

VALORE IMMOBILIARE
GLOBALE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso

Riservato a Clientela Retail

RELAZIONE SEMESTRALE SULLA GESTIONE DEL
FONDO AL 30 GIUGNO 2015

CASTELLO
SGR 

SOMMARIO

SITUAZIONE PATRIMONIALE	3
ATTIVITA'	3
PASSIVITA' E NETTO	4
NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE	5
Lo scenario economico di riferimento	5
La situazione in Italia	7
L'andamento del mercato immobiliare	9
Il mercato residenziale.....	12
Il mercato degli uffici	12
Il mercato del retail	13
Il mercato della logistica	14
Il mercato alberghiero	15
Fatti rilevanti avvenuti successivamente al 31 dicembre 2014.....	17
La Gestione Immobiliare.....	17
La Gestione Mobiliare.....	20
Altre notizie	22
Fatti rilevanti avvenuti successivamente al 30 giugno 2015	23
Commento ai principali dati relativi al 30 giugno 2015	24
Altre informazioni.....	24
Relazione di stima dell'Esperto Indipendente	26

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/15		Situazione al 31/12/14	
	Valore complessivo	in percentuale dell'attivo	Valore complessivo	in percentuale dell'attivo
A. A. STRUMENTI FINANZIARI	-	0,00%	-	0,00%
Strumenti finanziari non quotati	-	0,00%	-	0,00%
A1. Partecipazioni di controllo	-	0,00%	-	0,00%
A2. Partecipazioni non di controllo	-	0,00%	-	0,00%
A3. Altri titoli di capitale	-	0,00%	-	0,00%
A4. Titoli di debito	-	0,00%	-	0,00%
A5. Parti di O.L.C.R.	-	0,00%	-	0,00%
Strumenti finanziari quotati	-	0,00%	-	0,00%
A6. Titoli di capitale	-	0,00%	-	0,00%
A7. Titoli di debito	-	0,00%	-	0,00%
A8. Parti di O.L.C.R.	-	0,00%	-	0,00%
Strumenti finanziari derivati	-	0,00%	-	0,00%
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	-	0,00%	-	0,00%
A10. Opzioni, premi o altri strumenti Finanziari derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
A11. Opzioni, premi o altri strumenti Finanziari derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	54.799.000	81,30%	55.263.000	66,12%
B1. Immobili dati in locazione	54.799.000	81,30%	55.263.000	66,12%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	0,00%	-	0,00%
B3. Altri immobili	-	0,00%	-	0,00%
B4. Diritti reali immobiliari	-	0,00%	-	0,00%
C. CREDITI	-	0,00%	-	0,00%
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	0,00%	-	0,00%
C2. Altri	-	0,00%	-	0,00%
D. DEPOSITI BANCARI	7.000.000	10,39%	12.000.000	14,36%
D1. a vista	-	0,00%	-	0,00%
D2. altri	7.000.000	10,39%	12.000.000	14,36%
E. ALTRI BENI	-	0,00%	-	0,00%
E1. Altri beni	-	0,00%	-	0,00%
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	5.216.551	7,74%	15.434.586	18,47%
F1. Liquidità disponibile	5.216.551	7,74%	15.434.586	18,47%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
G. ALTRE ATTIVITA'	386.808	0,57%	885.717	1,05%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	0,00%	-	0,00%
G2. Ratei e risconti attivi	41.515	0,06%	122.449	0,15%
G3. Risparmio di imposta	55.818	0,08%	421.989	0,50%
G4. Altre	289.475	0,43%	341.279	0,40%
	-	0,00%	-	0,00%
TOTALE ATTIVITA'	67.402.359	100%	83.583.303	100%

PASSIVITA' E NETTO

PASSIVITA' E NETTO	Valore complessivo	in percentuale del passivo	Valore complessivo	in percentuale del passivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	-	0,00%	-	0,00%
H1. Finanziamenti ipotecari	-	0,00%	-	0,00%
H2. Pronti contro termine passivi e op. assimilate	-	0,00%	-	0,00%
H3. Altri	-	0,00%	-	0,00%
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-	0,00%	-	0,00%
I1. Opzioni, premi o altri strum. Fin. Derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
I2. Opzioni, premi o altri strumenti fin. Derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	-	0,00%	-	0,00%
L1. Proventi da distribuire	-	0,00%	-	0,00%
L2. Altri debiti versi i partecipanti	-	0,00%	-	0,00%
M. ALTRE PASSIVITA'	1.354.463	100,00%	1.115.376	100,00%
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-	0,00%	-	0,00%
M2. Debiti di imposta	6.760	0,50%	630	0,06%
M3. Ratei e risconti passivi	4.442	0,33%	5.647	0,51%
M4. Altre	1.343.261	99,17%	1.109.099	99,43%
TOTALE PASSIVITA'	1.354.463	100%	1.115.376	100%
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	66.047.896		82.467.927	
NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE	30.850		30.850	
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE	2.140,937		2.673,191	
PROVENTI DISTRIBUITI PER QUOTA	0,000		0,000	
RIMBORSI DISTRIBUITI PER QUOTA	539,700		0,000	
NUMERO DELLE QUOTE DA RICHIAMARE				
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE DA RICHIAMARE				
VALORE COMPLESSIVO DELLE QUOTE DA RICHIAMARE				

LO SCENARIO ECONOMICO DI RIFERIMENTO¹

Nel primo semestre 2015, la ripresa delle economie dei paesi avanzati è proseguita dopo una chiusura di 2014 positiva, mentre l'attività economica dei paesi emergenti ha continuato a deteriorarsi, andando, in qualche caso, ad intaccare l'appetibilità di queste economie per gli investitori esteri. In questi primi mesi, si è accentuata la divergenza negli orientamenti di politica monetaria fra gli Stati Uniti, dove è atteso un graduale rialzo dei tassi di interesse da parte della *Federal Reserve* nel corso del secondo semestre 2015, e l'area dell'euro, in cui la politica monetaria dovrebbe restare espansiva per un periodo relativamente lungo. Le prospettive per il 2015 rimangono moderatamente positive e i rischi appaiono più bilanciati rispetto alla fine dello scorso anno, grazie alla minore incertezza sulla ripresa in Giappone e nell'area dell'euro; restano però grandi rischi al ribasso legati al contesto geopolitico, quali la possibile Grexit e la più temuta ma per ora più remota nonché più lontana in termini temporali eventualità di Brexit.

Negli Stati Uniti i primi mesi del 2015 si sono rivelati positivi nonostante alcune difficoltà legate alle condizioni atmosferiche sfavorevoli ne abbiano rallentato l'economia: la seconda stima del PIL indica una contrazione pari a -0,2%. Questo rallentamento è dovuto anche all'apprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro, che ha influenzato le esportazioni oltreoceano. Tuttavia, il tasso di disoccupazione è tornato sui livelli pre-crisi, tagliando un traguardo che in Europa appare ancora distante. In Giappone l'espansione dell'attività industriale e delle importazioni indicherebbe un moderato irrobustimento dell'attività. Nel Regno Unito si rafforzano i segnali positivi provenienti dal mercato del lavoro e dagli indici PMI.

Passando ai paesi considerati come emergenti, troviamo che la Cina ha rallentato la propria crescita economica che resta, comunque, ad un livello di 7% annuo, a causa, principalmente del rallentamento della domanda estera e della debolezza degli investimenti in costruzioni. In Brasile, invece, l'andamento del PIL è stato negativo: nonostante, la banca centrale continua ad adottare una politica monetaria restrittiva, scoraggiando ulteriormente gli investimenti. A completare il quadro, il recente scandalo di corruzione della Petrobras, la società petrolifera nazionale, ha indebolito la posizione del Governo anche agli occhi degli investitori esteri, che percepiscono una maggiore rischiosità.

Anche in Russia la situazione non appare rosea, principalmente a causa di un prezzo del petrolio molto basso (circa a 60 dollari al barile sia per il Brent che per il WTI, rispetto agli oltre 100 di un anno fa), mentre le sanzioni economiche imposte dall'Occidente sembrano aver avuto conseguenze più limitate. L'India si dimostra, infine, in controtendenza, con una crescita del PIL sostenuta guidata da un andamento positivo dell'attività produttiva.

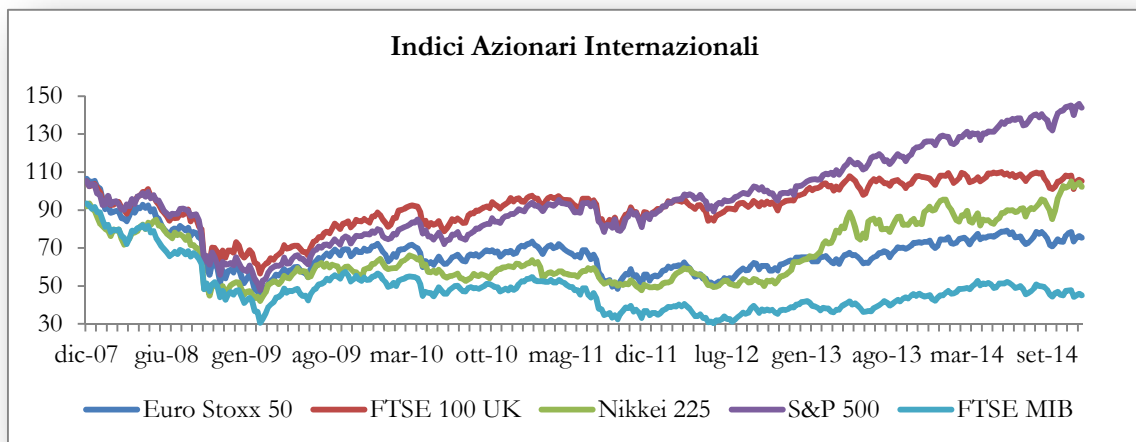
Il Fondo Monetario Internazionale stima, pertanto, un graduale irrobustimento dell'economia globale nel 2015 e nel 2016, in cui gli unici casi rilevanti di revisione al ribasso riguardano proprio Brasile e Russia e in cui il principale rischio si riferisce al quadro geopolitico turbolento nel Medio Oriente e nel Nord Africa, con tutte le implicazioni sul prezzo del petrolio che ne derivano.

L'inflazione globale rimane molto bassa, e nei primi mesi del 2015 è arrivata ad annullarsi negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre resta, addirittura, negativa nell'eurozona. In Giappone l'inflazione rallenta ma resta positiva, mentre sale nei BRIC, anche a causa di un deprezzamento del cambio dei reais e dei rubli nei confronti dell'euro e del dollaro.

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

Prendendo in considerazione la politica monetaria, nel Regno Unito si prevede un rialzo dei tassi solo nel 2016, che dovrebbe seguire il probabile aumento dei tassi ufficiali negli Stati Uniti. Anche in tutti i paesi emergenti la politica monetaria è stata espansionistica, con tagli del tasso di riferimento da un minimo di 25 bps in Cina ad un massimo di 100 bps in Russia, paese in cui la banca centrale locale ha cambiato orientamento a seguito dell'andamento poco confortante del PIL. Unica eccezione è rappresentata dal Brasile, dove si è, invece, registrato un aumento del tasso ufficiale di 100 bps al fine di contrastare il deprezzamento del cambio e riportare l'inflazione all'interno dell'intervallo di riferimento.

Nell'area dell'euro si accentuano i segnali di miglioramento ciclico, pur in un quadro ancora soggetto ad incertezza. Nell'ultimo trimestre del 2014, il PIL dell'eurozona ha lievemente accelerato (+0,3%), spinto soprattutto dalla Germania (+0,7%). Le stime proposte da Banca d'Italia suggeriscono una crescita positiva anche nel primo semestre 2015, merito soprattutto dal recupero dell'attività industriale, come mostrato dagli indicatori PMI. Grande incertezza è fornita dalla situazione greca, di cui difficilmente si potranno stimare e valutare *ex ante* tutte le implicazioni conseguenti la potenziale uscita del paese ellenico dall'Eurozona e, forse, dall'Unione Europea.

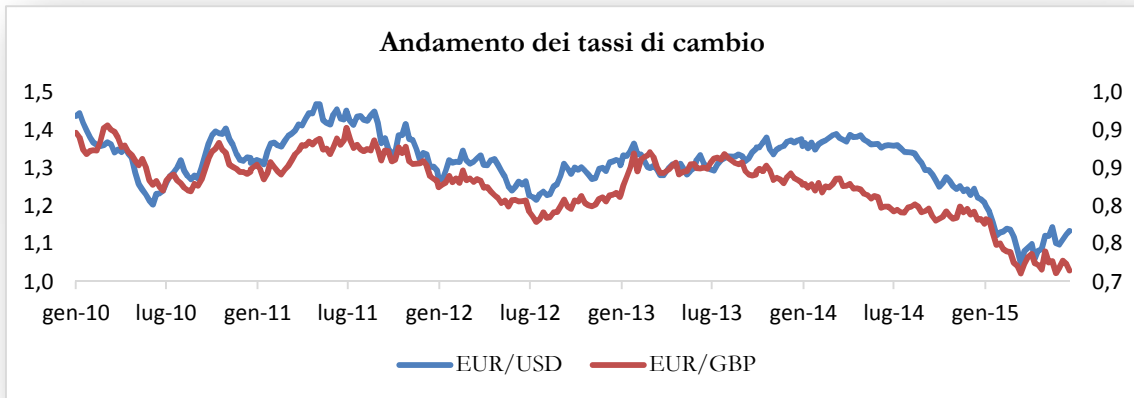


Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

Gli indici azionari internazionali restano comunque positivi, soprattutto negli Stati Uniti, dove l'indice S&P 500 ha raggiunto livelli senza precedenti e che continua a migliorare, ma anche in Europa, dove tutti gli indicatori sembrano in ripresa, come si evince dal grafico, con una volatilità è tendenzialmente in calo.

Prendendo in considerazione le misure di politica monetaria adottate tra giugno e settembre dello scorso anno, il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea ha ritenuto insufficiente lo stimolo generato. Al fine di conseguire un'adeguata espansione del bilancio dell'Eurosistema e di contrastare i rischi connessi con un periodo eccessivamente prolungato di bassa crescita dei prezzi, lo scorso 22 gennaio il Consiglio ha deciso di ampliare il programma di acquisto di titoli per finalità di politica monetaria annunciato lo scorso settembre, che in precedenza riguardava *asset-backed securities* (ABS) e *covered bond*, includendo i titoli emessi dai paesi membri e da alcune agenzie pubbliche dell'area, nonché da talune istituzioni europee, per un ammontare di circa 60 miliardi di euro al mese fino al settembre 2016.

L'ampliamento del c.d. *Quantitative Easing* ha avuto effetti significativi sui mercati finanziari e valutari, con i rendimenti dei titoli di stati italiani che sono calati di 120 bps e con un deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro. La volatilità dei titoli azionari europei si è ridotta e le quotazioni si sono rafforzate. La situazione mostra miglioramenti anche negli Stati Uniti e nel Regno Unito, nonché in Giappone, dove la Banca Centrale e alcuni investitori istituzionali hanno rivisto le proprie strategie di *asset allocation*, favorendo attività con rendimenti più elevati a scapito dei poco redditizi titoli pubblici. Gli indici azionari mostrano miglioramenti e gli spread sovrani sono diminuiti anche nelle economie emergenti con l'eccezione del Brasile.



Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

Nei primi mesi del 2015 si è accentuato il deprezzamento dell'euro che, in termini effettivi nominali, si collocava a metà aprile sul valore più basso degli ultimi 13 anni. La moneta comune ha continuato ad indebolirsi rispetto al dollaro e rispetto allo yen, assorbendo il recente apprezzamento conseguenza dell'attuazione del QE in Giappone. L'euro ha perso circa il 13% nei confronti di entrambe le valute da inizio anno.

LA SITUAZIONE IN ITALIA²

Durante gli ultimi mesi, in Italia sono emersi segnali congiunturali più favorevoli di quanto il primo semestre 2014 lasciasse presagire: nel quarto trimestre del 2014 il PIL è rimasto stabile rispetto al periodo precedente, riuscendo ad evitare, pertanto, un altro trimestre di decrescita. Questo miglioramento si deve principalmente all'accelerazione delle esportazioni, al proseguimento dell'espansione dei consumi e alla lieve ripresa degli investimenti. La fiducia di famiglie e imprese è aumentata in misura marcata, anche se il riavvio del ciclo industriale deve ancora consolidarsi.

Le vendite all'estero di beni sono aumentate dell'1,5%, quelle di servizi dell'1,9%. I prodotti più richiesti sono stati i prodotti petroliferi raffinati, i mezzi di trasporto, i prodotti in pelle, l'abbigliamento e la farmaceutica. Le principali destinazioni dell'export italiano sono state il Regno Unito, la Spagna, la Polonia all'interno dell'Unione Europea e la Turchia e i paesi OPEC per le aree extra-UE.

È ripresa l'accumulazione di capitale, sia pure in misura modesta (0,2%), dopo una flessione protrattasi, quasi senza interruzioni, dall'inizio del 2011. Gli investimenti sono stati sostenuti in particolare dalla spesa in mezzi di trasporto, a fronte di un nuovo calo di quella in costruzioni. I consumi delle famiglie hanno continuato a espandersi moderatamente (+0,1%). Gli scambi con l'estero hanno fornito il principale sostegno alla dinamica del PIL (+0,4%), in presenza di una forte accelerazione delle esportazioni e di un aumento più contenuto delle importazioni. La variazione delle scorte ha fornito un contributo negativo di -0,6%. Il valore aggiunto è aumentato nel settore terziario, mentre si è ridotto in quello delle costruzioni, nell'industria in senso stretto e nell'agricoltura.

L'indicatore Ita-coin, che fornisce una stima tendenziale della variazione trimestrale del PIL depurata dalle oscillazioni di breve periodo, ha mostrato segnali di miglioramento, ma continua a segnalare una residua debolezza della dinamica di fondo dell'attività economica. Si prevede che un ulteriore impulso alla crescita

² Fonte: Banca d'Italia: "Bollettino Economico" Aprile 2015; ISTAT: "Nota mensile sull'andamento dell'economia italiana"

verrà fornito dal programma di *Quantitative Easing* della BCE e dal basso prezzo del petrolio greggio, che libera risorse che famiglie e imprese possono destinare a consumi e investimenti.

Dopo la lieve ripresa di fine 2014, la produzione industriale sarebbe cresciuta in misura modesta nei primi mesi dell'anno, secondo le valutazioni di Banca d'Italia. Nei mesi iniziali del 2015, i presupposti per una ripresa dell'attività economica si sono gradualmente rafforzati, portando ad un incremento del PIL nel primo trimestre di +0,3%, per merito di un maggiore valore aggiunto dell'industria in senso stretto e delle costruzioni (+0,6% e +0,5%), in presenza di una sostanziale stazionarietà delle attività dei servizi.

Il valore aggiunto delle costruzioni è tornato a crescere dopo cinque trimestri di riduzioni consecutive, in linea con l'evoluzione dell'indice di produzione del settore. Le compravendite di abitazioni sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al trimestre precedente, con una crescita dell'anno 2014 pari al 3,6%. È rallentato il calo dei prezzi delle case che, però, continuano a scendere.

La dinamica dei consumi è risultata inferiore alle attese nel primo trimestre, facendo registrare un calo di -0,1%, guidati da un calo dei consumi in beni non durevoli. L'aumento della fiducia dei consumatori non si è, pertanto, concretato in un maggiore volume di consumi da parte delle famiglie italiane.

Anche la situazione sul mercato del lavoro non appare, comunque, delle più floride: sebbene il tasso dei posti vacanti sia lievemente aumentato (+0,1% rispetto al trimestre precedente), le attese di disoccupazione da parte delle famiglie sono risultate in aumento, mentre i giudizi delle imprese sull'occupazione nei prossimi 3 mesi ne hanno evidenziato un lieve aumento solo per il settore manifatturiero.

L'inflazione al consumo resta, purtroppo, negativa, pur registrando un lieve miglioramento. Il principale calo riguarda il prezzo dei beni energetici (-5,8%): se si escludono i beni energetici ed alimentari l'inflazione di fondo si assesta su 0,6%. Le inchieste congiunturali e le rilevazioni presso gli operatori professionali prefigurano un'inflazione molto bassa per tutto il 2015, addirittura secondo i dati raccolti da *Consensus Economics*, l'inflazione dell'anno sarebbe nulla. Un'inversione di tendenza si è verificata a maggio 2015, in cui l'indice dei prezzi al consumo ha registrato una dinamica tendenziale positiva, pari a +0,2% (+0,3% vs aprile). Questo miglioramento è imputabile, principalmente, alla ripresa delle quotazioni del petrolio, che si sta discostando sempre più dai valori minimi registrati nei mesi precedenti, in forza di un quadro geopolitico instabile in Medio Oriente, compensato solo parzialmente dall'aumento delle esportazioni dell'Arabia Saudita (si ricorda che in Iran, secondo produttore dei paesi OPEC, sono sempre in vigore le sanzioni internazionali per la questione nucleare).

Il numero degli occupati ha subito un lieve calo nel corso del quarto trimestre 2014, portando ad un più basso valore del tasso di disoccupazione, a causa della minore partecipazione al mercato del lavoro. Le aspettative nel breve termine indicano un lieve miglioramento delle prospettive occupazionali, grazie, anche, alle misure di decontribuzione per i nuovi assunti e gli altri strumenti previsti dal Jobs Act, entrato in vigore, quanto meno parzialmente, il 7 marzo.

Alla luce di queste premesse, ci si attende che la crescita economica possa proseguire nei prossimi mesi. Sulla base del modello di previsione di breve termine dell'Istat, la variazione congiunturale reale del PIL prevista per il secondo trimestre è pari a +0,2%, con un intervallo di confidenza compreso tra 0 e +0,4%. Sia la domanda nazionale (al netto delle scorte) sia la domanda estera dovrebbero fornire un contributo positivo al PIL. In questo scenario, la crescita acquisita per il 2015 è pari allo 0,4%.

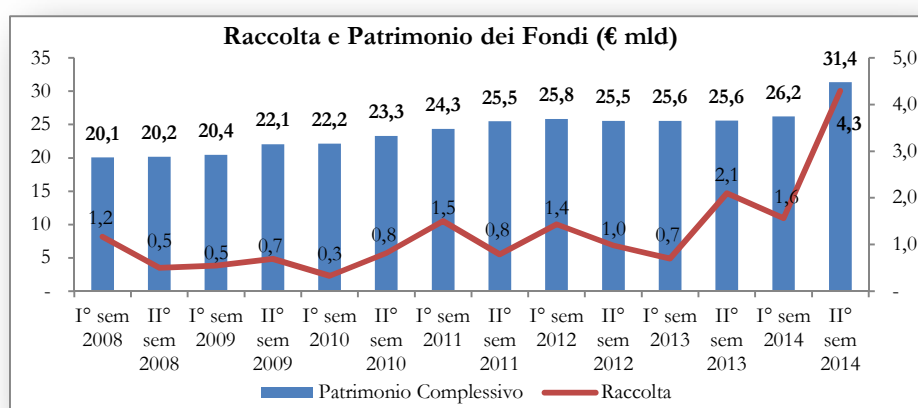
Il settore immobiliare a livello mondiale registra un clima di crescente ottimismo e fiducia nel corso dei primi mesi del 2015. Dopo un biennio 2012-2013 fortemente negativo a livello mondiale, il 2014 ha segnato una fase di stabilizzazione. Il 2015 è l'anno della svolta nella maggior parte dei mercati. I rischi del sistema economico e l'elevato tasso di disoccupazione rallentano la ripresa in alcuni Paesi, ma un progressivo allineamento tra le diverse nazioni è atteso nel corso del 2016.

La situazione italiana si ritrova allineata con quella generale, nonostante sussistano notevoli differenze sia all'interno dei singoli comparti che tra i diversi territori. Diversi fattori stanno influenzando positivamente lo stato attuale del *Real Estate*, in particolare il crescente interesse manifestato dagli investitori, principalmente esteri, che hanno concluso diverse operazioni su diversi comparti, inizialmente in location *prime*, per poi direzionarsi anche sul *secondary*.

Altri fattori che sono stati decisivi per questo andamento positivo del settore immobiliare riguarda il finanziamento: in *primis* un semplificato accesso al credito per le famiglie con la possibilità di avere un *Loan to Value* più elevato; in *secundis* un livello eccezionalmente basso dei tassi d'interesse che storicamente non è mai stato inferiore allo stato odierno. In ultima analisi, la contrazione dei prezzi medi di vendita negli ultimi anni ha reso il settore immobiliare un investimento ancora più appetibile da parte dei soggetti interessati.

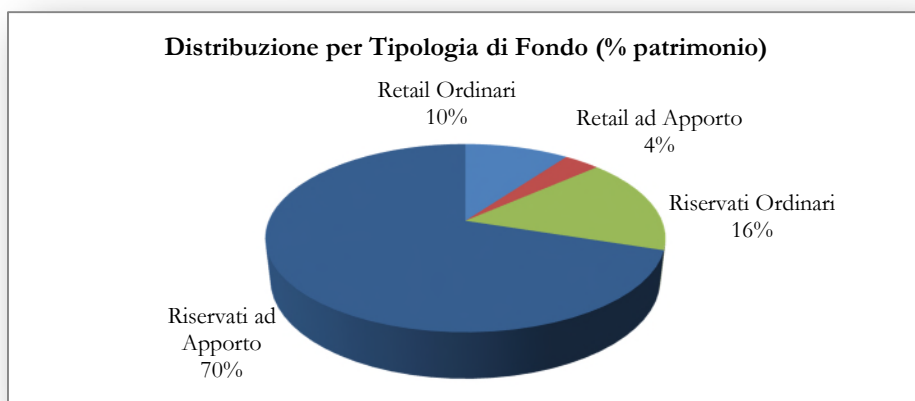
Uno dei soggetti a cui deve essere attribuito parte del merito di questa ripresa del settore sono i fondi immobiliari, che nel 2014 hanno superato quota 50 miliardi di patrimonio, con un incremento dell'11,5% rispetto al periodo precedente, guidato dal segmento residenziale e dal segmento della logistica, nonostante l'incremento dell'imposizione degli ultimi due anni.

Secondo i dati forniti da Assogestioni, i fondi immobiliari detengono il 3% del risparmio gestito. Il patrimonio complessivo dei fondi censiti dall'associazione ammonta a € 31.359 milioni, con un totale delle attività pari a € 46.686 milioni, evidenziando una crescita rispettivamente del 22,5% e del 13,8% su base annua. Il numero di fondi censiti da Assogestioni risulta essere pari a 260, in aumento rispetto alle precedenti rilevazioni, dato che spiega, quanto meno, parzialmente i miglioramenti degli indicatori sopra indicati. I nuovi fondi divenuti operativi nel secondo semestre 2014 sono 23, di cui uno è rivolto al pubblico indistinto, mentre gli altri sono riservati ad investitori qualificati o istituzionali. Undici fondi sono stati costituiti tramite apporto, gli altri in modalità ordinaria. Un solo fondo è speculativo. La durata media dei nuovi fondi è pari a 18 anni.



³ Fonte: Assogestioni: "Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani" 2° semestre 2014.

A dicembre 2014, l'offerta di fondi immobiliari è composta dal 90% da fondi riservati e dal 10% da fondi *retail*. La componente principale resta sempre costituita dai fondi riservati ad investitori qualificati e/o istituzionali ad apporto, rispetto alle altre alternative presenti sul mercato, con una percentuale minoritaria quotata sul mercato regolamentato dei capitali.

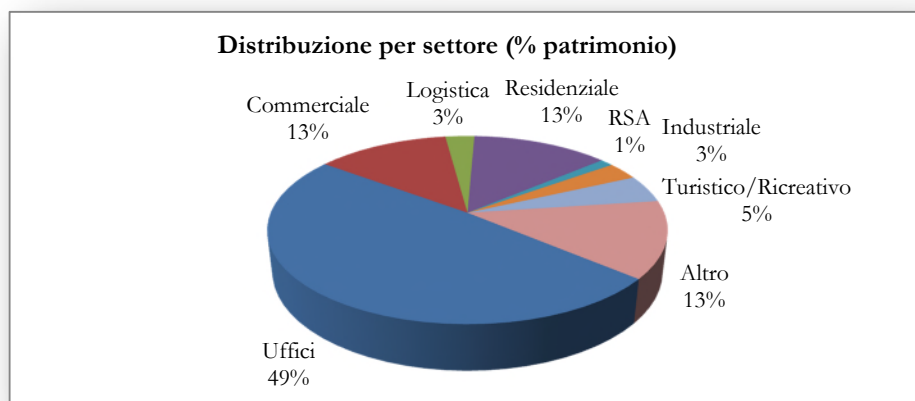


Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2014

L'investimento complessivo in immobili, ossia quello diretto e quello realizzato tramite partecipazioni di controllo in società immobiliari, raggiunge € 42.875 milioni, in crescita del 12,3% rispetto al 2013, grazie soprattutto al contributo dei nuovi fondi inseriti nel campione considerato da Assogestioni (principalmente fondi ad apporto).

La ripartizione degli investimenti per destinazione d'uso è in linea con gli anni precedenti e vede ancora prevalere immobili adibiti ad uso Uffici (49%). Seguono la destinazione d'uso Residenziale (13,2%), Altro (13,2%), Commerciale (12,8%), Turistico/Ricreativo (4,7%), Industriale (3,1%), Logistica (2,8%) e Residenze Sanitarie Assistenziali (1,2%).

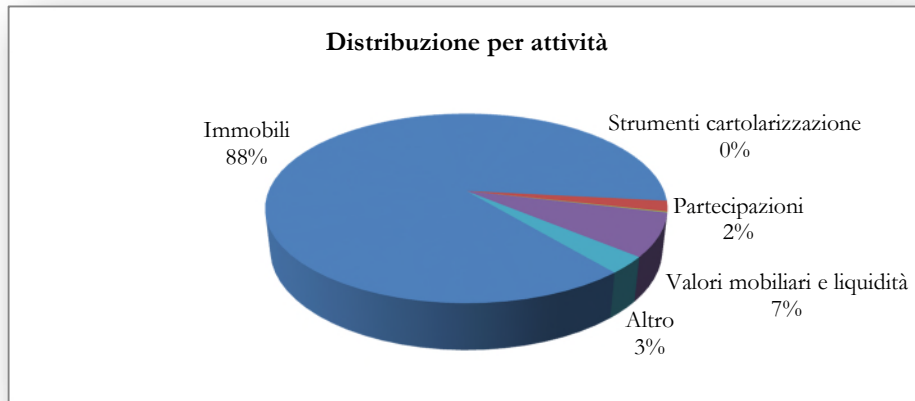
Le modifiche più rilevanti si sono verificate nel settore Residenziale (in aumento di due punti percentuali) e nel settore Uffici, in calo del 2,6% rispetto all'anno precedente.



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2014

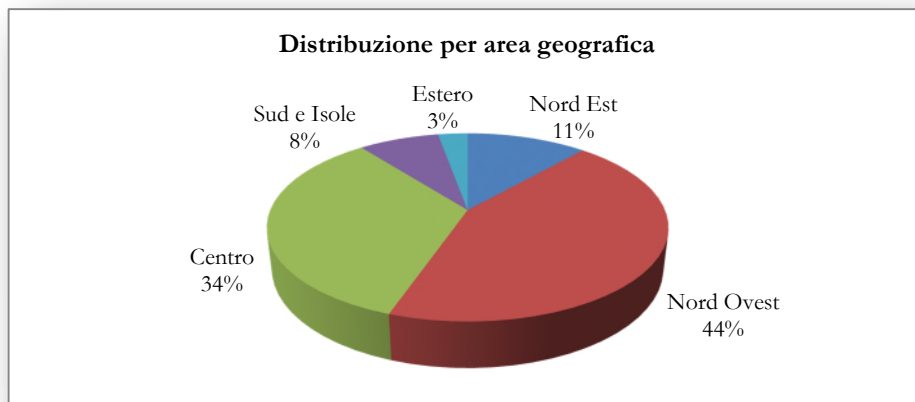
Nel secondo semestre 2014, gli acquisti e i conferimenti di immobili sono stati pari a € 3,1 miliardi, quasi raddoppiando il valore del precedente semestre, mentre le dismissioni (€ 1,8 miliardi) sono triplicate. Nel corso dell'ultimo anno sono stati acquistati e conferiti immobili per un totale di quasi € 5 miliardi, mentre ne sono stati venduti € 2,3 milioni, un risultato superiore alla media degli ultimi 5 anni. Oltre l'80% degli acquisti e dei conferimenti è imputabile a fondi che hanno richiamato impegni nel corso dell'anno.

La composizione delle attività è variata leggermente rispetto al 2013 e risulta così ripartita:



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2014

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



Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2014

La ripartizione degli investimenti per area geografica vede stabile e prevalente il Nord Ovest (44%), seguono il Centro (34%), il Nord Est (12%), il Sud e Isole (8%) e infine l'Estero (3%).

IL MERCATO RESIDENZIALE⁴

Il segmento più rilevante nel mercato immobiliare italiano è, senza dubbio, il residenziale. Il trend semestrale è positivo, benché si sia registrata una flessione nei primi mesi, prontamente compensata durante i successivi. Le compravendite sono complessivamente aumentate nei primi sei mesi del 2015, nonostante il forte incremento del livello di tassazione raggiunto nell'ultimo biennio. Tuttavia, la crescita appare modesta e disomogenea tra grandi e piccoli centri.

In particolare, durante il primo trimestre 2015, il numero di compravendite di abitazioni in Italia è stato pari a 95.448, in calo del 3% rispetto al periodo precedente, proseguendo la fase altalenante del mercato, che alterna trimestri di crescita ad altri di ridimensionamento.

Analizzando il mercato per macro aree geografiche, la perdita maggiore si è manifestata al Centro (-7,3%), che nel corso del 2014 si era, invece, distinto con crescita *double digit*. Il segmento più rilevante resta il Nord, con 48 mila unità compravendute, ma con una tendenza di -2,4%. Il Sud ha fatto registrare una maggiore stabilità rispetto agli altri, con una riduzione inferiore all'1%.

Prestando attenzione alla distinzione tra compravendite avvenute in comuni capoluoghi e comuni non capoluoghi, notiamo come siano i primi ad avere effettuato una *performance* peggiore con un calo del 4,6%, mentre i secondi si limitano ad un -2%. Va tenuto, comunque, presente che i capoluoghi avevano trainato i rialzi di mercato che si sono verificati nel corso del 2014.

Il fattore principale che ha rappresentato un'inversione di tendenza da marzo 2015 è stata la possibilità di usufruire del fondo di garanzia per la prima casa, consentendo un più agevole accesso al credito per i privati, che, combinato con i fattori precedentemente citati, ha consentito l'aumento del numero di transazioni. Un ulteriore fattore tutt'altro che secondario è stato il calo del valore nominale delle abitazioni, che è stato del 15% tra il 2007 e il 2014, con un lieve calo verificatosi anche nei primi mesi del 2015.

Il mercato delle locazioni mantiene il suo ruolo minoritario nei confini nazionali, dove, anche per una questione culturale, solo il 18% delle famiglie italiane si trova in affitto. I canoni sono diminuiti dello 0,5% nel primo semestre 2015, con un calo previsto per fine 2015 dello 0,8%.

L'interesse per la locazione riguarda prevalentemente la fascia di domanda con disponibilità di spesa più modesta, impossibilitata all'accesso al credito. L'aumento della domanda si focalizza esclusivamente sulla periferia delle città, dove i canoni sono generalmente inferiori.

IL MERCATO DEGLI UFFICI⁵

Nel primo semestre 2015, il mercato degli uffici ha registrato un certo miglioramento per la prima volta dopo sette anni, andando, in questo modo, ad attenuare il trend discendente. L'aumento degli investimenti corre in parallelo con la maggiore domanda di spazi, grazie alla nascita di nuove aziende. Per il prossimo biennio, si prevede un aumento dell'attività di investimento, grazie al miglioramento dello scenario economico e al processo di ristrutturazione dei patrimoni da parte degli investitori.

La crescita del mercato degli uffici è frenata, tuttavia, dalla carenza di offerta di prodotto di qualità, a causa della crisi dell'edilizia nei periodi precedenti. Si intravedono, adesso, segnali che indicherebbero una ripresa

⁴ Fonte: Scenari Immobiliari: "Nota semestrale di mercato", Giugno 2015; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2015".

⁵ Fonte: Scenari Immobiliari: "Nota semestrale di mercato", Giugno 2015; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2015".

dell'attività edile, ma i prodotti verranno immessi sul mercato solo a partire dal 2016. Si registra, pertanto, un aumento delle preventivate e una dispersione di alcuni investimenti presso location non *prime*.

Il numero delle transazioni effettuate sono numericamente inferiori rispetto al primo semestre 2014, ma la qualità e l'importanza degli immobili scambiati hanno dato un segnale di miglioramento e rinnovato interesse. In particolare, sono stati compravenduti alcuni *trophy asset* e altri immobili iconici, locati a *tenant* importanti con contratti di lunga durata.

La città di Milano riesce da sola ad attrarre oltre il 10% delle transazioni complessive del segmento direzionale: si segnala, a questo proposito, l'acquisizione del totale delle quote del progetto Porta Nuova da parte del fondo sovrano del Qatar. Solo a Milano, gli investimenti nel primo *quarter* sono stati pari a € 546 milioni, con una forte predominanza di investitori esteri, che rappresentano il 90% del totale. Il 20% di queste somme sono state utilizzate per l'acquisto di immobili vuoti da valorizzare, come nel caso di CBD, ma anche in zone più periferiche ma con buona accessibilità, o per uso diretto.

Nel mercato degli uffici si riscontra un accentuato direzionamento verso le grandi città (rispetto agli altri segmenti), mentre gli immobili ubicati in altre zone non riscuotono lo stesso interesse da parte degli investitori. Il mercato, in questo secondo caso, soffre di una scarsità di domanda e gli scambi avvengono quasi esclusivamente per spostamenti di sedi di aziende private o per dismissione del patrimonio pubblico, dove la principale chiave di lettura rimane il contenimento dei costi di gestione.

Le quotazioni tendono a seguire variazioni differenziate, leggermente in crescita per gli immobili *prime*, con tendenza ancora negativa per il resto del mercato. Nel primo semestre dell'anno i prezzi medi di vendita sono diminuiti dello 0,5% ed i canoni di locazione sono calati dell'1,4%.

Restano invariati i tempi medi di collocamento degli immobili, circa dodici mesi per la vendita e nove per la locazione. L'andamento del comparto resta strettamente legato alle dinamiche delle imprese, al livello occupazione ed, in generale, alla crescita del sistema economico nazionale, che attualmente si colloca in un clima più favorevole, grazie ad una maggiore stabilità politica ed al concretizzarsi di alcune riforme portate a compimento.

IL MERCATO DEL RETAIL⁶

Il primo trimestre 2015 ha fatto registrare una dinamica dai consumi positiva in Italia, con una crescita dello 0,3%, guidati dai prodotti alimentari (+1,2%). Si nota una significativa differenza tra le grandi distribuzioni e le piccoli superfici, che contrappongono andamenti di +1,9% e di -1,1% nei prodotti alimentari e di +1,3% e -0,6% per i prodotti non alimentari.

Nonostante questi esili segnali di miglioramento dei consumi e del clima di fiducia, il mercato immobiliare commerciale ha subito un rallentamento nel corso dei primi mesi del 2015 rispetto ai periodi precedenti, in cui, però, il consistente numero di grandi transazioni, composte principalmente da portafogli e centri commerciali posizionati fuori dai grandi centri abitati, ne aveva esaltato il volume. Sono, comunque, positive le aspettative per i prossimi mesi grazie alle buone prospettive di crescita.

Il mercato mostra vigore nelle grandi città e nelle rispettive province, mentre appare sempre in difficoltà nelle aree restanti. Il quadro appare coerente se si pensa che il comportamento dei consumatori è stato definitivamente trasformato e dopo sette anni di crisi, di fronte ad una possibile ripartenza, l'atteggiamento rimane orientato sulle nuove scelte. Ovvero: multicanalità, preferenza per l'acquisto *online*, consumo consapevole, spesa sostenibile, gradimento dei prodotti locali, riscoperta di antichi luoghi, particolare

⁶ Fonte: Scenari Immobiliari: "Nota semestrale di mercato", Giugno 2015; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2015"; CBRE: "Marketview, Italy Retail, Q1 2015".

attenzione all'esperienza d'acquisto ed al luogo dove si realizza la compra. E soprattutto ritorno al rifornimento nei negozi di prossimità.

Non si evidenziano significative differenze in relazione alle aree geografiche di riferimento: Nord, Centro e Sud sono tutti negativi e abbastanza allineati, benché il Nord effettui la *performance* peggiore. Ciononostante, le otto principali provincie italiane fanno riscontrare una crescita vicina al 3% nei primi tre mesi del 2015, con Firenze, Genova e Palermo in particolare evidenza.

La complessità del mercato aumenta la competitività tra i *retailer*: per molti il piano di consolidamento è quasi completato, per altri sono previste importanti espansioni lungo tutta la penisola. Infatti, nomi noti della grande distribuzione prevedono l'apertura di nuovi punti vendita. Alcuni brand esteri, soprattutto d'oltremarina, non ancora rappresentati in Italia stanno pensando di penetrare nel mercato italiano, grazie allo stimolo che nel gennaio 2015 ha fornito il Governo inglese.

L'interesse per il comparto resta elevato, mentre la scarsa offerta di qualità conduce gli investitori a guardare opportunità anche in altre città, non solo in quelle più grandi, con economie solide e reddito pro capite elevato, come ad esempio alcune del nord-est, cercando immobili di prestigio in posizioni centrali. Lo *stock* a marzo 2015 si conferma a circa 16,7 milioni di mq GLA, poiché non è stato ancora portato a compimento nessun progetto immobiliare. Sono, però, attesi i completamenti dei progetti attualmente in *pipeline* tra la fine dell'anno e il 2017. Si prevede che il *focus* futuro sarà caratterizzato dalle estensioni e dalle ristrutturazioni dei centri esistenti, qualora le *performance* e il bacino d'utenza siano stabili e ritenuti interessanti.

Per quanto riguarda le quotazioni, continua ad alleggerirsi la curva di discesa, che caratterizza l'andamento da diversi semestri, con i prezzi medi di vendita diminuiti dello 0,5%, mentre i canoni di locazione sono scesi dello 0,8%. Questo calo non è, però, da intendersi come generalizzato: i canoni delle posizioni *prime* nelle strade principali di Milano è aumentato del 6,7% nel corso del primo trimestre 2015, rispetto al periodo precedente, arrivando alla quota di 4.800 €/mq. Un incremento è atteso anche a Roma dove, invece, i canoni sono rimasti stabili nel periodo di riferimento. I canoni sono, altresì, aumentati anche nei centri commerciali *prime*, arrivando a 800 €/mq a Milano e 850 €/mq a Roma.

IL MERCATO DELLA LOGISTICA⁷

Nel primo semestre del 2015 il mercato immobiliare della logistica ha continuato il trend positivo registrato nello scorso anno. La fiducia nel comparto manifestata dagli investitori internazionali si è concretizzata in importanti transazioni, che hanno visto nei primi mesi dell'anno il passaggio di proprietà di interi portafogli.

Il mercato risulta favorevolmente influenzato dalla percezione di una diversificazione del rischio, grazie al rafforzamento della sua attività in parte integrata con l'*e-commerce*. Infatti, attualmente lo spazio del capannone non è più meramente l'area di un magazzino di stoccaggio delle merci, ma ha inglobato parte delle funzioni di produzione e distribuzione, di una o più aziende, arrivando a comprendere quella di vendita: il negozio si è trasferito all'interno mediante l'*e-commerce*. Quello che cambia nello spazio di vendita inglobato in quello della logistica è il rischio legato alla sua attività e, di conseguenza, al *tenant*. Le funzioni logistiche vengono rafforzate da quelle dell'*e-commerce*, che presenta tassi di crescita molto elevati. Inoltre, la maggior parte degli operatori logistici hanno avviato, o sono in procinto di avviare, la gestione dell'*e-commerce* e questo incide già sulla domanda di spazi, soprattutto in termini quantitativi.

Il mercato è alimentato anche da una domanda di sostituzione, proveniente dal fabbisogno di metrature necessarie a seguito della chiusura di nuovi contratti o ampliamenti di attività, principalmente dai 3PL. È stabile invece la domanda proveniente dai *retailer*.

⁷ Fonte: Scenari Immobiliari: "Nota semestrale di mercato", Giugno 2015; OMI: "Andamento del mercato immobiliare nel I trimestre 2015"; CBRE: "Marketview, Italy Industrial and Logistics, Q1 2015".

L'offerta risulta ancora in leggero incremento, rispetto al 2014, escludendo quella di Classe A, che invece è diminuita. Tuttavia si tratta di una disponibilità di spazi molto elevata, dove abbondano immobili ai limiti dell'idoneità per le funzioni logistiche, sia in termini di metrature che di caratteristiche generali (altezze, materiali di costruzioni, risparmio energetico), penalizzando nel complesso la crescita di un mercato di standard elevato.

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

Il volume investito nel settore logistico nel primo trimestre del 2015 ha sfiorato € 90 milioni, con un incremento superiore al 60% nei confronti del periodo precedente. Tra gli investitori più attivi sul mercato troviamo Prologis, che ha proseguito la sua strategia di consolidamento in Italia tramite l'acquisizione di un portafoglio composto da 11 magazzini logistici nell'Interporto di Bologna per una cifra di poco superiore a € 60 milioni. Il forte interesse nel settore ha favorito un'ulteriore contrazione dei rendimenti di 25 bps, che si sono assestati su un livello di 7,25% netto.

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

In relazione alle quotazioni, sta per concludersi il lungo ciclo di discesa di prezzi e canoni di locazione, in atto ormai da circa sette anni. Nel primo semestre del 2015 si è alleggerita la caduta, i prezzi si sono contratti appena dello 0,7% rispetto al semestre precedente, mentre i canoni di locazione sono diminuiti dell'1,6%.

IL MERCATO ALBERGHIERO⁸

Nel primo semestre dell'anno si consolida il trend positivo per il turismo mondiale: nel 2014 gli arrivi turistici internazionali hanno raggiunto quota 1.135 milioni, con una crescita del 4,4%, con la *performance* migliore che viene registrata dal Nord America (+9,3%). L'Europa consolida la sua posizione di *leadership*, trainata dal Nord Europa e dall'Europa Mediterranea, con incrementi vicini al 7%.

In Italia si assiste ad un incremento del turismo internazionale, mentre i pernottamenti dei residenti nelle strutture alberghiere appaiono in calo. L'Italia si conferma, ad ogni modo, *leader* europeo con riferimento al numero di posti letto, con 33.316 esercizi alberghieri complessivi. La dimensione media delle strutture ricettive è in forte aumento: dal 1980 al 2013 la dimensione media degli alberghi è passata da 37,6 a 67 posti letto, sottolineando come l'offerta alberghiera abbia subito un processo di ampliamento con particolare riferimento verso gli hotel con *target* più alto (4 e 5 stelle), che negli ultimi anni hanno subito una crescita sostenuta.

Ci si attende da Expo 2015 un effetto trainante sull'economia in generale e sul settore ricettivo in particolare. Nei primi quattro mesi dell'anno si è registrato un incremento delle presenze nel comparto alberghiero (fonte Federalberghi). In particolare, la componente estera si è mantenuta positiva con un ulteriore aumento (arrivando a +2,2%) e quella nazionale è tornata con segno più (cresciuta dello 0,4%), in confronto a gennaio – aprile 2014.

Si registra anche un aumento dei ricavi medi giornalieri (+3,3%) superiore a quello dei tassi di occupazione delle camere (+1,9%), dovuto ad una crescita dei prezzi applicati. Nel primo mese della manifestazione quasi due milioni di persone hanno visitato Expo 2015. Secondo le indagini (fonte Federalberghi), poco più del 10% pernorrà in una struttura alberghiera. Se queste proporzioni rimarranno confermate, i venti milioni di visitatori attesi nei sei mesi produrranno oltre due milioni di pernottamenti alberghieri a Milano e dintorni.

⁸ Fonte: Scenari Immobiliari: "Nota semestrale di mercato", Giugno 2015

Per quanto riguarda la spesa dei viaggiatori stranieri in Italia nel primo trimestre dell'anno (fonte: Banca d'Italia), è aumentata del 5,2%, rispetto ai €99,9 di fine 2014. Tuttavia, solo quella per motivi personali è cresciuta (+7,4%), mentre quella per motivi di lavoro è diminuita (-1,2%).

L'intero comparto continua a destare particolare interesse per gli investitori, principalmente esteri. Le grandi catene sono state molto attive nell'apertura di nuove strutture nel 2014, tuttavia focalizzandosi quasi esclusivamente sulle principali piazze, Milano e Roma. Si guarda, sia ai possibili sviluppi di nuovi immobili che alla valorizzazione degli *asset* esistenti.

Nel corso del primo semestre 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 rilocazione 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.

Si segnala che ad inizio esercizio è stato formalizzato un incarico di agency con un primario operatore del settore finalizzato alla commercializzazione degli spazi sfitti dell'immobile di Milano via Messina.

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 proprie commissioni di gestione ad essa spettanti, a far data dal 1° gennaio 2015, data di inizio della proroga.

LA 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 scadenza contrattuale era 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 e della relativa proroga siglata il 2 febbraio 2015 tra la SGR e TechData riguardanti il progetto di riqualificazione dell'immobile, nel corso del primo trimestre 2015 sono state avviate le specifiche attività propedeutiche tra cui le opportune indagini ambientali. Dal punto di vista autorizzativo/amministrativo, in data 30 settembre 2014, è stato presentato al Comune di San Giuliano Milanese il progetto di riqualificazione ed avviata la pratica edilizia (Piano Attuativo). In data 14 aprile 2015 è stata protocollata la domanda di integrazione documentale. In data 21 aprile 2015 il Comune di San Giuliano Milanese ha comunicato la conclusione della fase istruttoria di istanza di approvazione del piano di lottizzazione delle aree. In data 16 giugno 2015 è stato approvato in via definitiva dalla giunta del Comune di San Giuliano Milanese il piano attuativo. Considerate sia la 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 con il conduttore:

- **Oggetto d'intervento:** demolizione parziale e ricostruzione di un nuovo magazzino logistico della consistenza di circa 6.000 mq secondo standard concordati con il conduttore;
- **Locazione:** sottoscrizione di un nuovo contratto di locazione con decorrenza a partire dalla fine dei lavori sull'immobile prevista 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 semestre 2015 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 mese di gennaio 2015 è stato conferito a DTZ Italia il mandato per la commercializzazione degli spazi sfitti.

Manutenzione: Si segnala l'impostazione di un progetto di riqualificazione della reception e di un piano-tipo al fine di migliorare l'appeal commerciale della Torre C.

Operazioni di dismissione

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

(in migliaia di Euro)

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

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

Alla data della presente Relazione risulta in essere un deposito bancario vincolato presso il quale è investito la liquidità del Fondo. Tale deposito è stato acceso presso Banca Monte Paschi di Siena, e formalizzato preliminarmente tra Banca Depositaria, Banca Monte Paschi di Siena ed SGR a mezzo accordo trilaterale. La remunerazione corrente del conto deposito con vincolo di indisponibilità per il periodo 12/05 - 13/07/2015 è pari allo 0,60%.

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

	Durata dei depositi				Totale
	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso inferiore a 24 ore	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso da 1 a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza da 15 giorni a 6 mesi	Depositi a termine con scadenza da 6 mesi a 12 mesi	
- Banca Monte dei Paschi di Siena	-	-	22.000.000	-	22.000.000
- versamenti	-	-	22.000.000	-	22.000.000
- prelevamenti	-	-	-27.000.000	-	-27.000.000

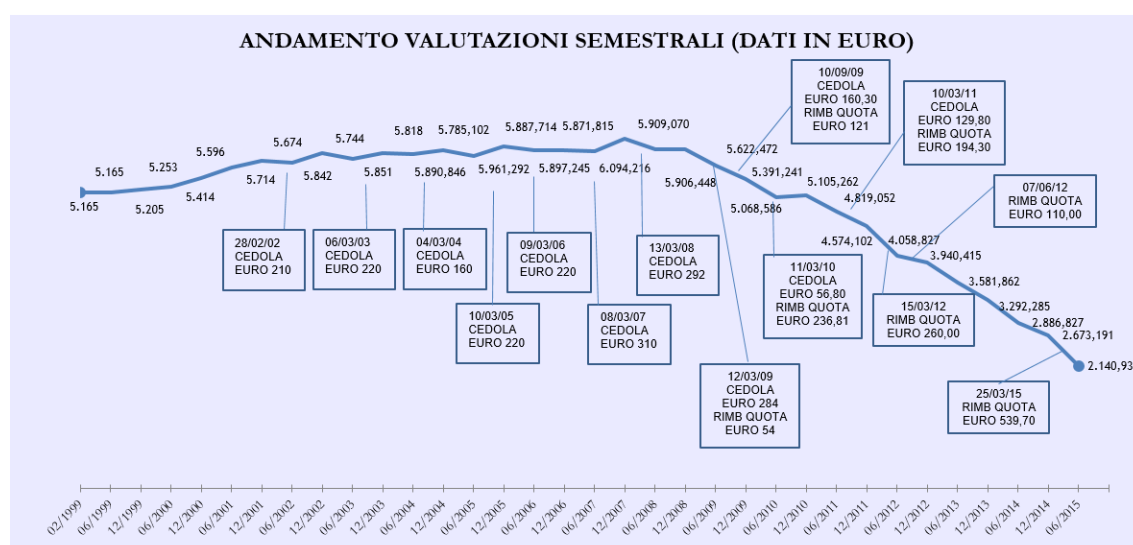
In data 26/01/2015 è venuto a scadenza il deposito vincolato per un importo di Euro 12 milioni con stesse caratteristiche acceso in data 24/07/2014 con una remunerazione pari all'1,20%.

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%.

Si segnala, inoltre, che in data 12/05/2015 è giunto a scadenza il deposito per un importo di Euro 7 milioni con stesse caratteristiche acceso in data 13/03/2015 con una remunerazione pari allo 0,60%.

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

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



Il tasso interno di rendimento, indicativo della potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore nell'ipotesi di dismissione dell'intero portafoglio ai valori di perizia al 30 giugno 2015, risulta pari a circa l'1,13%, al di sotto del rendimento obiettivo del 5% annuo composto, in quanto negli ultimi anni il Fondo ha risentito di alcuni mancati redditi da locazione su significative porzioni immobiliari e della valutazione/realizzo del portafoglio immobiliare.

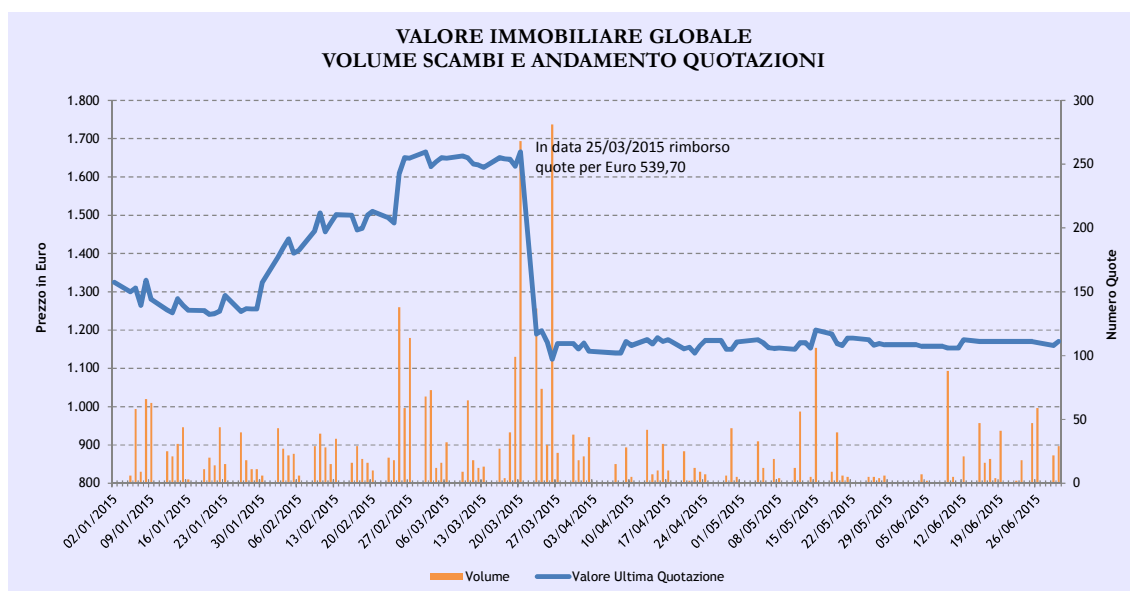
Nel grafico che segue è raffigurato l'andamento dei prezzi ufficiali di mercato e dei volumi degli scambi nell'arco del periodo di riferimento.

Nel corso del primo semestre 2015 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 sia in data 2 marzo 2015 che in data 20 marzo 2015.

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

Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel primo semestre 2015 è stato di n. 32 quote.

Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (30 giugno 2015) è stato di Euro 1.170.



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

STRUTTURA FINANZIARIA DEL FONDO

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 giugno 2015 il Fondo non fa uso della leva finanziaria.

IMPOSTA DI BOLLO

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

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

RITENUTA SUI PROVENTI

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

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.

OUTSOURCING DEI SERVIZI DI PROPERTY E ASSET MANAGEMENT

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

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

L'incarico di Asset Management è stato affidato dal precedente gestore a "RREEF Opportunities Management S.r.l.", in data 27 dicembre 2006: Castello SGR ha ricevuto, in data 27 settembre 2013, da parte di RREEF Opportunities Management Srl, una richiesta di consenso di cessione dei contratti di Asset Management relativi al Fondo ad altra società del Gruppo Deutsche Bank, denominata Deutsche Alternative Asset Management (UK) Limited.. La cessione, approvata dal CDA della SGR in data 24 ottobre 2013, ha avuto come data di efficacia il 31 ottobre 2013.

SITUAZIONE DEI CREDITI AL 30 GIUGNO 2015

Cliente / Conduttore	Cliente Attivo (occupazione degli spazi)	Fatturato 01.07.2014-30.06.2015	Saldo al 30.06.2015	Non scaduto	1 - 90 giorni	91 - 180 giorni	181 - 365 giorni	Superiore a 365 giorni	Importo Deposito cauzionale	Importo Fidejussione	Garanzie (Depositi Cauzionali + Fidejussioni)	Fondo Svalutazione e Crediti al 31.12.2014	Incremento (Decremento) Fondo Svalutazione Crediti ultimo semestre	Totale Fondo Svalutazione Crediti al 30.06.2015	Crediti al 30.06.2015
Milano - Via Messina Totale		1.299.654,92	82.861,89	0,00	83.537,36	0,00	-2.208,04	1.534,48	79.605,00	724.000,00	803.665,00	-	-	-	643.468,14
Roma Totale		2.397.241,25	13.976,28	0,00	11.829,08	109,97	-2.066,21	-28,98	5.499,00	542.500,00	547.999,00	-	-	-	1.155.491,59
San Giuliano Totale		2.198.573,40	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.700.000,00	1.700.000,00	-	-	-	0,00
Totale complessivo		5.895.469,57	96.840,08	0,00	95.366,44	109,97	-141,83	1.505,50	85.104,00	2.966.500,00	3.051.664,00	-	-	-	1.798.959,93

Complessivamente, il totale dei crediti in essere al 30 giugno 2015 rispetto a quelli in essere al 31 dicembre 2014 (Euro 3.784,59) nonostante abbia segnato un incremento, è comunque da ritenersi fisiologico considerato il volume ridotto del monte crediti.

SFORAMENTO LIMITI DI INVESTIMENTO

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

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

FATTI RILEVANTI AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 30 GIUGNO 2015

BANCA DEPOSITARIA: FUSIONE PER INCORPORAZIONE

In data 6 luglio 2015, con l'iscrizione nel registro delle imprese di Monaco (Germania) si è perfezionata la fusione per incorporazione di State Street Bank S.p.A. in State Street Bank GmbH.

A partire da tale data, State Street Bank GmbH – Succursale Italia è subentrata nella fornitura di servizi di banca depositaria erogati precedentemente da State Street Bank S.p.A..

COMMENTO AI PRINCIPALI DATI RELATIVI AL 30 GIUGNO 2015

Al 30 giugno 2015 il Fondo risulta aver investito in immobili una quota pari all' 81,30% del totale delle attività.

Pagina | 24

Con riferimento alla stessa data, il patrimonio netto del Fondo ammonta ad Euro 66.047.896, che accorpa un risultato di periodo positivo per Euro 229.714. In sintesi:

Voci	Importi al 30/06/2015
Totale Attività	67.402.359
Totale Passività	1.354.463
Valore Complessivo Netto iniziale	82.467.927
Sottoscrizioni	
Proventi distribuiti	
Rimborsi	- 16.649.745
Risultato di periodo	229.714
Valore Complessivo Netto finale	66.047.896
Numero Quote in circolazione	30.850
Valore Unitario della Quota	2.140,937

Il valore unitario della quota, che al 31 dicembre 2014 era pari ad Euro 2.673,191, risulta ora essere pari ad Euro 2.140,937, con un incremento su base semestrale pari allo 0,31%.

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

Nel periodo in esame, 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.

ALTRE INFORMAZIONI

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

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

In allegato alla presente Relazione sono forniti i seguenti documenti:

- Relazione sul valore di mercato dei beni immobili vincolati al Fondo Valore Immobiliare Globale alla data del 30 giugno 2015 redatta dall'Esperto Indipendente AVALON Real Estate S.p.A..

Tabella sulla composizione del portafoglio

Si riportano, in ordine decrescente di valore, almeno i primi cinquanta beni di cui all'art. 4 del DM 228/1998 e tutti quelli che superano lo 0,5% delle attività.

Categoria	Bene	Valore complessivo al 30 giugno 2015	% sul totale delle attività
d	Immobile sito in Milano, via Messina 38	26.904.000	39,92%
d	Immobile sito in Roma, via dell'Oceano Indiano	23.892.000	35,45%
c	Depositi vincolati	7.000.000	10,39%
c	Conti correnti di liquidità	5.216.551	7,74%
d	Immobile sito in San Giuliano Milanese (MI), via Tolstoy	4.003.000	5,94%
e	Crediti verso SGR	126.617	0,19%
e	Crediti verso inquilini per affitto e spese	97.543	0,14%
e	Fatture da emettere	52.433	0,08%
e	Credito Iva	30.980	0,05%
e	Credito IVA a rimborso - residuo interessi	24.838	0,04%
e	Depositi cauzionali - utenze	6.821	0,01%
e	Crediti verso erario per imposte e tasse	4.285	0,01%
e	Crediti per interessi depositi cauzionali	1.586	0,00%
e	Crediti vs. fornitori	190	0,00%
	Totale	67.360.844	99,94%
	Risconti attivi	35.762	0,05%
	Ratei attivi	5.753	0,01%
	Totale altri beni	41.515	0,06%
	TOTALE ATTIVITA'	67.402.359	100,00%

Legenda

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



Fondo Immobiliare Valore Immobiliare Globale

Prospetto sintetico della Valutazione Semestrale degli immobili al 30-06-2015

Il presente documento e tutte le informazioni nello stesso contenute sono riservate e confidenziali e devono essere utilizzati dai destinatari solo in relazione allo scopo per cui sono stati predisposti. Esso non potrà essere fotocopiato, riprodotto o consegnato a terzi senza l'autorizzazione di Avalon Real Estate S.p.A.

INDICE

1. PROCESSO DI VALUTAZIONE	3
1.1 Finalità.....	3
1.2 Ipotesi di lavoro e limitazioni.....	3
2. RIEPILOGO VALORI DEGLI IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	4

1. PROCESSO DI VALUTAZIONE

1.1 FINALITÀ

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

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

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

1.2 IPOTESI DI LAVORO E LIMITAZIONI

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

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

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

- si assume come data di riferimento della valutazione il 30/06/2015;
- ogni immobile è stato valutato singolarmente e non come facente parte di un portafoglio immobiliare, pertanto il valore del portafoglio immobiliare nel suo complesso è stato ottenuto come sommatoria del valore dei singoli asset che lo compongono;
- al fine di accertare il valore, chi scrive ha effettuato sopralluoghi presso gli immobili di proprietà del Fondo durante il mese di dicembre 2014;
- non sono state condotte analisi sulla conformità urbanistica e catastale dei beni immobili; si è pertanto assunto che gli immobili, nello stato di fatto, risultino conformi alle norme urbanistiche e catastali vigenti;
- i dati sulle consistenze immobiliari sono stati forniti direttamente dal Committente;
- gli immobili costituenti il portafoglio sono stati valutati nello stato di fatto e di diritto in cui si trovano;

- sono state condotte analisi di mercato *su data provider* nazionali ed è stata condotta una *field analysis* sul territorio; le analisi di mercato sono a parere di chi scrive rappresentative della situazione di mercato di zona al momento della valutazione, tuttavia non si esclude che esistano segmenti di domanda e offerta ulteriori rispetto a quelli individuati e tali da modificare i parametri unitari adottati nella presente valutazione;
- non sono state condotte indagini sulla presenza di diritti di terzi e/o afferenti al diritto di proprietà;
- le analisi e le valutazioni svolte sono basate sugli eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili alla data di stesura della presente valutazione. Chi scrive ha ritenuto opportuno escludere tutti gli elementi di natura eminentemente straordinaria e imprevedibile, non coerenti con i principi generalmente adottati;
- non si è condotta nessuna analisi relativamente alla presenza di passività ambientali;
- non sono state effettuate verifiche delle strutture né rilevazioni sul terreno per la rilevazione della presenza di eventuali sostanze tossiche;
- non sono state condotte indagini sull'eventuale sussistenza di potenziali minus/plusvalenze e sull'eventuale conseguente impatto di natura fiscale;
- nella presente valutazione sono stati utilizzati dati e informazioni forniti direttamente dal Committente. Chi scrive, pur avendo provveduto alle opportune verifiche sulla congruità e ragionevolezza delle ipotesi formulate per la redazione dei documenti ricevuti, ha fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza degli stessi, senza procedere ad alcuna verifica indipendente delle informazioni ivi contenute.

2. RIEPILOGO VALORI DEGLI IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE

Attraverso il processo di valutazione dinanzi esposto e nel rispetto delle limitazioni e delle assunzioni enunciate, si è giunti alla determinazione del valore di mercato degli immobili di proprietà del Fondo alla data del 30-06-2015.

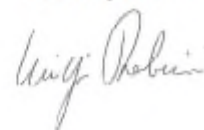
Si riporta di seguito una tabella sintetica che evidenzia il valore di ciascun immobile, rimandando all'Allegato 1 al presente documento, per un dettaglio puntuale delle ipotesi sottostanti la valutazione di ciascun immobile.

ID	Comune	Indirizzo	Main Use	Sup. Lorda (mq)	Metodologia	Valore €
1	Milano	Via Messina 38	Alberghiera Direzionale	5.056 12.274	DCF	€ 12.910.000 € 13.994.000
2	Roma	Via Bombay	Direzionale	16.641	DCF	€ 23.892.000
3	San Giuliano Milanese	Via Tolstoj	Logistica	19.391	DCF	€ 4.003.000
Totale				53.362		€ 54.799.000

Milano, 30 giugno 2015

Avalon Real Estate S.p.A.

Dott. Luigi Rabuini²



² MRICS; Partner e Amministratore Delegato di Avalon Real Estate S.p.a.

Spettabile
Avalon Real Estate
Via Larga, 8
20122 Milano (MI)

Milano, 21 luglio 2015

Pmi_U0646/15

Oggetto: Lettera d'incarico per il ruolo di Esperto Indipendente, ai sensi dell'articolo 16 del D.M. n. 30 del 5 marzo 2015 – Fondo Valore Immobiliare Globale

Egredi Signori,

con la presente si attesta di aver incaricato la Vostra Società a svolgere l'attività di esperto indipendente, avendone riscontrato il possesso dei requisiti normativi previsti.

Secondo quanto previsto dall'articolo 16 del D.M. n. 30 del 5 marzo 2015, la presente lettera d'incarico dovrà essere allegata ad ogni relazione di stima rilasciata dalla Vs. società.

Con i nostri più cordiali saluti.

CASTELLO SGR S.p.A.
L. CASTELLO SGR S.p.A.
Società di Gestione del Risparmio
Sede legale, dirigenziale e amministrativa
Via Giacomo Puccini, 3 - 20121 MILANO
Tel. +39 02 454361 - Fax +39 02 45436441
P. IVA e Cod. Fisc. 13456100158

Castello Sgr S.p.A.
Società di Gestione del Risparmio

Sede legale, dirigenziale e amministrativa
Via G. Puccini, 3 - 20121 Milano
Tel. +39 02 454361 - Fax +39 02 45436441

www.castellosgr.com - info@castellosgr.com

Iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, P.IVA e Codice Fiscale: 13456100156 - R.E.A. 1633352
Iscritta al n. 134 dell'Albo delle Società di Gestione del Risparmio di cui all'art. 35, comma 1 del D.Lgs 58/98
Capitale Sociale Euro 3.626.163,00 I.v.