

VALORE IMMOBILIARE  
GLOBALE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso

Riservato a Clientela Retail

## RESOCONTO INTERMEDIO DI GESTIONE

30 Settembre 2014

CASTELLO  
SGR 

---

## SOMMARIO

---

<b>PREMESSA .....</b>	<b>3</b>
<b>DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO .....</b>	<b>3</b>
<b>L'andamento del mercato immobiliare .....</b>	<b>3</b>
Lo scenario economico di riferimento .....	3
La situazione in Italia .....	6
L'andamento del mercato immobiliare .....	9
Il mercato residenziale.....	12
Il mercato degli uffici .....	14
Il mercato del retail .....	15
Il mercato della logistica .....	17
Il mercato alberghiero .....	18
<b>Attività' di gestione del fondo.....</b>	<b>22</b>
Politiche d'investimento del Fondo .....	22
Altre informazioni .....	24
<b>Fatti rilevanti avvenuti successivamente al 30 settembre 2014 .....</b>	<b>24</b>

---

## PREMESSA

---

Il presente Resoconto Intermedio di Gestione al 30 Settembre 2014 redatto ai sensi dell'art. 103, comma 3 del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/1999 – come successivamente modificato – attuativo del Decreto Legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza), persegue lo scopo di illustrare gli eventi di particolare rilevanza per il Fondo che si sono verificati nel trimestre di riferimento.

Tale documento è disponibile per il pubblico presso la sede della Società di Gestione in Milano, Piazza A. Diaz, 7, e sul sito internet della stessa ([www.castellosgr.com](http://www.castellosgr.com)).

---

## DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO

---

Tipologia: Fondo comune di investimento immobiliare chiuso a raccolta

Data di istituzione: 9/12/1997

Data di richiamo degli impegni: 15/02/1999

Tipologia di patrimonio immobiliare (OMV al 30/09/2014 in %): 69% immobili ad uso ufficio, 11% immobili ad uso logistica, 20% immobili ad uso alberghiero.

Società di Gestione fino al 31/01/2013: RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A.

Società di Gestione dal 01/02/2013: Castello SGR S.p.A.

Banca depositaria: State Street Bank S.p.A.

Esperto indipendente: REAG Real Estate Advisory Group S.p.A.

Società di revisione: KPMG S.p.A.

Numero quote emesse: 30.850

Valore nominale delle quote: Euro 4.188,46 (Euro 5.164,57 all'emissione)

Quotazione: Segmento Mercato Telematico degli Investment Vehicles (MIV), Segmento Fondi

Chiusi di Borsa Italiana S.p.A., dal 29/11/1999

---

## L'ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE

---

### LO SCENARIO ECONOMICO DI RIFERIMENTO<sup>1</sup>

Nel primo semestre 2014 si è assistito a un progressivo miglioramento dell'economia mondiale, anche se la crescita resta moderata e difforme tra le aree. Nei paesi emergenti la ripresa ha perso vigore, in conseguenza dei persistenti ostacoli strutturali, dell'incertezza politica e della volatilità dei mercati finanziari. Tuttavia, la maggior domanda dei paesi avanzati favorirebbe l'export delle economie emergenti, bilanciando in parte l'impatto negativo dell'accresciuta volatilità ed incertezza di queste economie. Con riferimento alle economie avanzate, in gran parte di esse si registra un rafforzamento grazie anche all'orientamento della politica monetaria ed al minor drenaggio fiscale.

Secondo le più recenti stime dell'FMI, la crescita mondiale dovrebbe intensificarsi al 3,6% nell'anno in corso (+2,7% nel 2013) ed al 3,9% nel 2015. Nonostante le previsioni al rialzo, quest'ultima rimane soggetta a rischi al ribasso: una riduzione dello stimolo monetario più rapida delle attese negli Stati Uniti o un repentino aumento dell'avversione al rischio, anche in connessione con le nuove tensioni internazionali legate alla crisi in Ucraina, potrebbero innescare un inasprimento delle condizioni finanziarie globali. In Cina si sono inoltre intensificati i rischi di un brusco rallentamento nei settori con eccesso di capacità produttiva, come quello immobiliare, ed in alcuni comparti dell'industria pesante a esso collegati.

Nei primi mesi di quest'anno negli Stati Uniti l'attività economica avrebbe risentito delle condizioni climatiche avverse, che hanno inciso sull'occupazione soprattutto nel settore delle costruzioni. Tuttavia, a livello

---

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

complessivo, il tasso di disoccupazione è rimasto stabile rispetto al mese di dicembre 2013 collocandosi in marzo al 6,7%.

Nel Regno Unito la congiuntura si è rafforzata: gli indici PMI sono rimasti, in marzo, al di sopra della soglia che segnala un'espansione.

Nelle principali economie emergenti l'attività economica ha mostrato andamenti differenziati. In Cina, nel primo trimestre di quest'anno, l'attività economica ha ulteriormente rallentato attestandosi al 7,4% contro il 7,7% nel 2013. Gli investimenti hanno decelerato, risentendo anche delle condizioni finanziarie, rese meno accomodanti dalle autorità cinesi per contenere i livelli di indebitamento pubblico e privato. Per contro in India ed in Brasile la fiducia delle imprese rilevata dagli indici PMI prefigura una ripresa della produzione industriale. In Russia, dove la già fragile congiuntura ha risentito negativamente delle tensioni geopolitiche con l'Ucraina, le aspettative di crescita sono state invece fortemente ridimensionate.

Nel primo periodo del 2014 l'impostazione delle politiche monetarie relative alle banche centrali delle maggiori economie avanzate ha continuato ad essere più accomodante e di supporto allo sviluppo economico seppur apportando qualche cambiamento. La Federal Reserve (FED) ha proseguito la graduale riduzione dello stimolo monetario avviata lo scorso gennaio (*tapering*): nelle riunioni di febbraio e di marzo ha deciso di ridurre ulteriormente gli acquisti mensili di *Mortgage Backed Securities* (MBS) e di obbligazioni del Tesoro a lungo termine per complessivi 20 miliardi di dollari. Nel mese di marzo, la Banca Centrale statunitense ha altresì deciso di modificare la *forward guidance*, eliminando il riferimento ad un valore soglia del tasso di disoccupazione e ribadendo che la decisione di aumentare i tassi di riferimento terrà conto di molteplici indicatori concernenti il mercato del lavoro, le pressioni inflazionistiche, le aspettative di inflazione e le condizioni finanziarie. La FED ritiene verosimile che l'intervallo obiettivo dei tassi sui *federal funds* sarà mantenuto su valori eccezionalmente bassi fintanto che le previsioni di inflazione continueranno a collocarsi al di sotto dell'obiettivo di lungo periodo del 2%.

La Banca d'Inghilterra ha anch'essa modificato durante il mese di febbraio la propria *forward guidance*, non incentrandola più su una soglia del tasso di disoccupazione. I tassi di riferimento del Regno Unito rimarrebbero invariati presumibilmente ancora per un certo periodo, per favorire il riassorbimento della capacità produttiva inutilizzata. Per quanto riguarda l'ammontare delle attività finanziarie nel proprio bilancio, esso verrebbe mantenuto invariato fin quando i tassi di riferimento non saranno aumentati.

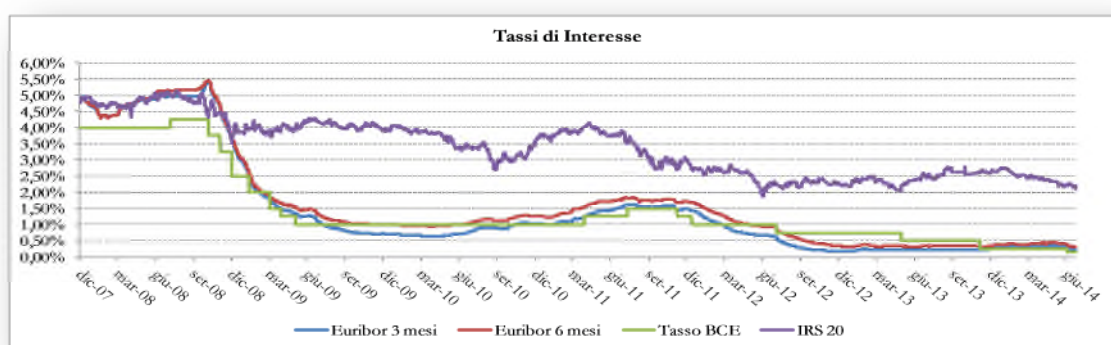
La Banca del Giappone ha lasciato invariati sia l'obiettivo per la base monetaria sia il programma di acquisto di titoli. Inoltre, ha rafforzato due programmi minori arrivando così a raddoppiare l'ammontare dei fondi reso disponibile alle banche per stimolare i prestiti.

Le politiche monetarie nelle principali economie emergenti, invece, sono state meno accomodanti. Le Banche Centrali dell'India e del Brasile hanno proseguito l'inasprimento delle condizioni monetarie al fine di contenere l'inflazione e contrastare il deflusso di capitali. In Turchia, i rialzi dei tassi sono stati particolarmente marcati in seguito alle forti tensioni sulla valuta osservate in gennaio mentre la Banca Centrale cinese ha ripreso a drenare liquidità con operazioni di mercato aperto.

Il PIL dell'area Euro, secondo le proiezioni del Consensus Economics crescerebbe dell'1,1% nel 2014 (-0,4% nel 2013) e si stima che possa crescere ulteriormente fino all'1,4% nel corso del 2015. Nel quarto trimestre del 2013 l'attività economica ha continuato a recuperare (+0,2% sul periodo precedente) grazie al contributo positivo dell'interscambio con l'estero e dalla spesa per investimenti fissi lordi. Pur con differenze nell'intensità, sempre nel quarto trimestre 2013 l'attività economica è aumentata in tutte le maggiori economie dell'area. La Germania ha beneficiato del nuovo rialzo delle esportazioni e della spesa per investimenti. In Francia la crescita ha interessato tutte le principali componenti della domanda, ad eccezione delle scorte mentre in Italia si è registrata la prima variazione positiva dopo nove trimestri di recessione. Gli indicatori sinora disponibili suggeriscono che l'attività economica sarebbe cresciuta anche nel primo trimestre di quest'anno, pur senza una significativa accelerazione.

In data 2 maggio 2013 il Consiglio Direttivo aveva ridotto i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali e marginali di 25 e 50 punti base rispettivamente, portando il primo dallo 0,75% allo 0,50% ed il secondo

dall'1,50% all'1%. Alla luce delle prospettive di un prolungato periodo di bassa inflazione, della dinamica contenuta di moneta e credito e della debolezza dell'attività economica, nel mese di novembre 2013 il Consiglio Direttivo aveva ulteriormente ridotto i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali e marginali di 25 punti base ciascuno, portando il primo dallo 0,50% allo 0,25% (minimo storico) ed il secondo dall'1% allo 0,75%. L'intenzione del Consiglio è quella di mantenere i tassi ufficiali a livelli pari o inferiori a quelli attuali per un periodo di tempo prolungato. Esso ha inoltre dichiarato di essere unanime nel proprio impegno a ricorrere anche a strumenti non convenzionali, come l'acquisto di titoli sul mercato, per contrastare i rischi di un periodo troppo prolungato di bassa inflazione.

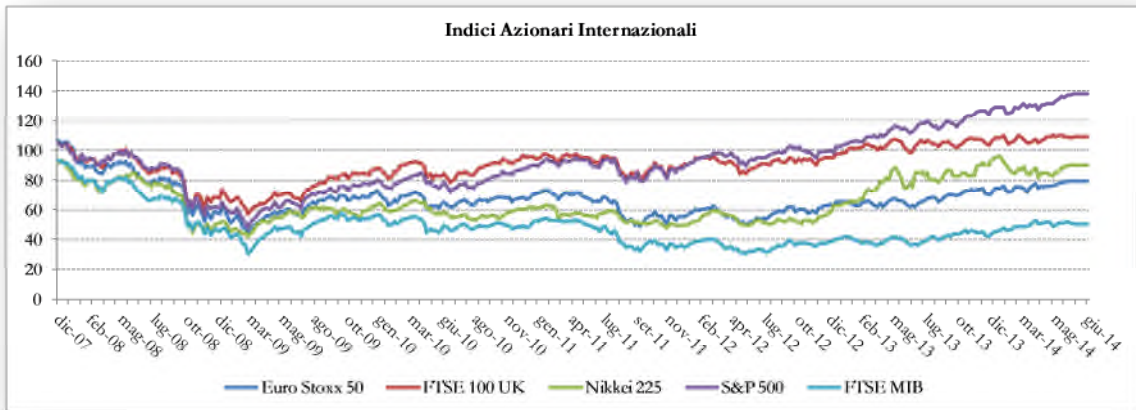


Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

La liquidità detenuta dalle banche operanti nell'Eurosistema, in eccesso rispetto all'obbligo di riserva, si è ulteriormente ridotta, collocandosi a circa Euro 109 miliardi alla fine di marzo contro Euro 155 miliardi a metà gennaio. La diminuzione è prevalentemente ascrivibile alla restituzione anticipata dei fondi ottenuti nelle LTRO (*Long term refinancing operation*) a tre anni del dicembre 2012. A seguito della restituzione di circa Euro 56 miliardi nel primo trimestre di quest'anno, la liquidità complessivamente immessa dall'Eurosistema è tornata al livello osservato prima delle operazioni di rifinanziamento. I saldi netti sul sistema dei pagamenti TARGET2 dei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano sono scesi confermando la riduzione della frammentazione dei mercati finanziari dell'area.

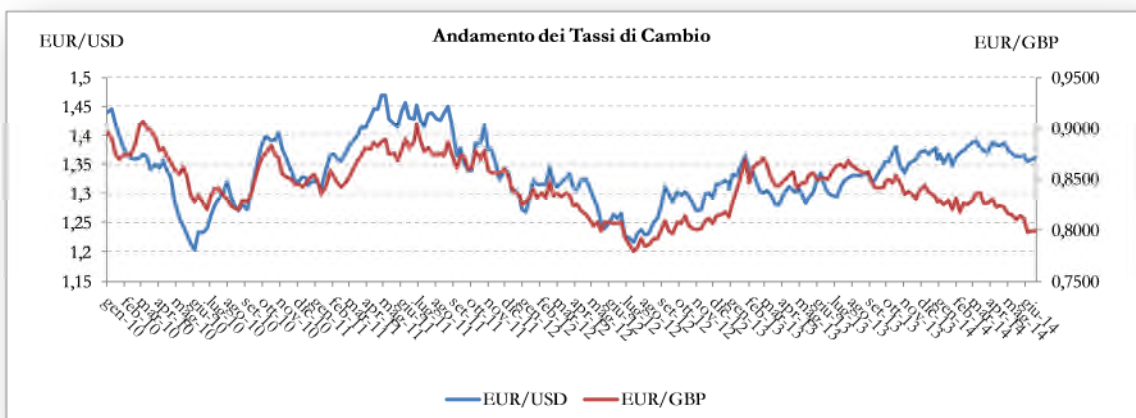
Il 15 aprile il Parlamento europeo ha approvato il meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie che prevedeva la creazione di un Fondo con capacità finanziaria pari ad Euro 55 miliardi. Tale meccanismo rappresenta un'ulteriore tappa verso il completamento dell'Unione bancaria e si costituisce da un Comitato unico di risoluzione, il quale, sulla base di valutazioni della BCE riguardo all'esistenza di una situazione di dissesto dell'intermediario, avrà il compito di avviare la procedura di risoluzione. Lo schema potrà essere approvato rapidamente, nell'arco di un fine settimana, in corrispondenza della chiusura dei mercati finanziari. La costituzione del Fondo unico di risoluzione sarà completata in otto anni e i contributi annuali saranno ripartiti equamente nel corso del periodo. È previsto inoltre un processo di progressiva mutualizzazione del fondo, che unificherà il 60% dei comparti nazionali entro due anni e il restante nei successivi sei. Al fine di aumentare la propria capacità d'intervento, il Fondo potrà finanziarsi sul mercato.

Gli indici azionari dei paesi avanzati, pur con andamenti differenziati tra aree, sono rimasti nel complesso stabili, risentendo solo temporaneamente delle tensioni sui mercati finanziari dei paesi emergenti. Essi hanno infatti registrato un calo temporaneo negli ultimi giorni di gennaio ma tra la fine del 2013 e la metà di aprile sono aumentati dell'1,2% nell'area dell'euro. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i corsi sono scesi leggermente dell'1,4% e del 2,3% rispettivamente mentre in Giappone, per effetto del ridimensionarsi delle attese di crescita dell'economia, i corsi azionari hanno segnato una netta flessione pari al 13,7%.



Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

Dalla fine di gennaio, i segnali di rallentamento dell'attività in Cina da un lato e la crisi in Ucraina dall'altro lato, hanno innescato nuovi deflussi di capitali dai paesi emergenti. In Russia lo spread rispetto ai titoli sovrani denominati in dollari è aumentato di circa 77bps, raggiungendo i 244bps. Nel complesso delle economie emergenti gli indici azionari, dopo i cali registrati nel primo trimestre, hanno recuperato nella prima metà di aprile. Dopo una sostanziale stabilità nei primi due mesi dell'anno, quando le quotazioni hanno oscillato intorno al valore di 1,36 dollari per euro, a marzo il tasso di cambio dell'euro ha segnato un apprezzamento nei confronti della valuta statunitense, arrivando a sfiorare la quotazione di 1,40 dollari per euro. La moneta unica europea continua ad essere rafforzata da flussi di capitale provenienti dai paesi emergenti, a causa del rallentamento ciclico di queste economie e dell'avvio della riduzione dello stimolo monetario negli Stati Uniti. Dall'inizio dell'anno l'euro si è inoltre deprezzato rispetto alla sterlina dello 0,8%.



Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

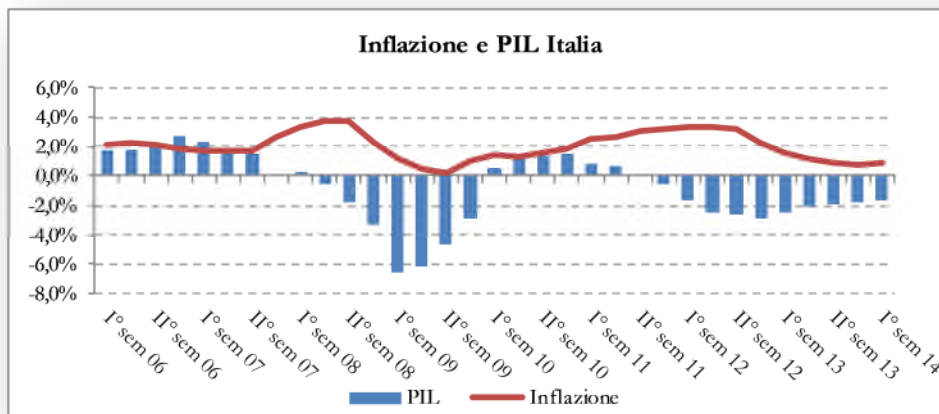
LA SITUAZIONE IN ITALIA<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Fonte: Banca d'Italia: "Bollettino Economico" Aprile 2014; ISTAT: "L'evoluzione dell'economia italiana"; ISTAT: "Occupati e disoccupati" Luglio 2014.

Nei primi mesi del 2014 il clima di fiducia dei consumatori sta dando segnali di un lieve rafforzamento. L'evoluzione congiunturale è infatti coerente con un quadro di possibile ripresa dell'attività economica a ritmi moderati, guidata in larga misura dal contributo della domanda interna al netto delle scorte e sostenuta dalla risalita della spesa per consumi delle famiglie. Queste ultime beneficiano di un incremento del reddito disponibile nominale superiore all'inflazione al consumo, che consentirebbe guadagni di potere d'acquisto per la prima volta dal 2007. Ciò nonostante, il principale sostegno alla crescita dell'attività economica continua a derivare dalle esportazioni.

Nel 2013 il PIL, in Italia, si è ridotto complessivamente dell'1,8% rispetto al 2012 ma nel quarto trimestre è tornato a crescere seppur in misura modesta. Tale crescita, sempre a ritmi molto lenti, è proseguita nel primo trimestre di quest'anno beneficiando del quadro ancora favorevole della domanda estera e dei primi segnali di miglioramento della domanda nazionale. In base alle risultanze del modello macroeconomico sviluppato dall'Istat, nel 2014 si prevede un aumento del PIL italiano pari allo 0,6%.

Nel primo trimestre di quest'anno l'inflazione ha continuato a scendere in misura significativa e superiore alle attese prevalenti tra gli analisti di mercato. Il tasso tendenziale, stabilizzatosi all'1% a febbraio 2014 dopo la lieve risalita del mese precedente, si è leggermente ridimensionato a marzo tornando al livello di fine 2013 pari allo 0,9%. Date le condizioni di debolezza della domanda, anche fattori temporanei quali le manovre sulle imposte indirette, in particolare quella dell'ottobre 2013, che ha innalzato l'aliquota IVA al 22%, hanno inciso in misura contenuta sui differenziali di inflazione. Con riferimento a quest'anno, un limitato sostegno alla crescita dei prezzi al consumo è derivato dalla variazione delle accise sui carburanti, introdotta a partire dal mese di marzo, che ha attenuato in parte la tendenza alla discesa delle quotazioni.



Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati ISTAT

Per quanto riguarda le attese di breve termine, anche nel prosieguo dell'anno la dinamica dei prezzi al consumo dovrebbe continuare a essere caratterizzata da bassi tassi di crescita. L'indagine sul clima di fiducia delle imprese evidenzia un moderato aumento delle intenzioni di revisione al rialzo dei listini: il saldo stagionalizzato tra le imprese che intendono aumentare i prezzi di vendita e quelle che ne prospettano una diminuzione è risultato, nel primo trimestre di quest'anno, positivo ma contenuto. Le condizioni di domanda internazionale potrebbero favorire, nei prossimi mesi, un moderato recupero delle quotazioni; tuttavia, tra le imprese che producono beni di consumo continua a prevalere una certa cautela sull'adozione di politiche di revisione al rialzo dei prezzi di vendita, data la situazione di debolezza della domanda interna.

Il Governo continua ad affrontare il tema della disoccupazione che continua ad indebolire il mercato del lavoro. Secondo le stime dell'ISTAT, nel mese di maggio il numero di disoccupati, pari a 3 milioni 222 mila, è aumentato dello 0,8% rispetto al mese precedente (+26 mila) e del 4,1% su base annua (+127 mila). Il tasso di

disoccupazione è pari al 12,6% (con una crescita di 0,1 punti percentuali in termini congiunturali e di 0,5 punti nei dodici mesi).

Nonostante il Consiglio dei Ministri abbia varato a fine giugno 2013 il cosiddetto “pacchetto lavoro” che prevede incentivi alle imprese che assumono giovani disoccupati tra i 18 e 29 anni, resta elevata la disoccupazione giovanile. Nel mese di maggio, infatti, l’incidenza dei giovani disoccupati tra 15 e 24 anni sul totale dei giovani della stessa classe di età è stata pari all’11,7%, (+0,2% rispetto al mese precedente e +1,1% rispetto allo scorso anno). Considerando la quota di giovani disoccupati sul totale di quelli attivi (occupati o in cerca), il tasso di disoccupazione dei 15-24enni è stato pari al 43%, in calo dello 0,3% rispetto al mese precedente ma in aumento del 4,2% nei dodici mesi.

Nonostante le difficili condizioni del mercato del lavoro, in questa prima metà dell’anno si assiste ad un miglioramento, seppure modesto, dei consumi privati. La spesa in beni durevoli e servizi è infatti aumentata per la prima volta da quasi due anni di circa mezzo punto percentuale; tuttavia, per quanto concerne la spesa in beni non durevoli e semidurevoli, essa ha continuato a scendere sensibilmente attenuando gli effetti positivi derivanti da quella dei beni in crescita. In marzo l’indice del clima di fiducia delle famiglie ha più che recuperato il calo del mese precedente, collocandosi nella media di questo primo periodo dell’anno su valori superiori a quelli registrati nello scorso autunno. Si è inoltre attenuato il pessimismo circa l’evoluzione futura del mercato del lavoro e sono migliorati i giudizi sulla situazione economica generale del Paese.

La produzione industriale, prevalentemente sospinta dalla domanda estera, è aumentata di circa mezzo punto percentuale, proseguendo la tendenza al rialzo in atto dalla fine della scorsa estate. Alla flessione registrata nel comparto dell’energia si è contrapposto l’andamento positivo nei comparti dei beni di consumo e di quelli strumentali. Segnali positivi emergono anche dal punto di vista degli investimenti che hanno ripreso ad aumentare; nei primi tre mesi di quest’anno, infatti, le condizioni per investire sono migliorate, riportandosi sui livelli prevalenti agli inizi del 2011. In linea con questo andamento positivo prosegue il recupero della fiducia delle imprese; secondo un sondaggio condotto dalla Banca d’Italia, in collaborazione con Il Sole 24 Ore, i giudizi espressi dalle aziende in merito alla situazione economica ed alle condizioni per investire, sono nettamente migliorati in tutti i comparti. Nel complesso del 2014 le imprese che prevedono un aumento negli investimenti prevalgono su quelle che ne prospettano una riduzione e, a livello territoriale, tali valutazioni di crescita sono più frequenti nel Nord e nel Centro Italia che nel Sud.

Al fine di stimolare la domanda aggregata e accelerare la ripresa dell’attività produttiva, lo scorso anno il Governo ha varato un provvedimento per il pagamento di una parte rilevante dei debiti delle Amministrazioni pubbliche. Gli importi stanziati ammontano ad Euro 40 miliardi, di cui oltre tre quarti sono destinati all’accelerazione dei pagamenti di debiti commerciali scaduti alla fine del 2012, mentre la parte residua verrà utilizzata in prevalenza per incrementare i rimborsi fiscali. Sono quindi stati previsti pagamenti per Euro 20 miliardi in ciascun anno del biennio 2013-2014. Inoltre, nel mese di agosto scorso il Governo ha incrementato i pagamenti previsti per il 2013 per Euro 7,2 miliardi senza ridurre quelli attesi per il 2014. Il rispetto dei pagamenti da parte delle Amministrazioni si traduce in una minore incertezza sui flussi di liquidità delle imprese, rendendo quindi più efficiente la pianificazione finanziaria delle stesse e agevolando così le scelte di investimento.

I prestiti bancari alle imprese, nonostante abbiano continuato a diminuire anche se a un ritmo inferiore rispetto alla fine del 2013, hanno allentato le politiche di offerta alle imprese, beneficiando della minore percezione del rischio di credito. L’indagine trimestrale condotta dalla Banca d’Italia ( Bank Lending Survey) conferma questo andamento positivo, seppure limitato ai comparti meno rischiosi, avviatosi già nel quarto trimestre del 2013. Nel primo trimestre di quest’anno la percentuale di imprese che riporta difficoltà di accesso al credito è infatti diminuita al 13,2%, dal 15,3% nel quarto trimestre del 2013, riflettendo il miglioramento nel settore dell’industria. Le aziende di piccole dimensioni (con meno di 50 addetti) continuano a riscontrare maggiori difficoltà ad accedere al credito; circa il 17,2% delle piccole imprese intervistate ha dichiarato di non aver ottenuto il finanziamento, contro l’11,8% per quelle grandi (oltre i 249 addetti). Gli elevati tassi di interesse applicati ai prestiti e, in misura inferiore, la richiesta di maggiori garanzie sono ancora indicati fra i motivi di aggravio delle condizioni di finanziamento.



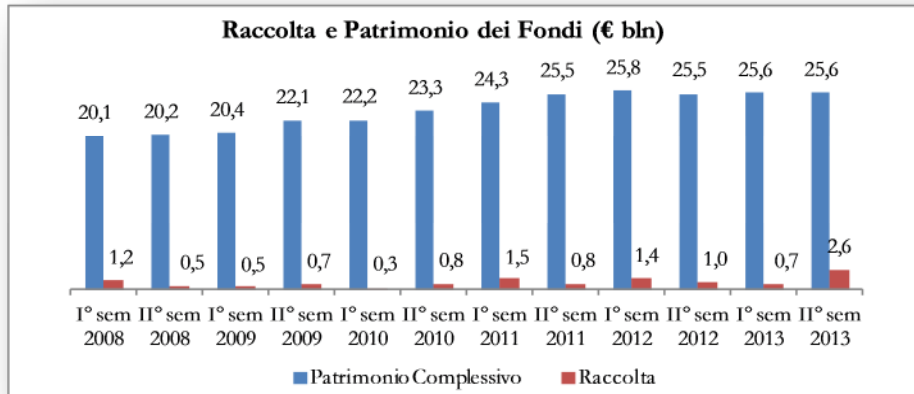
In febbraio sono rimasti invariati i tassi di interesse applicati alle nuove erogazioni alle imprese: essi si attestano al 3,5% per la media dei prestiti, al 4,4% per i finanziamenti di ammontare inferiore al milione di euro e al 2,8% per quelli di importo superiore. Il costo del credito alle imprese resta al di sopra di quello medio dell'area dell'euro di circa 80 punti base. Si è invece ridotto di un decimo di punto il tasso di interesse medio sui nuovi mutui alle famiglie (al 3,4%); il relativo differenziale rispetto alla media dell'area è di circa 40 punti base.

### L'ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE<sup>3</sup>

Nel corso del 2013 il mercato immobiliare aveva mantenuto un'intonazione negativa, associata tuttavia ad una stabilizzazione di alcuni indicatori che sono stati il segnale di un'inversione di tendenza nel breve termine. Il mercato, infatti, nel primo trimestre di quest'anno è tornato in crescita, seppure con un moderato rialzo dell'1,6%. Era dal quarto trimestre del 2011 che il tasso tendenziale riferito al totale delle compravendite immobiliari non registrava un segno positivo. Questo dato è il risultato, in primo luogo, di andamenti positivi nei comparti residenziale e commerciale ed in secondo luogo, non vanno trascurati gli effetti che ha avuto sul mercato l'entrata in vigore il 1° gennaio 2014, del nuovo regime delle imposte di registro, ipotecaria e catastale applicabile agli atti di trasferimento a titolo oneroso di diritti reali immobiliari. A partire da tale data, infatti, per la generalità dei trasferimenti immobiliari, la nuova disciplina risulta normalmente più vantaggiosa e deve avere, per questo, indotto gli acquirenti a traslare la stipula degli atti di compravendita al 2014, con l'effetto di fare risultare più depresso l'andamento dell'ultimo trimestre del 2013 e, per contro, più positivo quello del primo trimestre 2014. Se l'andamento nel numero di transazioni risulta positivo, non si legge un miglioramento nei parametri classici quali il divario fra prezzo di offerta e prezzo effettivo di compravendita, che ha continuato a salire, o in relazione alle tempistiche, che hanno continuato a dilatarsi. Ciò spiega perché nell'insieme l'andamento del mercato immobiliare è ancora debole. Mediamente, lo sconto praticato agli immobili commerciali ed industriali è aumentato leggermente nell'ultimo semestre mentre, in controtendenza, quello relativo alle nuove costruzioni è leggermente diminuito. È importante rilevare un'attenuazione nella diminuzione dei prezzi, che evidenzia una minore intensità della caduta rispetto al primo semestre 2013. Oltre a ciò, si segnala l'interruzione della flessione dei contratti di locazione di abitazioni e, in parte di uffici nonché una congiuntura meno negativa nei mercati più apprezzati; fattori che rappresentano un miglioramento, anche se timido, del quadro congiunturale che induce a ritenere superata la fase più acuta della crisi.

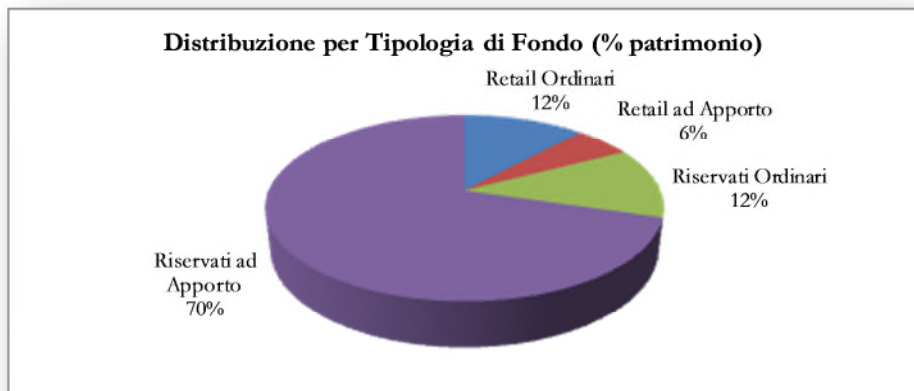
All'interno del mercato immobiliare nazionale, i fondi immobiliari, che hanno masse gestite pari al 3% dell'industria italiana del risparmio gestito, rappresentano un'interessante alternativa all'investimento diretto. Tuttavia, nel secondo semestre 2013, la crescita dell'industria dei fondi ha subito una lieve flessione. Secondo i dati forniti da Assogestioni, il totale delle attività è infatti diminuito dell'1,7% su base annua e del 2% su base semestrale portando il numero di fondi, censiti a dicembre 2013, a quota 203 contro i 209 nel 1° semestre del 2013. Il patrimonio immobiliare gestito ha registrato variazioni molto lievi sia a livello annuo (+0,2%) sia a livello semestrale (+0,1%) restando ad un valore praticamente stabile rispetto a dicembre 2012 (Euro 25,6 miliardi). Nonostante il numero totale dei fondi sia diminuito, 9 sono i nuovi fondi operativi riservati ad investitori qualificati o istituzionali. I flussi di raccolta del secondo semestre 2013 si attestano ad Euro 2,6 miliardi contro Euro 701 milioni raccolti nel primo semestre 2013.

<sup>3</sup> Fonte: Avalon: "Il mercato immobiliare nazionale" Gennaio 2014; Assogestioni: "Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani" 2° semestre 2013; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2014".



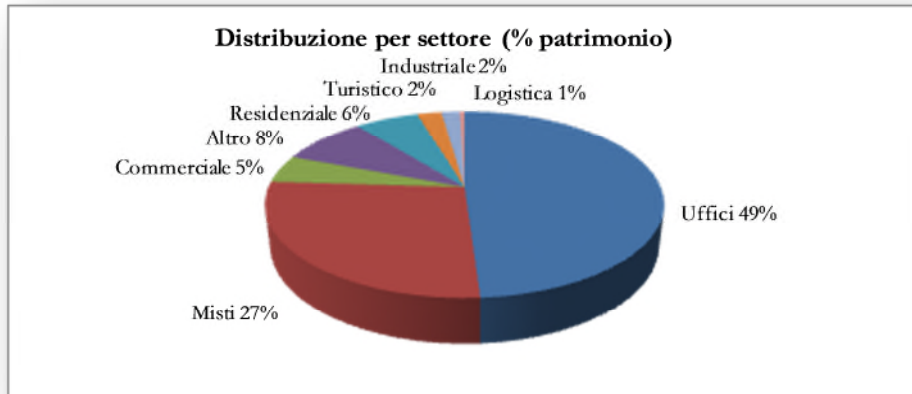
Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2013

A dicembre 2013 il mercato dei fondi immobiliari è rappresentato da quattro tipologie principali di fondi, di cui la componente principale è quella dei fondi riservati ad apporto (70%).



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2013

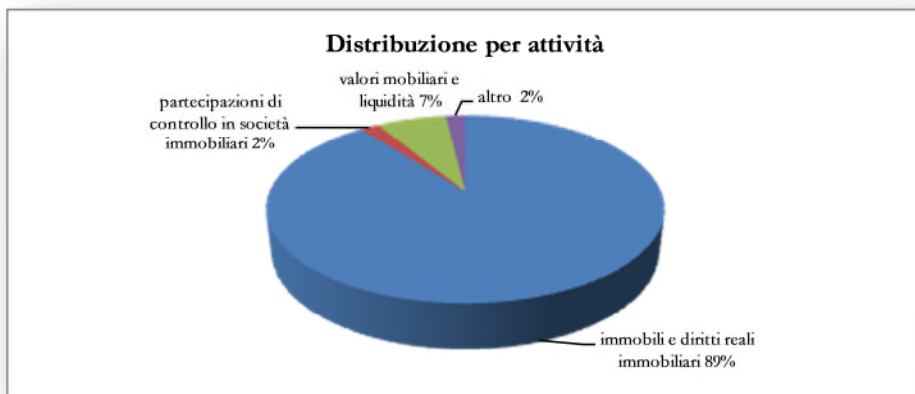
Per quanto riguarda la ripartizione degli investimenti per destinazione d'uso, rispetto allo scorso semestre, sono diminuiti i pesi delle categorie commerciale (-27,5%) ed industriale (-34,8%); anche le categorie uffici e misti hanno subito una flessione seppur molto lieve (-3,2% e -1% rispettivamente). Al contrario, sono aumentati i pesi delle categorie Altro (+45,3%), residenziale (+3,1%), turistico (+4,9%) e logistica (+31,9%).



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2013

Durante il 2013 sono stati acquistati e conferiti immobili per Euro 3,3 miliardi, mentre ne sono stati venduti Euro 1,5 miliardi. Questo risultato è in aumento rispetto a quanto registrato nello stesso periodo dell'anno precedente, ma rimane ancora al di sotto della media degli ultimi 5 anni a seguito della riduzione degli scambi nel mercato immobiliare. Oltre l'80% degli acquisti e dei conferimenti di immobili è imputabile a fondi che hanno richiamato impegni nel corso dell'anno.

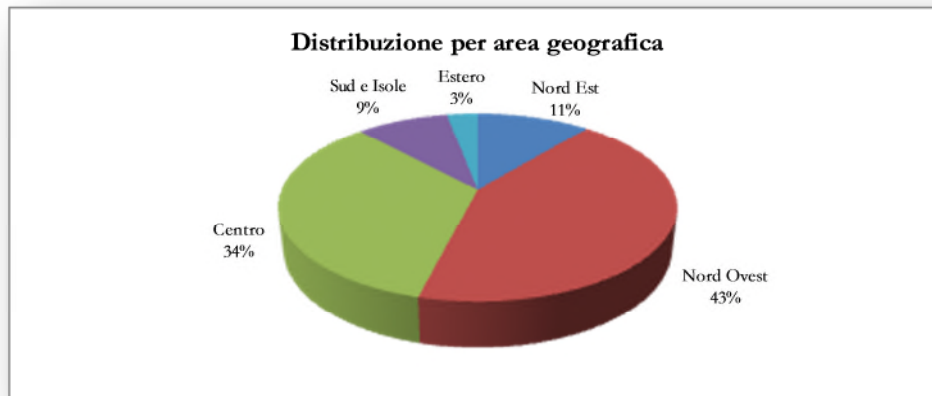
La composizione delle attività è rimasta invariata rispetto al semestre precedente ed è così ripartita:



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2013

L'investimento complessivo in immobili, ossia quello diretto e quello realizzato tramite partecipazioni di controllo in società immobiliari, raggiunge Euro 38,2 miliardi. Durante il primo semestre era aumentato dell'1,1% ma a fine anno registra una flessione dell'1,3% complessiva. Tale valore è ancora al di sotto del valore registrato a giugno 2012 (Euro 39,6 miliardi).

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



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2013

La ripartizione degli investimenti per area geografica vede stabile e prevalente il Nord Ovest (seppur in lieve diminuzione rispetto al semestre precedente del 5,1%), seguito dal Centro (+1,8%) e dal Nord Est (stabile rispetto al semestre precedente) così come dal Sud e Isole (+9,8%) ed Estero (+42,9%).

#### IL MERCATO RESIDENZIALE<sup>4</sup>

Il residenziale rappresenta, storicamente, il settore di riferimento del mercato immobiliare italiano, in termini di numero di transazioni e di stock disponibile. A partire dal 2007, l'andamento dei volumi di compravendita di questo settore ha subito una chiara inversione di tendenza fino al 2009, con un calo del 30% circa rispetto al 2006. Dopo una leggera ripresa nel 2010, il mercato ha mostrato nuovamente una contrazione nel 2011, accentuatasi drasticamente nel 2012. Nel corso del 2013 il tasso di flessione si è attenuato, manifestando un andamento tendenziale in miglioramento, fino a raggiungere valori positivi nel primo trimestre del 2014.

Durante il 2013, il numero di compravendite di abitazioni in Italia è stato pari a 403.124, in calo del 9,2% rispetto al 2012. Nello specifico, il tasso tendenziale trimestrale ha mostrato un andamento ancora negativo in tutti i trimestri (ma con un'intensità del calo sempre minore) fino a raggiungere una variazione positiva su base annua questo trimestre; nel mese di marzo 2014, infatti, il numero di transazioni è ammontato a 98.403 contro le 94.555 nel primo trimestre 2013 (+0,4%). In relazione al picco registrato nel 2006, il numero di compravendite residenziali si è ormai più che dimezzato (-53%).

A livello territoriale è stato il Centro a registrare la performance migliore (+10,5%) seguito dal Nord (+4,7%). Al Sud si registra ancora un calo tendenziale (-1,6%) ma con intensità decisamente ridotta rispetto ai valori dei trimestri del 2012 e 2013. A livello di ambiti territoriali, seppure con intensità diverse, il tasso tendenzialmente positivo si conferma sia per i capoluoghi sia per i comuni minori. In particolare, nei capoluoghi del Centro esso è pari a +17,3% rispetto al 1° trimestre 2013. Nei comuni minori la crescita delle transazioni è moderata, realizzando un tasso tendenziale del +1,7%. Al Sud, unica area territoriale in calo, sia i capoluoghi sia i comuni minori perdono, in questo trimestre, poco meno del 2%, attenuando comunque le decise variazioni negative nel 2013. In relazione al primo semestre 2004, il mercato residenziale nei capoluoghi si è contratto del 39% circa, con le perdite maggiori al Sud e al Nord mentre nei comuni minori poco meno del 50%.

<sup>4</sup> Fonte: Avalon: "Il mercato immobiliare nazionale" Gennaio 2014; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2014".

In merito ai valori di compravendita nel 2013, si osserva un nuovo calo su base annuale, di entità maggiore rispetto a quelli registrati durante gli ultimi tre anni (in particolare nel 2010 si era verificata una netta decelerazione nel ritmo di flessione, che sembrava presagire un'inversione del trend decrescente dei valori e che, invece, non è avvenuta). Nel corso del 2013 i prezzi sono scesi del -5,1% (-2,2% nel secondo semestre dell'anno), in peggioramento rispetto al triennio precedente (è il calo maggiore, su base annua, dall'inizio della crisi). Questo trend calante accomuna tutte le aree geografiche, in quanto un po' ovunque emergono diminuzioni dei valori in crescita rispetto alle osservazioni precedenti.

Dall'inizio della fase negativa del mercato i prezzi hanno lasciato sul campo il 17%: in tal modo, i valori attuali sono tornati al livello di quelli del 2005. Se si osservano più nel dettaglio gli andamenti dei prezzi nel corso dell'ultimo ciclo immobiliare sino alla fine del 2013, scorporando i mercati centrali e pregiati rispetto alle aree più decentrate, si nota come nel periodo di crescita i prezzi delle aree più prestigiose siano cresciuti maggiormente; poi, le riduzioni nella fase discensiva sono risultate meno accentuate. Allo stesso modo, anche ora, nella presente fase di assestamento del mercato, sono le localizzazioni più pregiate e di migliore qualità complessiva a mostrare tassi di recupero più performanti.

Le dinamiche di compravendita, rappresentate dai tempi di vendita delle abitazioni, sono peggiorate ulteriormente (attestandosi a fine 2013 ad 8,4 mesi, rispetto ai 7,7 mesi di fine 2012), a testimonianza di un mercato che fa fatica a ripartire. È da notare, anche, che è ripreso l'aumento del livello degli sconti praticati, i quali sono cresciuti nel corso del 2013, giungendo ad un valore medio del 16,5% per le abitazioni usate, ove però il dato di sintesi è la risultante di andamenti contrapposti nelle diverse realtà urbane e non il frutto di un trend univoco. Sono, invece, calati leggermente gli sconti per le abitazioni nuove (oggi all'11,5%, a fronte del 12% di fine 2012): tuttavia, il livello degli sconti è maggiore del 50% circa rispetto a quello registrato tre anni fa.

Anche in relazione al mercato della locazione, si osserva una certa difficoltà congiunturale. La variazione annua relativa ai canoni di locazione si attesta nei dintorni del -3% (-0,9% su base semestrale). Tale peggioramento è avvenuto in seguito ad un triennio in cui i valori dei canoni erano calati in maniera contenuta ed in cui sembrava profilarsi un'inversione del trend recessivo. Ciononostante, il mercato della locazione evidenzia, nel complesso, una maggior tenuta rispetto a quello della vendita.

I tempi di locazione, si attestano mediamente sui 3,9 mesi (tale parametro era pari a 3,5 mesi a fine 2012); in questo frangente non si notano differenze di sorta a seconda che si tratti di abitazioni nuove o usate, necessitando entrambe le tipologie residenziali pressoché del medesimo tempo di contrattazione.

In conseguenza dell'andamento sostanzialmente parallelo di prezzi e canoni, i rendimenti da locazione sono rimasti quasi invariati e si attestano sul 4,9%, mentre il *total return*, dato dal rendimento da locazione più la variazione in conto capitale, è diminuito a causa della contrazione dei prezzi di vendita ed è sceso in territorio negativo (-0,2%).

L'analisi delle indicazioni prospettiche per i prossimi mesi delinea un lieve miglioramento delle aspettative da parte degli operatori del settore: in particolare, aumenta il saldo previsionale sul numero di compravendite di abitazioni. Prosegue tuttavia il calo del saldo previsionale riguardante i prezzi di vendita (già in territorio negativo da alcuni anni).

Per quanto concerne le locazioni peggiorano ulteriormente le proiezioni riguardanti i canoni, lasciando presagire una prosecuzione della fase deflattiva, mentre si confermano sostanzialmente stazionarie le aspettative relative al numero di contratti stipulati.

Il mercato degli uffici, fortemente correlato all'andamento economico complessivo, assai complicato ed in difficoltà da tempo (tanto che per l'Italia si parla di una crisi economica congiunturale innestata da una debolezza di natura strutturale), appare sostanzialmente bloccato.

A fine 2013 le transazioni di immobili direzionali sono state pari a 9.454, in flessione dell'11,0% rispetto al 2012 (10.624). Nel 2013 il trend negativo è stato meno intenso rispetto a quello registrato nel 2012, ma il settore è stato quello che ha sofferto maggiormente tra i comparti dell'immobiliare. È infatti proseguito il trend negativo anche nel 1° trimestre del 2014 con 2.134 transazioni, in calo del 10,3% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente. Questo settore, che comprende le unità immobiliari censite in catasto come uffici e istituti di credito, è in perdita da dieci trimestri consecutivi.

Osservando l'andamento e la distribuzione per macro aree geografiche si nota un calo delle compravendite piuttosto disomogeneo in questo primo periodo dell'anno: tra le diverse aree geografiche la contrazione maggiore si riscontra al Centro (-24,9%), seguita dal Sud (con un calo del 9,8%) ed, infine, dal Nord (che ha perso l'4,6% degli scambi del settore). Analizzando le province delle maggiori città italiane, risultano andamenti molto differenziati, anche in considerazione dell'esiguo numero di compravendite che si registrano in un trimestre, per cui le variazioni percentuali possono risultare elevate a fronte di lievi variazioni in termini assoluti. Nel 1° trimestre 2014 nelle province delle otto principali città italiane per popolazione si sono avute complessivamente 656 compravendite per il settore direzionale che perde il 2,4% degli scambi rispetto al 1° trimestre 2013.

L'andamento del mercato registra variazioni tendenziali negative alle quali si alternano alcune decisamente positive. I cali più sostenuti si registrano a Bologna, Napoli e Firenze mentre in decisa controtendenza risultano invece i mercati di Roma e Torino (+19,6% e +15,3% rispettivamente).

L'andamento dei numeri indice delle transazioni trimestrali evidenzia che dal 2004, confrontando trimestri omologhi, il mercato degli uffici risulta più che dimezzato al Centro e con perdite intorno al -46% al Nord e -41% circa al Sud; in termini di numero di compravendite: questo settore è quello sta mostrando le maggiori sofferenze nell'ambito dell'immobiliare. Il basso numero di contratti portati a termine è un riflesso di quanto sta avvenendo in relazione alle tempistiche di vendita e di locazione, che mediamente continuano ad allungarsi, arrivando, rispettivamente a quota 10,8 mesi (in crescita di quasi un mese rispetto a fine 2012 e più che raddoppiate rispetto al picco minimo del 2003) e 6,9 mesi (per l'affitto, nonostante il leggero calo rispetto al 2012, tale parametro è quasi il doppio rispetto a quello relativo al mercato delle abitazioni). Anche gli sconti applicati all'atto della compravendita si mantengono su livelli particolarmente elevati (pari al 17,7% in media), sintomo di un forte squilibrio fra domanda ed offerta.

Dopo un 2010 contrassegnato da un allentamento della flessione dei prezzi medi di compravendita, nel biennio successivo e, soprattutto, nel corso del 2013 è cresciuta nuovamente l'intensità del calo: se a fine 2010 la dinamica di questo indicatore era stata vista come una tendenza dei prezzi a stabilizzarsi, questa interpretazione è stata smentita dalla nuova recente accentuazione della flessione. La contrazione dei valori nel corso del 2013, pari al -5,6% (-2,3% nel secondo semestre dell'anno), è la maggiore registrata dall'inizio della crisi. Se si considerano i prezzi al netto dell'effetto inflattivo, si può notare che il mercato è arretrato sino a portarsi ai livelli del 2004: dall'inizio della fase discendente del mercato la contrazione dei valori è stata del -17,3%.

Alle difficoltà registrate sul versante della vendita, non hanno fatto riscontro segnali di ripresa su quello locativo: la curva della loro flessione risulta leggermente meno inclinata rispetto a quella dei prezzi, così il loro

---

<sup>5</sup> Fonte: Avalon: "Il mercato immobiliare nazionale" Gennaio 2014; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2014".

arretramento rispetto al picco del mercato, sempre al netto dell'inflazione, è meno evidente. In termini di livello delle quotazioni, nel corso del 2013, i canoni hanno perso in media il -4,2% (-1,6% nel secondo semestre dell'anno).

Continua, quindi, anche se in modo molto contenuto, il trend ascendente dei rendimenti da locazione, che aumentano fino al 5,0%; tuttavia, a causa della decisa contrazione dei valori di compravendita, si registra un significativo calo nei rendimenti complessivi (rendimento da locazione più variazione in conto capitale), scesi in territorio negativo (-0,6%) a fine 2013.

A causa della difficile congiuntura economica, l'offerta di uffici in locazione risulta essere abbondante ed in crescita, in particolare nelle aree centrali e semicentrali delle città, a fronte di una domanda debole, incapace di far fronte agli attuali livelli di offerta. Sono fermi i nuovi progetti di sviluppo ed il mercato si rivolge agli spazi già esistenti. Si segnala che tra le garanzie richieste dal conduttore, la fidejussione bancaria è lo strumento più utilizzato.

Per il segmento direzionale si registra un peggioramento marcato delle valutazioni degli operatori sull'andamento del mercato per i prossimi mesi; il saldo previsionale sul numero di compravendite (dato dalla differenza fra indicazioni positive e negative) è negativo. Anche sul fronte dei prezzi, gli operatori prevedono nuovi cali (come per il numero di scambi). Da quando viene effettuata la rilevazione, mai si era registrata una simile omogeneità di giudizi improntati al calo. I due saldi previsionali hanno toccato punte ancor più negative rispetto a quelle toccate nel 2008, quando la fiducia degli operatori si collocava su livelli minimi. È prevista, invece, una maggiore stabilità, sia per quanto riguarda le quantità locate che per i canoni pattuiti, nonostante le prospettive di diminuzione in relazione alla domanda.

In buona sostanza le previsioni per il comparto sono orientate verso un ulteriore generale peggioramento della situazione, sia in termini di valori che in termini di contratti stipulati. Si tratta di percezioni che non lasciano un margine per una possibile ripresa dei livelli di attività nel breve termine, nonostante il mercato sia asfittico già da molto tempo.

---

## IL MERCATO DEL RETAIL<sup>6</sup>

Nel 2013 la curva di domanda e numero di compravendite del mercato dei negozi, così come risultante dalla lettura dei giudizi espressi dagli operatori immobiliari, assomigliava a quella relativa al segmento direzionale. Nonostante la decelerazione dei tassi di calo, nel 2013 la serie delle variazioni negative iniziata nel 2005 non si era ancora interrotta, anche se il mercato si è ormai più che dimezzato, in termini di volumi, rispetto al periodo pre-crisi. Tuttavia, durante il 1° trimestre di quest'anno, risulta che i tassi tendenziali del settore commerciale abbiano finalmente invertito il segno in tutte le macro aree registrando una crescita del 4,7% rispetto al 1° trimestre del 2013.

I dati di Agenzia del Territorio riguardanti il numero di compravendite completate in questa prima fase dell'anno, evidenziano un rialzo maggiore al Sud (+6,7%) seguito dal Nord, il cui mercato guadagna il 5,1% e dal Centro, in crescita dell'1%.

Dal 2006 in poi si è assistito ad una forte flessione, accentuatasi nel biennio 2008-09, in rallentamento nel 2010 e 2011, ed in nuova accelerazione nel 2012, confermata solo in parte nel 2013. Complessivamente, dal 2004, il settore commerciale nel 1° trimestre 2014 vede più che dimezzata la propria quota di mercato al Nord ed al Centro, mentre al Sud risulta diminuita di circa il 54%. Il limitato numero di contratti è coerente con quanto sta avvenendo in relazione alle tempistiche di vendita e di locazione, che continuano a dilatarsi, giungendo a quota 10,1 mesi e 6,5 mesi rispettivamente (entrambi i parametri sono in aumento rispetto a fine

---

<sup>6</sup> Fonte: Avalon: "Il mercato immobiliare nazionale" Gennaio 2014; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2014".

2012 e più che raddoppiati rispetto al 2003). Anche gli sconti applicati all'atto della compravendita sono aumentati e si attestano a fine 2013 attorno al 17,4%, in media, sintomo di una netta discrepanza tra domanda ed offerta.

Non si esime, quindi, dalla crisi, il mercato dei negozi, strettamente collegato all'andamento dei consumi, i quali faticano a riprendersi in una fase di incertezza economica come quella odierna. La domanda di immobili commerciali ha subito, negli ultimi anni, un forte calo tendenziale. Tuttavia in questa prima fase dell'anno, le otto principali province con 1.999 compravendite segnano complessivamente una crescita del 4,7%, con il mercato di Bologna che spicca per aver raddoppiato le compravendite rispetto al 1° trimestre del 2013. Buoni risultati sono stati registrati a Napoli e Palermo con rialzi superiori al 10%. Il mercato della provincia di Torino guadagna circa l'8% mentre le altre province sono in perdita con tassi che variano dal -3,6% di Roma al -12,3% di Genova.

L'offerta di spazi commerciali tradizionali in locazione si è mantenuta stazionaria, con conseguente numero di contratti in riduzione, frutto di una congiuntura difficile in tutti i comparti legati alle attività d'impresa. È aumentata anche la disponibilità di spazi nei centri delle città, dato che conferma che la crisi economica interessa anche le cosiddette vie dello shopping; la riduzione media dei canoni nel corso del 2013 è stata pari al -3,7% (-1,4% nel secondo semestre dell'anno).

A causa del parallelo andamento di canoni e prezzi, i rendimenti da locazione si sono mantenuti invariati: a fine 2013 si attestavano al 7,2% (2,8% in termini di rendimento complessivo, dato dalla somma del rendimento da locazione e della variazione in conto capitale: il livello del *total return* è il più basso registrato dal 2009).

Si evidenzia che lo strumento di garanzia più diffuso alla stipula del contratto è il deposito cauzionale (circa il 60% dei casi), seguiti dalla fidejussione bancaria (un contratto ogni quattro, circa).

Nel comparto commerciale si verifica, analogamente a quanto visto per gli altri comparti, la situazione secondo cui i canoni sono cresciuti meno rispetto ai prezzi nella fase positiva e poi si sono ridotti più drasticamente nella curva di discesa. Da un'analisi di medio termine emerge che, negli ultimi 15 anni, ovvero il periodo che abbraccia il momento positivo del mercato immobiliare italiano sino ad oggi, i prezzi degli immobili sono stati più reattivi alle spinte inflattive rispetto ai canoni di locazione, ed, analogamente, i primi hanno mostrato una maggiore resilienza nella fase discensiva. Se poi ci si sposta ad un'analisi settoriale, vediamo che, nel periodo indicato, i negozi e le abitazioni hanno prodotto i medesimi risultati in termini di variazione di valore in conto capitale, mentre il segmento direzionale risulta più arretrato di una decina di punti percentuali.

Le previsioni riguardanti il comparto commerciale non si discostano significativamente da quanto emerso per gli altri comparti, in particolare il direzionale: entrambi i saldi previsionali (nello specifico relativi a volumi e valori), dati dalla differenza fra le previsioni di crescita e quelle di calo, sono in territorio negativo ed in ulteriore diminuzione rispetto a quanto rilevato in precedenza.

La suddivisione dei giudizi sul numero di compravendite è simile a quanto già visto per gli uffici: una piccola quota degli operatori ritiene che vi sarà stabilità nel numero di transazioni e nei valori di scambio, mentre la maggior parte degli addetti ai lavori esprime giudizi negativi, in particolare sul fronte dei prezzi. Va segnalato, comunque, che i giudizi negativi si attestano su percentuali meno consistenti rispetto a quelle relative al comparto direzionale.

Per quanto concerne il segmento locativo si prevede una maggior stabilità, sia in termini di contratti stipulati che di canoni di affitto. Ad ogni modo, anche per il segmento degli affitti vi è poco spazio per l'ottimismo.



Il mercato degli immobili ad uso produttivo, che nel quinquennio 2004-2008 (e soprattutto all'inizio della fase discendente del mercato, tra il 2007 ed il 2008) aveva mostrato una miglior tenuta rispetto agli altri comparti e che aveva concluso il 2008 con il decremento meno marcato, nel 2009 e nella prima parte del 2010 è stato, invece, quello che ha subito la maggior contrazione del volume di compravendite, evidenziando la maggior "sofferenza" di questo settore. A fine 2010, tuttavia, vi è stata una buona ripresa, pienamente confermata nel corso del 2011. Nel corso del 2012 vi è stata una nuova, brusca, inversione di tendenza, confermata parzialmente nel 2013: come per gli altri segmenti immobiliari, la contrazione è stata molto pesante nel 2012 e significativa, anche se meno accentuata, nel 2013. Nel 1° trimestre 2014, ancora una volta, il tasso di variazione tendenziale è negativo anche se in decisa riduzione rispetto a quello riscontrato nel 1° trimestre precedente (-0,8% contro -8,8%).

Il volume di compravendite in questo primo periodo dell'anno è stati pari a 2.129 (contro 2.147 del 1° trimestre 2013). Complessivamente dal 2004 questo settore perde, confrontando trimestri omologhi, circa il 3,5% dei volumi di scambio; tra le macro aree il Centro mostra un calo del 46%, il Nord ed il Sud rispettivamente del 33% e 28% circa.

Se si considerano le variazioni tendenziali trimestrali sull'arco temporale che parte dal 1° trimestre 2005, si rileva che, dopo il picco negativo che ha accomunato le tre macro aree italiane nel 1° trimestre 2009, nei trimestri successivi le flessioni si sono attenuate anche con qualche segno positivo fino alle variazioni tendenziali tutte positive del 2° e del 3° trimestre del 2011.

Con l'eccezione dei rialzi registrati al Sud tra il 2° trimestre 2011 ed il 1° trimestre 2012, il trend negativo è proseguito per tutte le aree fino al 4° trimestre 2012. I cali si sono attenuati nel 1° trimestre 2013 con il Centro che mostrava un'inversione di tendenza. Nel 2° e nel 3° trimestre 2013 le perdite sono proseguite con tassi tendenziali più o meno accentuati tra le macro aree e nel 4° trimestre 2013 al Centro si registra quella ripresa che però non si conferma nel 1° trimestre del 2014, periodo nel quale provano a rialzarsi le altre due macro aree.

Nelle province delle otto principali città nel 1° trimestre di quest'anno si sono registrate 476 transazioni, in calo del 2,4% rispetto al 1° trimestre del 2013. Gli andamenti delle singole province registrano andamenti discordi: le perdite si osservano a Palermo (-50%), Torino (-25,5%) e Roma (-12,9%). In rialzo risultano le altre province e spiccano le performance di Genova (+45,3%), Bologna (+23,9%) e Milano (+23,1%).

A livello di caratteristiche della domanda, il mercato di questo settore continua ad essere fortemente concentrato nel Nord, con due terzi delle compravendite che avvengono in quest'area (ed in particolare il 40% circa nel Nord Ovest), a fronte del 16% circa nel Centro ed il 18% circa nel Sud e Isole. Tale dato è coerente con la distribuzione dello stock sul territorio nazionale: la presenza di capannoni, infatti, è preponderante nelle aree del Nord, con circa il 60%, a fronte del 18% del Centro e del 22% del Sud e delle Isole. La richiesta, inoltre, è orientata verso una metratura media, compresa tra i 500 ed i 1.000 mq (65% circa delle preferenze), anche se è significativa la quota di domanda che richiede una metratura più piccola, vale a dire al di sotto dei 500 mq (30% circa)

A testimonianza di un settore ancora molto fragile, data la stretta correlazione con l'intonazione economica complessiva, vi sono la crescita dei tempi necessari per vendere o affittare un immobile, rispettivamente a quota 13,2 e 10 mesi (entrambi i dati sono a livelli record: si evidenzia che il comparto è caratterizzato da tempistiche contrattuali decisamente più dilatate rispetto agli altri settori), e gli elevati sconti che vengono spuntati all'atto della compravendita, a fine 2013 si attestavano al 20,4%.

---

<sup>7</sup> Fonte: Avalon: "Il mercato immobiliare nazionale" Gennaio 2014; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2014".

Il mercato della locazione dei capannoni industriali presenta una maggior stabilità in relazione a domanda, offerta e numero di contratti. Ciononostante, le quotazioni hanno perso il -4% circa nel corso del 2013. Anche per il comparto produttivo, alle difficoltà registrate sul versante delle compravendite non hanno fatto riscontro segnali positivi su quello locativo.

Come conseguenza dell'andamento parallelo di prezzi e canoni, il rendimento da locazione risulta essere invariato e, a fine 2013, si attestava attorno al 7% (mentre il *total return*, grazie alla minore contrazione dei prezzi rispetto a quella registrata nel 2012, è in salita ed è pari al 2,1%).

Le previsioni, per il segmento industriale, con riferimento a prezzi, canoni e contratti di compravendita e locazione, sono sostanzialmente in linea con quelle relative agli altri comparti d'impresa, ma con una lieve connotazione di maggior ottimismo.

Il saldo previsionale (differenza fra previsioni positive e negative) sul numero di compravendite risulta essere negativo ed in calo rispetto alle precedenti rilevazioni, così come quello dei prezzi (già comunque in territorio ampiamente negativo nel recente passato). Per quanto concerne la locazione, invece, è prevista una maggiore stabilità, soprattutto per il numero dei contratti, ma anche per i valori di affitto.

Le prospettive per i prossimi mesi sono comunque orientate verso una leggera attenuazione del calo dei prezzi e dei canoni, a fronte di un'ulteriore contrazione del numero di compravendite e di un'inversione di tendenza sul versante locativo, con una stabilizzazione, seppure su livelli molto esigui, del numero di contratti stipulati.

---

## IL MERCATO ALBERGHIERO<sup>8</sup>

La crisi dei mercati finanziari ha causato un forte rallentamento dopo diversi anni di crescita. Il settore alberghiero ha subito una consistente inversione di tendenza nel 2008, rispetto all'anno precedente; il trend negativo è proseguito nel 2009, per poi subire una nuova inversione di tendenza nel 2010 ed ulteriori leggeri cali nel 2011 e 2012. Nel 2013 vi è stata una discreta ripresa: il volume di investimenti ha raggiunto quota 500 milioni di Euro, in crescita del 16% circa sul totale 2012. Tra le operazioni concluse di maggior rilievo, c'è stata la cessione del Four Season di Firenze all'Emiro del Qatar per circa 140 milioni e dell'Eden di Roma al Sultano del Brunei per 105 milioni di Euro.

L'Italia, negli ultimi anni, ha avuto un ruolo importante nell'interesse degli operatori alberghieri, sia locali che stranieri. A livello generale, le grandi città, Roma e Milano in particolare, hanno rappresentato le location preferenziali per i grandi gruppi alberghieri stranieri (ma, di recente, anche alcune zone del sud Italia e, soprattutto, la Sardegna).

Tra gli attori più attivi del mercato nazionale vi è Fimit Sgr, che, dopo le recenti acquisizioni (nonché la quotazione del Fondo Delta, interamente dedicato al settore alberghiero) è tuttora alla ricerca di nuove strutture da acquisire. Tra i grandi gruppi europei è molto attivo in Italia l'iberico NH Hotels che, dopo l'integrazione delle catene Jolly e Framon, prevede di investire altri 300 milioni aumentando le proprie strutture in Italia e raggiungendo quota 100 alberghi entro la fine del 2014. L'iniziativa riguarda in modo particolare la Sicilia, dove la controllata Sotogrande ha già realizzato un resort di lusso con campi da golf annessi. La tedesca Tui, presente con il marchio Iberotel nel nostro Paese, ha investito molto in Italia negli scorsi anni, in ville, abitazioni di lusso, alberghi e un Robinson Club, mentre Club Med ha recentemente aperto una nuova struttura a Pragelato, nelle alpi piemontesi.

Non solo grandi gruppi europei, ma anche le più importanti società americane hanno investito, negli ultimi anni, ingenti capitali nel nostro Paese (e prevedono di investire altri): Marriott Hotels conta di raggiungere

---

<sup>8</sup> Fonte: Avalon: "Il mercato immobiliare nazionale" Gennaio 2014; ISTAT.

venti strutture in Italia nel prossimo biennio, con investimenti a Firenze, Bologna, Genova, Torino ed in Sicilia (recentemente, il Boscolo Milano e il Boscolo Exedra Roma sono stati affiliati al gruppo degli Autograph Collection Hotels, il brand lifestyle e lusso del gruppo), mentre Hilton prevede di aprire almeno dieci nuovi alberghi entro il 2015 (attualmente sono già una ventina le strutture presenti in Italia, compresi i nuovi Garden Inn di Milano Malpensa e di Bologna). Starwood ha da poco aperto un grande Sheraton a Malpensa ed un “W” a Milano (in zona Brera); entro la fine del 2014 è prevista, inoltre, la riapertura del Grand Hotel Duomo a Milano (in Piazza Duomo), da parte di InterContinental.

Nonostante tutte queste iniziative (già effettivamente avviate o in fase ancora embrionale), oggi si respira un clima di maggiore incertezza. I ritardi nelle aperture previste sono molteplici e diverse operazioni sono in sospenso a causa dell'impossibilità di reperire finanziamenti. Le attuali condizioni di mercato, che hanno determinato maggiori difficoltà ad ottenere capitale di debito per finanziare le operazioni di investimento, si sono tradotte in un incremento degli spread applicati e una riduzione del *loan to value ratio*. Fino al 2007 era prassi diffusa usare una leva finanziaria che poteva giungere fino all'80%: ora al massimo si arriva al 50% - 60%, anche in base all'importo complessivo dell'operazione.

La maggior parte delle iniziative in corso è realizzata da operatori non speculativi, che effettuano investimenti in un'ottica di lungo periodo e che hanno a disposizione *equity* che consenta di perfezionare operazioni di grandi dimensioni, oltre che da parte degli stessi operatori alberghieri che, dato il numero ridotto di investitori specializzati, necessitano di perfezionare nuove acquisizioni perché il modello di business continui a crescere. Conseguenza di tutto ciò sarà (ed è già stato in parte) il consolidamento di soggetti più conservativi nell'utilizzo della leva finanziaria, come i fondi immobiliari ordinari, che, nel corso degli ultimi anni, avevano ricoperto un ruolo di primaria importanza nel settore degli investimenti alberghieri. Gli operatori di standing elevato dovrebbero sopportare meglio la situazione di crisi, rispetto ai player minori. In generale, si ritiene che vi sarà maggiore attenzione alla ricerca di ritorni futuri sicuri. Nell'attuale contesto di mercato gli investitori sono meno disposti ad acquistare alberghi i cui profitti attesi sono in declino. Le aspettative in termini di rendimento torneranno, pertanto, ad aumentare.

Nel complesso, entro la fine del 2014, sono in arrivo nel nostro Paese circa 5.200 nuove camere, concentrate soprattutto su Milano (circa 3.400 stanze, grazie anche all'effetto Expo 2015), ma anche su Roma e Torino. È evidente che vi è un forte interesse da parte degli investitori per strutture localizzate in mercati stabili e maturi: si nota una forte attenzione, dunque, al contenimento del rischio.

La nuova offerta di camere e posti letto andrà ad aggiungersi alla già ricca ed articolata offerta presente nel nostro Paese. A fine 2012 (ultima rilevazione disponibile), sulla base dei dati forniti da Istat e Federalberghi, si contano in Italia quasi 34.000 alberghi, con 1,1 milioni di camere e 2,25 milioni di posti letto circa.

La tabella che segue riassume la consistenza dell'offerta alberghiera nazionale (in termini di strutture, camere e letti), suddivisa per categoria (fonte Istat - dati a fine 2012, ultima rilevazione disponibile):

**L'offerta alberghiera in Italia (dati ISTAT al 31/12/2012)**

Stelle	Alberghi	Letti	Camere
5	393	64.106	29.645
4	5.354	736.311	349.701
3	15.243	954.823	479.529
2	6.609	209.944	110.327
1	3.438	80.606	43.455
RTA	2.791	204.914	80.629
<b>Totale</b>	<b>33.828</b>	<b>2.250.704</b>	<b>1.093.286</b>

Fonte: ISTAT

Per quanto concerne i principali indici di performance, il comparto ricettivo italiano sta mostrando una discreta tenuta dopo la crisi registrata tra il 2007 ed il 2009. Di seguito si riportano i dati relativi ai tassi di occupazione mensili delle camere per il periodo tra i 2010 ed il 2013:

**Tasso di occupazione camere per mese (%)**  
*Confronto 2010 - 2013*

	2010	2011	2012	2013
Gennaio	37,8%	39,5%	32,0%	34,1%
Febbraio	39,4%	39,7%	32,3%	35,5%
Marzo	41,4%	42,8%	35,7%	37,6%
Aprile	42,7%	43,3%	40,9%	40,4%
Maggio	45,0%	45,3%	42,0%	42,6%
Giugno	51,9%	53,8%	47,3%	48,7%
Luglio	60,1%	64,3%	61,5%	63,8%
Agosto	68,4%	73,0%	68,7%	72,3%
Settembre	50,4%	54,7%	51,1%	47,7%
Ottobre	45,4%	48,0%	45,3%	45,2%
Novembre	36,9%	36,2%	36,3%	37,0%
Dicembre	39,5%	32,2%	32,0%	25,7%
<b>Totale</b>	<b>46,6%</b>	<b>47,7%</b>	<b>43,8%</b>	<b>44,2%</b>

Fonte: ONT - Unioncamere

Per quanto riguarda i prezzi, allo scoppio della crisi economico-finanziaria, si è assistito ad una tendenziale politica di *pricing* al ribasso attuata dalle imprese ricettive (anche) per fronteggiare il particolare momento storico ed economico che ha dato vita a forti riduzioni del prezzo medio applicato. Dal 2011 in poi vi è stata un'inversione di questa tendenza e le tariffe applicate sono tornate a crescere.

Per quanto concerne i movimenti alberghieri, i dati a consuntivo per il 2013 mostrano un calo degli arrivi (-4,45%), dovuto quasi interamente al decremento degli arrivi di turisti italiani (-8,3%), a fronte della sostanziale tenuta del numero di turisti stranieri (-0,1%); anche le presenze sono risultate in calo (-4,51%), sempre a causa della decisa flessione del numero di turisti italiani (-8,3%), oltre che da un lieve calo del numero di visitatori stranieri (-0,3%). La permanenza media di entrambe le componenti si è attestata per il 2013 su valori poco al di sotto delle 4 giornate, in lieve calo rispetto al 2012, a testimonianza della minor durata dei viaggi, trend ormai consolidato da circa un decennio (la permanenza media si attestava nei dintorni dei 4,5 giorni all'inizio dello scorso decennio).

Il bilancio dell'anno 2013 si è chiuso con un saldo positivo per le imprese turistiche, rispetto al 2012 (+4% circa). L'Italia conferma così il suo posizionamento sia sui mercati internazionali che su quello domestico come meta di vacanza ambita, forte del binomio cultura-enogastronomia che fa del nostro Paese un luogo unico e ricercato.

Certamente non può nascondersi la contrazione dei consumi a causa della crisi, che ha condotto fisiologicamente ad alcune conseguenze di ordine pratico, ma il turista non rinuncia alla vacanza: contrae la permanenza media sul territorio e guarda al prezzo, senza, però, dimenticare la valenza e la qualità dell'offerta turistica. Le tendenze in atto, infatti, parlano di turisti sempre più attenti all'equilibrio del rapporto qualità-prezzo e alla personalizzazione dell'offerta e dei servizi per rispondere alle proprie esigenze.

L'Italia si conferma sinonimo di cultura, enogastronomia, shopping e *made in Italy*: tra le principali attività svolte sul luogo di vacanza, oltre allo sport e alle escursioni vi sono lo shopping (27% dei turisti in generale, 37% di coloro che soggiornano in città), la partecipazione a degustazioni di prodotti tipici locali (22% dei turisti in Italia ed in particolare il 27% di quelli legati al turismo verde), le visite di monumenti e siti

archeologici (15% dei turisti, 31% in città), musei e mostre temporanee (14% in generale, 29% in città) e la partecipazione ad eventi, concerti in testa (13% dei turisti, 17% di coloro che soggiornano al mare).

I turisti stranieri rappresentano il 40% circa dei flussi. Rispetto ad una domanda interna in continuo calo, il mercato straniero segna un andamento di tenuta. L'appeal dell'Italia all'estero resta elevato. Una lente di osservazione privilegiata, come quella dei grandi buyer internazionali, secondo la quale l'83% dei *tour operator* stranieri indica che le destinazioni italiane sono le più richieste nel mondo, seguite dalla Francia (59%) e dalla Spagna (53%). Tuttavia, non può nascondersi la forte concorrenza sia delle nuove destinazioni di vacanza che di quelle mature, le quali differenziano sempre di più la loro offerta turistica. Inoltre, il cambiamento dei bacini di origine dei flussi ha determinato un calo di appeal dell'Italia sul mercato europeo, a vantaggio di Spagna, Francia, Turchia e Grecia. Infatti, l'Italia è prima come meta ambita, ma al momento dell'acquisto, le criticità del mercato si fanno sentire, restituendo un quadro in cui l'Italia non detiene più il primato.

Le previsioni per il 2014 sono orientate alla stabilità o a un moderato ottimismo: a prevedere una situazione stabile è il 73% dei *tour operator* attivi in Italia. Una possibile crescita della domanda turistica organizzata in arrivo in Italia è prevista, invece, da un operatore su quattro. Tra questi emergono i Paesi del nord Europa, quali l'Austria, la Danimarca, la Svezia e la Norvegia, e gli emergenti Cina e Corea.

Per il futuro prossimo si prospetta, quindi, uno scenario più ottimistico rispetto al recente passato, con gli operatori internazionali che prevedono una crescita della domanda di turismo verso l'Italia, andamento che si esprime in modo più considerevole sul mercato indiano, cinese e brasiliano, confermando che si rende sempre più necessario guardare alle "nuove" economie anche in termini turistici.

I dati presentati confermano lo stato di discreta salute del sistema alberghiero italiano. Tutto sommato, l'Italia alberghiera, in un periodo di altissima difficoltà per la finanza, l'economia e il commercio mondiali, ha mostrato una certa resistenza. La contrazione del turismo internazionale, il crollo delle attività congressuali, un minore movimento commerciale facevano presumere una flessione particolarmente sensibile dell'occupazione media delle camere nelle principali città italiane. Questa ipotesi è stata smentita dai fatti. Considerando il calo a due cifre maturato nello stesso periodo da finanza, mercati e industria, gli alberghi hanno avuto una performance tutto sommato sufficiente.

Nel corso del terzo trimestre 2014, 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 nell'implementazione delle strategie identificate e dirette alla mitigazione degli effetti della crisi economica, nonché proseguire nel processo di valorizzazione del patrimonio immobiliare grazie anche ad un orizzonte temporale più esteso.

Sul fronte delle locazioni, l'operato della SGR si è concentrato sull'esecuzione delle attività connesse alla rilocalizzazione degli spazi sfitti e sulla definizione di nuovi accordi contrattuali per spazi in scadenza nel breve periodo, sulla ricerca di nuovi inquilini per gli spazi sfitti, nonché sulla risoluzione di problematiche contingenti attinenti alla gestione del portafoglio del Fondo.

La SGR in considerazione del progetto di ristrutturazione e ricostruzione dell'immobile di San Giuliano, unitamente ai lavori di riconversione in hotel della Torre A dell'immobile di Milano via Messina e a futuri potenziali lavori sull'immobile di Roma via Bombay ha momentaneamente deciso di investire le risorse rinvenienti dalla cessione dell'immobili di Origgio in depositi bancari.

---

**POLITICHE D'INVESTIMENTO DEL FONDO**

---

**GESTIONE IMMOBILIARE**

Alla data del presente Resoconto, 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 turistico- alberghiera, l'immobile di San Giuliano Milanese avente destinazione logistica e l'Immobile di Roma Via Bombay a destinazione direzionale.

**Roma - Via Bombay**

Locazioni: il complesso immobiliare, ad uso uffici e della consistenza di circa 8,700 mq, risulta completamente locato a seguito degli ultimi contratti stipulati, con durata di sei anni prorogabili per ulteriori sei, con le società MoneyGram e Leo Real Estate, entrambi aventi decorrenza 1° Giugno 2013. In particolare, il contratto con MoneyGram prevede una scalettatura del canone: partendo da € 150.000 nel 2013 fino ad arrivare a regime a € 350.000 nel 2017, mentre il contratto con Leo Real Estate prevede un canone pari ad € 22.000.

Manutenzione: nulla da segnalare.

**San Giuliano - Via Leone Tolstoy**

Locazioni: il complesso immobiliare ad uso logistico è interamente affittato alla società Tech Data Italia S.r.l.. La prossima scadenza contrattuale è prevista nel Giugno 2015. Tech Data, entro il termine contrattuale previsto, ha fatto pervenire alla SGR la disdetta dell'attuale contratto di locazione con validità 1 Luglio 2015 al fine di impedire il rinnovo dello stesso per ulteriori 6 anni.

Gli accordi verbali raggiunti prevedono la permanenza del conduttore all'interno dell'immobile a fronte di importanti lavori di riqualificazione. A tal fine si stanno negoziando i testi contrattuali che verranno sottoposti agli organi deliberanti per la successiva sottoscrizione. Di seguito i termini principali oggetto della trattativa:

- **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;
- Manutenzione ordinaria e straordinaria come per legge;
- **Garanzia:** fidejussione bancaria a prima richiesta pari a 6 mensilità del canone di locazione

L'intervento di riqualificazione prevede un investimento stimato in circa Euro 8 milioni; e sono ancora in corso le verifiche per una puntuale quantificazione dell'intervento a valle del completamento della progettazione definitiva.

In data 30 settembre è stata presentata al Comune di San Giuliano Milanese la pratica edilizia per l'avvio delle attività.

### **Milano Procaccini**

Locazioni: la proprietà del Fondo, costituita da due torri (Torre A e Torre C) di 10 piani fuori terra inserite in un più ampio complesso denominato "Procaccini Center", è ad oggi solo parzialmente locata e presenta un tasso di occupazione inferiore al 25%. In particolare, una delle due torri, la Torre A, è completamente libera e disponibile mentre la Torre C è parzialmente locata con un tasso di occupazione del 47% dai conduttori Sport Network S.r.l., Tom Tom Sales BV Italian Branch e Almirall S.p.A. Le attività di commercializzazione sono ancora in corso, ma nel primo trimestre del 2014 non si segnalano particolare segnali di interesse da parte di potenziali locatori.

In merito alla Torre A, sono iniziati nel corso del mese di gennaio i lavori di riconversione dei circa. 4.000 mq avendo la SGR firmato in data 23 dicembre 2013 un preliminare di locazione con la società B&B Hotels Italia S.p.A. avente ad oggetto la Torre A dopo l'integrale riconversione ed il cambiamento della destinazione d'uso da uffici ad alberghiero a cura e spese del Fondo. Il canone entrerà a regime nel 2018 e sarà pari ad Euro 605.000 in ragione d'anno, a cui si potrebbe sommare il canone variabile calcolato sulla base dei ricavi gestionali della controparte. Il contratto prevede una durata di 20 anni con esclusione della possibilità di esercitare la break option ed avrà decorrenza dalla data di consegna dell'immobile prevista per fine ottobre 2014 con un'ipotesi di inaugurazione della struttura per la prima metà di dicembre 2014.

Manutenzione: I lavori di riconversione della Torre A, assegnati all'impresa Cosenza Costruzioni S.r.l., sono partiti nel corso del mese di gennaio 2014. Alla data del presente documento non si segnalano particolari criticità.

### **GESTIONE FINANZIARIA**

Tale attività si pone l'obiettivo di migliorare la performance complessiva del Fondo per i sottoscrittori mediante l'utilizzo della leva finanziaria entro i limiti massimi consentiti dalle disposizioni normative vigenti (attualmente il 60% del valore dei beni immobili, dei diritti reali e della partecipazioni in società immobiliari, nonché fino al 20% del valore delle altre attività).

Alla data del 30 settembre 2014 il Fondo non fa uso della leva finanziaria.

### **GESTIONE MOBILIARE**

Alla data del 30 settembre 2014, tra le attività del Fondo, non risultano effettuati investimenti in strumenti finanziari.

Alla data del resoconto risultano in essere due depositi bancari vincolati nei quali è investita la liquidità del Fondo per complessivi Euro 20 milioni. Tali depositi 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 24/07/2014 - 24/01/2015 e per Euro 12 milioni è pari all'1,20%, mentre quella per il deposito con vincolo di indisponibilità per il periodo 24/09 - 23/12/2014 e per Euro 8 milioni è pari allo 0,90%.

In data 20/09/2014 è venuto a scadenza il deposito vincolato con stesse caratteristiche acceso in data 20/06/2014 con una remunerazione pari all'1,40%.

ANDAMENTO DEI CONTENZIOSI

Ad aggiornamento di quanto già descritto nella Relazione al 30 giugno 2014, si segnala che, in data 31 luglio, sul conto corrente del Fondo è stato accreditato l'importo di Euro 1.751.819 (importo al netto di Euro 2,00 di spese gestione pratica sostenute dall'Agenzia delle Entrate), relativo al credito Iva oggetto di contenzioso favorevolmente concluso a favore del Fondo come descritto nelle precedenti Relazione e Rendiconti.

La SGR in collaborazione con primario Studio Tributario sta proseguendo nell'espletamento di tutte le attività necessarie al recupero degli interessi maturati su tale credito I.V.A. relativo all'anno 1999 presso i competenti uffici.

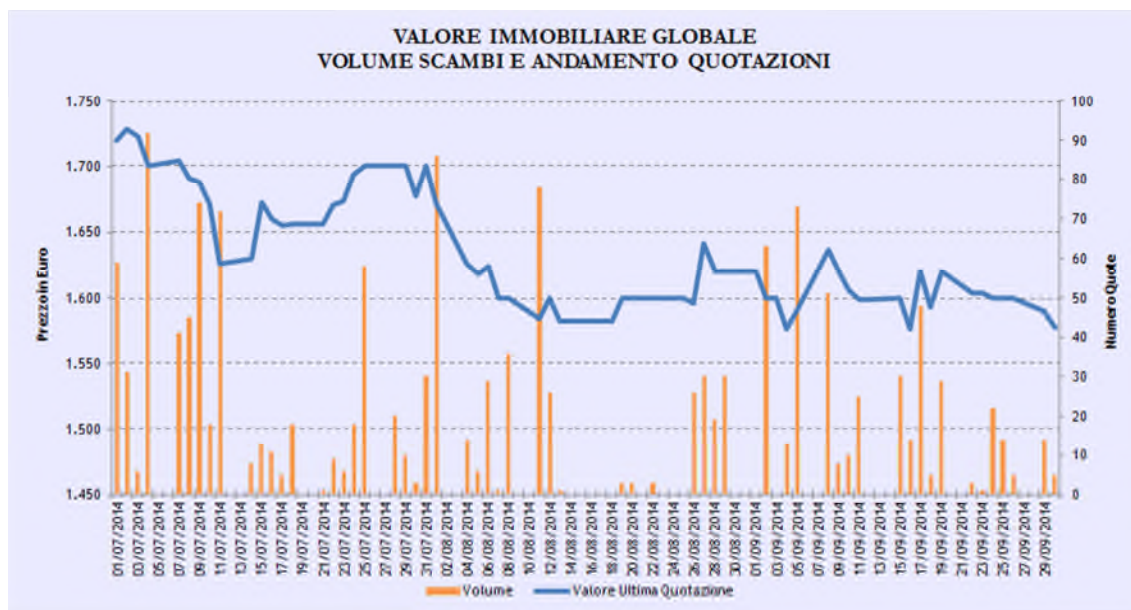
ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA SUL MERCATO

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

La quota ha registrato il prezzo minimo del periodo pari ad Euro 1.576 in data 16 settembre 2014 ed ha raggiunto quello massimo pari ad Euro 1.729 in data 2 luglio 2014.

Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel periodo di riferimento è stato di n. 25,38 quote.

Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (30 settembre 2014) è stato di Euro 1.577.



FATTI RILEVANTI AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 30 SETTEMBRE 2014

Nulla da segnalare.

Milano, 22 Ottobre 2014