

VALORE IMMOBILIARE
GLOBALE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso

Riservato a Clientela Retail

RESOCONTO INTERMEDIO DI GESTIONE

30 Settembre 2015

CASTELLO
SGR 

SOMMARIO

PREMESSA	3
DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO	3
L'andamento del mercato immobiliare	3
Lo scenario economico di riferimento	3
La situazione in Italia	6
L'andamento del mercato immobiliare	8
Il mercato residenziale.....	11
Il mercato degli uffici	11
Il mercato del retail	12
Il mercato della logistica	13
Il mercato alberghiero	14
Attività' di gestione del fondo.....	16
Politiche d'investimento del Fondo	16
Altre informazioni	18
Fatti rilevanti avvenuti successivamente al 30 settembre 2015	19

PREMESSA

Il presente Resoconto Intermedio di Gestione al 30 Settembre 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, Via G. Puccini, 3, e sul sito internet della stessa (www.castellosgr.com).

DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO

Tipologia: Fondo comune di investimento immobiliare chiuso a raccolta

Data di istituzione: 9/12/1997

Data di richiamo degli impegni: 15/02/1999

Tipologia di patrimonio immobiliare (OMV al 30/06/2015 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 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.

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

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: ciononostante, 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.

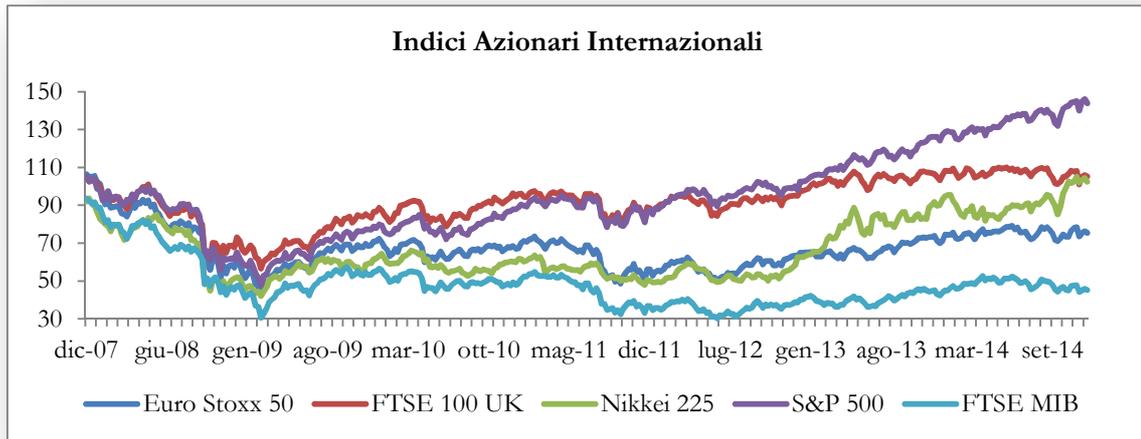
Anche in Russia la situazione non appare rosea, principalmente a causa di un prezzo del petrolio molto basso (circa a 60 dollari al barile sia per il Brent che per il WTI, rispetto agli oltre 100 di un anno fa), mentre le sanzioni economiche imposte dall'Occidente sembrano aver avuto conseguenze più 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.

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.

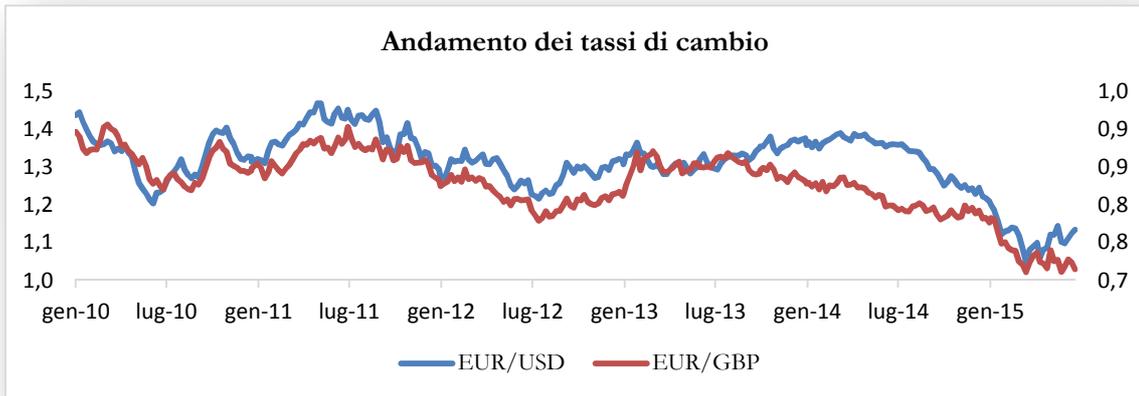


Fonte: Elaborazione Castello SGR su dati Bloomberg

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%.

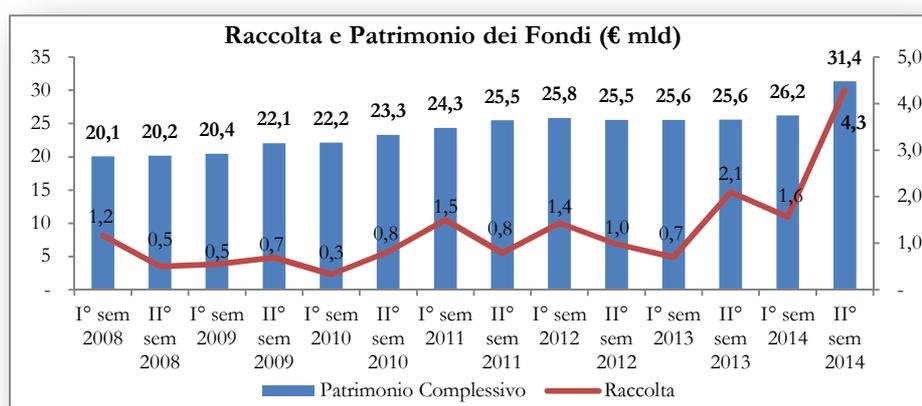
Il settore immobiliare a livello mondiale registra un clima di crescente ottimismo e fiducia nel corso dei primi mesi del 2015. Dopo un biennio 2012-2013 fortemente negativo a livello mondiale, il 2014 ha segnato una fase di stabilizzazione. Il 2015 è l'anno della svolta nella maggior parte dei mercati. 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.

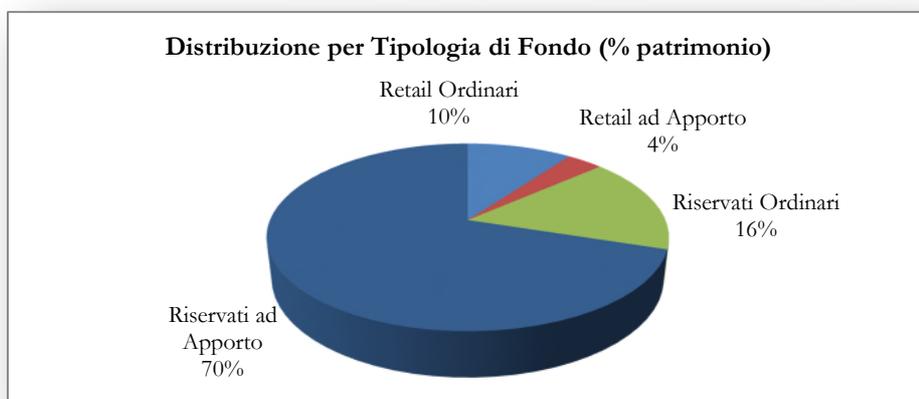
Uno dei soggetti a cui deve essere attribuito parte del merito di questa ripresa del settore sono i fondi immobiliari, che nel 2014 hanno superato quota 50 miliardi di patrimonio, con un incremento dell'11,5% rispetto al periodo precedente, guidato dal segmento residenziale e dal segmento della logistica,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

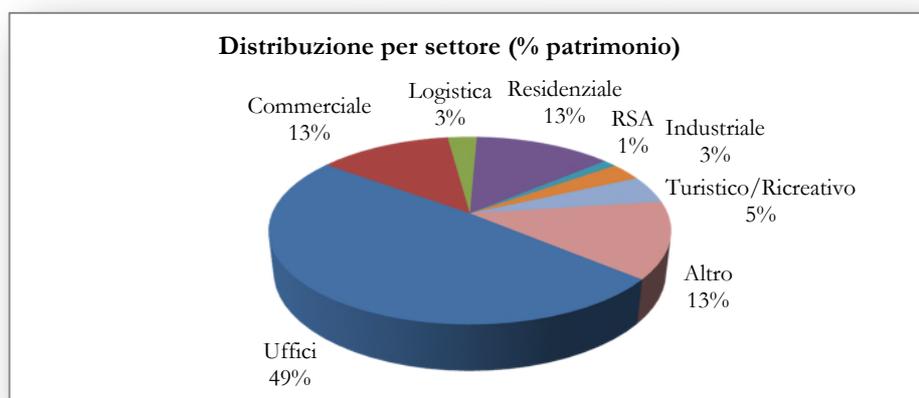


Fonte: Assogestioni, Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2014

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%).

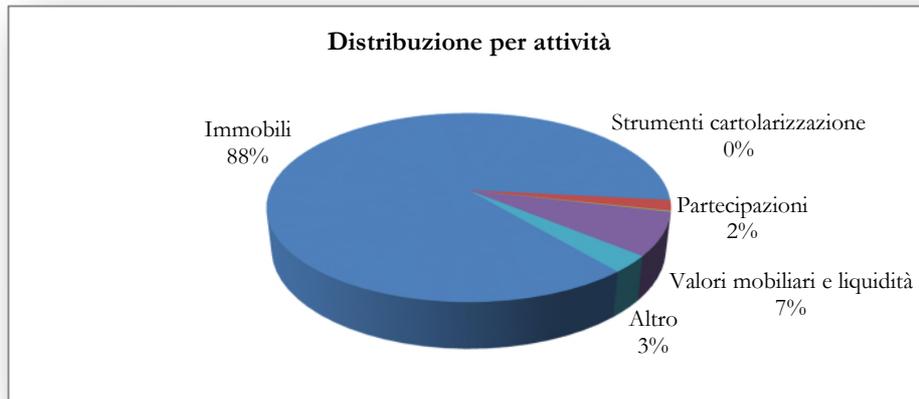
Le modifiche più rilevanti si sono verificate nel settore Residenziale (in aumento di due punti percentuali) e nel settore Uffici, in calo del 2,6% rispetto all'anno precedente.



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

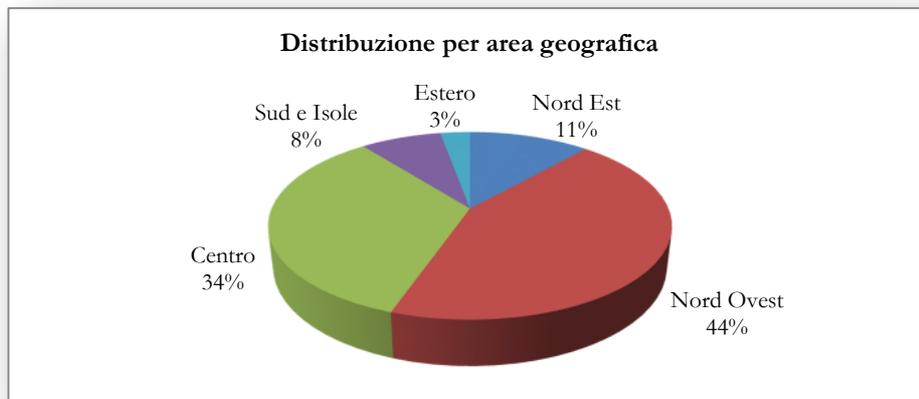
Nel secondo semestre 2014, gli acquisti e i conferimenti di immobili sono stati pari a € 3,1 miliardi, quasi raddoppiando il valore del precedente semestre, mentre le dismissioni (€ 1,8 miliardi) sono triplicate. Nel corso dell'ultimo anno sono stati acquistati e conferiti immobili per un totale di quasi € 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.

ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

Nel corso del terzo 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.

Si segnala che nel corso del 2015 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, ha ottenuto, nel corso del trimestre, le autorizzazioni per la riqualificazione dell'immobile di San Giuliano Milanese. Al contempo sono in corso di approfondimento quelle relative ai futuri potenziali lavori sull'immobile di Roma via Bombay.

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.

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 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, 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 TechData 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 del contratto di locazione con decorrenza 1 luglio 2015.

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. In data 31 luglio 2015 il conduttore e la SGR hanno sottoscritto un addendum agli accordi siglati alla fine del 2014, nel quale è prevista la posticipazione dei termini per l'ottenimento dei permessi, autorizzazioni e concessioni.

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

- **Oggetto d'intervento:** demolizione parziale e ricostruzione di un nuovo magazzino logistico della consistenza di circa 6.000 mq secondo standard concordati con il conduttore;
- **Locazione:** sottoscrizione di un nuovo contratto di locazione con decorrenza a partire dalla fine dei lavori sull'immobile prevista 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.

Nel corso del terzo trimestre 2015 si è provveduto (i) all'avvio delle demolizioni, (ii) alla sottoscrizione in data 7 settembre 2015 della Convenzione con il Comune di San Giuliano Milanese con il pagamento degli oneri a favore dello stesso per un importo complessivo di circa Euro 495.000,00 e (iii) al deposito della documentazione necessaria all'ottenimento del Permesso a Costruire.

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

A seguito di tali attività, SGR ha avviato la procedura competitiva per l'assegnazione dei lavori. La conclusione di tale procedura è prevista entro la fine del mese di ottobre.

Manutenzione straordinaria: nel corso del terzo trimestre 2015 non sono stati effettuati ulteriori interventi di manutenzione straordinaria diversi da quelli sopra descritti.

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: si segnala che, nel corso del terzo trimestre 2015, alcuni potenziali conduttori hanno contattato tale società al fine di richiedere informazioni circa gli spazi sfitti. In virtù dei segnali positivi raccolti, si prevede che parte degli spazi sfitti possano essere locati nel corso del quarto trimestre 2015. Si segnala, inoltre, inoltre che un conduttore ha

inviato, nel corso del trimestre, regolare disdetta entro i termini previsti con effetto da Giugno 2016. E' in corso l'attività di negoziazione con tale conduttore al fine di stipulare un nuovo contratto di locazione.

Manutenzione: Nel corso del terzo trimestre 2015 è stato predisposto un progetto di riqualificazione della reception e di un piano-tipo al fine di migliorare l'appeal commerciale della Torre C. L'intervento sarà completato entro la fine dell'anno.

GESTIONE FINANZIARIA

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

Alla data del 30 settembre 2015 il Fondo non fa uso della leva finanziaria.

GESTIONE MOBILIARE

Alla data del 30 settembre 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 16/07 – 14/10/2015 è pari allo 0,60%.

In data 13/07/2015 è venuto a scadenza il deposito vincolato per un importo di Euro 7 milioni con stesse caratteristiche acceso in data 12/05/2015 con una remunerazione pari allo 0,60%.

ALTRE INFORMAZIONI

ANDAMENTO DEI CONTENZIOSI

In data 21 settembre 2015 il Fondo ha ricevuto l'incasso del residuo interessi relativi al credito IVA per un importo complessivo di Euro 24.838.

Pertanto alla data di chiusura del presente Resoconto sono da ritenersi concluse le attività giudiziali di recupero del credito I.V.A. relativo all'anno 1999.

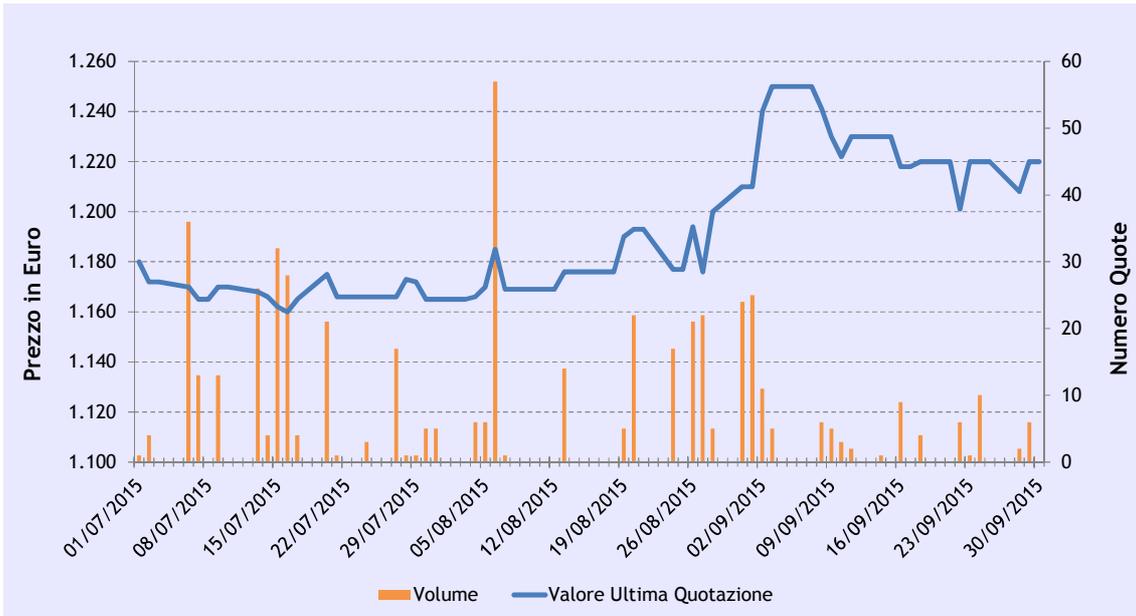
ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA SUL MERCATO

Nel grafico che segue è raffigurato l'andamento dei prezzi ufficiali di mercato e dei volumi degli scambi nell'arco del terzo trimestre 2015.

La quota ha registrato il prezzo minimo del periodo pari ad Euro 1.160 in data 16 luglio 2015 ed ha raggiunto quello massimo pari ad Euro 1.250 in data 3 settembre 2015.

Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel periodo di riferimento è stato di n. 11,36 quote.

Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (30 settembre 2015) è stato di Euro 1.220.



FATTI RILEVANTI AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 30 SETTEMBRE 2015

Non si segnalano fatti rilevanti avvenuti successivamente al 30 settembre 2015

Milano, 22 Ottobre 2015