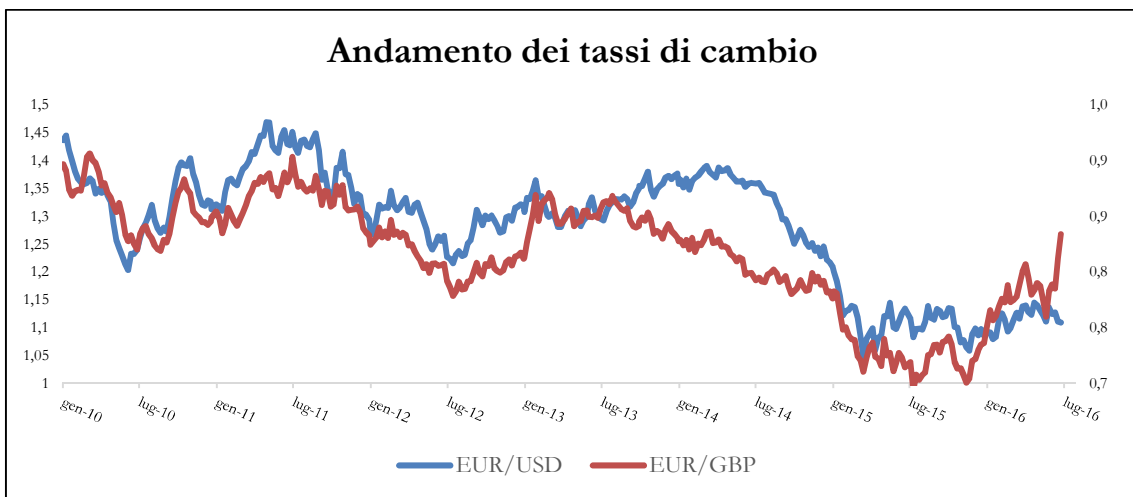
Prendendo in considerazione la politica monetaria, negli Stati Uniti la *Federal Reserve* ha deciso di mantenere invariati i tassi ufficiali nel primo trimestre. In Giappone, invece, per contrastare le pressioni deflazionistiche, la Banca Centrale ha per la prima volta portato in territorio negativo il tasso sui conti di riserva degli istituti di credito (-0,1%). La Banca centrale cinese, che sul finire dello scorso anno aveva immesso liquidità nel sistema bancario, ha reso ancora più espansiva l'intonazione della politica monetaria, riducendo i coefficienti di riserva. I tassi di riferimento sono stati ridotti di 25 punti base in India, mentre sono rimasti invariati nelle altre principali economie emergenti. Per quanto riguarda l'Eurozona, nella riunione di inizio marzo il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un articolato insieme di misure per sostenere la ripresa e il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. I tassi di interesse ufficiali sono stati ridotti e il programma di acquisto di attività è stato rafforzato (*Expanded Asset Purchase Programme*); per favorire l'afflusso di credito a famiglie e imprese è stato inoltre deciso che saranno introdotte, a partire dal prossimo giugno, quattro nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine a condizioni estremamente vantaggiose le cosiddette *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, (TLTRO2).

Nell'area dell'euro continua l'espansione ciclica dell'economia reale: nell'ultimo trimestre 2015, il PIL è cresciuto del 0,3 per cento sul periodo precedente, principalmente grazie all'aumento della domanda interna, sospinta in particolare dall'accelerazione degli investimenti e dei consumi pubblici, nonché dal nuovo aumento della spesa delle famiglie. Tuttavia, rimane debole la dinamica delle esportazioni e si accentuano i rischi connessi con l'incertezza sulla situazione geopolitica. L'inflazione si colloca su valori nulli, frenata dall'andamento dei corsi petroliferi ma anche dai margini ancora ampi di capacità produttiva e occupazionale inutilizzati.



Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

Gli indici azionari internazionali hanno sofferto un andamento negativo nei primi mesi del 2016 a causa sia del tracollo di febbraio, dovuto alle forti vendite sul petrolio, sia del tracollo di giugno legato alla Brexit. Gli Indici maggiormente esposti sono stati quelli dell'Eurozona come testimoniano gli andamenti del FTSE MIB e del FTSE 100. Gli Stati Uniti, invece, hanno subito in maniera minore tali shock finanziari con lo S&P 500 tornato ai livelli di dicembre 2015. Nella seconda parte del 2016 si prospetta una forte volatilità sui mercati in attesa di conoscere esiti sull'assetto politico europeo.



Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

Nei primi mesi del 2016 si è accentuato il deprezzamento dell'euro che, in termini effettivi nominali, si collocava a fine febbraio sul valore più basso degli ultimi 13 anni. A partire da marzo, invece, l'Euro si è apprezzato sul dollaro ma soprattutto sulla sterlina, in seguito alla forte svalutazione della moneta inglese successiva all'esito del referendum sull'uscita dall'UE.

Durante gli ultimi mesi, la ripresa dell'economia italiana è proseguita a ritmi contenuti: l'aumento dei consumi e degli investimenti ha in gran parte trainato la marginale crescita del PIL di 10 bps. Sulla base delle informazioni più recenti, questo modesto ritmo di crescita dell'economia è continuato anche nei primi mesi del 2016, quando il PIL ha registrato un aumento appena superiore a quello dei tre mesi precedenti. In marzo, inoltre, Banca d'Italia ha rilevato che la fiducia di famiglie e imprese è aumentata in misura marcata, anche se il riavvio del ciclo industriale deve ancora consolidarsi. In prospettiva, infatti, l'espansione del ciclo manifatturiero potrebbe risentire dell'incertezza della domanda estera, a fronte del graduale consolidarsi della ripresa nel settore dei servizi e, soprattutto, in quello edile.

Le vendite all'estero di beni sono aumentate dell'1,3%, quelle di servizi dell'1,1%. A livello settoriale l'incremento dei volumi esportati è stato trainato dal comparto dei beni strumentali e dei beni di consumo non durevoli. La maggior parte dei prodotti sono stati venduti ai paesi appartenenti all'UE (in particolare Germania e Regno Unito), mentre il contributo alle esportazioni nei mercati extra UE è stato più contenuto, risentendo della debolezza e dell'eterogeneità della ripresa del commercio mondiale.

Nel quarto trimestre dello scorso anno gli investimenti sono aumentati del 0,8 per cento; la crescita nel complesso del 2015 è stata di entità analoga, ponendo termine alla flessione che si protraeva dall'avvio della crisi finanziaria globale. Alla nuova, marcata espansione della spesa in mezzi di trasporto e alla ripresa della componente dei beni immateriali, nello scorso autunno si è associato un rialzo degli investimenti in costruzioni (+0,9 per cento), che ha consolidato i primi segnali di miglioramento emersi nei trimestri precedenti.

L'indicatore Ita-coin, che fornisce una stima tendenziale della variazione trimestrale del PIL depurata dalle oscillazioni di breve periodo, è diminuito (0,10, da 0,20 in febbraio), riflettendo un contenuto calo della fiducia delle famiglie e l'incerta dinamica del commercio estero; rimane tuttavia coerente con la prosecuzione della lieve ripresa nella media del trimestre.

Nei primi mesi del 2016, a conferma del trend iniziato l'anno passato, la produzione industriale è cresciuta in misura modesta, secondo le valutazioni di Banca d'Italia. Gli indicatori di fiducia, pur se in lieve peggioramento rispetto ai segnali fortemente favorevoli dello scorso autunno, restano su livelli elevati in tutti i principali settori; la quota di imprese che si attende un nuovo aumento della propria spesa per investimenti nel 2016 prevale su quella che ne prevede una diminuzione. Le prospettive della domanda estera e le tensioni geopolitiche continuano tuttavia a rappresentare elementi di incertezza.

Il valore aggiunto delle costruzioni è tornato a crescere dopo cinque trimestri di riduzioni consecutive, in linea con l'evoluzione dell'indice di produzione del settore. Nello stesso periodo le compravendite di abitazioni sono aumentate per il terzo trimestre consecutivo, determinando un rialzo del 6,5 per cento nella media del 2015.

Nei primi mesi del 2016, il mercato del lavoro ha mostrato un andamento articolato nelle sue componenti. Ad aprile l'aumento degli occupati ha riguardato sia gli uomini (+0,3% su base congiunturale) sia, in misura minore, le donne (+0,1%). Nello stesso mese, il tasso di disoccupazione ha ripreso ad aumentare (11,7%, un decimo in più rispetto a marzo), come effetto dell'evoluzione della componente femminile: il tasso di disoccupazione delle donne è infatti cresciuto di cinque decimi di punto rispetto a marzo, toccando quota 12,8%. Contemporaneamente, il tasso di disoccupazione maschile ha proseguito la discesa, raggiungendo ad aprile il 10,8%, un decimo di punto in meno rispetto al mese precedente. A maggio, le aspettative formulate dagli imprenditori sulle tendenze dell'occupazione per i successivi tre mesi risultano in miglioramento nei

² Fonte: Banca d'Italia: "Bollettino Economico" Aprile 2016; ISTAT: "Nota mensile sull'andamento dell'economia italiana"

servizi a fronte di un complessivo peggioramento negli altri settori. Gli incrementi delle retribuzioni contrattuali pro-capite, inoltre, permangono molto limitati, registrando ad aprile una crescita tendenziale dello 0,6%, in un contesto di riduzione del livello dei prezzi al consumo.

Infatti, i prezzi al consumo hanno ripreso a diminuire dallo scorso febbraio, ma il ritmo di caduta risulta in attenuazione. In base alle stime preliminari, in maggio l'indice per l'intera collettività nazionale ha registrato una variazione tendenziale negativa dello 0,3%, dopo il -0,5% di aprile. Sul piano congiunturale i rincari hanno interessato le voci maggiormente volatili e a più alta frequenza d'acquisto (alimentari non lavorati, carburanti e tabacchi). Al netto dell'energia l'inflazione è positiva e in lieve aumento anche se il quadro complessivo è di sostanziale stabilità. Le principali componenti di fondo non manifestano, infatti, visibili segnali di ripresa: l'inflazione nei servizi (+0,4%) è rimasta vicina ai valori minimi mentre per i beni non alimentari e non energetici il tasso tendenziale si è mantenuto sui valori prevalenti negli ultimi sette mesi (+0,7%).

La *Brexit* ha scatenato incertezza anche sull'economia nazionale: il problema principale riguarda l'andamento dei mercati azionari e, in particolare, dei titoli bancari. Il sistema bancario italiano è in un momento di grande fragilità, legato alla contrazione dei margini operativi e al peso dei *non-performing loans* sui bilanci. Se *Brexit* dovesse avere effetti prolungati sull'economia europea, a soffrirne sarebbero prima di tutto le nostre aziende esportatrici. Più in generale ci potrebbe essere un raffreddamento della volontà di investire in nuova capacità produttiva. Nel lungo periodo, molto dipenderà da quali accordi l'UE sancirà con il Regno Unito.

Alla luce di queste premesse, ci si attende un ulteriore periodo di stagnazione della crescita economica nei prossimi mesi. Sulla base del modello di previsione di breve termine dell'Istat, ai risultati positivi registrati nel primo trimestre si affiancano alcuni segnali di debolezza nelle aspettative delle imprese e negli ordinativi del settore manifatturiero. L'indicatore composito anticipatore dell'economia italiana ha segnato un ulteriore calo, suggerendo il rallentamento nel ritmo di crescita dell'attività economica nel breve termine.

L'ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE³

L'andamento dei mercati immobiliari fino a poche settimane prima della *Brexit* è stato positivo, con performance migliori rispetto allo scenario economico. La crescita dei fatturati, pari al 3,1% nei cinque principali Paesi europei nel 2015, è guidata dal Regno Unito, seguito dalla Spagna. L'Italia ha segnato un incremento del 2,7 per cento, lievemente al di sotto della media, ma con previsioni di miglioramento nei prossimi mesi.

Le proiezioni al 2020 indicano un notevole incremento dei fatturati nei Paesi più importanti nel prossimo triennio, mentre un ridimensionamento è atteso negli anni successivi, anche perchè saranno necessari importanti investimenti per la riqualificazione degli stock.

Inoltre, secondo un indagine di Scenari Immobiliari⁴ presso cento gestori professionali immobiliari, gli effetti della *Brexit*, nel medio-lungo termine, dovrebbero essere vantaggiosi per le principali capitali europee e per il settore delle costruzioni. La larga maggioranza del panel prevede un notevole impatto di *Brexit* sui mercati immobiliari britannici, soprattutto di Londra, per quanto riguarda sia la domanda che le quotazioni. Il rallentamento è attribuibile soprattutto al probabile spostamento delle istituzioni finanziarie nell'Europa continentale e delle sedi di un alto numero di società europee, con riflessi importanti sulla forza lavoro, soprattutto straniera e, dunque, sulla domanda di uffici e immobili residenziali. Nel comparto uffici l'immissione sul mercato di prodotto di seconda mano causerà un eccesso di offerta, in considerazione dell'intensa attività edilizia in corso a Londra, mentre nel residenziale la situazione è aggravata dal recente

³ Assogestioni: "Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani" 2° semestre 2015.

⁴ Scenari Immobiliari: "Sondaggio tra i manager immobiliari ed europei sulle ripercussioni della *Brexit* nel mercato immobiliare".

aumento dell'imposta di registro e dal livello di prezzi difficilmente sostenibile. All'effetto Brexit si aggiunge la flessione della domanda da parte dei fondi sovrani dei Paesi produttori di petrolio, che avevano guidato gli investimenti nella capitale inglese per un lungo periodo mentre recentemente hanno ridotto l'esposizione a causa del crollo del prezzo della *commodity*.

Nel corso delle settimane successive al voto, infatti, si è già assistito ai timori degli investitori circa le conseguenze di un allontanamento del Regno Unito dall'Unione Europea e di una successiva svalutazione della sterlina: gran parte delle società d'investimento immobiliari hanno sospeso le contrattazioni di alcuni fondi immobiliari quotati britannici, dopo le consistenti domande di riscatti (liquidazioni delle quote) arrivate dai risparmiatori. Le società d'investimento che hanno sospeso i fondi in questione sono Henderson Global Investors, Columbia Threadneedle, Canada Life, M&G Investments, Aviva Investors e Life Investments. In totale il blocco riguarda *asset* per 15 miliardi di sterline.

L'aumento degli investimenti, ma soprattutto lo spostamento delle sedi delle società europee, dovrebbero comportare un aumento della domanda locativa, e dunque delle quotazioni, di uffici in altre città e, anche in questo caso, è opinione comune che Parigi, Francoforte, Madrid e Milano trarranno i maggiori benefici.

In seconda battuta sono citate le capitali del nord Europa.

Gli effetti sul mercato residenziale sono più difficili da anticipare, date le molte variabili in gioco (ad esempio i tassi sui mutui). Comunque la maggioranza degli operatori intervistati ritiene che la domanda residenziale di lusso crescerà a Parigi, Berlino, Madrid e Roma.

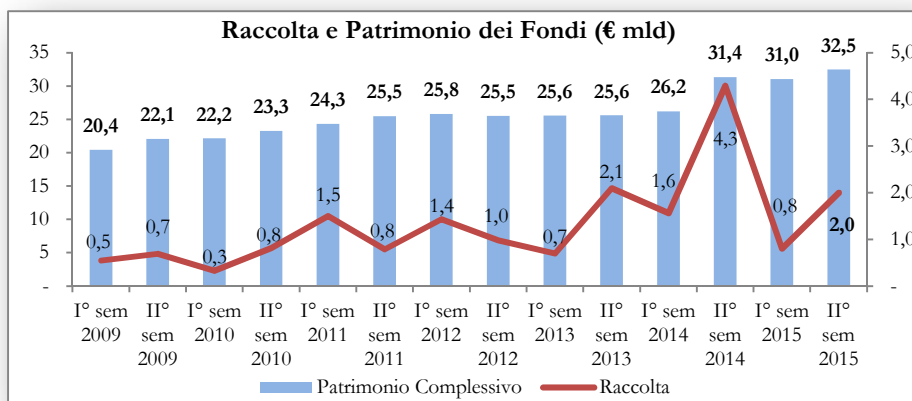
Per quanto riguarda il mercato italiano, si osserva che è tornato a crescere dopo otto anni di contrazione, grazie al miglioramento del clima economico e a una leggera riduzione della disoccupazione. L'aumento della fiducia tra consumatori e imprese ha determinato un aumento del fatturato, ancora modesto ma con prospettive di consolidamento nel secondo semestre 2016. In forte crescita gli investimenti, soprattutto nel comparto uffici, sebbene l'attività sia fortemente concentrata nelle due città più importanti. Nonostante il progresso, la crescita del mercato italiano continua a essere inferiore rispetto alla media delle nazioni concorrenti, a causa dell'effetto solo parziale delle riforme strutturali e alla scarsa vivacità degli investitori, sia che si tratti di famiglie che di operatori professionali. Le prospettive sono di un incremento intorno al 3,6 per cento, nel 2016.

Altri fattori che sono stati decisivi per questo andamento positivo del settore immobiliare riguardano il finanziamento: in *primis* un semplificato accesso al credito per le famiglie con la possibilità di avere un *Loan to Value* più elevato; in *secundis* un livello eccezionalmente basso dei tassi d'interesse che storicamente non è mai stato inferiore allo stato odierno.

L'Italia attira l'interesse degli investitori immobiliari mondiali e il volume di acquisti, sia diretti che attraverso fondi, è ritornato ai livelli pre-crisi. L'interesse è polarizzato sugli immobili di qualità elevata e sui trophy asset, con forte concentrazione a Milano e Roma, con conseguente riduzione dell'offerta disponibile. La scarsa offerta e la compressione dei rendimenti comportano una crescita dell'attenzione verso le zone di secondo livello, in linea con quanto avviene nel resto dell'Europa. Nelle posizioni secondarie è carente l'offerta di immobili *prime*, mentre predominano asset da valorizzare. La ripresa sta premiando l'innovazione del prodotto e del servizio, con una sempre maggiore concentrazione della domanda sul nuovo.

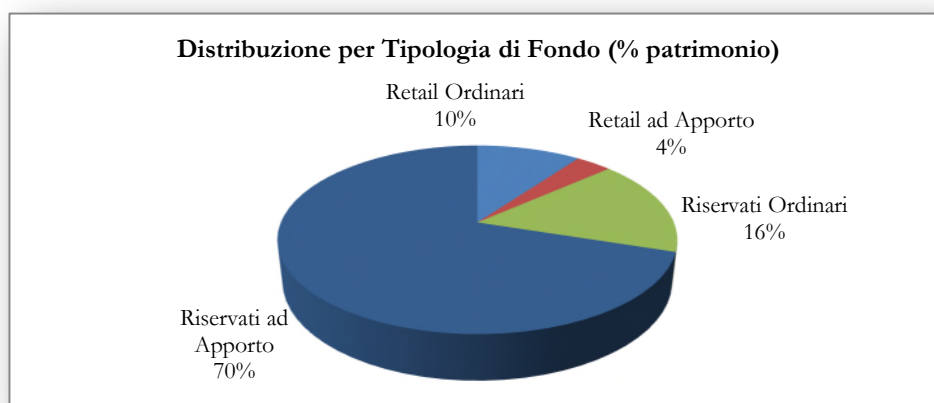
Uno dei soggetti a cui deve essere attribuito parte del merito di questa ripresa del settore sono i fondi immobiliari, che già nel 2015 hanno superato quota 50 miliardi di patrimonio, con un incremento dell'11,5% rispetto al periodo precedente, guidato dal segmento residenziale e dal segmento della logistica, nonostante l'incremento dell'imposizione degli ultimi due anni.

Secondo i dati forniti da Assogestioni, i fondi immobiliari detengono il 3% del risparmio gestito. Il patrimonio complessivo dei fondi censiti dall'associazione ammonta a € 32.494 milioni in crescita del +3,7% rispetto al 2014, mentre il totale delle attività si attesta a € 46.284 milioni, in leggera diminuzione (-1%) rispetto all'anno precedente.



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2015

Ad inizio 2016, l'offerta di fondi immobiliari è composta dal 90% da fondi riservati e dal 10% da fondi *retail*. La componente principale resta sempre costituita dai fondi riservati ad investitori qualificati e/o istituzionali ad apporto, rispetto alle altre alternative presenti sul mercato, con una percentuale minoritaria quotati sul mercato regolamentato dei capitali.

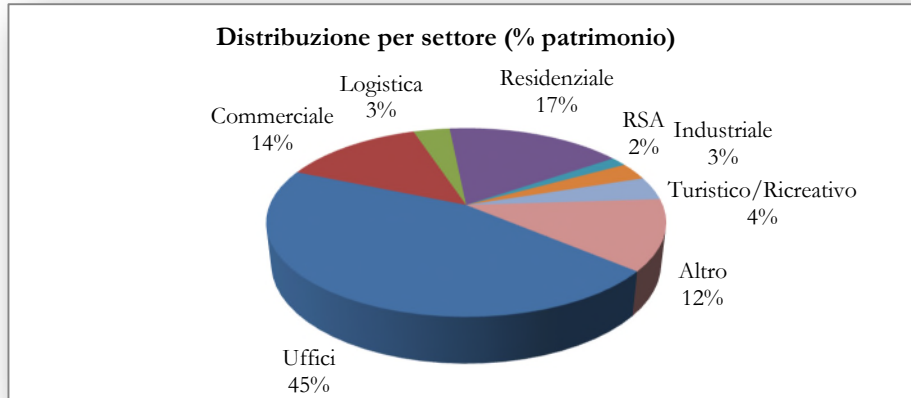


Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2015

L'investimento complessivo in immobili, ossia quello diretto e quello realizzato tramite partecipazioni di controllo in società immobiliari, raggiunge € 41.234 milioni, dato quasi invariato rispetto a dicembre 2014.

La ripartizione degli investimenti per destinazione d'uso è in linea con gli anni precedenti e vede ancora prevalere immobili adibiti ad uso Uffici (45%). Seguono la destinazione d'uso Residenziale (17%), Commerciale (14%), Altro (12%), Turistico/Ricreativo (4%), Industriale (3%), Logistica (3%) e Residenze Sanitarie Assistenziali (2%).

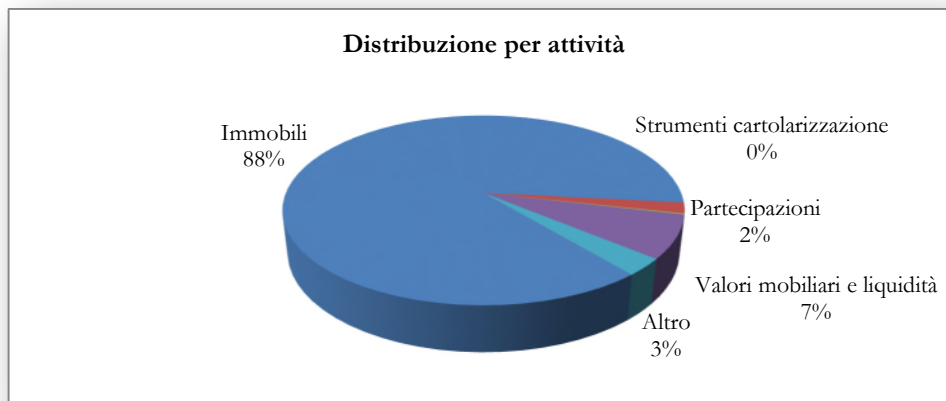
Le modifiche più rilevanti si sono verificate nel settore Residenziale (in aumento di quattro punti percentuali) e nel settore Uffici, in calo del 3,2% rispetto all'anno precedente.



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2015; Dal campione sono esclusi i dati relativi ad Idea Fimit SGR

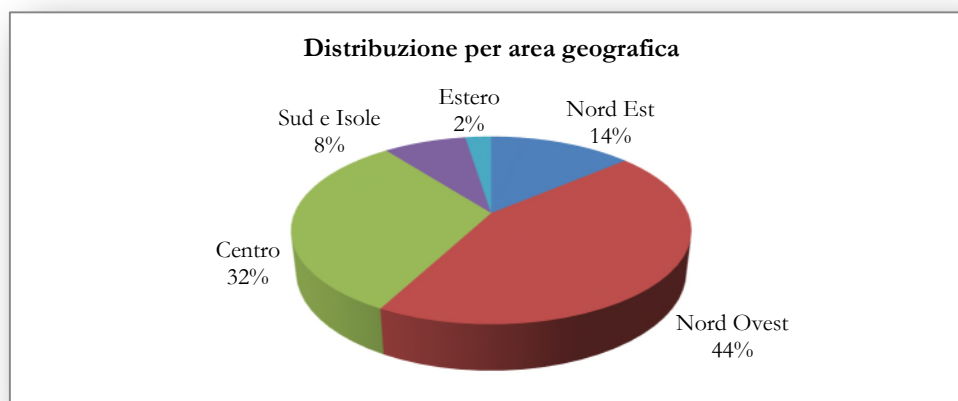
Nel secondo semestre 2015, gli acquisti e i conferimenti di immobili sono stati pari a € 2,6 miliardi, diminuiti del 16% rispetto al valore del precedente semestre, mentre le dismissioni (€ 1,6 miliardi) sono rimaste stabili. Nel corso dell'ultimo anno sono stati acquistati e conferiti immobili per un totale di quasi € 4 miliardi, mentre ne sono stati venduti € 2,3 miliardi, un risultato superiore alla media degli ultimi 5 anni. Oltre l'85% degli acquisti e dei conferimenti è imputabile a fondi che hanno richiamato impegni nel corso dell'anno.

La composizione delle attività è rimasta invariata rispetto al 2014 e risulta così ripartita:



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2015

Con riferimento alla ripartizione geografica degli investimenti si ha la seguente distribuzione:



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2015; Dal campione sono esclusi i dati relativi ad Idea Fimit SGR

Anche la ripartizione degli investimenti per area geografica rimane stabile, con investimenti concentrati prevalentemente nel Nord Ovest (44%), seguono il Centro (32%), il Nord Est (14%), il Sud e Isole (8%) e infine l'Estero (2%).

IL MERCATO RESIDENZIALE⁵

Nel primo trimestre del 2016 il mercato immobiliare italiano mostra un inaspettato aumento del tasso di variazione tendenziale delle unità immobiliari compravendute nel settore residenziale e in quello commerciale e comunque una crescita generalizzata in tutti i settori. La ripresa manifestata nel corso del 2015 imprime una netta accelerazione nei primi tre mesi del 2016. Tra gennaio e marzo 2016 il numero complessivo di compravendite supera infatti le 244 mila unità, facendo registrare un + 17,3 % rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

L'incremento maggiore interessa il segmento residenziale: il numero di transazioni residenziali avvenute tra gennaio e marzo, infatti, risulta essere di 115.135 rispetto alle 95.455 del I trimestre 2015, mostrando un incremento del +20,6%. Nello stesso periodo, a beneficiare del forte avvio a volumi del mercato *Real Estate* italiano è stato anche il settore commerciale che ha registrato una performance del +14,5% rispetto al numero di compravendite del primo trimestre 2015.

La progressiva normalizzazione dei rapporti tra sistema bancario e mercato immobiliare residenziale è confermata dall'aumento di abitazioni acquistate con l'ausilio del mutuo, salita nell'ultimo anno dal 45 al 55 per cento, nonostante l'alta percentuale di surroghe. L'accesso al mutuo è una delle condizioni necessarie per stimolare la domanda potenziale, stimata intorno a un milione di famiglie.

Analizzando il mercato per macro aree geografiche, ancora una volta, come già nel corso del 2015, il Nord guida la risalita con una performance superiore al 24% che distanzia ulteriormente le altre macroaree. È un dato significativo considerando che le regioni settentrionali pesano per quasi il 50% sul mercato complessivo.

⁵ Fonte: Scenari Immobiliari: "Nota semestrale di mercato", Giugno 2016; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2016".

Il Centro, che nel primo trimestre 2016 sfiora le 24.000 unità compravendute, cresce poco al di sotto (+18,5%) del dato nazionale, riscattando la performance negativa avvenuta nello stesso periodo del 2014. Infine il mercato al Sud, in termini di numero di transazioni, incrementa del 16%.

Prestando attenzione alla distinzione tra compravendite avvenute in comuni capoluoghi e comuni non capoluoghi, non si notano differenze significative. Dai dati dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare, risulta una crescita per i capoluoghi pari al 22,9% contro una variazione del +19,4% per i comuni minori. Si confermano pertanto dinamiche simili a quanto registrato durante l'anno passato con uno scarto medio nell'ordine di 2- 3 punti percentuali a favore delle città più grandi.

A fronte di un aumento della domanda e delle compravendite, le quotazioni medie nazionali hanno mostrato ancora una lieve flessione, intorno allo 0,6 per cento, nel corso dell'anno. Tuttavia, nelle zone più richieste, come i centri storici o le aree residenziali di pregio, ci sono stati incrementi lievi rispetto all'anno precedente.

Anche nel mercato locativo la domanda è in aumento, soprattutto di alloggi di piccole dimensioni nelle grandi città, mentre i canoni sono in lieve calo. La tendenza dovrebbe proseguire nel secondo semestre 2016. A Milano il settore della locazione è stato oggetto di importanti novità in quanto, in occasione di Expo, è stata attivata la formula degli affitti brevi e sono state riviste le tariffe dei "canoni concordati", con l'obiettivo di rispondere a una domanda sempre più segmentata e diversificata.

Sebbene i bassi tassi di interesse, accompagnati dal ridimensionamento dei prezzi e dalla maggiore disponibilità delle banche, abbiano comportato un ritorno all'acquisto residenziale, il mercato locativo è destinato a registrare un forte sviluppo a medio termine in tutta Italia. Un ostacolo è rappresentato dalla carenza di servizi professionali da parte delle *property companies*, che in altri Paesi europei svolgono un ruolo di primo piano nell'ambito del mercato locativo.

IL MERCATO DEGLI UFFICI⁶

Il mercato degli uffici ha chiuso il 2015 con un aumento del fatturato del cinque per cento, dopo un lungo periodo di contrazione. L'inizio del 2016 ha consolidato i segnali di crescita e dovrebbe terminare con un incremento quasi analogo.

Lo sviluppo è attribuibile soprattutto alla crescente attività da parte degli investitori internazionali, attirati dai rendimenti superiori rispetto alla maggior parte delle altre principali piazze europee, nonostante la recente compressione. Spesso il ritorno dell'investimento è visto in un'ottica di riqualificazione e riposizionamento degli asset. In aumento anche il dinamismo degli operatori domestici, soprattutto di fondi immobiliari e di privati, che spostano sull'immobiliare una parte dei capitali investiti nei prodotti finanziari a basso rischio, i quali non sono più in grado di offrire rendimenti competitivi. Permane una forte disomogeneità tra le diverse aree geografiche: la crescita del mercato riguarda quasi esclusivamente alcune città tra cui Milano, che concentra la quasi totalità della domanda estera, seguita da Roma, Torino e Bologna. Il miglioramento ha riguardato in modo marginale i capoluoghi intermedi, mentre sono esclusi i piccoli centri.

La concentrazione della domanda sugli spazi moderni comporta il diffuso calo delle *vacancy rate* degli uffici di classe A, mentre la disponibilità degli immobili meno idonei (di classe B o C) è in aumento, causando un tasso di sfritto nazionale elevato, intorno al 27%. Le esigenze di adeguamento dello stock comportano interessanti opportunità di recupero e cambio di destinazione d'uso, ponendo, però, il problema dell'equilibrio funzionale urbano e sociale. Per la prima volta dopo diversi anni è in crescita l'attività degli sviluppatori, con una componente importante del settore pubblico. Tuttavia, nonostante la crescente carenza di offerta in alcune zone, i progetti speculativi restano scarsi. Le quotazioni sono ancora in calo a livello nazionale, ma stabili nelle

⁶ Fonte: Scenari Immobiliari: "Nota semestrale di mercato", Giugno 2016; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2016".

top location e in rialzo nei *business district*. Le prospettive per il secondo semestre 2016 sono di un lieve ritocco verso l'alto dei canoni di locazione e di aumento più consistente dei prezzi per la classe A.

Le quotazioni sono ancora in calo a livello nazionale, ma stabili nelle top location e in rialzo nei *business district*. Le prospettive per fine 2016 sono di un aumento dei canoni di locazione, la cui media italiana si attesta intorno ai 140 euro/mq, e di aumento più consistente dei prezzi per la classe A.

IL MERCATO DEL RETAIL⁷

Nel primo semestre 2016 non sono stati completati progetti significativi nel settore retail in Italia, ma le attese per l'anno sono positive. Infatti continua a migliorare l'attività di sviluppo con i progetti in costruzione che proseguono spediti nei lavori e si stima di raggiungere per fine anno circa 331.000 (di cui il 90% per centri commerciali) mq di GLA di nuova superficie *retail*, in forte crescita rispetto ai 127.000 del 2015.

Nello stesso periodo è migliorata anche l'attività di investimento nel settore, con un volume trimestrale pari a quasi Euro 600 Milioni, in aumento del 13% rispetto allo scorso trimestre e oltre tre volte il volume del primo trimestre 2015. Questo *trend* di crescita è legato soprattutto alla forte accelerazione dell'attività che sta coinvolgendo il settore *high street*, che rappresenta il 62% del volume trimestrale investito nel retail e che si conferma uno dei target principali degli investitori nel 2016. Ciò riflette anche un leggero cambio di strategia a seguito della crescente volatilità dei mercati. Infatti, rispetto a dicembre scorso, oggi si osserva una diminuzione nella propensione al rischio da parte di alcuni investitori con un migliore bilanciamento tra strategie *core* e *value add*.

Gli investitori esteri dominano il mercato anche nel comparto *retail*, ma sono frenati dalla carenza di prodotto idoneo. La flessione dei rendimenti ed il livello elevato dei prezzi nelle città primarie spinge una parte della domanda verso posizioni secondarie, dove sono guardate con interesse anche le filiali dismesse delle banche. In generale, gli investitori internazionali cercano centri di grandi dimensioni, nuovi o ammodernati sia dal punto di vista degli spazi che dell'organizzazione del mix merceologico, con un ampio numero di aree ristorative, ricreative e di servizi ai cittadini. Tuttavia, in Italia questo tipo di offerta risulta molto carente, con il conseguente aumento dell'interesse per centri di minori dimensioni, purché collocati in posizioni strategiche e altamente performanti. In rapida crescita la domanda di spazi innovativi, dai centri ad elevata specializzazione, a spazi monomarca sempre più tecnologici e ai negozi temporanei e pop-up, che hanno visto una notevole riduzione dei costi rispetto al passato. In questo comparto sono attive soprattutto le società di moda e design, ma è in crescita il settore *food*.

Si conferma l'interesse degli investitori internazionali *core* per gli spazi di lusso nelle principali città italiane, dove però l'offerta è limitata e la concorrenza sempre più elevata tra investitori e affittuari.

In generale, i canoni sono aumentati nel semestre grazie ad una forte domanda da parte dei *retailer* non solo nei centri di primaria ubicazione: in particolare, i canoni sono maggiormente aumentati a Milano del 6%, a Roma dell'8,6%, a Verona del 10% e a Firenze del 22%. Ciò conferma il forte interesse che sta caratterizzando questo settore.

A conferma di questi segnali di miglioramento dei consumi e del clima di fiducia, il mercato immobiliare commerciale ha subito un'accelerazione nel numero di transazioni, composte principalmente da portafogli e centri commerciali posizionati fuori dai grandi centri abitati. La forte ascesa dei mercati del commerciale si manifesta in modo abbastanza uniforme in tutte le macro-aree. A crescere maggiormente, ribaltando le dinamiche del trimestre precedente, sono soprattutto le regioni settentrionali (+15,7%) e quelle meridionali (+14,6%).

⁷ Fonte: Scenari Immobiliari: "Nota semestrale di mercato", Giugno 2016; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2016"; CBRE: "Marketview, Italy Retail, Q1 2016".

Le otto principali province italiane segnano complessivamente una crescita pari al 14,1% rispetto al I trimestre del 2015. Il dato è il risultato degli incrementi registrati in tutte le province delle grandi città, con la sole eccezione di Firenze. Spiccano per gli elevati rialzi in questo trimestre le province di Torino (+24,2%) e Roma (+20,8%).

IL MERCATO DELLA LOGISTICA⁸

Nel primo semestre del 2016 il mercato immobiliare della logistica ha continuato il trend positivo registrato nello scorso anno. La fiducia nel comparto manifestata dagli investitori internazionali si è concretizzata in importanti transazioni, che hanno visto nei primi mesi dell'anno il passaggio di proprietà di interi portafogli.

Infatti, si è assistito ad una forte accelerata dell'assorbimento di spazi logistici in Italia, oltre i 330.000 mq in aumento del 22% rispetto al periodo precedente. La Lombardia si conferma l'area preferita dagli utilizzatori, concentrando il 46% dello spazio assorbito.

L'offerta risulta ancora in leggero incremento, rispetto al 2015, escludendo quella di Classe A, che invece è diminuita. Tuttavia si tratta di una disponibilità di spazi molto elevata, dove abbondano immobili ai limiti dell'idoneità per le funzioni logistiche, sia in termini di metrature che di caratteristiche generali (altezze, materiali di costruzioni, risparmio energetico), penalizzando nel complesso la crescita di un mercato di standard elevato.

Gli *asset* che interessano maggiormente gli investitori sono ubicati in aree secondarie di mercati *prime* con buona accessibilità, dove è maggiore la concentrazione di immobili di taglio medio-piccolo con canoni inferiori rispetto a quelli *prime*.

La domanda si conferma fortemente sostenuta in questo settore, guidata dalle aspettative di crescita dell'*e-commerce* e delle vendite al consumo, che dopo cinque anni di recessione iniziano a tornare positive ed il *trend* futuro è atteso in ulteriore consolidamento. La distribuzione sta attraversando un momento di profondo cambiamento legato all'adattamento delle strutture agli standard di mercato e molti investitori stanno approfittando per entrare nel mercato visti i canoni storicamente bassi.

Il *target* principale per l'investitore è costituito dall'*hub* logistico, poiché questa struttura permette riduzioni significative dei costi di gestione rispetto all'immobile *stand alone*.

IL MERCATO ALBERGHIERO⁹

A fine 2015, il settore ricettivo ha raggiunto quota 158.412 strutture aperte sul territorio italiano, tra alberghi ed esercizi complementari, quali campeggi, agriturismi, bed & breakfast ed alloggi in affitto, confermando sostanzialmente (+0.05%) la consistenza registrata nell'anno precedente. Il comparto alberghiero, con 33.290 strutture, ha visto ridursi di 26 unità il numero di esercizi aperti rispetto all'anno precedente, facendo nel contempo registrare un incremento dei posti letto (+7.416, pari allo 0,03%).

Nel delineare il quadro complessivo dell'offerta si osserva un aumento del numero di alcune tipologie di esercizi complementari (bed-and-breakfast +7%) e una contrazione di altre (alloggi in affitto -2%). Il peso in termini di posti letto degli alberghi nel ricettivo cala al 46,2% del totale (-1%). Analizzando nello specifico il solo comparto alberghiero, la riduzione delle strutture aperte, da 33.728 a 33.316, ha interessato in particolare

⁸ Fonte: Scenari Immobiliari: "Nota semestrale di mercato", Giugno 2016; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2016"; CBRE: "Marketview, Italy Industrial and Logistics, Q1 2016".

⁹ Fonte: Federalberghi: "Relazione Annuale sull'attività alberghiera 2015"

gli alberghi a 1 e a 2 stelle, che diminuiscono rispettivamente di 142 unità (da 3.224 a 3.082) e di 81 unità (da 6.227 a 6.146).

Si rileva, invece, un aumento degli alberghi di fascia medio-alta, con i 5 stelle che passano da 410 a 428 (+18 unità) e i 4 stelle che aumentano di 113 unità, da 5.393 a 5.506. In crescita anche il segmento dei 3 stelle e delle residenze turistico-alberghiere, che aumenta di 66 unità, passando da 18.062 a 18.128.

Concentrandosi sulle caratteristiche dell'offerta alberghiera italiana, la dimensione media delle strutture è di 32,75 camere e 67,32 posti letto. Rimane prevalente il numero di esercizi di piccola dimensione (18.338, pari al 55%), con un numero medio di 13,66 camere per esercizio e 27,14 posti letto. Si contrae leggermente il numero degli esercizi di media dimensione, che passa da 13.578 a 13.525 (-0,4%), con un numero medio di camere per esercizio di 44,24 per 89,90 posti letto. Aumentano, passando da 1.406 a 1.427 (+1,5%) gli alberghi di grande dimensione, con un numero medio di camere per esercizio di 169,23 per 369,66 posti letto.

La domanda turistica in Italia nel corso del 2015 ha registrato una variazione positiva del 3,6% di presenze alberghiere tra italiani e stranieri. Nel dettaglio, i pernottamenti degli italiani sono cresciuti del 3,2% e quelli degli stranieri hanno registrato un incremento del 4,1%.

Secondo i dati forniti dalla Banca d'Italia, nel periodo gennaio - dicembre 2015 la bilancia dei pagamenti turistica ha fatto registrare un avanzo di 13.725 milioni di euro (era di 12.528 milioni nello stesso periodo dello scorso anno). Le spese dei viaggiatori stranieri in Italia sono aumentate del 4,5%, attestandosi a 35.765 milioni; quelle dei viaggiatori italiani all'estero, pari a 22.040 milioni, sono cresciute dell'1,5%.

Le previsioni del *Confidence Index* dell'Organizzazione mondiale del turismo per il resto 2016 sono positive, anche se a un livello leggermente inferiore rispetto ai due anni precedenti. Sulla base della tendenza attuale e sui prevedibili sviluppi l'Organizzazione stima che gli arrivi turistici internazionali possano crescere del 4% a livello mondiale. Per regione, la crescita dovrebbe essere più forte in Asia e il Pacifico (+ 4% e + 5%) e nelle Americhe (+ 4% a + 5%), seguita da Europa (+ 3,5% a + 4,5%). Le proiezioni per l'Africa (+ 2% al 5%) e il Medio Oriente (+ 2% a + 5%) sono positive, anche se con un maggior grado di incertezza e volatilità.

In conclusione, le aspettative per il 2016 rimangono orientate al ribasso in ragione degli aggiustamenti in atto nell'economia globale: un rallentamento generalizzato nelle economie emergenti, il riequilibrio della Cina, prezzi delle materie prime più bassi, e la progressiva uscita degli Stati Uniti da politiche fiscali espansive.

Nel corso del primo semestre 2016, la SGR, a seguito dell'estensione della durata del Fondo di ulteriori 5 anni come da delibera del CDA della SGR del 18 dicembre 2013, prosegue nel processo di valorizzazione del patrimonio immobiliare del Fondo al fine di cogliere opportunità di disinvestimento a condizioni più vantaggiose anche grazie ad un orizzonte temporale più esteso.

In merito alle cessioni, in data 28 luglio 2016 è stato perfezionato il contratto di compravendita, avente ad oggetto le due torri site in Milano, via Messina, al prezzo complessivo di Euro 26,4 milioni oltre imposte come per Legge. Il prezzo concordato nel preliminare di compravendita, del 8 luglio, pari a complessivi Euro 26.800.000 oltre imposte come per Legge, è stato ridotto ad Euro 26.400.000 in quanto, il valore indicato nel contratto preliminare prevedeva l'esecuzione di lavori di adeguamento normativo in capo al Fondo fino ad Euro 400.000, valori che a fronte di un'anticipazione della data di vendita, inizialmente prevista per il mese di ottobre, anche nell'interesse del Fondo, saranno invece eseguiti a cura e spese della parte acquirente.

Sul fronte delle locazioni, l'operato della SGR si è concentrato sull'esecuzione delle attività connesse alla rilocazione degli spazi sfitti e sulla definizione di nuovi accordi contrattuali per spazi aventi scadenza nel breve periodo.

Con riferimento alle attività di riqualificazione dei beni del portafoglio, la SGR ha ottenuto le autorizzazioni per la riqualificazione dell'immobile di San Giuliano Milanese e pertanto, nel corso del primo trimestre 2016, ne ha avviato i lavori attualmente ancora in corso.

LA GESTIONE IMMOBILIARE

Alla data della presente Relazione, il portafoglio del Fondo comprende n. 3 immobili: l'immobile di Milano Via Messina costituito da n. 2 torri, di cui una avente destinazione d'uso direzionale e l'altra destinazione alberghiera, l'immobile di San Giuliano Milanese avente destinazione industriale/direzionale e l'immobile di Roma Via Bombay a destinazione direzionale.

Di seguito si illustrano le principali caratteristiche di tali beni:

Immobilie	Comune	Indirizzo	Sup. Lorda (Mq)	Sup. Comm. (Mq)	Tenancy	Passing Rent (€ Mln)	Occup. (%)	OMV 30/06/2016 (€ Mln)	Costo Storico (€ Mln)
Procaccini	Milano	Via Messina, 38	11.445	9.344	Multi-Tenant/Vacant	1,2	72%	26,81	€ 48,1
Roma	Roma	Viale Bombay, 1/5	15.392	8.661	Multi-Tenant	1,8	100%	24,08	€ 23,0
San Giuliano	San Giuliano	Via L. Tolstoj, 63/65	19.391	18.897	Mono-Tenant	1,0	100%	8,26	€ 34,2
Totale			46.228	36.902		4,0	93%	59,15	105,3

ROMA - VIA BOMBAY

Locazioni: il complesso immobiliare, ad uso uffici e della consistenza di circa 8.700 mq, risulta completamente locato alle società MoneyGram, Leo Real Estate ed alla società americana Oracle che, con l'83% di spazi occupati, risulta essere il principale conduttore dell'immobile. Inoltre è presente al piano copertura un'area di circa 30 mq sulla quale è installata un'antenna; tale spazio è concesso in locazione a Infrastrutture Wireless Italiane SpA (Gruppo Telecom Italia).

Il contratto di locazione di Oracle ha scadenza nel mese di novembre del 2017 e prevede la possibilità di recesso anticipato (con 12 mesi di preavviso). In ragione della manifestazione dell'intenzione, da parte di Oracle, di rilasciare un piano dell'edificio, è in corso di

definizione un elenco di possibili interventi di riqualificazione sull'immobile volti a favorire il Fondo in una trattativa con il conduttore per il rinnovo del contratto.

Manutenzione: Nel corso del periodo sono stati completati i lavori di sostituzione dei gruppi frigoriferi al fine di garantire la regolare funzionalità impiantistica dell'immobile.

Valutazione: Il Valore di Perizia del complesso immobiliare di Roma risulta pari ad Euro 24,08 Milioni, in lieve aumento dello 0,5% da dicembre 2015 (Euro 23,97 Milioni) *vis à vis* un costo storico pari ad Euro 23,0 Milioni.

SAN GIULIANO - VIA LEONE TOLSTOJ

Locazioni: Il complesso immobiliare ad uso industriale/direzionale è interamente locato alla società Tech Data Italia S.r.l.; la scadenza contrattuale era prevista nel mese di giugno 2015. Il conduttore, entro il termine contrattuale previsto, ha fatto pervenire alla SGR la disdetta dal contratto di locazione con decorrenza 1 luglio 2015. Nel periodo intercorrente tra la data di scadenza del contratto di locazione (30 giugno 2015) e la fine dei lavori sull'immobile (prevista entro il 30 giugno 2016 e successivamente prorogata al 30 settembre 2016) è stato negoziato un canone di locazione di Euro 1.035.000 annui.

A seguito degli accordi siglati nel dicembre 2014 e della relativa proroga siglata il 2 febbraio 2015 tra la SGR e Tech Data riguardanti il progetto di riqualificazione dell'immobile, nel corso del primo trimestre 2015 sono state avviate le specifiche attività propedeutiche tra cui le opportune indagini ambientali. Dal punto di vista autorizzativo/amministrativo, in data 30 settembre 2014, è stato presentato al Comune di San Giuliano Milanese il progetto di riqualificazione ed avviata la pratica edilizia (Piano Attuativo). In data 14 aprile 2015 è stata protocollata la domanda di integrazione documentale. In data 21 aprile 2015 il Comune di San Giuliano Milanese ha comunicato la conclusione della fase istruttoria di istanza di approvazione del piano di lottizzazione delle aree. In data 16 giugno 2015 è stato approvato in via definitiva dalla giunta del Comune di San Giuliano Milanese il piano attuativo. In data 31 luglio 2015 il conduttore e la SGR hanno sottoscritto un addendum agli accordi siglati alla fine del 2014, nel quale è prevista la posticipazione dei termini per l'ottenimento dei permessi, autorizzazioni e concessioni.

Di seguito i termini principali oggetto degli accordi con il conduttore:

- Oggetto d'intervento: demolizione parziale e ricostruzione di un nuovo magazzino logistico della consistenza di circa 6.000 mq secondo standard concordati con il conduttore;
- Locazione: sottoscrizione di un nuovo contratto di locazione con decorrenza a partire dalla fine dei lavori sull'immobile prevista entro settembre 2016. Il contratto prevede una durata di 9+6 anni ed il canone di locazione scalettato come segue:
 - 1° anno: Euro 1.035.000,
 - 2° anno: Euro 1.035.000 (+Istat),
 - dal 3° anno fino alla scadenza: canone a regime pari ad Euro 1.093.080 (+Istat).
- Garanzia: fidejussione bancaria a prima richiesta pari a 6 mensilità del canone di locazione.

L'intervento di riqualificazione prevede un investimento pari ad Euro 9,8 milioni.

Nel corso del terzo trimestre 2015 si è provveduto (i) all'avvio delle demolizioni, (ii) alla sottoscrizione in data 7 settembre 2015 della Convenzione con il Comune di San Giuliano Milanese con il pagamento degli oneri a favore dello stesso per un importo complessivo di

circa Euro 495.000 e (iii) al deposito della documentazione necessaria all'ottenimento del Permesso a Costruire.

Nel corso dello stesso periodo è stata altresì conclusa la progettazione a cura dei consulenti incaricati dalla SGR dopo aver raggiunto l'accordo tecnico con i consulenti del conduttore.

In data 29 ottobre 2015 il Comune di San Giuliano Milanese ha rilasciato il Permesso di Costruire per l'ampliamento del fabbricato industriale.

In data 23 dicembre 2015 è stato sottoscritto con la società Colombo Costruzioni S.p.A., a seguito della procedura competitiva, il contratto d'appalto per l'esecuzione delle opere.

Nel corso del primo trimestre 2016 sono iniziati i lavori di ricostruzione del nuovo magazzino logistico e, al 30 giugno 2016, lo stato avanzamento dei lavori è pari a circa il 48,9%. Si prevede il completamento dei lavori nel corso del terzo trimestre 2016.

Manutenzione: nel corso del primo semestre 2016 non sono stati effettuati ulteriori interventi di manutenzione straordinaria diversi da quelli sopra descritti.

Valutazione: Sulla base delle analisi svolte, l'Esperto Indipendente ha individuato il Valore di Mercato del complesso immobiliare pari ad Euro 8,26 Milioni, in aumento dell'89,5% rispetto a dicembre 2015 (Euro 4,36 Milioni) *vis à vis* un costo storico pari ad Euro 34,2 Milioni.

Tale variazione positiva del Valore di Mercato al 30 giugno 2016 trova spiegazione nel riconoscimento parziale dei lavori di riqualificazione tutt'ora in corso.

MILANO PROCACCINI

Locazioni: La proprietà del Fondo è costituita da due torri (Torre A e Torre C) di 10 piani fuori terra inserite in un più ampio complesso denominato "Procaccini Center":

- la **Torre A** è completamente affittata alla catena alberghiera B&B Hotels Italia S.p.A.. Il canone di locazione che il conduttore si impegna a corrispondere sarà pari al maggior importo tra il minimo garantito pari ad Euro 605.000 ed il 25% dei ricavi gestionali maturati nell'anno solare. Il contratto, con decorrenza a partire dal 9 Dicembre 2014, prevede una durata di 20 anni con esclusione della possibilità di esercitare la *break option*.

- la **Torre C** è parzialmente sfitta ed il tasso di occupazione è pari al 53%. In virtù dei segnali positivi raccolti sul mercato, si prevede che parte degli spazi sfitti possano essere locati entro il terzo trimestre 2016. Nel corso del secondo semestre 2015 è stato stipulato un nuovo contratto di locazione con la società DKV Italia S.r.l. avente ad oggetto un intero piano ad uso uffici e con decorrenza a partire dal 1 maggio 2016.

Si segnala inoltre che nel corso del 2015 Tom Tom Sales BV Italian Branch ha inviato regolare disdetta con effetto dal mese di giugno 2016. E', pertanto, in corso l'attività di negoziazione con tale conduttore al fine di stipulare un nuovo contratto di locazione.

Manutenzione: Nel corso del primo semestre 2016 sono stati completati i lavori di riqualificazione della reception della Torre "C" e del piano locato al conduttore DKV Italia S.r.l.

Valutazione: Sulla base delle analisi svolte, l'Esperto Indipendente ha individuato il Valore di Mercato dei beni al 30 giugno 2016 pari a:

- Euro **13,140 Milioni** per la Torre A;
- Euro **13,67 Milioni** per la Torre C.

Il Valore di Perizia del complesso immobiliare di Via Messina risulta quindi pari ad Euro 26,81 Milioni, in lieve aumento da dicembre 2015 (Euro 26,80 Milioni) *vis à vis* un costo storico pari ad Euro 48,1 Milioni.

Si segnala che, a seguito della stipula del contratto preliminare siglato in data 8 luglio 2016 con Beni Stabili S.i.i.q., al prezzo complessivo di Euro 26.800.000, come già riferito, l'immobile è stato valorizzato nella presente Relazione a tale valore che trova rappresentazione nel valore complessivo dell'immobile iscritto tra le attività dello Stato Patrimoniale.

Operazioni di dismissione

Si riporta il prospetto dei cespiti disinvestiti dalla data di avvio dell'operatività del Fondo alla data della presente Relazione:

(in migliaia di Euro)

Cespiti disinvestiti	Quantità (*)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo acquisto		Data	Ricavo di vendita			
ANNO 2005									
Centro direzionale Lombardia Milano Via Montecuccoli 20	m ² 20.646 (*)	07/05/99	32.888	37.200	27/06/05	37.200	14.702	1.169	17.845
ANNO 2006									
Polo logistico Lombardia Agnadello (CR), Strada Statale n° 472 Bergamina, Km 11.300	m ² 52.657 (*)	19/07/00	25.485	30.100	10/02/06	30.100	12.275	972	15.918
ANNO 2008									
Megastore Lombardia Milano Via Torino ang. Via dei Piatti 1/3	m ² 1.651 (*)	04/12/02	11.806	17.000	18/12/08	17.500	4.582	862	9.414
ANNO 2009									
Megastore Lombardia Brescia Corso Magenta, 2	m ² 6.382 (*)	30/01/03	17.022	19.300	09/06/09	20.800	7.655	1.208	10.225
ANNO 2010									
Centro direzionale Lombardia San Donato Milanese Via XXV aprile Lotto III A	m ² 11717 (*)	30/09/05	33.579	35.500	23/02/10	35.500	9.203	1.518	9.607
Centro direzionale Lombardia San Donato Milanese Via Milano - Lotto IV	m ² 3785 (*)	20/05/04	9.175	10.500	28/10/10	12.250	2.486	279	5.282
ANNO 2012									
Megastore Lombardia Corsico Viale dell'Industrie 15/17	m ² 4.252 (*)	29/06/05	11.800	11.075	19/04/12	11.075	2.244	304	1.215
ANNO 2014									
Origgio (VA) - Strada Statale 233 Km. 20,5	47140 (*)	27/12/06	42.147	20.400	30/06/14	16.650	22.859	1.712	-4.350

(*) Superficie ponderata ex D.P.R. 138/98

LA GESTIONE MOBILIARE

Alla data della presente Relazione risulta in essere un deposito bancario vincolato presso il quale è investito la liquidità del Fondo. Tale deposito è stato acceso presso Banca Monte Paschi di Siena, e formalizzato preliminarmente tra Banca Depositaria, Banca Monte Paschi di Siena ed SGR a mezzo accordo trilaterale. La remunerazione corrente del conto deposito con vincolo di indisponibilità per il periodo 09/05 – 25/07/2016 è pari allo 0,78%.

	Durata dei depositi				Totale
	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso inferiore a 24 ore	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso da 1 a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza da 15 giorni a 6 mesi	Depositi a termine con scadenza da 6 mesi a 12 mesi	
- Banca Monte dei Paschi di Siena	-	-	7.000.000	-	7.000.000

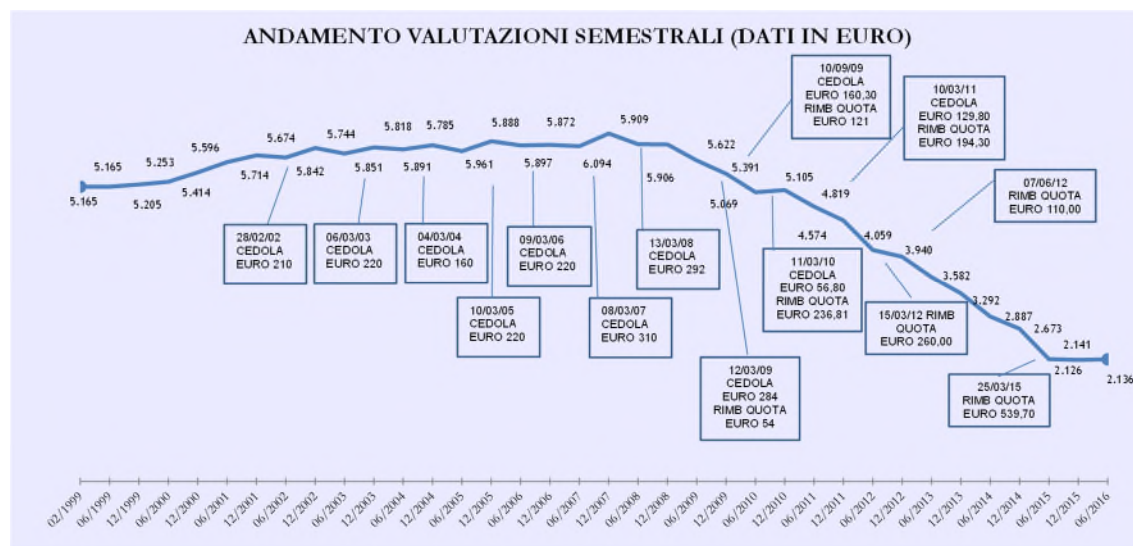
	Durata dei depositi				Totale
	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso inferiore a 24 ore	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso da 1 a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza da 15 giorni a 6 mesi	Depositi a termine con scadenza da 6 mesi a 12 mesi	
- Banca Monte dei Paschi di Siena	-	-	14.000.000	-	14.000.000
- versamenti	-	-	14.000.000	-	14.000.000
- prelevamenti	-	-	-14.000.000	-	-14.000.000

In data 27/02/2016 è venuto a scadenza il deposito vincolato per un importo di Euro 7 milioni con stesse caratteristiche acceso in data 29/12/2015 con una remunerazione pari allo 0,50%.

Si segnala, inoltre, che in data 05/05/2016 è venuto a scadenza il deposito vincolato per un importo di Euro 7 milioni con vincolo di indisponibilità per il periodo 07/03 – 05/05/2016 con una remunerazione dello 0,80%.

ANDAMENTO DEL NAV CONTABILE, IRR E VALORE DELLA QUOTA SUL MERCATO

Di seguito si riporta l'andamento della serie storica del valore della quota del Fondo.



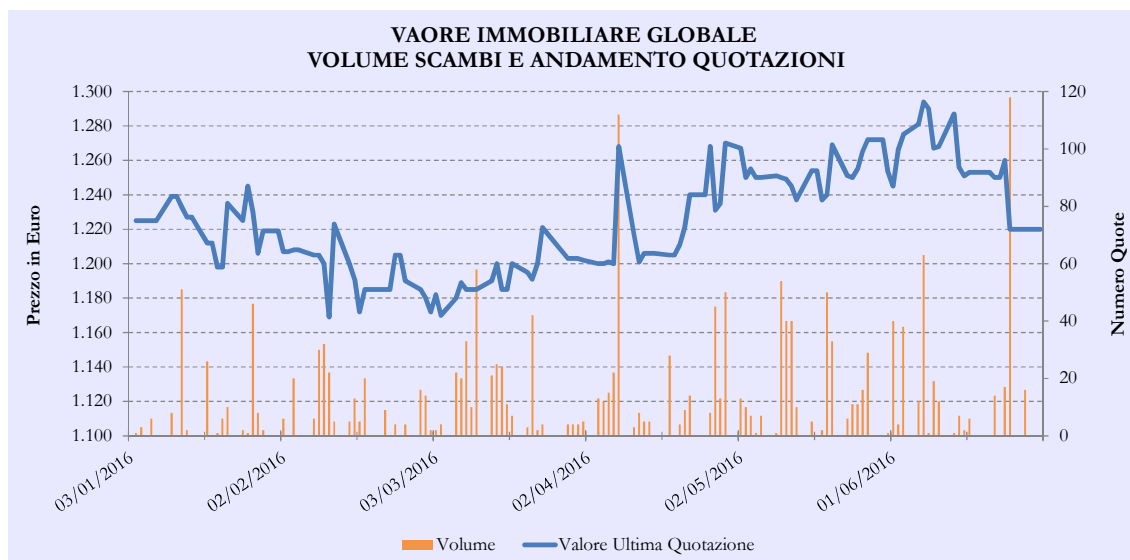
Il tasso interno di rendimento, indicativo della potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore nell'ipotesi di dismissione dell'intero portafoglio ai valori di perizia al 30 giugno 2016, risulta pari a circa all'1,09%, al di sotto del rendimento obiettivo del 5% annuo composto, in quanto negli ultimi anni il Fondo ha risentito di alcuni mancati redditi da locazione su significative porzioni immobiliari e della valutazione/realizzo del portafoglio immobiliare.

Nel grafico che segue è raffigurato l'andamento dei prezzi ufficiali di mercato e dei volumi degli scambi nell'arco del periodo di riferimento.

Nel corso del primo semestre 2016 la quota ha registrato il prezzo minimo del periodo pari ad Euro 1.169 in data 11 febbraio 2016 ed ha raggiunto quello massimo pari ad Euro 1.294 in data 7 giugno 2016.

Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel primo semestre 2016 è stato di n. 14 quote.

Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (30 giugno 2016) è stato di Euro 1.220.



In seguito all'ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa, le quote del Fondo sono negoziate a decorrere dal 29 novembre 1999 presso Borsa Italiana nel Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* (MIV) – segmento Fondi Chiusi.

STRUTTURA FINANZIARIA DEL FONDO

Il Regolamento sulla gestione collettiva di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 prevede al Titolo V, Capitolo III, Sezione V, paragrafo 6.2.1 che i FIA chiusi non riservati possano assumere prestiti direttamente o tramite società controllate, purché la leva finanziaria, tenuto conto anche dell'esposizione complessiva in strumenti derivati, non sia superiore a 2.

Castello SGR calcola la leva finanziaria dei propri fondi con il “metodo degli impegni” secondo quanto previsto nel Regolamento delegato (UE) n. 231/2013.

Alla data di chiusura della presente Relazione, la leva finanziaria utilizzata dal FIA, determinata secondo quanto previsto nell'articolo 109 del Regolamento delegato (UE) 231/2013, risulta pari a 1,11 secondo il “metodo degli impegni” e pari a 0,97 secondo il “metodo lordo”.

IMPOSTA DI BOLLO

Con l'articolo 19, del Decreto Legge 6 dicembre 2011, n. 201 ("DL 201/2011") ed il decreto attuativo del 24 maggio 2012 ("Decreto") è stata prevista l'applicazione dell'imposta di bollo sulle comunicazioni relative ai prodotti ed agli strumenti finanziari di qualsiasi natura. L'imposta di bollo è dovuta da ciascun partecipante a decorrere dell'anno 2012. L'imposta è dovuta nella misura proporzionale dell'1 per mille ed è applicata sul valore di mercato delle quote (o, in mancanza, sul valore nominale o di rimborso), il quale - in mancanza di differenti indicazioni da parte dell'Amministrazione Finanziaria - può ritenersi coincidente con il valore delle quote così come indicato nel Rendiconto. L'ammontare dell'imposta dovuta annualmente non può essere inferiore ad Euro 34,20 e non può essere superiore, per il solo anno 2012, ad Euro 1.200 a partecipante. Per gli anni successivi al 2012, l'imposta di bollo sarà dovuta nella misura proporzionale del 1,5 per mille, innalzata al 2,0 per mille per il 2014 e a regime per gli anni successivi, senza alcun massimale per i soggetti persone fisiche e con il limite di Euro 14.000 per tutti i soggetti diversi dai precedenti. Il versamento dell'imposta di bollo dovrà essere eseguito dall'ente gestore, previa provvista da parte del partecipante, in tutti i casi in cui esso intrattiene direttamente o indirettamente con il quotista uno stabile rapporto. Ai sensi dell'art. 19, comma 3-bis del DL 201/2011, in caso di mancata provvista da parte del quotista per il pagamento dell'imposta, l'ente gestore può effettuare i necessari disinvestimenti. In data 21 dicembre 2012 è stata pubblicata la Circolare n. 48/E dell'Agenzia delle Entrate che commenta l'imposta di bollo applicabile alle comunicazioni relative ai prodotti finanziari.

E' stata modificata con la legge di stabilità per il 2014 (legge n. 147 del 27 dicembre 2013) l'imposta di bollo sulle comunicazioni relative ai prodotti ed agli strumenti finanziari di qualsiasi natura, con l'aumento dell'aliquota dal 1,5 al 2 per mille, e con l'innalzamento del limite massimo da 4.500 a 14.000 per tutti i clienti diversi dalle persone fisiche.

RITENUTA SUI PROVENTI

L'articolo 3, comma 12 del decreto-legge 24 aprile 2014, n. 66 coordinato con la legge di conversione 23 giugno 2014, n. 89 ha innalzato dal 20% al 26% l'aliquota relativa alla tassazione dei proventi e redditi diversi derivanti dalla partecipazione a organismi di investimento collettivo del risparmio realizzati a decorrere dal 1 Luglio 2014. Tali proventi si considerano realizzati alla data di regolamento dell'operazione, ma è previsto che in caso di rimborso, cessione o liquidazione delle quote sui proventi maturati al 30 giugno 2014 continuerà ad applicarsi l'aliquota del 20%. Il regime transitorio si applica sia ai redditi di capitale che ai redditi diversi di natura finanziaria.

ANDAMENTO DEI CONTENZIOSI

Non si segnalano contenziosi alla data di chiusura della presente Relazione.

OUTSOURCING DEI SERVIZI DI PROPERTY E ASSET MANAGEMENT

Si informa che il precedente gestore RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A. ha affidato in outsourcing a società specializzate l'incarico di gestione amministrativa (c.d. "Property Management") e di valorizzazione e gestione strategica (c.d. "Asset Management") del patrimonio immobiliare del Fondo, tali incarichi sono stati trasferiti unitamente alla gestione del Fondo con efficacia 1° febbraio 2013.

L'incarico di property management è stato rinegoziato da Castello SGR ed affidato ad Arcotecnicar E. S.r.l., property manager del Fondo anche durante la precedente gestione. Si comunica che, a far data dal 16 luglio 2015, la società è stata fusa nella società Arcotecnicar Group S.p.A., la quale subentra senza soluzione di continuità in tutti i rapporti attivi e passivi.

L'incarico di Asset Management è stato affidato dal precedente gestore a "RREEF Opportunities Management S.r.l.", in data 27 dicembre 2006: Castello SGR ha ricevuto, in data 27 settembre 2013, da parte di RREEF Opportunities Management Srl, una richiesta di consenso di cessione dei contratti di Asset Management relativi al Fondo ad altra società del Gruppo Deutsche Bank, denominata Deutsche Alternative Asset Management (UK) Limited.. La cessione, approvata dal CDA della SGR in data 24 ottobre 2013, ha avuto come data di efficacia il 31 ottobre 2013. In data 18 maggio 2016 la SGR ha comunicato la revoca dell'incarico nell'interesse del Fondo per lo svolgimento delle attività di advisory relativamente al patrimonio immobiliare. Per effetto di quanto appena riportato il contratto si intenderà risolto ed improduttivo di effetti al decorrere di 3 mesi dal momento di ricezione della comunicazione da parte del fornitore.

TRASPARENZA DEGLI INCARICHI ASSEGNATI AGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Al fine di ottemperare alle specifiche indicazioni in materia formulate nella Comunicazione Congiunta Consob - Banca d'Italia del 29 luglio 2010 - "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di investimento dei beni immobili dei fondi comuni di investimento", nonché a quanto previsto dal nuovo D.M. n.30 del 5 marzo 2015, si riportano le indicazioni relative all'incarico assegnato all' Esperto Indipendente, i presidi organizzativi e procedurali adottati per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli esperti medesimi, evidenziando l'adesione di Castello SGR alle Linee Guida di Assogestioni nella loro ultima versione.

Le attività legate alla gestione del rapporto con gli Esperti Indipendenti risultano aggiornate in un'apposita sezione del Manuale delle Procedure Aziendali di Castello SGR, la cui ultima versione è stata approvata dal CDA del 17 maggio 2016.

La SGR ha istituito, a seguito del recepimento della direttiva AIFM, una apposita Funzione di Valutazione dei beni (di seguito anche FVB) del patrimonio dei FIA.

L'attività di analisi svolta dalla FVB viene delegata alla Funzione di Risk Management.

La FVB risponde direttamente al Consiglio di Amministrazione della SGR ed è funzionalmente e gerarchicamente indipendente dall'Area Investimenti.

La FVB coordina il processo di valutazione dei beni del FIA.

In particolare, la FVB verifica che, in occasione della relazione annuale e semestrale, la SGR adotti un processo di valutazione di ciascuna attività del FIA, equo, appropriato e corretto.

Stante l'attività tipica dei FIA gestiti, particolare attenzione è posta da FVB nella verifica delle valutazioni dei beni immobili effettuate dagli Esperti Indipendenti.

Per quanto riguarda le valutazioni delle altre attività del FIA, di carattere residuale (ad es. partecipazioni in società non immobiliari), la SGR si può eventualmente avvalere di pareri espressi da consulenti esterni. Tali valutazioni vengono, in ogni caso, sottoposte ad analisi della FVB.

La SGR adotta tutte le misure necessarie allo scambio di informazioni e documentazione fra le strutture aziendali interessate e gli Esperti incaricati delle valutazioni al fine di favorire la tracciabilità e l'efficacia dei processi di valutazione a tutela degli investitori.

La SGR osserva le presenti disposizioni nelle ipotesi di valutazione periodica dei beni facenti parte del patrimonio del FIA (calcolo del NAV), nonché nelle ipotesi di conferimento (sia esso in fase di costituzione del fondo ovvero successivamente) e di cessione di beni.

Qualora la SGR si avvalga di Esperti Indipendenti, ovvero di valutatori esterni anche per la valutazione dei beni nelle fasi di acquisto, essa osserva le presenti disposizioni e assicura che tali soggetti siano in possesso dei medesimi requisiti di professionalità e indipendenza previsti per gli esperti indipendenti.

Fermo restando il rispetto della vigente normativa in materia di criteri di valutazione dei beni del FIA al fine di assicurare una rappresentazione fedele e corretta del patrimonio del fondo, la SGR fornisce agli Esperti Indipendenti informazioni precise ed esaustive sulla situazione dei singoli immobili per permettere una stima accurata dei medesimi (es.: situazione urbanistica, ambientale, fiscale e legale dei singoli immobili, ecc.).

INDIPENDENZA DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

Nel rispetto delle previsioni normative vigenti, inoltre, nelle ipotesi di conflitto di interessi riferibili ai beni da valutare, all'operazione relativa ai beni da valutare e ai soggetti che partecipano alla transazione, l'Esperto si astiene dalla valutazione e ne dà tempestiva comunicazione alla SGR.

La SGR non conferisce l'incarico di Esperto Indipendente a soggetti che si trovano in situazioni tali da comprometterne l'indipendenza.

SITUAZIONE DEI CREDITI AL 30 GIUGNO 2016

Cliente / Conduttore	Cliente Attivo (occupazione degli spazi)	Fatturato 01.07.2015-30.06.2016	Saldo al 30.06.2016	Non scaduto	1 - 90 giorni	91 - 180 giorni	181 - 365 giorni	Superiore a 365 giorni	Importo Deposito cauzionale	Importo Fidejussione	Garanzie (Depositi Cauzionali + Fidejussioni)	Fondo Svalutazione Crediti al 31.12.2015	Incremento (Decremento) Fondo Svalutazione Crediti ultimo semestre	Totale Fondo Svalutazione Crediti al 30.06.2016
Milano - Via Messina Totale		1.897.579,84	10.950,97	0,00	11.624,53	0,00	0,00	-673,56	79.665,00	724.060,00	803.665,00	-	-	-
Roma Totale		2.509.057,65	10.438,67	0,00	5.448,05	2,00	3.277,50	1.711,12	5.499,00	910.000,00	915.499,00	-	-	-
San Giuliano Totale		1.271.676,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.093.080,00	1.093.080,00	-	-	-
Totale complessivo		5.678.312,69	21.389,64	0,00	17.072,58	2,00	3.277,50	1.037,56	85.164,00	2.727.140,00	2.812.244,00	-	-	-

Complessivamente, il totale dei crediti in essere al 30 giugno 2016 rispetto a quelli in essere al 31 dicembre 2015 (Euro 76.725,52) nonostante abbia segnato un decremento, è comunque da ritenersi fisiologico considerato il volume ridotto del monte crediti.

SFORAMENTO LIMITI DI INVESTIMENTO

Si segnala, alla data di chiusura della presente Relazione, lo sfioramento del limite di investimento in un unico bene immobile avente caratteristiche urbanistiche e funzionali unitarie così come previsto dal paragrafo 3.2 del Titolo V, Capitolo 3, Sezione V del Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015.

La SGR provvederà alla segnalazione di tale sfioramento nei modi e nei tempi previsti dalla normativa.

BANCA DEPOSITARIA: VARIAZIONE DELLA RAGIONE SOCIALE

A far data dal 5 Aprile 2016, State Street Bank GmbH - Succursale Italia ha variato la propria ragione sociale in State Street Bank International GmbH - Succursale Italia.

FATTI RILEVANTI AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 30 GIUGNO 2016

In data 28 luglio 2016 è stato perfezionato il contratto di compravendita, avente ad oggetto le due torri site in Milano, via Messina, al prezzo complessivo di Euro 26,4 milioni oltre imposte come per Legge.

Il prezzo concordato nel preliminare di compravendita, del 8 luglio, pari a complessivi Euro 26.800.000 oltre imposte come per Legge, è stato ridotto ad Euro 26.400.000 in quanto, il valore indicato nel contratto preliminare prevedeva l'esecuzione di lavori di adeguamento normativo in capo al Fondo fino ad Euro 400.000, valori che a fronte di un'anticipazione della data di vendita, inizialmente prevista per il mese di ottobre, anche nell'interesse del Fondo, saranno invece eseguiti a cura e spese della parte acquirente.

Al 30 giugno 2016 il Fondo risulta aver investito in immobili una quota pari all'84,95% del totale delle attività.

Con riferimento alla stessa data, il patrimonio netto del Fondo ammonta ad Euro 65.894.207, che accorpa un risultato di periodo positivo per Euro 305.569. In sintesi:

Voci	Importi al 30/06/2016
Totale Attività	69.613.520
Totale Passività	3.719.313
Valore Complessivo Netto iniziale	65.588.638
Sottoscrizioni	-
Proventi distribuiti	-
Rimborsi	-
Risultato di periodo	305.569
Valore Complessivo Netto finale	65.894.207
Numero Quote in circolazione	30.850
Valore Unitario della Quota	2.135,955

Il valore unitario della quota, che al 31 dicembre 2015 era pari ad Euro 2.126,050, risulta ora essere pari ad Euro 2.135,955, con un incremento su base semestrale pari allo 0,46%.

Tale incremento è dovuto essenzialmente al risultato positivo della gestione immobiliare.

ALTRE INFORMAZIONI

AGGIORNAMENTI NORMATIVI - LA DIRETTIVA 2011/61/UE (“AIFMD”)

In data 21 luglio 2011 è entrata in vigore la Direttiva 2011/61/UE (“AIFMD”) che ha armonizzato a livello comunitario la disciplina applicabile ai gestori (“GEFIA”) di fondi di investimento di tipo alternativo (“FIA”), tra cui rientrano anche i fondi di tipo immobiliare.

La AIFMD introduce una disciplina europea comune applicabile a tutti i soggetti (i GEFIA, appunto) che gestiscono fondi comuni di investimento alternativi, ossia i FIA, nell’ambito dei quali rientrano anche, i fondi immobiliari gestiti dalla SGR,

Le norme della AIFMD sono state dettagliate dalle misure di esecuzione contenute nel Regolamento Delegato (UE) 231/2013 della Commissione Europea.

In Italia, in data 9 aprile 2014, è entrato in vigore il decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44 (“Decreto”), recante le previsioni di modifica del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”) necessarie a recepire le disposizioni di applicazione generale contenute nella AIFMD.

Quanto alla regolamentazione “secondaria”, in data 19 marzo 2015, sono stati pubblicati in Gazzetta Ufficiale i seguenti atti normativi, entrati in vigore a decorrere dal 3 aprile 2015:

- il Decreto 5 marzo 2015 n. 30 del Ministero dell’Economia e delle Finanze (“MEF”), concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli organismi di investimento collettivo del risparmio (“OICR”) italiani;
- la delibera della Consob dell’8 gennaio 2015 contenente le modifiche (i) al Regolamento Intermediari, di cui alla Delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 e al (ii) Regolamento Emittenti, di cui alla delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999;
- il Provvedimento della Banca d’Italia e della Consob del 19 gennaio 2015 contenente la modifica al Regolamento Congiunto, di cui al Provvedimento della Banca d’Italia e della Consob del 29 ottobre 2007 (“Regolamento Congiunto”);
- il Provvedimento della Banca d’Italia del 19 gennaio 2015 contenente il “nuovo” Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, di cui al Provvedimento di Banca d’Italia che abroga e sostituisce quello di cui al Provvedimento della Banca d’Italia dell’8 maggio 2012

I provvedimenti elencati sono entrati in vigore lo scorso 3 aprile 2015.

Alla luce di quanto sopra, la SGR ha posto in essere le attività necessarie ai fini di adeguamento alla normativa applicabile introdotta dalla AIFMD, dandone opportuna e tempestiva comunicazione alla Banca d'Italia in data 29 aprile 2015, con conseguente richiesta di iscrizione all'Albo delle società di gestione del risparmio in qualità di gestore di FIA ai sensi della AIFMD.

In data 3 giugno 2015, la SGR ha ricevuto comunicazione da parte della Banca d'Italia di essere stata autorizzata all'iscrizione nell'Albo delle SGR, al n. 47, sezione gestori di FIA "sopra soglia", ai sensi della AIFMD.

La società di gestione non ha ricevuto utilità diverse dalle commissioni già descritte.

Non sono stati stipulati prestiti destinati al finanziamento delle operazioni di rimborso anticipato delle quote del Fondo.

In allegato alla presente Relazione sono forniti i seguenti documenti:

- Relazione sul valore di mercato dei beni immobili vincolati al Fondo Valore Immobiliare Globale alla data del 30 giugno 2016 redatta dall'Esperto Indipendente AVALON Real Estate S.p.A..

Tabella sulla composizione del portafoglio

Si riportano, in ordine decrescente di valore, almeno i primi cinquanta beni di cui all'art. 12 del DM 30/2015 e tutti quelli che superano lo 0,5% delle attività.

Categoria	Bene	Valore complessivo al 30 giugno 2016	% sul totale delle attività
d	Immobile sito in Milano, via Messina 38	26.800.000	38,50%
d	Immobile sito in Roma, via dell'Oceano Indiano	24.080.000	34,59%
d	Immobile sito in San Giuliano Milanese (MI), via Tolstoy	8.260.000	11,87%
c	Depositi vincolati	7.000.000	10,06%
c	Conti correnti di liquidità	2.449.274	3,52%
e	Crediti vs. fornitori	469.625	0,67%
e	Crediti verso SGR	401.180	0,58%
e	Fatture da emettere	79.322	0,11%
e	Crediti verso inquilini per affitto e spese	22.063	0,03%
e	Depositi cauzionali - utenze	4.775	0,01%
e	Crediti verso erario per imposte e tasse	4.285	0,01%
e	Crediti per interessi depositi cauzionali	1.594	0,00%
	Totale	69.572.119	99,94%
	Risconti attivi	33.473	0,05%
	Ratei attivi	7.928	0,01%
	Totale altri beni	41.402	0,06%
	TOTALE ATTIVITA'	69.613.520	100,00%

Legenda

- a) strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato;
- b) strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato;
- c) depositi bancari di denaro;
- d) beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- e) crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- f) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.



Fondo Immobiliare Valore Immobiliare Globale (VIG)

Prospetto sintetico della Valutazione Semestrale del Fondo al 30-06-2016

INDICE

1. PROCESSO DI VALUTAZIONE	2
1.1 Finalità.....	2
1.2 Ipotesi di lavoro e limitazioni.....	2
2. RIEPILOGO VALORI DEGLI IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	3

1. PROCESSO DI VALUTAZIONE

1.1 FINALITÀ

Il processo di analisi è finalizzato alla determinazione del valore di mercato dei singoli immobili facenti parte del portafoglio immobiliare del Fondo VIG - Valore Immobiliare Globale.

Per "valore di mercato", secondo la definizione del RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book"), si intende:

"L'ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente entrambi interessati alla transazione, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, con cautela e senza coercizioni."

1.2 IPOTESI DI LAVORO E LIMITAZIONI

Per l'espletamento dell'incarico ricevuto chi scrive ha fatto riferimento:

- a) Alla documentazione di supporto resa disponibile dal Committente; in particolare, dalla documentazione analizzata, sono stati ricavati i dati relativi a:
 - Consistenze degli immobili, dati catastali, dati contrattuali, spese operative annue (dati DMU, TASI, Contrattuali ecc.);
 - Documentazione catastale (Catasto Terreni, Catasto Fabbricati)
 - Documentazione tecnica (DWG) per alcuni immobili.
- b) Alle informazioni reperite *in situ* durante i sopralluoghi tecnico ispettivi degli immobili: location, contesto urbano, stato di conservazione, condizioni di manutenzione, dotazione impiantistica, indagini del mercato immobiliare locale.
- c) Ai metodi di valutazione previsti dalla prassi estimativa, come di seguito illustrati, nonché ai dati parametrici forniti dalle Fonti Istituzionali di Osservazione del mercato immobiliare (c.d. *data provider*).

L'attività svolta è basata inoltre sulle seguenti ipotesi e limitazioni:

- si assume come data di riferimento della valutazione il 30/06/2016;
- ogni immobile è stato valutato singolarmente e non come facente parte di un portafoglio immobiliare, pertanto il valore del portafoglio immobiliare nel suo complesso è stato ottenuto come sommatoria del valore dei singoli *asset* che lo compongono;
- al fine di accertare il valore, chi scrive ha effettuato sopralluoghi presso gli immobili di proprietà del Fondo durante il mese di dicembre 2015;
- non sono state condotte analisi sulla conformità urbanistica e catastale dei beni immobili; si è pertanto assunto che gli immobili, nello stato di fatto, risultino conformi alle norme urbanistiche e catastali vigenti;
- i dati sulle consistenze immobiliari sono stati forniti direttamente dal Committente;
- gli immobili costituenti il portafoglio sono stati valutati nello stato di fatto e di diritto in cui si trovano;
- sono state condotte analisi di mercato su *data provider* nazionali ed è stata condotta una *field analysis* sul territorio; le analisi di mercato sono a parere di chi scrive rappresentative della

situazione di mercato di zona al momento della valutazione, tuttavia non si esclude che esistano segmenti di domanda e offerta ulteriori rispetto a quelli individuati e tali da modificare i parametri unitari adottati nella presente valutazione;

- non sono state condotte indagini sulla presenza di diritti di terzi e/o afferenti al diritto di proprietà;
- le analisi e le valutazioni svolte sono basate sugli eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili alla data di stesura della presente valutazione. Chi scrive ha ritenuto opportuno escludere tutti gli elementi di natura eminentemente straordinaria e imprevedibile, non coerenti con i principi generalmente adottati;
- non si è condotta nessuna analisi relativamente alla presenza di passività ambientali;
- non sono state effettuate verifiche delle strutture né rilevazioni sul terreno per la rilevazione della presenza di eventuali sostanze tossiche;
- non sono state condotte indagini sull'eventuale sussistenza di potenziali minus/plusvalenze e sull'eventuale conseguente impatto di natura fiscale;
- nella presente valutazione sono stati utilizzati dati e informazioni forniti direttamente dal Committente. Chi scrive, pur avendo provveduto alle opportune verifiche sulla congruità e ragionevolezza delle ipotesi formulate per la redazione dei documenti ricevuti, ha fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza degli stessi, senza procedere ad alcuna verifica indipendente delle informazioni ivi contenute.

2. RIPILOGO VALORI DEGLI IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE

Attraverso il processo di valutazione dinanzi esposto e nel rispetto delle limitazioni e delle assunzioni enunciate, si è giunti alla determinazione del valore di mercato degli immobili di proprietà del Fondo alla data del 30-06-2016.

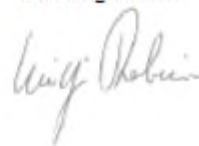
Si riporta di seguito una tabella sintetica che evidenzia il valore di ciascun immobile, rimandando all'Allegato 1 al presente documento, per un dettaglio puntuale delle ipotesi sottostanti la valutazione di ciascun immobile.

ID	Comune	Indirizzo	Main Use	Sup. Lorda (mq)	Metodologia	Valore €
1	Milano	Via Messina 38	Alberghiera	5.056	DCF	€ 13.140.000
			Direzionale	13.035		€ 13.670.000
2	Roma	Via Bombay	Direzionale	16.641	DCF	€ 24.080.000
3	San Giuliano Milanese	Via Tolstoj	Logistica	19.391	DCF	€ 8.260.000
Totale				54.123		€ 59.150.000

Milano, 30 giugno 2016

Avalon Real Estate S.p.A.

Dott. Luigi Rabuini¹



¹ MRICS; Partner e Amministratore Delegato di Avalon Real Estate S.p.a.