

VALORE IMMOBILIARE  
GLOBALE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso

Riservato a Clientela Retail

## RESOCONTO INTERMEDIO DI GESTIONE

31 Marzo 2015

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 .....	7
Il mercato degli uffici .....	11
Il mercato commerciale .....	12
Il mercato della logistica .....	13
Il mercato residenziale .....	14
Il mercato alberghiero .....	15
<b>Attività di gestione del fondo .....</b>	<b>17</b>
Politiche d'investimento del Fondo .....	17
Altre informazioni .....	19
<b>Fatti rilevanti avvenuti successivamente al 31 marzo 2015 .....</b>	<b>20</b>

---

## PREMESSA

---

Il presente Resoconto Intermedio di Gestione al 31 Marzo 2015 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 31/12/2014 in %): 69% immobili ad uso ufficio, 24% immobili ad uso alberghiero, 7% immobili ad uso logistica.

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: Avalon Real Estate S.p.A.

Società di revisione: KPMG S.p.A.

Numero quote emesse: 30.850

Valore nominale delle quote: Euro 3.648,76 (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 secondo semestre del 2014 restano incerte le prospettive a breve e a medio termine per l'economia mondiale. Persiste infatti la debolezza nell'area dell'euro ed in Giappone dove l'attività ha continuato a contrarsi. Anche in Cina il rallentamento dell'attività è proseguito sebbene in misura inferiore rispetto alla Russia dove la situazione economica e finanziaria è in rapido deterioramento. Sull'economia di quest'ultima gravano infatti le sanzioni imposte dall'Occidente nonché la brusca caduta del prezzo del greggio ed il crollo del rublo. A fronte di un'inflazione globale che scende, risentendo della domanda debole e del calo del prezzo del petrolio, si riscontra una divergenza sempre più pronunciata degli orientamenti di politica monetaria fra le diverse aree.

Secondo recenti stime dell'FMI, sulle prospettive di una graduale crescita mondiale gravano ancora rischi al ribasso; la crescita per il 2015 è stata infatti corretta ad un valore pari al 3,8% rispetto al 3,9% previsto inizialmente.

Negli Stati Uniti, durante il 3° trimestre, l'attività economica ha accelerato nettamente, crescendo oltre le attese (5% in ragion d'anno) grazie al rafforzamento dei consumi. Secondo gli indici PMI del settore manifatturiero e sulla base delle indicazioni provenienti dal mercato del lavoro, nello scorcio dell'anno l'attività economica avrebbe infatti continuato ad espandersi seppur a ritmi meno intensi. In Giappone, al contrario, il calo del prodotto è proseguito anche nel 3° trimestre (-1,9% in ragion d'anno) a causa di una nuova flessione degli investimenti solo parzialmente compensata da un modesto recupero dei consumi.

---

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

Nelle principali economie emergenti l'attività economica rimane debole: in Cina è proseguito il rallentamento dell'attività anche nella parte finale dell'anno (passando dal 7,5% al 7,3% su base tendenziale). In Brasile continua il ristagno (0,2% nel 3° trimestre) ed il PIL è frenato dalla debolezza degli investimenti che proseguirebbe anche nel 4° trimestre del 2014. In Russia la situazione economica e finanziaria è in rapido deterioramento, l'attività economica ha infatti rallentato nel 3° trimestre e si è contratta in novembre; sulla sua economia gravano le sanzioni imposte dall'Occidente alla fine di luglio, la brusca caduta del prezzo del greggio ed il crollo del rublo. In controtendenza l'India, dove la crescita è rimasta robusta attestandosi al 5,3% su base tendenziale nel 3° trimestre e, secondo alcuni sondaggi, avrebbe accelerato negli ultimi mesi 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 vi siano stati apportati alcuni cambiamenti. La Federal Reserve (FED) ha interrotto, lo scorso novembre, il programma di acquisto di *mortgage-backed securities* e di obbligazioni del Tesoro e, nella riunione di metà dicembre, ha confermato che l'intervallo obiettivo dei tassi sui *federal funds* sarà mantenuto su valori eccezionalmente bassi (0-0,25%).

La Banca d'Inghilterra prosegue con la modifica che aveva apportato durante il mese di febbraio sulla propria *forward guidance*, non incentrandola più su una soglia del tasso di disoccupazione. In dicembre il Monetary Policy Committee ha lasciato invariato il tasso di riferimento del Regno Unito (0,5%) così come la quantità di attività finanziarie acquisite a seguito dell'attuazione dell'Asset Purchase Programme (375 miliardi di sterline) per favorire il riassorbimento della capacità produttiva inutilizzata.

La Banca del Giappone, alla fine di ottobre, ha inaspettatamente deciso di rafforzare il programma di espansione quantitativa.

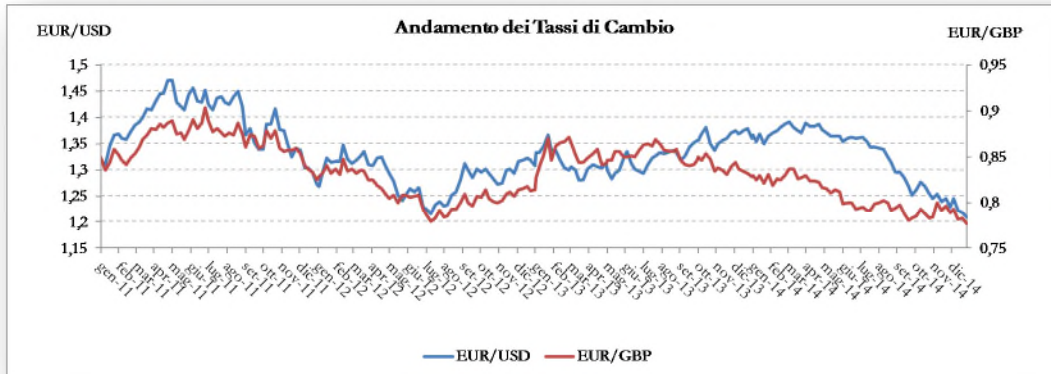
Le politiche monetarie nelle principali economie emergenti hanno seguito andamenti differenziati in ragione delle divergenti condizioni macroeconomiche. La Banca centrale cinese ha, da un lato, accresciuto le azioni di vigilanza per limitare la leva finanziaria e ridimensionare il sistema bancario ombra, dall'altro, ha ridotto i tassi di riferimento su prestiti e depositi bancari. La Banca centrale dell'India dovrebbe portare un allentamento di 100 punti base al tasso ufficiale di sconto mentre la Banca centrale del Brasile ha intrapreso un nuovo ciclo di restrizione monetaria volto a riconciliare le aspettative con gli obiettivi di inflazione. In novembre la Banca centrale russa ha annunciato l'abbandono dell'ancoraggio del rublo all'euro ed al dollaro mentre in dicembre ha attuato il più forte rialzo dei tassi mai deciso, portando quello di riferimento al livello massimo della crisi del 1998 (17%).

La crescita del PIL dell'area dell'euro, secondo le proiezioni dello staff dell'Eurosistema, è stata ulteriormente rivista al ribasso rispetto a quanto ipotizzato nel 1° semestre 2014: la crescita del PIL scenderebbe infatti dall'1% allo 0,8% per il 2014 e dall'1,7% all'1% per il 2015. Gli indicatori più recenti confermano infatti la debolezza ciclica dell'economia dell'area dell'euro e prefigurano per il 4° trimestre una crescita ancora contenuta, con andamenti differenziati tra paesi.

Sulla base di stime preliminari, in dicembre la variazione dei prezzi al consumo è scesa su valori negativi (-0,2% sui dodici mesi), risentendo della dinamica dei prezzi dei beni energetici (-6,3%). La flessione dei corsi petroliferi contribuirà da un lato, a sostenere i consumi ma dall'altro lato, potrebbe accrescere i rischi di un radicamento di aspettative di riduzione della dinamica dei prezzi e di un aumento degli oneri dei settori indebitati. In dicembre, infatti, le attese delle imprese circa la variazione dei propri listini si sono ulteriormente ridotte, confermandosi al di sotto della soglia compatibile con un aumento dei prezzi. Sempre in dicembre, gli operatori professionali hanno rivisto al ribasso le attese sull'inflazione nell'area, che si sono attestate allo 0,6% per il 2015 mentre su orizzonti più lunghi risulterebbe solo lentamente, rimanendo a lungo ben inferiore al valore coerente con la definizione di stabilità dei prezzi.

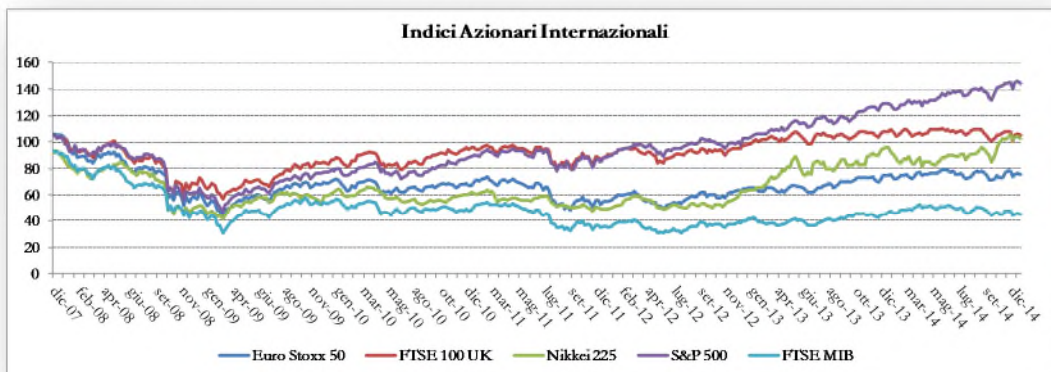
Per contrastare tali rischi e ricondurre le aspettative verso la stabilità dei prezzi, il Consiglio Direttivo della BCE ha ribadito l'intenzione di ampliare la dimensione del bilancio dell'Eurosistema, per riportarlo in prossimità dei livelli registrati nel marzo 2012. Il ricorso alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, finora inferiore a quanto inizialmente atteso, potrebbe risultare insufficiente; il Consiglio, che valuterà nuovamente la situazione a fine gennaio, è pronto ad ampliare la dimensione, la composizione e la frequenza degli interventi.

Tali misure di politica monetaria da parte della BCE hanno avuto effetti positivi sia sui premi per il rischio dei titoli di Stato dell'area dell'euro, che hanno registrato una sostanziale stabilità, sia sulla moneta unica europea che ha visto interrompersi la fase di apprezzamento. Durante l'ultimo trimestre l'euro si è indebolito dell'1,7% ed il tasso di cambio nei confronti del dollaro si è deprezzato del 7,2%. Tale deprezzamento dovrebbe generare impulsi positivi sulla crescita delle esportazioni nonostante un aggravamento della recessione in Russia che ha portato un rafforzamento dell'euro rispetto al rublo del 35,5%.



Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

I mercati finanziari internazionali hanno registrato ampie oscillazioni nel quarto trimestre del 2014. Gli unici indici azionari che sono cresciuti sono stati quegli negli Stati Uniti ed in Giappone, dove hanno beneficiato, rispettivamente, del buon andamento dell'economia e della nuova fase espansiva di politica monetaria avviata dalla Banca del Giappone. Nell'area Euro l'andamento degli indici azionari è rimasto sostanzialmente in linea.



Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

Con riferimento alle economie emergenti, i corsi azionari hanno registrato un calo nel quarto trimestre del 2014, soprattutto in Europa orientale ed in America latina; la volatilità nei mercati finanziari è tornata a crescere e sono aumentati i deflussi di capitali nel comparto azionario. Il brusco calo dei corsi petroliferi ha colpito le economie esportatrici di greggio come la Russia che, solo nel mese di dicembre, insieme anche ad altri fattori, ha perso oltre il 18% rispetto al dollaro.

In conclusione, sebbene l'economia mondiale versi ancora in una situazione di debolezza, si prevede per il biennio 2015-2016 un rafforzamento della competitività dell'Europa. Da marzo 2015 la BCE avvierà infatti una politica monetaria espansiva, un programma da oltre mille miliardi di Euro fino al 2016 che contribuirà a contrastare le pressioni al ribasso sui prezzi e la debolezza dell'attività economica nell'area. Dalle valutazioni di Banca d'Italia è emerso che tale manovra porterebbe ad una riduzione dei tassi d'interesse sui titoli di Stato a più lungo termine nonché ad un deprezzamento dell'euro; ciò si tradurrebbe in un aumento, seppur lieve,

del PIL e dell'inflazione. Si sottolinea inoltre che tali risultati positivi potrebbero essere maggiori se si tenesse conto anche dell'impatto che le nuove misure potrebbero avere sulla fiducia e sulle aspettative di inflazione di famiglie e di imprese.

---

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

L'andamento dell'economia italiana durante il 2014 risente ancora della debolezza degli investimenti frenati dagli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata, dall'elevata incertezza sulle prospettive della domanda e dalle difficoltà dell'edilizia. Nella seconda metà dell'anno il clima di fiducia dei consumatori ha infatti registrato un ribasso a causa del deterioramento dei giudizi sia sulla situazione personale sia sulla situazione economica del paese. Ciò nonostante, è proseguito, seppur in misura contenuta, il rialzo dei consumi privati confermando una tendenza in atto dall'estate del 2013 grazie anche ad un recupero del reddito disponibile sostenuto dalle misure adottate dal Governo attraverso la legge di stabilità. Si conferma, difatti, l'impegno del Governo a proseguire nell'azione di risanamento dei conti pubblici e rilanciare l'economia italiana al fine di evitare un prolungamento di questa fase recessiva ormai in atto da diverso tempo.

Il PIL nazionale continua, tuttavia, a diminuire anche negli ultimi mesi dell'anno. La produzione industriale è ancora scesa in autunno e, nel complesso del 2014, è diminuita di quasi un punto percentuale. I ritmi produttivi continuano a soffrire della debolezza delle condizioni interne di domanda ed il fatturato industriale realizzato sul mercato domestico ha presentato un'evoluzione fortemente erratica, con una nuova diminuzione in novembre (-1,2% dopo due incrementi consecutivi). Da un recente sondaggio condotto da Banca d'Italia in collaborazione con il Sole 24 Ore, emerge un clima di fiducia debole da parte delle imprese, le quali prevedono che la loro attività sarà influenzata negativamente dall'incertezza circa l'evoluzione del quadro macroeconomico e politico. Nel frattempo, le vendite sui mercati esteri hanno mostrato una sostanziale tenuta nel quarto trimestre registrando un'accelerazione dell'1,8% delle esportazioni verso i paesi esterni all'Unione. Tale risultato è ascrivibile in larga misura agli incrementi dei prezzi finali di vendita, resi possibili dal deprezzamento del cambio dell'euro, a fronte di una diminuzione dei volumi.

Dal deprezzamento del cambio ne ha beneficiato la competitività delle imprese italiane le quali, tuttavia, registrano un calo della redditività conseguentemente ad una diminuzione degli investimenti. Prosegue difatti la contrazione dei prestiti bancari alle imprese anche se in misura minore rispetto ai mesi precedenti (-2,4%); secondo informazioni preliminari relative al mese di novembre, gli intermediari, anche a seguito dei fondi ottenuti con l'operazione mirata di rifinanziamento di settembre, avrebbero allentato lievemente i criteri di concessione di prestiti alle imprese, pur mantenendoli differenziati per classe dimensionale (più favorevoli per le grandi e in lieve peggioramento per quelle più piccole).

Il sopra menzionato calo degli investimenti delle imprese, specialmente nel comparto industriale, deriva anche dall'incertezza sull'evoluzione della domanda dei prodotti. Sebbene, infatti, i consumi privati abbiano continuato ad aumentare anche nella seconda metà del 2014, il clima di fiducia dei consumatori ha registrato un ribasso, pur rimanendo ben al di sopra dei minimi toccati nel 2012. A gravare sulle valutazioni delle famiglie è stato il deterioramento dei giudizi sia sulla situazione economica del paese sia sulla situazione personale.

Sulla spesa per consumi pesano ancora le difficili condizioni del mercato del lavoro. Nel terzo trimestre del 2014 il tasso di disoccupazione è aumentato al 12,8%, dal 12,6% del periodo precedente, sospinto, come nei primi mesi dell'anno, quasi interamente dalla crescita del tasso di attività. Nel successivo bimestre ottobre-novembre si è assistito ad un ulteriore incremento del tasso di disoccupazione che si è attestato a novembre al 13,4% ed al 43,9% nella fascia 15-24 anni. A tale flessione potrebbe aver contribuito il rinvio delle assunzioni in vista degli incentivi introdotti dalla legge di stabilità in vigore da gennaio. Secondo gli ultimi dati forniti

---

<sup>2</sup> Fonte: Banca d'Italia: "Bollettino Economico" Gennaio 2015; Istat: "Nota mensile sull'andamento dell'economia italiana" Gennaio 2015.

dall'Istat, a dicembre il tasso di disoccupazione sarebbe diminuito dopo la crescita in ottobre e novembre, tornando sotto quota 13% ma ciò non si è rivelato sufficiente a contribuire al miglioramento delle aspettative delle famiglie in merito ai dati sull'occupazione.

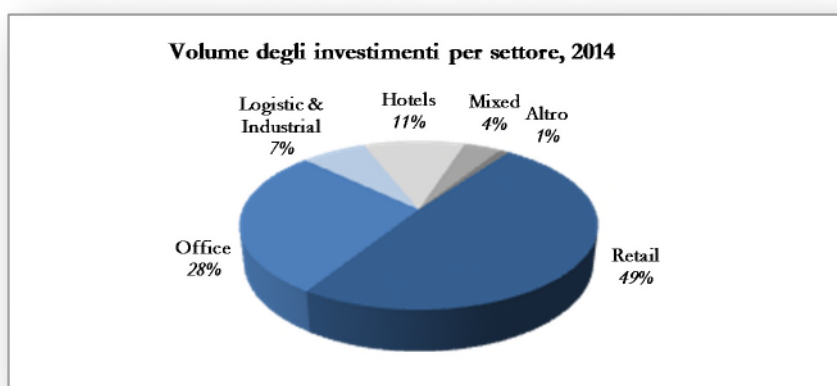
Alla fine del 2014 le tendenze dei prezzi a livello di distribuzione finale hanno confermato il trend emerso in estate, con ritmi di crescita sui minimi storici. A dicembre l'inflazione è risultata nulla, sintesi di ribassi per le voci maggiormente volatili (-5,3% per i beni energetici e -0,6% per gli alimentari non trasformati) e di una crescita contenuta dello 0,6% per le componenti di fondo. La debolezza della domanda ha reso difficile il passaggio dalla produzione alla distribuzione finale di ulteriori aumenti, contribuendo a rafforzare il processo di decelerazione dei prezzi al consumo dovuto al rientro delle pressioni su energetici ed alimentari.

La dinamica inflazionistica dovrebbe rimanere debole anche nella prima parte del 2015, coerentemente con gli sviluppi recenti sui mercati internazionali delle materie prime ed in assenza di sostanziali miglioramenti delle condizioni della domanda e del mercato del lavoro. Tuttavia, come esposto precedentemente, la politica monetaria espansiva che avvierà la BCE a partire da marzo 2015 unita all'abbassamento del prezzo del petrolio ed a riforme strutturali significative, dovrebbe contribuire a rendere più rosee le prospettive per il futuro del mercato Italiano.

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

Il mercato immobiliare nazionale perdura in una fase negativa, caratterizzata nei primi nove mesi del 2014 da un calo del 7% nel volume degli investimenti attestandosi a 2,7 Miliardi di Euro. Tale risultato è da attribuirsi principalmente alla lentezza nel perfezionamento degli investimenti oltre ad una carenza di prodotto che riduce la possibilità di acquisire *asset* di grandi dimensioni. Tuttavia, durante il quarto trimestre, il mercato immobiliare è cresciuto sia in termini di volumi d'investimento che di numero di compravendite, lasciando presagire una ripresa del mercato. Con riferimento agli investimenti immobiliari, in Italia, durante il quarto trimestre sono stati infatti investiti 2,6 miliardi di Euro (+32% in ragione d'anno).

Nonostante le avvisaglie di una nuova recessione economica per il Paese ed il posticipo dell'inizio della ripresa al 2016, l'interesse degli investitori non sembra diminuito dopo l'estate. Il volume investito è tornato sopra la media trimestrale degli ultimi tre anni e, con riferimento alla distribuzione settoriale di tali investimenti, anche nel 2014 il settore *retail* si conferma il più attraente con quasi il 50% del totale (1,2 Mld di Euro), seguito dal settore uffici con ca. il 30% del totale investito (ca. 600 Mln di Euro). L'attività nel settore della logistica prosegue a migliorare anche se con un rallentamento nelle transazioni, mentre accelerano fortemente gli investimenti immobiliari nel settore degli Hotel (+60% su base annua).



Fonte: CBRE, Italy *Investment MarketView* Q4 2014

<sup>3</sup> Fonte: CBRE Italy *Investment MarketView* Q3 2014; Assogestioni: "Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani" 1° semestre 2014.

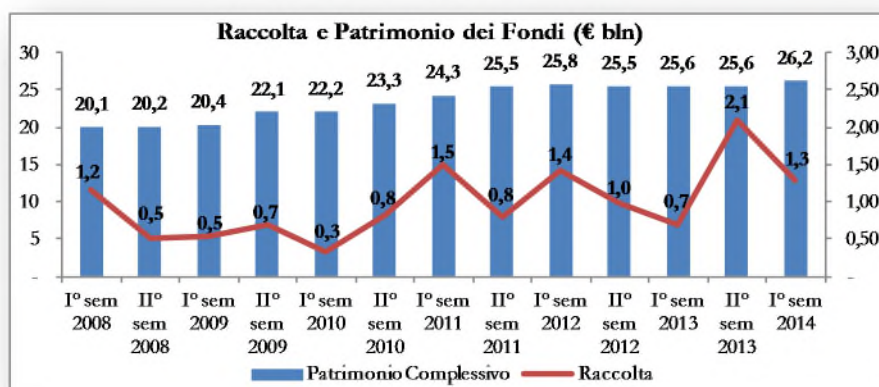
Il capitale straniero investito nell'ultimo trimestre ha toccato il livello di quasi 2,3 miliardi di Euro, in forte crescita rispetto al trimestre precedente: il 56% del totale è rappresentato da acquisizioni di portafogli immobiliari. Tale accelerazione si contrappone ad un rallentamento negli investimenti domestici che avevano invece registrato un aumento nel trimestre precedente; a fine anno il volume totale investito dagli italiani si attesta a poco più di 1 miliardo di Euro contro i 4,2 miliardi investiti dagli stranieri.

Una ripresa del volume degli investimenti domestici potrebbe essere favorita da alcune novità che sono state introdotte nel documento governativo *Sblocca Italia*. Tali novità consistono, in particolare, in norme volte a semplificare le regole di creazione delle SIIQ ed a rendere il contratto di locazione più bilanciato tra inquilino e proprietario, con riferimento ai contratti con canone annuale superiore ai 150 mila Euro. Infine, il decreto competitività prevede di allargare, oltre le banche, l'offerta di soggetti che potrebbero prestare debito; ciò consentirebbe anche alle compagnie assicurative di fare attività di *financing* senza ricorrere ad un intermediario bancario. Tale manovra, pertanto, favorirebbe una maggiore disponibilità di debito e potrebbe presentare un volano importante per gli investimenti immobiliari nel futuro.

Intanto, anche nel 2014 gli investitori più attivi sono stati i fondi opportunistici americani tra cui Blackstone, Cerberus ed Orion, mentre i fondi sovrani del medio oriente hanno proseguito le loro acquisizioni di *trophy assets* tra cui alberghi e uffici. Per quanto riguardano gli investimenti domestici, la maggior parte di essi è stata realizzata da fondi legati alle casse di previdenza dei Commercialisti, dei Medici nonché degli Architetti.

I rendimenti per *asset prime* hanno iniziato la fase di diminuzione pur se rallentata dal rischio maggiore attribuito al Paese rispetto al ciclo precedente.

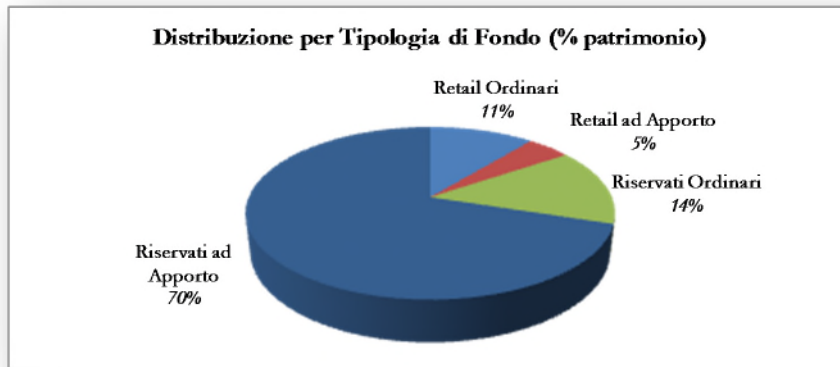
I fondi immobiliari italiani, che hanno masse gestite pari al 3% dell'industria italiana del risparmio gestito, rappresentano un'interessante alternativa all'investimento diretto. Difatti, nel primo semestre 2014, la crescita dell'industria dei fondi è leggermente aumentata; secondo i dati forniti da Assogestioni, il totale delle attività è aumentato dell'1,5% su base semestrale. Questo dato, tuttavia, è principalmente riconducibile ad una variazione del campione monitorato: nel corso dell'ultimo semestre il numero di fondi analizzati è infatti cresciuto di 16 unità attestandosi a quota 215 fondi censiti. Il patrimonio immobiliare gestito ha registrato variazioni molto lievi sia a livello annuo (+2,5%) sia a livello semestrale (+2,4%) aumentando sensibilmente rispetto a giugno 2013 (Euro 25,6 miliardi). I flussi di raccolta del primo semestre 2014 si attestano ad Euro 1,3 miliardi contro Euro 2,1 miliardi raccolti nel secondo semestre 2013.



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2014

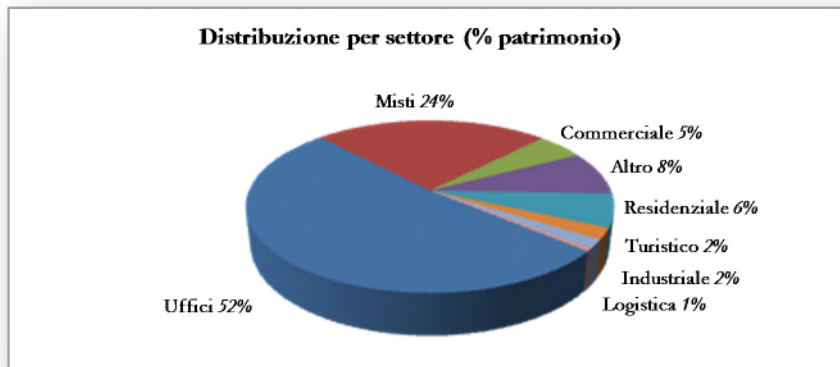
A giugno 2014 il mercato dei fondi immobiliari è rappresentato da quattro tipologie principali di fondi, di cui la componente principale è quella dei fondi riservati ad apporto (70%).





Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2014

Per quanto riguarda la ripartizione degli investimenti per destinazione d'uso, rispetto allo scorso semestre, sono leggermente diminuiti i pesi delle categorie turistico (-7,5%), misti (-6,4%) ed industriale (-4,5%). Al contrario, sono aumentati i pesi delle categorie uffici (+9,3%), commerciale (+6,2%), residenziale (+3,8%) e soprattutto quelli della logistica (+20,8%).



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2014

Durante il primo semestre del 2014 sono stati acquistati e conferiti immobili per Euro 1,9 miliardi, mentre ne sono stati venduti Euro 0,5 miliardi. Questo risultato è in calo rispetto a quanto registrato nello stesso periodo dell'anno precedente, e 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.

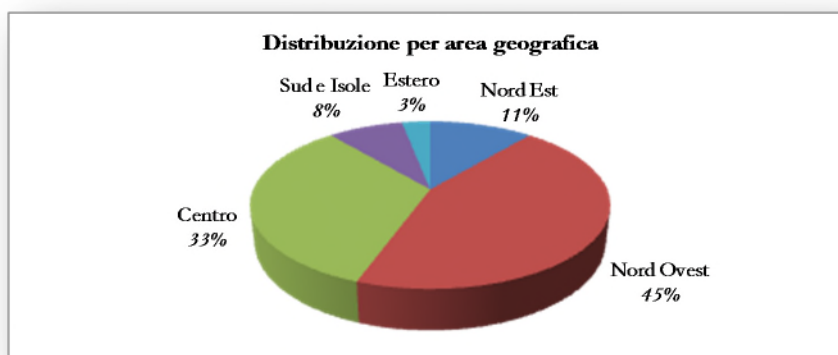
La composizione delle attività è variata leggermente rispetto allo stesso periodo del 2013 ed è così ripartita:



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2014

L'investimento complessivo in immobili, ossia quello diretto e quello realizzato tramite partecipazioni di controllo in società immobiliari, raggiunge Euro 38,6 miliardi registrando un incremento dell'1,1% in sei mesi. Tale valore è ancora al di sotto del valore registrato a giugno 2012 (Euro 39,6 miliardi).

Con riferimento alla ripartizione geografica degli investimenti, il Nord Ovest rimane prevalente, seguito dal Centro (-2,9% rispetto al semestre precedente) e dal Nord Est (stabile rispetto al semestre precedente) così come dal Sud e Isole (-11%) ed Estero.



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2014

In conclusione, seppur i dati del quarto trimestre 2014 abbiano dato segnali incoraggianti e nel suo complesso il 2014 abbia chiuso con un incremento del 10% in ragione d'anno nel volume degli investimenti (5,3 miliardi di Euro), il mercato immobiliare italiano perdura in una fase di difficoltà caratterizzata ancora dalla discesa del numero delle compravendite e dei prezzi nonché dalla difficoltà di accesso al credito. Ciò nonostante, l'interesse per l'immobiliare italiano sta aumentando, più per fattori macroeconomici (surriscaldamento dei mercati periferici come Spagna ed Irlanda) che per motivi legati al settore immobiliare in sé, e sussistono i presupposti per un consolidamento della ripresa del mercato immobiliare grazie all'approvazione dei provvedimenti, sia dal Governo sia dalla BCE, volti a favorire e sostenere la ripresa economica dei Paesi Europei. Tali provvedimenti, da un lato, renderebbero l'investimento immobiliare più appetibile in considerazione dell'ampio *spread* tra BOT e rendimenti immobiliari, mentre dall'altro, grazie alla ripresa economica, dovrebbero rafforzare la domanda di spazi e quindi favorire la crescita dei canoni nel breve-medio periodo.

## IL MERCATO DEGLI UFFICI<sup>4</sup>

L'andamento del mercato uffici e direzionale registra un trend in sofferenza come riporta l'Osservatorio del Mercato Immobiliare nella nota del terzo trimestre 2014. Il settore terziario registra un -2% nel terzo trimestre, proseguendo in tal modo il trend negativo che vede il comparto in perdita per il dodicesimo trimestre consecutivo.

Sempre nel terzo trimestre, mentre al Nord il calo prosegue e si accentua (-11,9%), nelle aree del Centro e del Sud il mercato degli uffici, dopo numerosi trimestri in perdita, inverte finalmente il segno con decisi rialzi, +11,5% e +16,3% rispettivamente. Più in dettaglio, analizzando le province delle maggiori città italiane, gli andamenti sono 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. I rialzi più sostenuti si registrano a Napoli e Roma, che guadagnano il 43% circa ed il 37% degli scambi rispettivamente, mentre le perdite più sostenute si verificano nelle province di Palermo e Firenze.

Il mercato terziario, per sua natura, è pesantemente dipendente dall'andamento economico del Paese. Le aziende, in questo momento di recessione economica, puntano alla riduzione delle spese fisse di funzionamento, al consolidamento degli spazi, alla rinegoziazione del canone, al riposizionamento in strutture nuove, più periferiche, ma in classe energetica più elevata, con contenimento dei costi di gestione, possibilità di parcheggio, servizio di trasporto pubblico e soprattutto con canoni concorrenziali. La crescente disponibilità di prodotto (*vacancy*) sul mercato, l'aumento della tassazione sui prodotti immobiliari, costringe i proprietari d'immobili all'immissione del proprio prodotto in un mercato competitivo ed al conseguente contenimento dei canoni richiesti.

Tuttavia, se da un lato diminuiscono gli occupanti, soprattutto dei grandi spazi, dall'altro si assiste ad un aumento degli investimenti in tale settore di mercato. La domanda di prodotto d'investimento *prime* è infatti in costante crescita ma l'offerta spesso non vi risponde adeguatamente. Vengono richiesti edifici progettati con criteri di sostenibilità ambientale e dotati di certificazioni energetiche, tali caratteristiche sono presenti più facilmente nei complessi di nuova edificazione.

I canoni sono previsti stabili esclusivamente nelle zone centrali cittadine, mentre in generale tendono a ridursi; aumentano i tempi necessari alla vendita o alla locazione, mediamente stabilizzati nell'intorno dei 11-12 mesi per la vendita e dei 8-9 mesi per la locazione. Lo sconto sui canoni richiesto è mediamente pari al 15-17% ed il rendimento medio si attesta nell'intorno del 5-5,5%.

Il mercato terziario risulta concentrato soprattutto nelle due città di Milano e Roma che costituiscono i due principali mercati con uno stock di oltre 20 milioni di mq. Di seguito si riporta una tabella con gli indicatori chiave di questo settore a Roma e Milano:

	<i>Indicatori chiave del settore Uffici</i>		
	2013	2014	Q4 2014
<b>Milano</b>			
Nuovo stock (mq)	61.800	77.500	2.500
Vacancy rate	12,9%	13,3%	13,3%
Take-up (mq)	230.300	277.000	74.800
Prime rent (€/mq/anno)	480	490	490
Wighted Average rent (€/mq/anno)	220	276	281
Prime net yield	5,30%	5,00%	5,00%
Secondary net yield	6,80%	6,25%	6,25%
Office Investment (€ Mln)	737,6	879	217,2

<sup>4</sup> Fonte: OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel III trimestre 2014"; IPI Monitor Immobiliare: "Analisi dei segmenti di mercato specifici"; CBRE: "Rome Office MarketView 3Q 2014" e "Milan Office MarketView 3Q 2014".

<b>Roma</b>			
Nuovo stock (mq)	50.000	6.900	0
Vacancy rate	8,2%	8,2%	8,2%
Take-up (.000 mq)	171,6	114	59,4
Prime rent CBD (€/mq/anno)	400	380	380
Prime rent EUR (€/mq/anno)	320	330	330
Prime gross yield	6,25%	6,20%	6,25%
Office Investment (€ Mln)	555	265,4	199,5

Fonte: CBRE, Milan Office MarketView Q4 2014 e Rome Office MarketView Q4 2014

In conclusione, date le attuali condizioni di mercato, l'aspettativa per questo settore almeno fino al 2015 non può che essere il perdurare della riduzione dei prezzi sia di compravendita sia di locazione; per una risalita dei prezzi occorrerà aspettare che la ripresa economica, sostenuta in parte dalla politica monetaria espansiva a partire da marzo 2015, inizi a stabilizzarsi e le società necessitino pertanto di nuovi spazi operativi.

## IL MERCATO COMMERCIALE<sup>5</sup>

L'andamento del mercato commerciale registra un trend moderatamente positivo, seppur con un rialzo contenuto in pochi punti percentuali, ma che sovrverte il perdurare della negatività negli ultimi anni. Secondo gli studi di settore dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare, nel terzo trimestre 2014 il settore commerciale recupera il 9% dei volumi di compravendita rispetto al terzo trimestre 2013. La crescita delle compravendite riguarda tutte le aree territoriali, con il Sud che segna il rialzo maggiore (+12,2%), il Nord che mostra un rialzo del 10% e infine il Centro che migliora in misura più lieve (+3%). Anche gli investimenti *retail*, seppur in leggera contrazione nel terzo trimestre, nei primi novesi mesi sono in crescita rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso.

Crescita che ha registrato un risultato positivo nell'ultimo trimestre dell'anno attestandosi a quota 1,2 miliardi di Euro e portando il totale investito annuo a quota 2,6 miliardi di Euro (+18% in ragion d'anno), ovvero quasi il 50% del volume totale investito in Italia; tale settore si conferma anche nel 2014 il preferito dagli investitori.

Il 70% del volume degli investimenti del quarto trimestre è stato rappresentato da acquisizioni di portafogli tra cui, i principali, includono l'acquisizione da parte di AXA del Fondo Olinda, quella di Orion per un portafoglio di tre centri commerciali, di Blackstone per il portafoglio di FOC da *Fashion District* ed infine quella del Qatar (attraverso un fondo gestito da Hines Italia SGR) per un portafoglio prevalentemente di sportelli bancari da parte di DB (*Sale&Leaseback*). Ne consegue, ancora una volta, che gli acquirenti nel trimestre sono stati prevalentemente stranieri, rappresentando il 92% del volume trimestrale investito nel *retail*.

La crescente competizione per *asset good secondary*, dove si è concentrata la maggiore attività trimestrale, ha favorito una contrazione dei rendimenti di 34 bps attestandoli al 7% mentre per le altre categorie di immobili *retail* i rendimenti sono rimasti stabili e si confermano sul 6% per i centri commerciali *prime*.

<sup>5</sup> Fonte: OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel III trimestre 2014"; CBRE: Italy Retail MarketView Q3 2014 & Q4 2014.

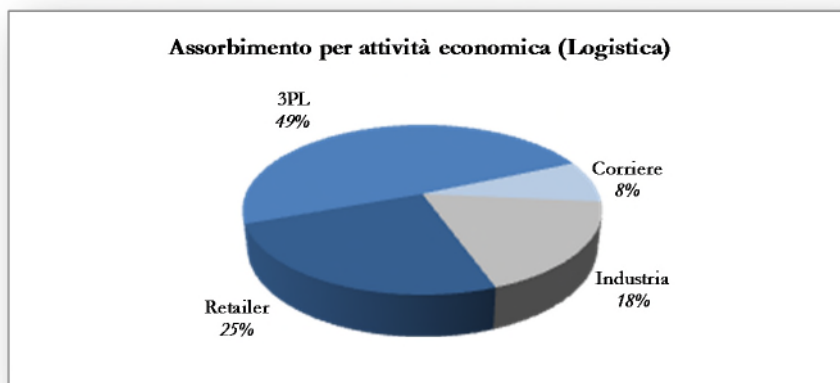


Fonte: CBRE, Italy Retail MarketView Q4 2014

Con riferimento alla domanda, da una recente indagine CBRE emerge come in Italia sia ancora bassa la penetrazione delle catene internazionali rispetto ad altri mercati europei. Si tratta in prevalenza di *retailers* Americani ed Inglesi e per un terzo operanti nei settori merceologici per un target *mass market* e *mid-range*. Con molta probabilità alcuni di questi *retailers* proveranno nei prossimi mesi ad entrare nel mercato italiano, anche grazie alla nuova offerta che sta creando opportunità d'ingresso per *retailers* nuovi ed esistenti. Secondo *rumors*, Primark sarebbe infatti vicino ad entrare in Italia dopo anni di ricerca e attenta valutazione del mercato.

## IL MERCATO DELLA LOGISTICA<sup>6</sup>

Nell'ultimo trimestre del 2014 l'attività del settore logistico è decisamente migliorata registrando un volume di assorbimento pari a ca. 418.000 mq, il più alto degli ultimi quattro anni. L'elevata quota di *take-up* nelle aree *prime* conferma che la location risulta essere la componente fondamentale nelle scelte localizzative delle società del settore industriale/logistico. Nonostante ciò, la scarsa disponibilità di spazi in queste aree ha determinato un leggero incremento dell'assorbimento nelle aree limitrofe. Infatti le regioni Emilia Romagna e Piemonte hanno registrato un miglioramento dell'assorbimento, rispettivamente del 130% e del 435% rispetto al trimestre precedente.



Fonte: CBRE, Italy Industrial and Logistics MarketView Q4 2014

<sup>6</sup> Fonte: CBRE; Italy Industrial and Logistics MarketView Q3 2014 & Q4 2014; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2014".

Il numero delle locazioni è aumentato grazie all'insediamento di *hub* nazionali di grandi dimensioni all'interno di immobili localizzati nelle aree secondarie. I canoni *prime* sono rimasti stabili sia nelle location *prime* che in quelle secondarie: a Milano, con €48/mq/anno e a Roma con €52/mq/anno, il livello dei canoni per magazzini logistici si conferma sui livelli minimi dell'ultimo ciclo immobiliare. Nelle aree secondarie i canoni si confermano sulla soglia di €40/mq/anno. La competizione tra proprietari per attrarre gli utilizzatori che cercano attivamente spazi, mantiene elevati gli incentivi concessi in media agli utilizzatori, nell'intorno di 8-14 mesi nelle aree *prime* e 12-18 mesi nelle aree secondarie. L'attività di sviluppo è ancora contenuta anche se negli ultimi mesi è tornato l'interesse degli operatori per lo sviluppo.

*Indicatori chiave del settore logistico*

	2013	Q4 2014	2014
Vacancy rate	6,5%	6,5%	6,5%
Take-up .000 mq	548,5	228,3	718
Prime rent MI (€/mq/anno)	50	48	48
Secondary rent Italia (€/mq/anno)	40	40	40
Prime rent RM (€/mq/anno)	55	52	52
Prime gross yield	8,25%	8,00%	8,00%

**Fonte: CBRE, Italy Industrial and Logistics MarketView Q4 2014**

Il volume investito nel settore logistico in Italia nel 2014 ha quasi raggiunto i 328 Milioni di Euro, un valore in aumento del 75% rispetto al 2013. Ancora una volta i portafogli immobiliari rappresentano la quota di maggioranza con circa il 78% del volume annuale investito. Nel terzo e nel quarto trimestre sono state registrate solo due transazioni aventi ad oggetto un singolo *asset*: Prologis ha acquistato un immobile a Paullo per 20,4 Milioni di Euro del terzo trimestre, mentre a fine anno è stato acquisito un immobile di ca. 50.000 mq in provincia di Monza e Brianza, per quasi 40 Milioni di Euro.

All'aumento della domanda si contrappone una scarsità di prodotto *prime*, il che ha generato una contrazione dei rendimenti *prime* di 25 bps, raggiungendo la soglia dell'8% lordo (7,50% netto).

## IL MERCATO RESIDENZIALE<sup>7</sup>

Ancora un anno negativo per il mercato residenziale italiano, con un fatturato sceso sotto gli 80 miliardi di euro ed un numero di scambi di poco superiore a 400 mila. I prezzi ed i rendimenti sono ancora in calo, anche se la media si mantiene al di poco sotto lo zero. Si registrano delle oscillazioni elevate tra le varie zone, con aumenti sopra l'1-2% per immobili di alta qualità situati nei centri storici delle grandi città.

La propensione all'investimento immobiliare ha continuato a scendere anche quest'anno con l'incremento della fiscalità sia a livello nazionale che a livello locale. Tuttavia, nel corso del 2014 è migliorato il credito alle famiglie per l'acquisto di una casa, ma sono rimaste immutate (talvolta anche accresciute) le barriere all'accesso, come ad esempio la presenza di una occupazione stabile e/o di altre proprietà quali garanzia. Restano pertanto fuori dal mercato sia i giovani con lavori precari che gli immigrati.

Si registra una forte domanda di sostituzione, rappresentata da famiglie di fascia medio-alta che passano ad immobili di migliore qualità. Tuttavia, l'offerta di nuovo è ancora elevata, i tempi di collocamento di queste iniziative si sono allungati e si restringe la "forbice" tra prezzo richiesto e proposta del compratore. Con riferimento all'alternativa del *social housing*, la domanda è ancora debole e circoscritta a poche realtà.

<sup>7</sup> Fonte: Scenari Immobiliari: "Nota semestrale di mercato" Dicembre 2014; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel III trimestre 2014".

Nella seconda parte dell'anno si sono avvertiti segnali positivi sul fronte delle compravendite nelle grandi città e nei quartieri più centrali; il rialzo osservato su base nazionale (+4,1%) si presenta in misura analoga in tutte le aree geografiche del Paese, anche se con intensità diverse quando si distingue il mercato nei capoluoghi da quello nei comuni minori. Nell'insieme, al Centro le compravendite sono cresciute del 4,5% rispetto al terzo trimestre del 2013, al Nord il rialzo è stato pari al 4,3% mentre al Sud è stato registrato un tasso tendenziale pari al 3,6%. Con riferimento ai capoluoghi, il Centro è l'area geografica dove si realizza il massimo rialzo (+8,9%) mentre a livello di comuni minori, il miglior risultato si registra al Nord con un rialzo pari al 3,8%.

Tra le città spiccano in particolare i rialzi a Firenze e Bologna che mostrano tassi di variazione intorno al 20%. Roma e Milano, i due mercati più grandi per numero di compravendite, sono in forte recupero nel terzo trimestre rispetto allo stesso trimestre del 2013, con Milano che conferma per il quinto trimestre consecutivo il segno positivo e Roma che rafforza il risultato del secondo trimestre (+11,8% contro il +3,9% nel precedente trimestre). Anche i mercati di Palermo e Genova realizzano un buon risultato, confermandosi in rialzo anche in questo trimestre. Le compravendite di abitazioni a Napoli sono di nuovo in crescita dopo quattro trimestri di cali e Torino è la città con il più debole rialzo, +0,7%.

Le aspettative sul 2015 sono legate all'andamento economico e quindi restano ancora molto caute e con previsioni di leggeri incrementi sul fronte degli scambi, ma non su quello delle quotazioni.

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

Il 2014 è stato un anno a corrente alternata rispetto al 2013; il turismo italiano chiude infatti i conti con ulteriori flessioni dei fatturati e del numero di occupati.

Secondo i trend rilevati dal Centro studi di Federalberghi, la flessione dei lavoratori si è attestata ad un -1,7%, a conferma del fatto che le imprese sono costrette a navigare a vista considerando la difficoltà nel programmare gli investimenti e questo blocco si ripercuote inevitabilmente anche sulla consistenza degli organici.

Per quanto riguarda la contrazione dei fatturati, essa è scaturita non solo a causa del periodo di recessione che sta attraversando il nostro paese bensì anche da fattori ambientali. Questi ultimi sono stati particolarmente penalizzanti nel corso dell'anno infatti, sebbene le spese dei viaggiatori stranieri in Italia siano aumentate del 3,3% nei primi otto mesi dell'anno, come attesta Bankitalia, le stime generali a fine 2014 sono di una diminuzione degli incassi pari al 13,7% nelle strutture alberghiere (dato Unioncamere), causate principalmente dal verificarsi di frane ed alluvioni.

Questo trend negativo trova conferma anche in altri osservatori come l'Istat che, durante il periodo gennaio – settembre 2014, ha rilevato una diminuzione del fatturato dei servizi di alloggio pari allo 0,2%; solamente nel terzo trimestre, è stato rilevato un -2,7%, risultato ancor più preoccupante in considerazione del fatto che il terzo trimestre è quello che comprende la stagione estiva durante la quale si concentra una parte cospicua del giro d'affari del settore.

Ciò nonostante, è stata registrata una crescita dell'1,5% delle presenze in albergo dei turisti stranieri, consolidando un risultato positivo pari a +6,8% negli ultimi tre anni e confermando ancora una volta l'attaccamento al nostro Paese da parte della clientela straniera. Tale interesse elevato si riscontra anche da parte delle più importanti catene alberghiere internazionali attive sul territorio nazionale, le quali cercano di rafforzare la propria presenza mediante l'apertura di nuovi esercizi ricettivi. È il caso, ad esempio, del gruppo francese Accor che, nel 2014, ha inaugurato tre alberghi e prevede l'apertura di altre due nel prossimo anno, con l'obiettivo di espandere il proprio *brand* su tutta la penisola. Anche il gruppo spagnolo Nh ha effettuato investimenti consistenti su alcuni importanti alberghi e ha siglato accordi per la creazione di marchi del lusso (sia alberghi che resort) da posizionare nei principali Paesi europei, Italia inclusa. Dall'altro lato, catene

<sup>8</sup> Fonte: Federalberghi: "Consuntivo alberghi 2014", Scenari Immobiliari: "Nota semestrale di mercato" Dicembre 2014.

internazionali appartenenti principalmente al settore economy (B&B hotel, Moxy Hotel, Meininger Hotel) sono entrate da poco nel mercato italiano e prevedono un posizionamento di maggior rilievo nel breve periodo.

La domanda domestica ha anch'essa inviato un segnale positivo, seppur molto timido, registrando una crescita dello 0,6% nel 2014. Sebbene, nell'insieme, questi dati appaiano incoraggianti, si riscontra una disomogeneità nella distribuzione della clientela sul territorio italiano, soprattutto della clientela estera, e, pertanto, desta particolare preoccupazione la condizione di profonda sofferenza delle località che si rivolgono in prevalenza al mercato interno.

Alla flessione dei ricavi si aggiunge, inoltre, l'aumento dei costi. Questi ultimi si sono incrementati a seguito della progressiva crescita della pressione fiscale che assume un peso opprimente, accanendosi su imprese in perdita, costrette ad indebitarsi per far fronte ai pagamenti di tasse e contributi. Ciò si ripercuote negativamente sul settore turistico: un caso eclatante, ad esempio, è il Comune di Roma che programma di portare a 10 Euro/notte la tassa di soggiorno. Queste azioni, anziché incentivare l'arrivo e la permanenza dei turisti che portano ricchezza al Paese, li scoraggia con l'applicazione di costi elevati, invogliandoli a dirigersi verso altre destinazioni concorrenti, che non applicano questa tassa oppure la mantengono ad un livello più basso.

In conclusione, sebbene le prospettive per il 2015 siano positive in considerazione dell'effetto Expo, nonché della presenza di investitori internazionali, sarebbe auspicabile che, come affermato anche dal Presidente di Federalberghi, il Governo acceleri i tempi di definizione dei provvedimenti attuativi previsti dal decreto turismo in modo da sostenere la riqualificazione delle strutture turistiche e, soprattutto, sostenere lo sviluppo del settore.



Nel corso del primo trimestre 2015, 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.

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 aventi scadenza nel breve periodo, ovvero già scaduti, sulla ricerca di nuovi inquilini per gli spazi sfitti, nonché sulla risoluzione di problematiche contingenti attinenti alla gestione del portafoglio del Fondo.

La SGR sul fronte delle attività di riqualificazione dei beni del portafoglio sta proseguendo nelle attività propedeutiche al progetto relativo all'immobile di San Giuliano Milanese. Al contempo sono in corso di approfondimento quelle relative ai futuri potenziali lavori sull'immobile di Roma via Bombay.

A seguito della cassa rinveniente dalla cessione dell'immobile di Origgio avvenuta nel corso del 2014, la SGR in data 25 marzo 2015, in esecuzione della delibera del Consiglio di Amministrazione del 24 febbraio 2015, ha provveduto al pagamento del rimborso parziale pro quota per Euro 539,70 e per complessivi Euro 16.649.745.

Si rammenta che, contestualmente alla delibera di proroga della durata del Fondo, la SGR ha deliberato la rinuncia al 20% delle commissioni di gestione ad essa spettanti, a far data dal 1° gennaio 2015, data di inizio della proroga.

---

## 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 alberghiera, l'immobile di San Giuliano Milanese avente destinazione industriale/direzionale 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 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. Il contratto di locazione di Oracle ha scadenza nel mese di novembre del 2017 e prevede la possibilità di recesso anticipato a partire dal mese di dicembre 2015 (con 12 mesi di preavviso). In ragione della manifestazione dell'intenzione, da parte di Oracle, di rilasciare un piano dell'edificio nonché di avviare uno studio di fattibilità/convenienza economica relativa al contratto di locazione in essere, 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: nulla da segnalare.

#### **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 prossima scadenza contrattuale è prevista nel mese di giugno 2015. Il conduttore, entro il termine contrattuale previsto, ha fatto pervenire alla SGR la disdetta dell'attuale contratto di locazione con decorrenza 1 luglio 2015 al fine di impedire il rinnovo dello stesso per ulteriori 6 anni.

A seguito degli accordi siglati nel dicembre 2014 tra l'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). E' attualmente previsto che il Piano Attuativo venga esaminato ed approvato dalla Giunta Comunale entro il mese di aprile 2015. Considerate sia l'imminente scadenza del 30 aprile 2015 dei termini vincolanti degli accordi stipulati nel corso del mese di dicembre che le problematiche ambientali emerse nel corso del periodo, il conduttore e la SGR sono in contatto al fine di ridefinire un allungamento di tale scadenza.

Di seguito i termini principali oggetto degli accordi:

- **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 tra il 1° Febbraio 2016 e fine Giugno 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 stimato in circa Euro 8 milioni; sono ancora in corso le verifiche per una puntuale quantificazione dell'intervento che sarà possibile solo a valle del completamento della progettazione definitiva.

Manutenzione straordinaria: nel corso del primo trimestre sono stati eseguiti lavori di impermeabilizzazione della copertura di un edificio, oltre alla rimozione di tre serbatoi interrati.

### 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 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 47%. Nel corso del trimestre è stato conferito a DTZ Italia il mandato per la commercializzazione degli spazi sfitti.

Manutenzione: Alla data del presente documento non si segnalano particolari criticità se non l'ipotesi di impostare un progetto di riqualificazione della reception al fine di migliorare l'appeal commerciale della Torre C.

### 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 31 marzo 2015 il Fondo non fa uso della leva finanziaria.

## GESTIONE MOBILIARE

Alla data del 31 marzo 2015, tra le attività del Fondo, non risultano effettuati investimenti in strumenti finanziari.

Alla data del resoconto risulta in essere un deposito bancario vincolato nel quale è investita la liquidità del Fondo per complessivi Euro 7 milioni. 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 per un importo di Euro 7 milioni con vincolo di indisponibilità per il periodo 13/03 – 12/05/2015 è pari allo 0,60%.

In data 26/01/2015 è venuto a scadenza il deposito vincolato per un importo di Euro 12 milioni con stesse caratteristiche acceso in data 24/07/2014 con una remunerazione pari all'1,20%.

In data 10/03/2015 è venuto a scadenza il deposito vincolato per un importo di Euro 8 milioni con vincolo di indisponibilità per il periodo 15/01 – 10/03/2015 con una remunerazione dello 0,70%.

## ALTRE INFORMAZIONI

### RIMBORSO PARZIALE DELLA QUOTA

La SGR in data 25 marzo 2015, in esecuzione della delibera del Consiglio di Amministrazione del 24 febbraio 2015, ha provveduto al pagamento del rimborso parziale pro quota per Euro 539,70 e per complessivi Euro 16.649.745.

Si segnala che, al netto dei rimborsi effettuati nel corso degli esercizi precedenti, il valore nominale di ogni singola quota, originariamente pari ad Euro 5.164,57, risulta pari ad Euro 3.648,76.

Tale rimborso parziale è stato riconosciuto con decorrenza 25 marzo 2015 (data stacco 23 marzo 2015 – record date 24 marzo 2015).

### ANDAMENTO DEI CONTENZIOSI

Non si segnalano novità rispetto a quanto già descritto nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2014, relativamente al credito Iva oggetto di contenzioso favorevolmente concluso a favore del Fondo.

La SGR in collaborazione con primario Studio Tributario sta proseguendo nell'espletamento di tutte le attività necessarie al recupero degli interessi residui maturati, per un importo di circa Euro 25.000 presso i competenti uffici.

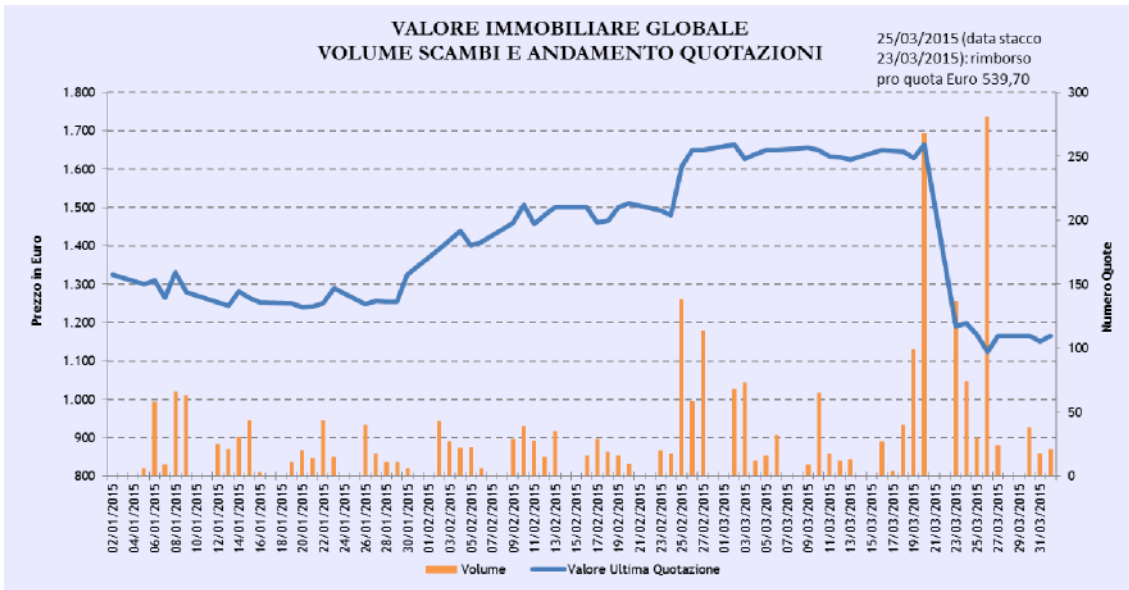
### ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA SUL MERCATO

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 1.124 in data 26 marzo 2015 ed ha raggiunto quello massimo pari ad Euro 1.665 in data 2 marzo 2015.

Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel periodo di riferimento è stato di n. 41,61 quote.

Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (31 marzo 2015) è stato di Euro 1.151.



FATTI RILEVANTI AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 31 MARZO 2015

Nulla da segnalare.

Milano, 29 Aprile 2015