



FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO

IMMOBILIUM 2001

Fondo gestito da Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR, società incorporata con effetto giuridico, contabile e fiscale dal 1° gennaio 2015 in Investire Immobiliare SGR S.p.A. (facente parte del gruppo Banca Finnat), con sede in Roma, Piazza del Gesù 49, numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Roma n. 06931761008, con atto Notaio M. Misurale Rep. 198062 del 19 dicembre 2014 e registrato il 22 dicembre 2014.

**IM
MOBI
LIUM**
2001

RENDICONTO DI GESTIONE AL 31 DICEMBRE 2014

Approvato dal Consiglio di Amministrazione
della Investire Immobiliare SGR S.p.A.
in data 27 febbraio 2015

INDICE

INFORMAZIONI SOCIETARIE	3
DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO	5
INFORMAZIONI GENERALI	6
RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI.....	7
1. <i>QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO</i>	<i>7</i>
1.1 <i>Quadro macroeconomico</i>	<i>7</i>
1.2 <i>Andamento del mercato immobiliare.....</i>	<i>8</i>
1.3 <i>Mercato dei fondi immobiliari.....</i>	<i>10</i>
2. <i>ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO.....</i>	<i>16</i>
2.1 <i>Andamento della gestione</i>	<i>16</i>
2.2 <i>Investimenti, disinvestimenti e attività di locazione</i>	<i>17</i>
2.3 <i>Obiettivi e politiche in materia di gestione dei rischi</i>	<i>19</i>
2.4 <i>Eventi successivi alla chiusura dell'esercizio.....</i>	<i>20</i>
RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2014	21
<i>SITUAZIONE PATRIMONIALE</i>	<i>21</i>
<i>SEZIONE REDDITUALE</i>	<i>23</i>
NOTA INTEGRATIVA.....	25
<i>PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA</i>	<i>25</i>
<i>PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO</i>	<i>28</i>
<i>Sezione I - Criteri di valutazione</i>	<i>28</i>
<i>PARTE C - IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO</i>	<i>40</i>
<i>Sezione I - Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari</i>	<i>40</i>
<i>Sezione II - Beni immobili</i>	<i>40</i>
<i>Sezione III - Crediti</i>	<i>41</i>
<i>Sezione IV - Depositi bancari.....</i>	<i>41</i>
<i>Sezione V - Altri beni.....</i>	<i>41</i>
<i>Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari.....</i>	<i>41</i>
<i>Sezione VII - Oneri di gestione</i>	<i>41</i>
<i>Sezione VIII - Altri ricavi ed oneri</i>	<i>43</i>
<i>Sezione IX - Imposte ed altri aggiornamenti normativi</i>	<i>43</i>
<i>PARTE D - ALTRE INFORMAZIONI</i>	<i>48</i>

INFORMAZIONI SOCIETARIE

In data 19 dicembre 2014 si è perfezionata l'operazione di fusione per incorporazione di Polaris Real Estate SGR SpA (*Incorporata*) e Beni Stabili Gestioni SpA SGR (*Incorporata*) in Investire Immobiliare SGR SpA (*Incorporante*), con atto a rogito Notaio Maurizio Misurale di Roma Rep.n. 198062/70931, registrato presso l'Agenzia delle Entrate di Roma 1 in data 22 dicembre 2014 n. 32256, serie 1T ed iscritto nei Registri delle Imprese di Roma e Milano in data 23 dicembre 2014.

La fusione ha avuto effetto a decorrere dal 1° gennaio 2015 e, da tale data, l'Incorporante Investire Immobiliare SGR S.p.A è subentrata, ai sensi dell'articolo 2504 bis c.c., in tutto il patrimonio attivo e passivo delle società incorporate, inclusa la gestione dei fondi immobiliari, nonché, in tutti i diritti, le ragioni, le azioni giudiziarie, i crediti e i debiti, gli obblighi, i contratti ed impegni di qualsiasi natura, sia di fronte ai privati come nei confronti di tutte le pubbliche amministrazioni, anche comunali.

Contestualmente all'efficacia della fusione sono cessati dalle cariche e dalle relative mansioni e facoltà gli organi amministrativi e gli organi di controllo delle incorporate (Nota 1); gli incaricati della revisione legale dei conti delle Incorporate hanno continuato a svolgere le proprie funzioni al solo fine di esprimere il giudizio sui dati contabili al 31 dicembre 2014, ivi inclusi quelli relativi ai rendiconti annuali dei Fondi gestiti dalle stesse Incorporate.

In conseguenza della fusione, il capitale sociale dell'Incorporante è stato aumentato di Euro 6.170.000,00 passando da Euro 8.600.000,00 a Euro 14.770.000,00, mediante emissione di numero 6.170 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1.000,00 cadauna.

A seguito dell'efficacia della fusione, il capitale sociale dell'Incorporante risulta così suddiviso:

1. BANCA FINNAT EURAMERICA S.P.A. è titolare di 7.409 azioni ordinarie, pari al 50,16% del capitale sociale;
2. B.S. 7 SOCIETA' PER AZIONI è titolare di 2.643 azioni ordinarie, pari al 17,90% del capitale sociale;
3. REGIA SRL è titolare di 1.720 azioni ordinarie, pari al 11,64% del capitale sociale;
4. FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCE LOMBARDE è titolare di 1.277 azioni ordinarie, pari al 8,65% del capitale sociale;
5. CASSA NAZIONALE DI PREVIDENZA ED ASSISTENZA IN FAVORE DEI GEOMETRI è titolare di 1.140 azioni ordinarie, pari al 7,72% del capitale sociale;
6. ICCREA HOLDING SPA è titolare di numero 352 azioni ordinarie, pari al 2,38% del capitale sociale;
7. FONDAZIONE CASSA DEI RISPARMI DI FORLI' è titolare di numero 229 azioni ordinarie, pari al 1,55% del capitale sociale.

Inoltre, alla data di efficacia della fusione sono stati emessi i seguenti warrant:

- n. 8.600 (ottomilaseicento) warrant "Categoria A", sulla base del Regolamento riportato in allegato al Progetto di Fusione sub "B", assegnati gratuitamente ai soci dell' Incorporante INVESTIRE IMMOBILIARE SGR S.P.A secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria A" per ogni azione della medesima Società Incorporante detenuta alla data di efficacia della fusione;

- n. 3.524 (tremilacinquecentoventiquattro) warrant "Categoria B", sulla base del Regolamento riportato in allegato al Progetto di Fusione "sub C", assegnati gratuitamente ai soci della BENI STABILI GESTIONI S.P.A. SGR secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria B" per ogni azione della INVESTIRE IMMOBILIARE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO S.P.A. assegnata in concambio alla data di efficacia della Fusione;

- n. 3.524 (tremilacinquecentoventiquattro) warrant "Categoria B2", sulla base del Regolamento accluso al Progetto di Fusione sub "D", assegnati gratuitamente ai soci della BENI STABILI GESTIONI S.P.A. - SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria

B2" per ogni azione di INVESTIRE IMMOBILIARE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO S.P.A. assegnata in concambio alla data di efficacia della fusione;

- n. 2.646 warrant "Categoria C", sulla base del Regolamento riportato in allegato al Progetto di Fusione sub "E", assegnati gratuitamente ai soci della POLARIS REAL ESTATE SGR S.p.A. secondo il rapporto di n. 1 (uno) warrant "Categoria C" per ogni azione di INVESTIRE IMMOBILIARE SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO S.P.A assegnata in concambio alla data di efficacia della fusione.

In data 13 gennaio 2015 si è riunita l'Assemblea ordinaria dei soci di Investire Immobiliare Sgr S.p.A., che, a seguito delle dimissioni dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, ha deliberato, tra l'altro, di nominare:

1. quali membri del Consiglio di Amministrazione i Signori:

- Aldo Mazzocco, *Presidente*;
- Carlo Cerami, *Vice Presidente*;
- Dario Valentino, *Amministratore Delegato*;
- Domenico Bilotta, *Consigliere*;
- Giulio Bastia, *Consigliere*;
- Ermanno Boffa, *Consigliere*;
- Leonardo Buonvino, *Consigliere*;
- Fabio Carlozzo, *Consigliere*;
- Giuseppe Mazzearella, *Consigliere*;
- Arturo Nattino, *Consigliere*;
- Anna Pasquali, *Consigliere*;
- Maurizio Pinnarò, *Consigliere*;
- Marco Tofanelli, *Consigliere*.

2. quali membri del Collegio Sindacale i Signori:

- Francesco Minnetti, *Presidente*;
- Carlo Napoleoni, *Sindaco Effettivo*;
- Andrea Severi, *Sindaco Effettivo*;
- Marco Vicini, *Sindaco Supplente*;
- Antonio Staffa, *Sindaco Supplente*.

Il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale resteranno in carica fino all'Assemblea di approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017.

In data 5 febbraio 2015 il Consiglio di Amministrazione della Società dopo averne verificato i requisiti ha conferito la nomina di Amministratori Indipendenti all'Avv. Giuseppe Mazzearella e al Dott. Marco Tofanelli.

(Nota 1)

Consiglio di Amministrazione Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR in carica fino al 31/12/2014	
<i>Presidente</i>	Ing. Aldo Mazzocco
<i>Amm. Delegato</i>	Arch. Anna Pasquali
<i>Vice Presidente</i>	Dott. Carlo Napoleoni
	Dott. Massimo Lapucci
	Arch. Claudio Sposito
	Avv. Stefano Vittori
	Ing. Carlo M. G. Masseroli

Collegio Sindacale Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR in carica fino al 31/12/2014	
<i>Presidente</i>	Dott. Giovanni Naccarato
<i>Sindaci effettivi</i>	Dott. Gianluca Pivato
	Dott. Mauro Pastore
<i>Sindaci supplenti</i>	Dott. Lucio Bevilacqua
	Dott. Francesco Longo

DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO

Il Fondo Immobilium 2001 è un fondo immobiliare comune di investimento quotato in Italia. Il Fondo è destinato ad investitori retail ed è quotato sul mercato MIV segmento fondi chiusi della Borsa Italiana.

Tipologia	Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso
Data avvio operatività del Fondo	14 giugno 2002
Scadenza del Fondo (1)	31 dicembre 2017 (oltre periodo di grazia ordinario al 31 dicembre 2020)
Tipologia patrimonio immobiliare	Immobili con varia destinazione , prevalentemente di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale
Banca Depositaria	Banco Popolare S.c.a r.l.
Esperto Indipendente	Praxi S.p.A.
Società di revisione	Mazars S.p.A.
Fiscalità	Fiscalità prevista per tali strumenti finanziari, come da D.L. 351/2001 del 25 settembre 2001, convertito dalla Legge n. 410/2001, dal D.L. 78/2010 convertito dalla Legge n. 122/2010, dal D.L. 70/2011 convertito dalla Legge n. 106/2011, dal DL 83/2012 convertito dalla Legge 07/08/2012 n. 134, Dlgs 44/2014
Valore del Fondo al collocamento	Euro 130.000.000
Numero di quote collocate	26.000
Valore nominale originario delle quote	Euro 5.000
Valore nominale delle quote al 31 dicembre 2014	Euro 4.540
Valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2014	Euro 102.083.721
Valore unitario delle quote al 31 dicembre 2014	Euro 3.926,297
Valore di mercato degli immobili al 31 dicembre 2014	Euro 90.100.000
Quotazione	MIV, Segmento Fondi Chiusi, Borsa Italiana

- (1) In merito alla scadenza del Fondo si evidenzia che con Assemblea dei Partecipanti tenutasi in data 10 dicembre 2014 è stata approvata la proposta di modifica del Regolamento del Fondo al fine di introdurre la facoltà da parte del Consiglio di Amministrazione, previo parere del Collegio Sindacale, di deliberare la Proroga Straordinaria Biennale (al 31 dicembre 2022), al solo fine di completare lo smobilizzo degli investimenti in portafoglio, prevista dalla Legge n.116/2014.

INFORMAZIONI GENERALI

Il presente rendiconto, redatto in osservanza al principio di chiarezza e precisione, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria al 31 dicembre 2014 e l'andamento economico dell'esercizio chiuso a tale data del Fondo comune di investimento immobiliare chiuso Beni Stabili Immobilium 2001, ed è composto, in osservanza a quanto disposto dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e dal Decreto del Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, n. 228 del 24 maggio 1999 e dalle direttive impartite dalla Banca d'Italia con il provvedimento dell'8 maggio 2012 e successive modifiche, dai seguenti documenti:

- 1) Situazione patrimoniale
- 2) Sezione reddituale
- 3) Nota Integrativa.

Il rendiconto è corredato dalla Relazione degli Amministratori della Società di gestione del Fondo. La Nota integrativa forma parte integrante del rendiconto. Essa fornisce informazioni più dettagliate sui dati contabili delle sezioni patrimoniale e reddituale ed ulteriori notizie al pubblico, rispetto a quelle ricavabili dagli schemi di bilancio, in quanto ritenute necessarie ad esprimere in modo chiaro, veritiero e corretto i dati esposti nel rendiconto di gestione.

La nota è ripartita in parti e sezioni, che illustrano singoli aspetti della gestione, in funzione dell'operatività svolta dal Fondo ed è corredata di allegati che ne costituiscono parte integrante, incluso il prospetto dei flussi di cassa.

Il rendiconto è redatto in unità di Euro, salvo dove specificato diversamente.

Il rendiconto al 31 dicembre 2014 è oggetto di revisione contabile da parte di Mazars S.p.A..

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO

1.1 Quadro macroeconomico

Secondo l'analisi del quadro macroeconomico mondiale condotta da Banca d'Italia (Bollettino Economico n. 1 – gennaio 2015), la dinamica dell'economia globale e del commercio internazionale nel corso del 2014 è stata decisamente inferiore alle attese. Anche se si sono intravisti segnali di un lento miglioramento, la ripresa è ancora fragile e difforme tra le varie aree. Nella seconda metà dell'anno l'attività globale si è progressivamente rafforzata, sostenuta dalla ripresa dei principali parametri e dal forte slancio espansivo in alcune delle principali economie avanzate, soprattutto gli Stati Uniti, dove l'attività economica ha accelerato nettamente, crescendo oltre le attese. Nello stesso tempo, persiste la debolezza nell'area dell'euro e in Giappone, per il prolungarsi del rallentamento in Cina e per la brusca frenata in Russia. La crescita nei mercati emergenti è rimasta contenuta e incerta per effetto delle tensioni geopolitiche e sui mercati finanziari, nonché di ostacoli di natura strutturale. L'avvio di una vera ripresa risulta, quindi, ancora molto difforme tra le diverse regioni del mondo ed è frenata ancora da numerosi elementi di incertezza.

Area Euro

La crescita economica nell'area dell'euro rimane modesta. Nel terzo trimestre del 2014 il PIL dell'area è cresciuto in misura modesta (0,2%) e si prefigura per il quarto trimestre una crescita ancora contenuta, con andamenti differenziati tra paesi. Tra le maggiori economie il prodotto è tornato ad aumentare in Francia (0,3%) e molto lievemente in Germania (0,1%), mentre è diminuito in Italia (-0,1%). L'interscambio con l'estero ha fornito un contributo appena positivo alla variazione del PIL; l'apporto della domanda interna è stato nullo, a causa del calo degli investimenti e della crescita limitata dei consumi. Anche in Germania l'attività economica ha subito un rallentamento, a causa del calo della domanda estera che non è compensata da un sufficiente recupero di quella interna. Le prospettive di crescita per i prossimi mesi sono state riviste al ribasso, sia per l'area euro nel suo complesso che per le principali economie.

In dicembre l'inflazione al consumo è scesa su valori negativi, per la prima volta da ottobre del 2009 e le aspettative per il 2015 sono di un'inflazione dell'area pari allo 0,6%, ulteriormente rivista al ribasso rispetto alle previsioni. Su orizzonti più lunghi risalirebbe solo lentamente, rimanendo a lungo su livelli bassi. La BCE è pronta a ricorrere a nuove misure per contrastare i rischi crescenti per la stabilità dei prezzi e per fronteggiare i rischi connessi con un periodo eccessivamente prolungato di bassa inflazione.

Il mercato del lavoro è in fase di miglioramento in alcuni Paesi, come il Regno Unito, mentre il tasso di disoccupazione è ancora in crescita in altre nazioni, soprattutto nell'Europa del sud.

Italia

Attività economica – In Italia l'attività economica resta debole. Dopo una sostanziale stabilizzazione nella seconda parte del 2013, l'economia è tornata a indebolirsi. Nella prima metà del 2014 il PIL ha risentito del protrarsi della caduta degli investimenti e, in misura minore, dell'effetto dell'andamento sfavorevole del commercio internazionale sulle nostre esportazioni. Migliorano invece i consumi delle famiglie, che hanno registrato un modesto rialzo. Secondo le valutazioni di Banca d'Italia, nel quarto trimestre il PIL sarebbe ancora lievemente diminuito, come indicato dalla flessione della produzione industriale. Le prospettive della domanda estera sono diventate più incerte, risentendo dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche. Secondo i principali osservatori un'inversione di tendenza dell'attività produttiva potrebbe verificarsi nella prima parte dell'anno, ma con ancora un'elevata incertezza. Nei sondaggi più recenti il miglioramento delle opinioni delle imprese, in atto dal 2013, ha subito una battuta d'arresto, cui hanno contribuito le prospettive sulla domanda e sulla situazione economica generale. La maggioranza delle imprese intervistate nell'indagine autunnale condotta da Banca d'Italia conferma, comunque, la spesa per investimenti nel 2015, in particolare quelle aziende con migliori condizioni di accesso al credito, con minori problemi di liquidità e soprattutto con attese positive sull'evoluzione della domanda dei propri prodotti. Rimane debole il settore delle costruzioni, nonostante un'attenuazione della flessione del prezzo delle abitazioni.

Consumi – Nella prima metà dell'anno i consumi delle famiglie, in forte caduta dall'avvio della crisi, sono tornati a crescere, sia pure in misura contenuta. Vi ha contribuito il deciso aumento della fiducia registrato fino alla primavera. Nei mesi estivi le opinioni delle famiglie sul quadro economico generale sono peggiorate; tuttavia nella media giugno-agosto la produzione industriale nei settori dei beni di consumo ha significativamente accelerato e nel terzo trimestre sono lievemente aumentate le immatricolazioni di autovetture.

Occupazione – Segnali di stabilizzazione si erano intravisti sul fronte del mercato del lavoro, con una leggera ripresa dell'occupazione in primavera. I dati registrati a ottobre, evidenziano un balzo record del tasso di disoccupazione, stimato al 13,2%, in aumento dello 0,3% rispetto al mese precedente. Record negativo anche per il tasso di disoccupazione giovanile, salito al 43,3%, in aumento dello 0,6% rispetto al mese precedente. La bassa intensità di utilizzo della manodopera e le aspettative delle imprese delineano prospettive ancora incerte.

Inflazione – L'inflazione al consumo, in calo da oltre un biennio, è risultata negativa sia in agosto sia in settembre (-0,2 e -0,1% sui dodici mesi); nei mesi finali del 2014 è rimasta su valori estremamente bassi, tornando appena negativa (-0,1%) in dicembre. Circa un terzo della flessione è ascrivibile alla riduzione dei prezzi dei prodotti energetici e dei beni alimentari. Al netto delle componenti più volatili (energia e alimentari), la variazione dell'indice è rimasta positiva, ma ha raggiunto in agosto il valore più basso mai registrato (0,4%). Secondo le previsioni degli operatori, nei prossimi cinque anni l'inflazione risalirebbe solo lentamente. Rimane elevato il rischio che un periodo prolungato di bassa inflazione, se non di calo dei prezzi.

Credito – Vi sono segnali di miglioramento delle condizioni del credito, ma non sono generalizzati. Il costo dei prestiti è diminuito, rispondendo alla riduzione dei tassi ufficiali; si sono stabilizzate le erogazioni di mutui alle famiglie, mentre continua la flessione del credito alle imprese. Secondo i sondaggi le difficoltà di accesso al credito bancario si attenuerebbero, ma restano elevate per le imprese di minore dimensione. Sulla domanda di finanziamenti pesa il ciclo ancora sfavorevole degli investimenti. È proseguita la riduzione rispetto al picco del 2013 dei flussi di nuove sofferenze in rapporto alle consistenze dei prestiti alle imprese.

Domanda estera – La spinta delle esportazioni, che aveva sostenuto la dinamica del prodotto negli ultimi anni nell'area dell'euro e in Italia grazie alla modesta ripresa del commercio mondiale, sembra affievolirsi. In base alle inchieste più recenti, le prospettive sulle nostre vendite all'estero risultano incerte.

1.2 Andamento del mercato immobiliare

Andamento del mercato immobiliare in Europa

L'andamento dei **mercati immobiliari** è stato nel complesso migliore rispetto a quello dell'economia in generale. Segnali di miglioramento, seppure lento e graduale, sono visibili nella maggior parte dei mercati europei, compresi quelli dell'Europa del sud. La liquidità è in aumento tra gli investitori e l'accesso al credito comincia a essere più agevole anche sul versante dei mutui per le famiglie. Molti investitori sono disposti ad alzare il profilo di rischio, allocando risorse in mercati che fino a poco tempo fa erano tagliati fuori dai circuiti di investimento, come Spagna e Italia.

Il comparto **residenziale** guida la ripresa nella maggior parte dei mercati europei. Le politiche monetarie e i tassi di interesse bassi sostengono il recupero e la stabilizzazione dei valori, soprattutto nei Paesi favoriti da uno scenario economico più positivo. Si assiste a un generalizzato aumento delle compravendite, grazie anche alla ripresa del mercato dei mutui. Alcune città, soprattutto nell'Europa del nord, hanno già registrato aumenti consistenti dei prezzi rispetto all'anno scorso, mentre qualche aggiustamento verso il basso ha caratterizzato i Paesi dell'Europa del sud con riferimento agli immobili secondari. Una più generalizzata crescita dei valori è attesa nel biennio 2015-2016, anche se la previsione è legata all'andamento economico e a quanto accadrà all'inflazione.

Gli ultimi mesi hanno evidenziato un generalizzato miglioramento del mercato degli **uffici**, favorito anche da un buon livello di liquidità degli investitori. Tuttavia, l'elevata disoccupazione e il forte debito pubblico esercitano una notevole pressione sul mercato, dominato da un atteggiamento di prudenza da parte degli affittuari e dalla rinegoziazione dei contratti esistenti. I canoni di locazione hanno visto un trend fortemente differenziato. Londra, le principali città tedesche e Dublino hanno registrato aumenti significativi, mentre a Parigi e nella maggior parte delle città dell'Europa del sud e in alcune orientali il trend è ancora negativo.

Il mercato **commerciale** ha performato meglio degli altri durante la crisi e ha mantenuto anche nel 2014 un andamento positivo, sia nella Gdo che nella piccola distribuzione. L'incremento della domanda da parte degli investitori internazionali ha comportato un aumento dei canoni nelle top location delle città più dinamiche. Le previsioni per i prossimi mesi sono di un diffuso miglioramento, con riferimento sia ai volumi che alle quotazioni.

Il comparto **industriale** ha visto un generalizzato miglioramento del clima di fiducia, sebbene l'atteggiamento di società e developer continui a essere finalizzato al contenimento del rischio. La logistica continua a essere caratterizzata da una divisione nord-sud, con vacancy rate in calo e forte attività locativa nei mercati del nord a fronte di eccesso di offerta e assorbimento in calo nell'Europa del sud. È in aumento la richiesta di spazi di piccole dimensioni situati nei pressi dei centri urbani, con una crescente attenzione verso gli immobili dotati di elevata flessibilità e alto contenuto tecnologico. I valori sono in fase di stabilizzazione.

In termini di volumi scambiati in Europa (secondo le rilevazioni di CBRE – European Investment–MarketView – Q3-2014), nel terzo trimestre 2014, sono stati raggiunti 48,4 mld di euro, in crescita del 4%

rispetto al secondo trimestre 2014 e ancor più (+27%) rispetto allo stesso trimestre del 2013. Da segnalare una crescita record dei volumi scambiati nel terzo trimestre 2014 rispetto allo stesso periodo del 2013 in paesi come Irlanda (+240%) e Spagna (+174%). Dai recenti dati elaborati da CBRE la Spagna dovrebbe chiudere l'anno con un volume eccezionalmente elevato, poco meno del doppio rispetto all'Italia.

In totale nei primi nove mesi dell'anno sono stati scambiati 133 mld di euro, contro i 105 mld di euro dei primi 9 mesi del 2013. Gli ultimi dati del quarto trimestre, registrano un aumento dei volumi investiti del 40% rispetto al trimestre precedente, facendo chiudere il 2014 con una crescita rispetto all'anno 2013 del 21%. I forti risultati nei mercati core di Francia, Germania e Regno Unito sono stati supportati anche da livelli di attività in crescita in diversi mercati periferici dell'Europa centro-orientale, dei Paesi Nordici e dell'Europa meridionale. Si attende un 2015 positivo: il volume degli investimenti dovrebbe crescere nuovamente, con le migliori performance attese nel Sud Europa e nei Paesi Bassi, dal momento che gli investitori guardano sempre di più ai mercati in via di ripresa.

Andamento del mercato immobiliare in Italia

Il 2014 è stato caratterizzato da un continuità rispetto al 2013. I segnali positivi, registrati nell'anno precedente, sono stati confermati nel primo semestre del 2014 e sono proseguiti anche nella seconda metà dell'anno. Guardando l'andamento degli investimenti trimestre dopo trimestre si nota però un leggero rallentamento nel ritmo di crescita. La ripresa c'è, ma il mercato è cambiato rispetto al ciclo passato. A fronte del sostenuto dinamismo del mercato investimenti, permane un lieve ritardo nella ripresa dei mercati degli utilizzatori e quindi nella domanda da parte delle grandi corporate, soprattutto nel settore uffici. Da evidenziare, in particolare, che si è passati ad un mercato decisamente più dinamico, con un ritorno dell'interesse da parte degli investitori opportunistici che approfittano delle occasioni a prezzi di sconto e di rendimenti mediamente più elevati, contando su un'inversione di tendenza a breve termine. Si è verificata, infatti, una sostituzione degli investitori di lungo periodo con quelli di breve periodo. E' in aumento anche l'interesse degli investitori istituzionali. In generale si avverte ottimismo per una ripartita, sebbene permanga un atteggiamento prudente da parte degli operatori, per le preoccupazioni legate alle difficoltà burocratiche e, soprattutto, all'instabilità politica. Il segno positivo è atteso nel 2015, ma la crescita sarà modesta, con un ritmo inferiore agli altri Paesi europei. La ripresa sarà legata all'avvio di un nuovo ciclo che sarà caratterizzato soprattutto da una crescita qualitativa anziché quantitativa. Il nuovo prodotto dovrà rispondere ad esigenze di flessibilità e multifunzionalità, con scarso consumo del suolo, recupero dell'esistente e ricerca dell'efficientamento energetico dell'immobile.

Secondo gli ultimi dati elaborati da CBRE, il **volume degli investimenti** immobiliari in Italia nell'ultima parte dell'anno con 2,6 miliardi di euro, rappresenta una crescita di oltre il 50% rispetto al trimestre precedente. Già nel terzo trimestre era stato registrato un incremento nell'ordine del +5,5% su base trimestrale e di oltre il +16% su base annua, superando la quota del miliardo di euro. Si conferma quindi per il quarto trimestre consecutivo un trend positivo e un consolidarsi dell'interesse da parte degli investitori, nonostante le avvisaglie di una nuova recessione economica per il Paese ed il posticipo dell'inizio della ripresa al 2016. Il 2014 si chiude con un volume pari a 5,3 miliardi di euro, un aumento dell'11% rispetto allo scorso anno. Ancora una volta è stato il capitale straniero a guidare la ripresa, rappresentando l'80% degli investimenti totali protagonisti nel trimestre, con oltre 4 miliardi investiti. Il volume annuo registrato sul mercato immobiliare italiano mette in evidenza un recupero significativo dalla crisi più acuta del 2012 (+104%) ed è incoraggiante per il settore, ma dimostra ancora una volta il ritardo cronico dell'Italia nei confronti dell'Europa che corre a velocità più che doppie, con un volume complessivo che nel 2014 dovrebbe superare di oltre il 30% quello dello scorso anno.

Permane la debolezza degli investitori nazionali, pressoché assenti negli ultimi due anni, con investimenti stabilizzati intorno al miliardo di euro anche nel 2014. La maggior parte degli investimenti domestici è stata realizzata da fondi legati alle casse di previdenza di alcune categorie. Un numero interessante emerso dall'analisi è quello relativo alla differenza di capitale domestico e straniero investito in Italia tra il 2007 ed il 2014. Infatti, se il capitale straniero è in linea rispetto a quello investito nel 2007, quello domestico è inferiore dell'80%.

I prodotti o le asset class che hanno trainato i volumi sono certamente i grandi portafogli immobiliari a destinazione mista, che hanno rappresentato oltre il 50% del volume totale, con un valore medio che ammonta a circa 55 mln di euro. Il 55% di tali operazioni è stato condotto da fondi immobiliari (nella posizione di venditore e/o acquirente). Per quanto riguarda la distribuzione settoriale degli investimenti, come evidenziato dall'ultimo report *Italy Commercial Real Estate*, il settore retail con oltre il 40% del totale si conferma il più attraente, pur perdendo qualche posizione rispetto al settore uffici che segue con il 30% del totale investito. I prodotti retail continuano a segnare un trend positivo grazie all'azione e all'attività di molti fondi opportunistici, ma ora finalmente anche da parte dei fondi istituzionali. Da segnalare l'acquisizione, nel terzo trimestre 2014, da parte di un fondo pensione italiano della maggioranza di un portafoglio di gallerie commerciali. Il settore uffici rimane stabile alla luce della mancanza di lot size rilevanti tali da richiamare l'attenzione degli investitori stranieri. L'interesse è interamente concentrato a Milano, che si conferma il mercato italiano più importante. Quanto, invece, a distribuzione geografica, i deals si

concentrano nel Nord Italia per quasi il 50% dei casi; il Centro conquista il 19% del mercato mentre il Sud si ferma all'1,5%.

I **rendimenti** rimangono stabili come risultato di un raffreddamento nel sentiment generale sull'economia italiana, che tarda a mostrare segnali concreti di cambiamento. Unica eccezione, il settore della logistica per cui è stata registrata un'ulteriore contrazione dei rendimenti di 25 bps come effetto diretto del forte interesse che si sta registrando a livello europeo per portafogli logistici combinato alla scarsità di prodotto prime. In realtà, le recenti transazioni per questo tipo di asset riflettono ancora rendimenti lordi tra il 9 e 10%.

I segnali di ripresa che hanno accompagnato la chiusura del 2013 e tutto il 2014 nel settore degli investimenti immobiliari, si scontrano tuttavia con la situazione di stagnazione in cui versa ancora l'intera economia italiana, a causa di un PIL in diminuzione e previsto in crescita solo nel 2015 e con un settore creditizio che, pur registrando un costo del credito in diminuzione, registra un netto calo nelle richieste di finanziamento. La continua stagnazione dell'economia e le prospettive di crescita riviste al ribasso sono probabilmente da ritenersi uno dei fattori che hanno portato gli addetti ai lavori del mercato immobiliare a intravedere segnali meno ottimistici per i prossimi due anni: le aspettative di una raggiunta stabilità e di un leggero miglioramento del mercato sono attese complessivamente dal 66,9% degli operatori, in diminuzione rispetto alle precedenti rilevazioni trimestrali (70,1% e 79,4% rispettivamente nel secondo e nel primo trimestre 2014), riposizionandosi così sui valori di fine 2012.

Tra i mercati più interessanti per il nuovo ciclo atteso, quello dei trophy e iconic asset, che nel tempo è stato in grado di garantire agli investitori un'ottima protezione del capitale dalle oscillazioni congiunturali. La maggiore tenuta delle quotazioni dei trophy assets, rispetto al normale mercato di riferimento, è stata particolarmente evidenziata negli ultimi sette anni di crisi, durante i quali le quotazioni medie cittadine si sono contratte di diversi punti percentuali, mentre quelle degli asset di alta gamma sono aumentate. Lo scostamento delle quotazioni degli immobili trofeo rispetto ai valori della media cittadina risulta, in termini di prezzi, più elevato per il residenziale a Milano e per il commerciale a Roma, mentre in termini di canoni è più elevato per il commerciale a Milano e per il residenziale e terziario a Roma.

1.3 Mercato dei fondi immobiliari

Il mercato dei fondi conferma la sua competitività rispetto alle altre forme di investimento, anche se ha risentito della perdurante fragilità del sistema economico. Secondo il Rapporto di Scenari Immobiliari, negli otto Paesi europei considerati il 2014 si dovrebbe chiudere con un patrimonio di quasi 388 miliardi di euro, che significa un aumento di circa il 2,4% rispetto all'anno precedente e la cifra più elevata mai raggiunta. La crescita più modesta rispetto all'anno scorso è imputabile alla flessione del valore del patrimonio nel Regno Unito e in Germania.

Per quanto riguarda l'asset allocation, è in aumento la percentuale del residenziale, che per un buon numero di società rappresenta l'asset class più interessante, soprattutto nell'Europa centrale e orientale. Il valore del patrimonio abitativo è destinato a crescere nel prossimo futuro, non solo per i nuovi investimenti ma anche per la probabile rivalutazione degli asset in portafoglio grazie alla ripresa del mercato nella maggior parte dei Paesi. E' in aumento anche l'attività di ristrutturazione e valorizzazione dei patrimoni.

Per quanto riguarda l'**Italia**, la crescita dell'industria dei fondi immobiliari in Italia, dall'avvio nel 1999 ad oggi si è mantenuta nel tempo, nonostante la doppia crisi immobiliare ed economica. Tra il 2001 e il 2014 il patrimonio è aumentato di quasi diciassette volte: a fine dicembre 2013 il Nav era pari a 38,3 miliardi di euro e si stima che per fine 2014, il Nav superi i 41 mld di euro.

La crescita maggiore è stata quella dei fondi per investitori istituzionali, in linea con quanto sta accadendo nei principali Paesi europei. Più difficile il contesto per i fondi retail, per i quali l'inefficienza del mercato finanziario e l'approssimarsi delle scadenze hanno creato difficoltà. Anche in un anno di mancata ripresa immobiliare come il 2014, il patrimonio netto dei fondi è comunque aumentato del 5,1%, rispetto a una media europea del 2,4% per cento. Sulla stessa linea le previsioni per il 2015, quando entreranno sul mercato nuovi fondi, sia pubblici che di investitori internazionali.

L'asset allocation nel corrente anno ha visto una leggera crescita dei settori più tradizionali, come uffici e commerciale. In un contesto di "zero inflazione", i tradizionali modi di investire stanno subendo profonde trasformazioni e il settore del risparmio gestito in immobili ne sta traendo e ne trarrà molteplici vantaggi. Lo strumento fondo è sufficientemente flessibile per consentire investimenti sia in beni particolari (come immobili pubblici da riqualificare), che in settori come l'energia e le infrastrutture. Con il 2015 si apre quindi una nuova stagione di opportunità per i fondi immobiliari.

Una questione centrale è la scadenza, in tempi relativamente brevi, di molti fondi che potrebbe portare su un debole mercato immobiliare una rilevante offerta con il rischio di un eccesso di offerta. Secondo i dati di Banca d'Italia, entro il 2015 saranno posti in liquidazione un elevato numero di *fondi retail*, riversando sul mercato circa 5 miliardi di euro di immobili. Se si considerano anche i fondi riservati a investitori istituzionali, la massa aumenta in modo esponenziale. A questi si aggiungano i piani di dismissione del

sistema previdenziale e bancario. Nell'attuale fase di congiuntura economica appare evidente come tale eccesso di offerta non potrà essere efficacemente assorbito dal mercato e l'inevitabile clima competitivo dei prezzi ed il probabile ricorso a procedure di quick sale potrebbero influenzare negativamente il rendimento del fondo e dell'equity investita.

L'approvazione a fine agosto del cosiddetto "Decreto Competitività" (D.L. 91/2014, convertito nella L. 116/2014) rappresenta una risposta concreta alle problematiche sopra evidenziate per i fondi retail. Il decreto ha, infatti, introdotto, per i soli fondi quotati, la facoltà di proroga straordinaria per un periodo non superiore a due anni al solo fine di completare lo smobilizzo degli investimenti. È una norma nata proprio con lo scopo di tutelare i quotisti e risparmiatori e a salvaguardare, nel contempo, il mercato dei fondi immobiliari. In tale contesto, appare evidente la ratio della norma che permetterà un più ordinato processo di dismissione degli asset per i fondi in scadenza, attenuando le probabili pressioni sui prezzi ed evitando dismissioni dell'attivo a valori di mercato eccessivamente penalizzanti, con detrimento del valore della quota. Anche le modifiche introdotte dal D.L. "Sblocca Italia" (D.L. 133/2014 convertito in L. 164/2014), agevolando le interazioni tra le SIIQ e i fondi immobiliari, grazie alla possibilità di conferire gli immobili di un fondo in fase di liquidazione in una SIIQ, rappresentano un'ulteriore boccata di ossigeno per il settore dei fondi immobiliari

Il settore residenziale

Il perdurare della crisi economica, accompagnato da un aumento del tasso di disoccupazione, ha frenato le potenzialità della domanda residenziale. Il numero delle compravendite dovrebbe attestarsi per il 2014 a quota 423.000 scambi, avvicinandosi ai valori di circa 30 anni fa, ma complessivamente segnando un'inversione di tendenza rispetto al calo inesorabile dei volumi iniziato nel 2006 e continuato sino allo scorso anno. La previsione per il prossimo anno è quella di un ulteriore incremento delle compravendite (450.000), non si può parlare ancora di ripresa, ma certamente di una normalizzazione dell'andamento. I segnali di una ripresa registrati all'inizio del 2014 (+4,07% rispetto allo stesso periodo del 2013) sono stati confermati nel terzo trimestre (+4,15%), nonostante una battuta d'arresto intermedia registrata a fine giugno.

Il settore è ancora debole, anche a causa dell'incertezza normativa e fiscale, pur continuando a essere il comparto a maggiore potenziale di crescita. Nel primo semestre del 2014 si erano concretizzati in modo più tangibile i segnali di ripresa attraverso, in particolare, la ripresa delle transazioni e l'aumento delle erogazioni di finanziamenti per l'acquisto di una abitazione. Certamente questa ripresa va calata in un contesto macroeconomico che deve ancora consolidarsi, ma i principali indicatori legati all'andamento del settore residenziale hanno comunque mostrato segnali positivi.

Il risultato positivo osservato su base nazionale nel terzo trimestre, si presenta ancora più marcato nelle otto maggiori città italiane (+9,6%).

Tra le città spiccano in particolare i rialzi a Firenze e Bologna che mostrano tassi di variazione intorno al 20%. Roma e Milano, i due mercati più grandi per numero di compravendite, sono in forte recupero in questo trimestre rispetto al terzo trimestre del 2013, con Milano che conferma per il quinto trimestre consecutivo il segno positivo e Roma che rafforza il risultato dello scorso trimestre (+11,8%).

L'accenno di ripresa nel numero di transazioni per il comparto residenziale è stato accompagnato da un propedeutico decremento dei prezzi che continuano a registrare quindi una *performance* negativa. La decrescita dei valori è un carattere comune all'intero mercato, riconducibile a un eccesso di offerta diffuso in tutte le aree urbane. La differenziazione è nella "velocità" con cui variano i prezzi, ridotta per gli immobili di fascia "alta", i quali hanno minori tempi di permanenza sul mercato, e prolungata per gli *asset* secondari. Dal rapporto di Banca d'Italia (Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia - dicembre 2014) si evince come nel terzo trimestre 2014 le transazioni abbiano registrato uno sconto medio del 16,1% tra la richiesta iniziale dei venditori e il prezzo effettivamente pagato al momento del rogito. Restano, comunque, elevate le oscillazioni tra le varie zone: nelle grandi città e nei quartieri più centrali si intravedono segnali positivi, con leggero calo dei tempi di vendita e riduzione della "forbice" tra prezzo richiesto e proposta del compratore. Ancora forte la crisi delle nuove costruzioni, vicine ai minimi storici. L'invenduto è ancora elevato e i nuovi cantieri sono rari.

Le aspettative sul 2015 sono legate all'andamento economico e quindi restano ancora molto caute e con previsioni di leggeri incrementi sul fronte degli scambi, ma non su quello delle quotazioni. Bisognerà probabilmente aspettare il 2016 per superare la soglia delle 500.000 transazioni residenziali

Il settore terziario-uffici

Insieme al settore commerciale, quello degli uffici è stato il preferito dagli investitori esteri. Anche i fondi immobiliari italiani hanno privilegiato questo comparto, che ancora non è uscito però dalla lunga crisi, essendo influenzato dai riflessi dello scenario economico: debolezza del comparto dei servizi, alti livelli di disoccupazione, trasformazioni del modo di lavorare (temporary office, coworking). Complessivamente i

primi tre trimestri del 2014 hanno registrato, in termini di volumi, una variazione negativa del -6,67% rispetto allo stesso periodo del 2013. Il terzo trimestre 2014 è stato tuttavia caratterizzato da un robusto livello di attività rispetto agli investimenti in questo settore e relativa a un cospicuo numero di compravendite in atto, alcune delle quali poi concretizzatesi entro la fine dell'anno. La grossa parte di tali investimenti è stata effettuata da player stranieri, ed è rappresentata da tipologie di operazioni prevalentemente di tipo *core* e opportunistico.

Gli investitori istituzionali concentrano il loro interesse su immobili a reddito preferibilmente di pregio in termini di *location* e qualità edilizio-architettonica, i cui contratti di locazione hanno già registrato un riallineamento dei valori alle attuali situazioni di mercato. Il mercato delle locazioni presenta una certa dinamicità in quanto mosso dall'interesse degli utilizzatori di razionalizzare gli spazi e di ridurre i costi di gestione; è infatti in aumento il numero delle società che stanno intraprendendo iniziative di ristrutturazione organizzativa concentrando nei propri *headquarters* tutte le funzioni aziendali, comprese quelle prima delocalizzate sul territorio. Si continua a ricercare immobili di grado A: l'efficienza dell'uso degli spazi e dei consumi, insieme alla *location*, è sempre cruciale nelle scelte localizzative. Cambia il modello del *workplace*: si prediligono l'*open space*, il *desk sharing* e le tecnologie più avanzate che permettono di sfruttare in modo diverso e più intelligente gli spazi di lavoro. Il crescente interesse dei potenziali conduttori per immobili di recente costruzioni con elevate caratteristiche qualitative (classe energetica, funzionalità degli spazi, etc.) principalmente localizzati a Milano e Roma, sta causando un innalzamento del tasso di sfritto di immobili di classe inferiore e con scarsa funzionalità; tasso questo destinato a crescere per gli uffici situati in zone non primarie.

La *vacancy* si mantiene intorno al 10% a Milano e Roma, ma è in calo nelle zone dei business district. Aumenta la domanda non solo da parte degli investitori, ma anche delle imprese che sono alla ricerca di spazi moderni e meglio attrezzati. Questo spostamento dagli immobili di classe B alla classe A sta caratterizzando il mercato in questa fase e si amplierà nel corso del 2015. Nel corso del 2014 si è visto ancora un calo dei canoni medi, mentre i prezzi si sono mantenuti stabili nelle top *location* e in calo nelle altre zone. In termini numerici nel secondo semestre del 2014 i prezzi di compravendita e di locazione del comparto hanno segnato rispettivamente un -1,75% e un -2,00%, in leggera attenuazione del trend negativo

Molto diffuse la "scalettatura" dei canoni per i primi anni di contratto oppure la rinegoziazione degli stessi, anche se per breve periodo. Milano e Roma restano nelle preferenze degli investitori italiani ed esteri, anche se ci sono stati acquisti importanti sia a Torino che Bologna e Firenze. Nel corso del 2015 è probabile il ritorno al mercato dei patrimoni e dello scambio di "pacchetti" più importanti. E' indicatore di una ripresa del mercato che dovrebbe concretizzarsi tra la seconda metà del 2015 e i primi mesi del 2016.

Mercato di Milano

A **Milano** il mercato degli immobili direzionali e terziari rimane il più attivo d'Italia. Il canone medio degli uffici classe A è posizionato su livelli ancora bassi rispetto alle principali città terziarie europee e offre prospettive di crescita per il prodotto di qualità.

L'assorbimento nel terzo trimestre dell'anno ha raggiunto i 55.400 mq, un 15% in meno rispetto alla media trimestrale degli ultimi tre anni. Il dato dei primi nove mesi del 2014 ha superato i 200.000 mq, il 60% in più rispetto al valore registrato nello stesso periodo dello scorso anno. La qualità si conferma il driver principale della domanda, con il 78% della superficie totale assorbita che ha interessato spazi di grado A. Osservando la distribuzione geografica dello spazio assorbito si nota come quasi la metà abbia riguardato uffici posizionati nel CBD. Leggermente peggiorata nel trimestre l'attività nelle aree periferiche e semicentrali.

Per i primi 9 mesi del 2014, i valori di locazione prime sono rimasti stabili su base trimestrale alla soglia di €480/mq/anno; la crescente attività registrata nel CBD ha fatto crescere anche il canone medio, portandolo a € 254mq/anno. Il livello di *vacancy* registrato nel terzo trimestre del 2014 si è attestato al 12,9%, in crescita rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Il volume d'investimento nel settore degli uffici a Milano ha raggiunto i 661 milioni di euro nei primi nove mesi dell'anno, valore doppio rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il terzo trimestre, con 340 mln di euro di volumi scambiati, è stato caratterizzato dalla due vendite di due portafogli che hanno determinato la forte accelerata rispetto ai primi due trimestri dell'anno e l'attività in pipeline rimane elevata. Si conferma buona la domanda da parte delle società di consulenza anche se il settore industriale rimane il più dinamico dall'inizio dell'anno. In particolare, sono i settori della moda e quello farmaceutico ad essere maggiormente attivi nel settore industriale.

I rendimenti *prime* si confermano stabili: 5,75% per gli *asset prime* in CBD", intorno al 7,25% per gli spazi a uffici definiti "secondary CBD" e intorno al 8,25% per gli spazi a uffici definiti "major provincial", ossia localizzati nell'hinterland.

In crescita la quota di ristrutturazioni sul totale, anche se l'attesa delle proprietà a trovare un utilizzatore fa slittare in avanti la data di inizio/consegna lavori.

Mercato di Roma

Nel 2014 è proseguito il consolidamento del mercato terziario verso canoni di locazione inferiori rispetto all'anno precedente. La stabilizzazione del mercato terziario capitolino segnala l'avvenuta assimilazione da parte degli operatori delle misure introdotte nel 2012 attraverso la c.d. "spending review", la quale ha portato a un drastico calo del livello delle locazioni di uffici specie nel centro della Capitale dove sono maggiormente concentrate le sedi degli Enti Pubblici.

Permane una situazione di criticità, sia in termini di volumi scambiati che di quotazioni; le compravendite e locazioni sono concentrate principalmente nelle aree centrali e semicentrali della città, oltre che nella zona sud. Rispetto a Milano, Roma è caratterizzata maggiormente dalla carenza di prodotto core in vendita. Si cominciano ad avvertire i segnali di un surplus dell'offerta disponibile soprattutto per quanto riguarda il prodotto di vecchia concezione. Lo stock di uffici di Roma necessita di un rinnovamento per offrire uffici in linea con le tendenze attuali di mercato. Nello specifico si stima che più del 60% degli edifici ad uso terziario della capitale siano classificabili come edifici di classe "B" o inferiore. L'aumento dell'offerta sta accentuando la pressione ribassistica sui canoni alla quale si aggiunge un aumento dei periodi di free rent.

L'assorbimento nel terzo trimestre dell'anno ha raggiunto i 20.600 mq, in aumento del 69% rispetto al trimestre precedente, ma in calo del 21% in rapporto allo stesso trimestre del 2013. Dopo più di un anno il centro storico torna ad essere l'area con la maggiore quota di assorbimento, quasi la metà del totale trimestrale con circa 9.800 mq. Le superfici di grado B si confermano le più transate anche nel terzo trimestre dell'anno, rappresentando il 61% del totale trimestrale. Ciò nonostante le aree centrali rimangono le preferite, a conferma che la location dell'immobile è la componente preponderante del mercato romano. Dal punto di vista dello spazio transato, la quota maggiore risulta riferita ad unità di media dimensione (1.000 mq – 5.000 mq) rappresentando il 62,7% del totale.

Il vacancy rate si mantiene stabile sul livello dell'8,2% e data l'assenza di nuovi sviluppi, lo stock è rimasto invariato. I canoni prime, dopo la contrazione nel secondo trimestre dell'anno, rimangono stabili rispettivamente a €380/mq/anno nel CBD a €330/mq/anno nel sotto-mercato dell'EUR. Il canone medio è in calo del 9% rispetto al trimestre precedente sul livello di € 236 mq anno.

L'outlook per il mercato di Roma rimane legato allo sviluppo Europarco, dove varie trattative sono subordinate alla consegna degli ultimi edifici del progetto. Dopo un semestre caratterizzato da una limitata attività d'investimento, nel terzo trimestre sono stati investiti circa € 66 milioni. Nonostante il miglioramento, il volume investito è comunque in calo del 20% rispetto allo stesso trimestre del 2013. I prime yield sono rimasti invariati sul livello del 6,25% lordo (5,30% netto). Entro l'anno l'attività potrebbe migliorare ulteriormente come effetto del completamento atteso di alcuni investimenti oggi in fase di negoziazione

Il settore commerciale

Il mercato immobiliare commerciale in Italia è caratterizzato da una relativa vivacità, rispetto agli altri comparti. Nonostante il perdurare della crisi dei consumi, si sono registrate numerose transazioni riguardanti shopping center e/o immobili della grande distribuzione. Gli immobili oggetto di scambio sono stati soprattutto le strutture performanti, con ampi bacini d'utenza, redditività attraente e dotati di infrastrutture idonee alla buona accessibilità.

Il secondo semestre è stato particolarmente attivo per il mercato, con oltre trenta centri commerciali scambiati. Hanno alimentato il mercato anche le numerose acquisizioni di importanti gruppi della distribuzione da parte di altri operatori del settore, che hanno generato sia un'attività di scambio nei metri quadrati a seguito della nuova stipula dei contratti d'affitto, che la vendita degli spazi occupati dall'attività commerciale. Sono stati attivi nelle transazioni anche alcuni fondi immobiliari partecipati da enti previdenziali, che per la prima volta si sono affacciati al comparto commerciale, mostrando fiducia nei confronti di questa asset class, che sempre più si conferma un investimento core.

Con poco meno di 400 mln di euro, il volume degli investimenti *retail* nel terzo trimestre dell'anno è diminuito del 41% rispetto al trimestre precedente e del 38% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Ciò non significa però che l'interesse per il settore sia diminuito, quanto piuttosto un allungamento notevole dei tempi di perfezionamento dell'investimento che fa crescere il volume dei *deal* in pipeline, che con elevata probabilità si trasformeranno in investimento nell'ultimo trimestre dell'anno. Ad oggi, infatti, la stima del volume di investimenti retail previsti nell'ultimo trimestre 2014 si avvicina ad un miliardo di Euro ed include importanti centri commerciali (Roma Est, Fashion District) e alcune negoziazioni per centri singoli e negozi high street. È in aumento il volume investito nell'high street, in particolare come effetto delle dismissioni degli sportelli bancari che molte banche stanno implementando. In particolare, nei primi nove mesi dell'anno questo tipo di investimento ha rappresentato il 45% del volume totale investito nell'high street in Italia. Il settore *retail*, in generale, si conferma anche nei primi nove mesi del 2014 il settore preferito dagli investitori, rappresentando il 40% del volume totale investito in Italia.

I rendimenti sono rimasti stabili nel terzo trimestre, riflettendo il deterioramento delle aspettative di crescita dell'economia italiana rispetto ai mesi pre-estivi. Di conseguenza i rendimenti netti per centri commerciali prime si confermano sul livello del 6,00% e per i centri *good secondary* su quello del 7,3%.

Le previsioni indicano che l'interesse si focalizzerà sugli immobili di qualità elevata, sia che si tratti di centri commerciali o di immobili collocati nei centri urbani. In particolare, aumenterà l'importanza del commercio urbano, estendendo la propria azione di riqualificazione fuori dai centri storici in zone semicentrali o periferiche ben collegate. Si attende un ampliamento della forbice tra le quotazioni degli immobili prime e quelli di posizione di secondo livello. Buone potenzialità di crescita per il settore dei business park, con qualche anno di ritardo rispetto alle altre nazioni.

Il settore della logistica

Il mercato immobiliare della logistica in Italia ha visto un risveglio nel corso del 2014, soprattutto nel secondo semestre. L'interesse per l'Italia arriva dagli investitori internazionali specializzati che hanno scelto la penisola come mercato nel quale estendere la propria rete di piattaforme logistiche europee. Nella ricerca selettiva di opportunità di investimento, come posizione più ambita è stata individuata l'area centro-nord. Importanti transazioni effettuate da investitori esteri hanno interessato interi portafogli di centri logistici, la maggior parte collocati a ridosso delle principali città. Gli scambi hanno innescato un effetto positivo, attivando la maggior parte dei principali investitori specializzati che ora sono alla ricerca delle migliori opportunità, con l'obiettivo di essere i primi ad individuarle. Si avverte un ritorno alla crescita, favorito sia dai livelli di rendimenti attraenti (con punte anche del dieci per cento), che dalla contrazione di prezzi e canoni di locazione degli ultimi anni.

Nel corso del terzo trimestre 2014, gli investimenti nel settore hanno raggiunto i 120 mln di euro, quintuplicando il valore registrato nel periodo precedente; nel complesso, infatti, nei primi 9 mesi del 2014, con 340 mln di euro, si registra una variazione di +57,6% rispetto all'intero 2013. La superficie totale assorbita ha sfiorato i 500.000 mq, nei primi 9 mesi dell'anno, evidenziando un aumento del 36% rispetto al 2013. La Lombardia si conferma il target preferito dagli utilizzatori, concentrando il 49% dello spazio assorbito. Gli operatori logistici 3PL si confermano i più dinamici, avendo occupato quasi il 58% dei magazzini locati; al secondo posto gli operatori industriali con il 24%.

I canoni prime sono rimasti stabili sia nelle location prime che in quelle secondarie. A Milano, con €48/mq/anno e a Roma con €52/mq/anno, il livello dei canoni per magazzini logistici si conferma sui livelli minimi dell'ultimo ciclo immobiliare. Nelle aree secondarie i canoni si confermano sulla soglia di €40/mq/anno. Il canone medio registrato nel trimestre è stato € 42/mq/anno.

I rendimenti prime hanno subito una contrazione di 25 bps, raggiungendo la soglia dell' 8,00% lordo, come effetto di un aumento della domanda e la scarsità di prodotto prime; per le *location* secondarie ci si attende su rendimenti dell'8,75%-9,50%. Bisogna tuttavia sottolineare come tale quadro non tenga conto delle aggressive politiche commerciali in termini di *free rent* che i proprietari di questa tipologia di immobili sono costretti ad accordare per attrarre nuovi conduttori.

La crescita in corso del commercio on-line si conferma un driver importante per la futura domanda di spazi logistici; in particolare, questo cambiamento sta spingendo ad una ristrutturazione della supply chain nella distribuzione secondo due driver distinti, i magazzini XXL ed i piccoli centri di distribuzione vicino ai centri urbani.

Il settore delle RSA

Il mercato immobiliare relativo al settore delle RSA è in costante crescita grazie al continuo incremento della domanda di assistenza socio-sanitaria e soprattutto di residenze extraospedaliere. Negli ultimi anni le strutture per l'assistenza sanitaria sono molto cambiate sia per quanto riguarda le caratteristiche delle strutture edilizie che per gli aspetti di tipo gestionale. Oggi la principale forma di offerta di servizi agli anziani non autosufficienti è rappresentata dalle RSA ma la dotazione di offerta non è omogenea a livello regionale e provinciale. La normativa (D.P.C.M. 22 dicembre 1989; D.L. 21 maggio 2001 n. 308) su cui si fondano le RSA è nazionale ma ogni singola Regione può implementarla in modo autonomo. Il numero di posti letto viene determinato dalle Regioni attraverso programmi triennali e in accordo con le ASL e di conseguenza i fabbisogni di assistenza residenziale dipendono dalla disponibilità dei fondi regionali per sanità ed assistenza. Negli ultimi anni la Pubblica Amministrazione ha delegato al settore privato la proprietà e la gestione delle strutture mantenendo il controllo sui servizi erogati dalle strutture accreditate. Tutto ciò ha consentito la suddivisione tra proprietà, gestione delle strutture e controllo consentendo l'ingresso dei privati anche attraverso la cessione parziale o totale delle strutture pubbliche. La liberalizzazione ha consentito la nascita di strutture specializzate e polifunzionali e ha portato questo settore immobiliare all'attenzione degli investitori istituzionali.

Dall'analisi delle previsioni del Piano Socio Sanitario Nazionale si può dedurre che l'andamento demografico delle classi di età più anziane sta aumentando ad un ritmo più alto della crescita della popolazione anziana in generale. Gli ultra80enni quindi stanno aumentando percentualmente più degli ultra65enni; ne risulta,

inoltre, che l'età della vecchiaia si è allungata, così come l'aspettativa di vita, e si sono posticipate le patologie gravi (dinamica della disabilità). La conseguenza principale è che seppur sembra diminuito il periodo di assistenza, il bisogno di servizi risulta incrementato, bisogno legato al minor sostegno familiare. Il quadro è un futuro dove aumenteranno i bisogni sia per numero che per complessità, mentre sono destinate a diminuire o a non crescere le risorse di cura (meno famiglia e meno intervento pubblico). L'epoca in cui si potevano avere risorse senza dover dimostrare il proprio livello di efficienza ed efficacia, è terminato. In questo le RSA non fanno eccezione, ma anzi si collocano al centro di questo processo.

La politica prevista dal Piano Nazionale non è quindi "più anziani con più bisogni, più RSA", bensì "più anziani con più bisogni, RSA migliori".

Questo quadro epidemiologico, di sicuro interesse generale, rafforza ancor più la necessità di assicurare, da parte della comunità nazionale o regionale, un'adeguata copertura economica ai costi assistenziali della non autosufficienza degli anziani.

Gli ultimi dati disponibili (anno 2013) dicono che in Italia, circa il 2% di ultra65enni sono ricoverati in strutture residenziali, di cui l'1,8% in residenze sanitarie assistenziali (RSA); circa il 4,1% (erano il 3,6% nel 2009) sono gli anziani seguiti con l'assistenza domiciliare integrata. Più in generale, facendo riferimento al complesso delle strutture residenziali, secondo l'Annuario statistico del ministero della Salute, i posti letto in tutta Italia risultano essere poco più di 200mila e distribuiti in modo disomogeneo: oltre 160mila è concentrato nel Nord Italia. Nel settentrione, in effetti, i posti disponibili nelle RSA, nelle Case protette, negli Hospice e, più in generale, in tutte le strutture sanitarie che svolgono attività di tipo residenziale, risultano essere circa 236 posti letto ogni 10.000 anziani residenti nella stessa area geografica. È al centro (76,3 posti letto ogni 10.000 anziani residenti) ed in particolare al sud (16,8 posti letto ogni 10.000 anziani residenti) che si aggravano i problemi legati alla capacità di soddisfare la sempre crescente domanda socio-sanitaria.

Il settore degli immobili alberghieri

A livello mondiale il turismo ha avuto un andamento positivo nel 2014, nonostante la crisi economica: i viaggiatori sono cresciuti del cinque per cento, rispetto al 2013 (fonte Organizzazione mondiale del turismo). Tra le macroregioni che hanno registrato buone performance si colloca l'Europa, con un aumento del quattro per cento in confronto all'anno precedente).

In Italia, la timida fase di ripresa del turismo, iniziata già nel 2013, è proseguita anche nel 2014. Il merito è dovuto soprattutto alla componente estera (con una crescita delle presenze straniere del 3,7, mentre quella nazionale è stata negativa (meno 2,9%). Tuttavia, il giro d'affari generato dal comparto della ricettività alberghiera è stato negativo, dovuto soprattutto alla flessione delle tariffe unita ad una sostanziale stabilità dei pernottamenti

Fanno eccezioni le principali città, soprattutto quelle legate al turismo culturale e religioso, che invece hanno registrato un incremento del tasso di occupazione delle camere. Le stime generali per fine 2014 sono di una diminuzione degli incassi pari al 13,7% nelle strutture alberghiere. Le migliori performance si registrano per le categorie a 4 e 5 stelle, con un incremento del tasso di occupazione e del ricavo medio per camera.

È cresciuto notevolmente l'interesse sul comparto da parte degli investitori stranieri, dovuto sia ad una scelta di diversificazione del portafoglio che all'attrattività del mercato in vista di Expo 2015. Tuttavia, l'interesse è concentrato sulle principali città e sugli immobili di qualità collocati nelle posizioni prime. Le prospettive sono strettamente legate, da un lato, alle previsioni di crescita del turismo mondiale, costantemente in aumento. Dall'altro, dai progetti di espansione di molte catene internazionali, che prevedono posizionamenti o ampliamenti dei propri brand. Si attende una crescita moderata, ma costante, del fatturato, che potrà avere il suo punto più alto nel 2016.

Il settore del Social Housing

Per dare nuova linfa al mercato immobiliare, ancora stretto nella morsa della crisi economica, il Governo ha adottato una serie di misure, oggi contenute nel D.L. n. 47/2014 (c.d. "Decreto Lupi"), dal valore di circa 1,8 miliardi di euro. Si tratta di un piano che interviene su più fronti dell'edilizia residenziale nell'ottica di sostenere e rilanciare l'affitto, incrementare l'offerta di ERP e agevolare lo sviluppo del social housing. Il sostegno allo sviluppo dell'edilizia residenziale sociale è stato, anzitutto, messo in pratica prevedendo agevolazioni e detrazioni fiscali in relazione agli alloggi sociali in locazione. E' stata, inoltre, stabilita, la facoltà di riscattare gli alloggi sociali da parte degli inquilini al termine della locazione settennale, con la previsione di alcuni vantaggi per l'acquisto dell'abitazione locata.

Al fine di incrementare l'offerta di alloggi di edilizia residenziale sociale, è stato previsto, infine, la possibilità di attivare una serie di interventi, anche in deroga agli strumenti urbanistici vigenti, quali ristrutturazioni, sostituzioni, variazione di destinazione d'uso, che possono in parte usufruire di uno stanziamento pari a 100 milioni di euro. Inoltre, è concesso, anche in deroga alle relative norme di finanziamento, la cessione o il

conferimento ai fondi immobiliari di immobili residenziali (ultimati o in corso d'opera) realizzati da soggetti pubblici e privati con il concorso di un contributo pubblico, e destinati a contribuire all'aumento dell'offerta di alloggi sociali.

Con queste premesse, l'esperienza dei fondi immobiliari rappresenta lo strumento per individuare le best practice sul territorio in termini sia di processo - le strutture finanziarie per la realizzazione delle opere, anche attraverso una maggior ricorso alle forme partenariali - sia di prodotto, i migliori progetti dal punto di vista della qualità della produzione edilizia con una particolare attenzione agli aspetti, ambientali, energetici e sociali. In tale contesto svolge un ruolo di perno e catalizzatore il Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA), gestito da CDP Investimenti SGR e partecipato dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti. Ad aprile 2014 il FIA ha assunto delibere d'investimento per circa 1.100 milioni di euro in 23 fondi locali gestiti da 13 SGR, per realizzare 183 progetti, per complessivi 11.691 alloggi sociali e 6.550 posti letto in residenze temporanee e studentesche. Sono stati sottoscritti 17 fondi locali per un ammontare complessivo di 555 milioni di euro ed erogati 191 milioni di euro. I progetti in corso o già completati dai fondi locali sono 53 e riguardano 15 dei 23 fondi deliberati in via definitiva. I progetti, per molti casi, si caratterizzano non solo per l'incremento della dotazione di alloggi sociali, ma contribuiscono alla riqualificazione urbana dei quartieri in cui si inseriscono, attraverso la ricucitura dei tessuti insediativi esistenti, l'offerta di servizi e la dotazione di nuovi spazi pubblici. Nonostante l'estensione territoriale delle iniziative, la ripartizione delle risorse mostra ancora una evidente sproporzione a vantaggio del Nord Italia (destinatario del 73% degli investimenti), rispetto al Centro (20%) e al Sud (7%).

Il settore dei Non Performing Loan

Il deterioramento della qualità creditizia registrato in Italia è tra i peggiori su scala europea, se si esclude l'Irlanda. Tale aspetto riflette specificità nazionali, quali ad esempio i criteri contabili stringenti adottati dalle banche per la classificazione dei prestiti deteriorati, la lentezza delle procedure di recupero dei crediti, le politiche di supervisione che determinano spesso una riclassificazione a ribasso delle posizioni esaminate

Le banche italiane nei prossimi anni prevedono un incremento nei volumi dei crediti deteriorati e delle sofferenze (NPL). Il segmento dei prestiti alle aziende (Corporate) è quello per il quale le aspettative di crescita degli NPL sono più elevate. Le sofferenze bancarie ammontano oggi, secondo i dati di Banca d'Italia di novembre 2014, all'impressionante cifra di oltre 180 miliardi di euro. Di fronte a questa situazione, le banche cercano oggi di accelerare il recupero dei crediti, elaborando differenti soluzioni. Alcune banche, per esempio, hanno deciso di cedere i propri *Non Performing Loans*, mentre altre hanno preferito creare strutture interne dedicate alla loro gestione. La gestione dei *NPL* sarà negli anni a venire tra i temi principali della finanza immobiliare. Con particolare riferimento al settore immobiliare, l'esposizione complessiva delle banche italiane nei confronti del *real estate* è stimata pari a circa € 126 mld (fonte: Morgan Stanley) di cui circa € 26 mld riferiti a posizioni *distressed*, pari al 20,6% dell'intera esposizione.

2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

2.1 Andamento della gestione

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2014 ammonta a Euro 102.083.721, corrispondente ad un valore unitario delle quote pari a Euro 3.926,297 (valore unitario al 31 dicembre 2013 pari a Euro 4.231,988), e ha subito un decremento netto complessivo rispetto all'esercizio precedente, di Euro 7.947.953.

Tale decremento, oltre a riflettere la perdita dell'esercizio pari a Euro 5.997.953, con riferimento alla quale si rimanda a quanto di seguito riportato, è stato determinato dal rimborso parziale delle quote. Nel 2014, infatti, in esecuzione della delibera del Consiglio di Amministrazione del 13 maggio 2014, si è proceduto al rimborso parziale di quote per un totale di Euro 1.950.000 (euro 75 pro quota, data valuta 29 maggio 2014) corrispondente all'1,5% del valore nominale originario delle quote (1,6% del valore nominale delle quote al 31 dicembre 2013).

In base a quanto sopra riportato il valore della quota ha registrato quindi una performance negativa del 5,51%, calcolata, così come indicato da Assogestioni, con il metodo *Dietz Modificato*, tenendo conto quindi del rimborso di quota effettuato nel corso del 2014.

Tale rendimento negativo è imputabile al risultato dell'esercizio particolarmente influenzato dalle svalutazioni immobiliari che sono state pari complessivamente a Euro 8.730.000 ed hanno interessato principalmente gli immobili di Città della Pieve (per riduzione dei canoni per le annualità 2015 e 2016 e rinegoziazione del contratto di locazione) e l'immobile di Rutigliano (per recesso anticipato del conduttore e rinegoziazione del canone).

Il risultato netto dell'esercizio, depurato delle svalutazioni immobiliari e delle rivalutazioni su partecipazioni, è pari ad un utile di Euro 2.099.915, rispetto ad un utile del precedente esercizio, depurato anch'esso dall'effetto delle valutazioni immobiliari (Euro 1.717.022), di Euro 1.269.357. Tale incremento, pari a Euro 830.558, è sostanzialmente imputabile a:

- i. miglior risultato di gestione degli strumenti finanziari (Euro 421.112) al netto delle plusvalenze da rivalutazione delle quote detenute del Fondo Spazio Sanità (Euro 632.132), che passa da un risultato positivo di Euro 417.000 dell'esercizio 2013 ad un risultato positivo di Euro 838.112 determinato prevalentemente dai proventi (Euro 828.000) e dall'utile netto realizzato dalla vendita di n.60 quote di Spazio Sanità avvenuto nel mese di marzo 2014 (Euro 10.112).
- ii. maggiori margini della gestione immobiliare che, senza tener conto dell'effetto delle valutazioni immobiliari, passano da un risultato positivo di Euro 2.005.367 dell'esercizio 2013 a un risultato positivo di Euro 2.711.068 dell'esercizio 2014. L'incremento netto è dovuto essenzialmente ai maggiori ricavi di locazione dell'immobile di Roma – Viale America, il cui contratto di locazione è iniziato nell'aprile 2013 (canoni a regime dal 2015).

Tali effetti sono stati parzialmente compensati principalmente da:

- i. minori proventi finanziari rispetto al 2013 a seguito di una riduzione della liquidità media dell'esercizio e di una riduzione dei tassi di remunerazione;
- ii. una riduzione del risultato netto degli altri ricavi ed oneri, depurato degli interessi attivi su disponibilità liquide che passa da un risultato positivo di Euro 845.146 del 2013 ad un risultato positivo di Euro 229.810 del 2014; tale decremento è determinato sostanzialmente al venir meno delle sopravvenienze attive che hanno interessato l'esercizio 2013 essenzialmente per il rilascio di precedenti accantonamenti a fondo svalutazione crediti adeguati al valore di realizzo.

A livello patrimoniale si evidenziano le principali variazioni avvenute nel corso dell'esercizio 2014:

- i) vendita di n. 60 quote del fondo immobiliare chiuso denominato Spazio Sanità, al prezzo unitario di Euro 50.266,42 per un incasso complessivamente pari a Euro 3.015.985 (valore nominale delle quote vendute pari a Euro 3.000.000). Al 31 dicembre 2014 residuano n. 240 quote con valore di carico di Euro 12.632.132 adeguato per riflettere il valore unitario delle quote (Euro 52.633,88), determinato secondo il *Net Asset Value* risultante dal rendiconto del Fondo redatto al 31 dicembre 2014 con una rivalutazione dell'esercizio di Euro 632.132.
- ii) il patrimonio immobiliare si riduce complessivamente per Euro 8.730.000 per riflettere i valori espressi nelle perizie degli Esperti Indipendenti;
- iii) le disponibilità liquide si incrementano passando da Euro 208.792 a Euro 1.905.451 principalmente per la vendita delle quote e l'incasso dei dividendi di Spazio Sanità. Si evidenzia che nel corso del 2014 sono stati incassati dividendi unitari pro quota (Euro 1.800 su n.300 quote ed Euro 1.200 su 240 quote) per complessivi Euro 828.000.
- iv) i finanziamenti si riducono per Euro 1.558.735 a seguito dei rimborsi di capitali effettuati secondo il piano di ammortamento del finanziamento sull'immobile di Roma, viale America;
- v) le Altre passività si riducono per Euro 341.160 principalmente a seguito dei pagamenti nel 2014 delle ritenute a garanzia dei lavori di ristrutturazione dell'immobile in Viale America.

2.2 Investimenti, disinvestimenti e attività di locazione

La gestione del Fondo Immobilium nel corso dell'anno 2014 è stata caratterizzata dalle attività di seguito descritte.

Attività di dismissione

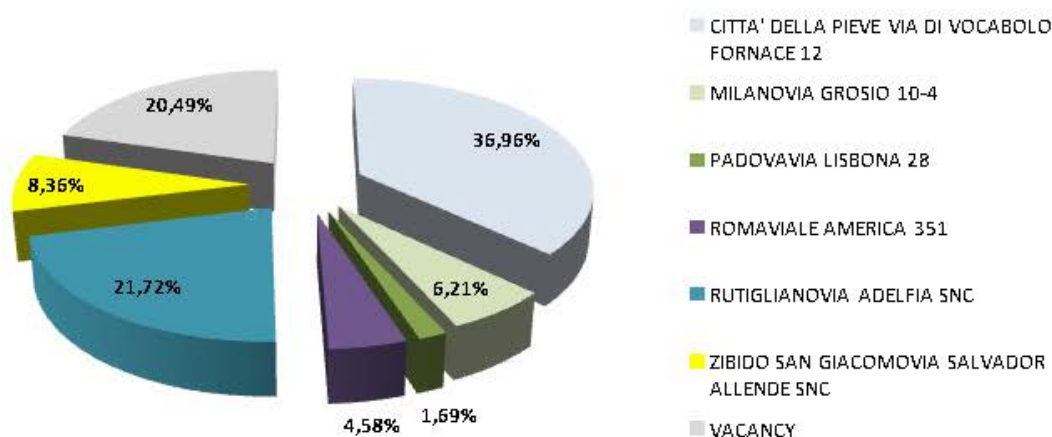
Si rimanda a quanto descritto al precedente paragrafo 2.1 in relazione alla vendita di n.60 quote del Fondo Spazio Sanità.

Con riferimento invece alla commercializzazione degli immobili ad uso ufficio, la stessa risente della presenza di spazi vacant che rendono difficile l'avvio di trattative con potenziali investitori interessati al rendimento di immobili totalmente locati.

Contratti di locazione

Il livello di occupancy dell'intero portafoglio immobiliare al 31 dicembre 2014 è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al 31 dicembre 2013, passando infatti dall' 80,56% al 79,51% a seguito della riconsegna in data 31 gennaio 2014 degli spazi dell'immobile di Padova, Via Lisbona.

A seguire si riporta la rappresentazione grafica dell'occupancy (%) del Fondo, predisposta considerando il peso di ciascun immobile, in termini di Gross Leaseable Area – GLA locata, rispetto alla GLA totale di tutti gli immobili:



- **Padova Via Lisbona 28.** In data 31 gennaio 2014 sono stati riconsegnati gli spazi da parte del conduttore Siemens. Il livello di occupancy al 31/12/2014 dell'immobile è pari a circa il 25,5%. Il Fondo ha continuato l'attività volta alla locazione delle porzioni immobiliari sfitte; è stato affidato un ulteriore incarico sia per la locazione sia per la vendita ad un broker che opera a livello internazionale. È in corso una trattativa per la locazione di alcuni spazi liberi dell'immobile con una nota società veneta, leader nazionale nella vendita e distribuzione di prodotti per l'igiene.
- **Milano Via Grosio 10/4.** Al 31 dicembre 2014 gli spazi liberi sono pari al 43% per la parte magazzini e al 17% per gli uffici. L'attività di commercializzazione in corso avviene utilizzando un intermediario che si avvale di un network specializzato per la zona di Milano, ma sono continui i contatti diretti della SGR con soggetti interessati alla locazione. Nel corso dell'esercizio, si segnalano le disdette ricevute da due conduttori dell'immobile, con riconsegna dei locali prevista rispettivamente per aprile e settembre 2015.
- **Città della Pieve Via di Vocabolo Fornace 12.** L'immobile è locato al 100%: in considerazione delle criticità del mercato di riferimento del conduttore e delle condizioni dell'immobile è stato rinegoziato l'attuale contratto con uno sconto pari a circa il 40% del canone di locazione inizialmente previsto.
- **Bologna Via della Liberazione.** L'immobile è interamente da locare: dopo aver affidato mandati per la locazione e la vendita dell'immobile a diversi broker, è stato conferito un incarico in esclusiva ad un broker internazionale, supportato da una massiva attività di marketing per la commercializzazione degli spazi vacant. Si continua a proporre la locazione sia del cielo-terra che di spazi frazionati.
- **Roma Viale America 351.** L'immobile è locato al 100%. Durante il 2014 il canone ha registrato l'aumento di canone previsto dal contratto di locazione. Il canone andrà a regime da aprile 2015.
-
- **Rutigliano Via Adelfia snc.** Il conduttore monotenente dell'immobile (locato al 100%) nel corso del 2014 ha manifestato la volontà di recedere per gravi motivi dal contratto a far data dal 31/12/2015. Dopo la formale contestazione della SGR in quanto non sussistevano le condizioni per l'esercizio dei gravi motivi, si è provveduto procedendo con la sottoscrizione di un nuovo contratto di locazione in linea con i valori di mercato delle locazioni della zona, con decorrenza a partire dal 01/01/2015.
- **Zibido San Giacomo Via Salvador Allende snc.** L'immobile risulta locato al 100%, ad un unico conduttore.

Manutenzione straordinaria

Nel corso del 2014 sono stati effettuati una serie di interventi di ristrutturazione, manutenzione straordinaria e di messa a norma degli asset del Fondo in accordo con il piano delle attività programmate. Sono in corso le seguenti attività:

- **Milano - Via Grosio:** adeguamento normativo dell'immobile con riferimento al CPI.
- **Rutigliano Via Adelfia:** interventi in corso sulla copertura del capannone industriale per risolvere il problema delle infiltrazioni.
- **Zibido San Giacomo:** interventi sull'impermeabilizzazione di parte della copertura.
- **Città della Pieve Via di Vocabolo Fornace:** in corso di realizzazione interventi di ripristino dell'impermeabilizzazione della copertura in corrispondenza delle zone perimetrali e dei bocchettoni per risolvere il problema delle infiltrazioni di acqua negli archivi del conduttore. In fase di analisi l'attività propeudeutica al rinnovo del CPI dell'immobile.

2.3 Obiettivi e politiche in materia di gestione dei rischi

Il modello di gestione dei rischi in essere nel corso del 2014 prevedeva una mappatura dei rischi strategici ed operativi, relativi alle diverse fasi dei processi aziendali ed in particolare di quelli immobiliari, che sono riconducibili alle seguenti categorie:

- mercato;
- finanziari;
- gestione del portafoglio;
- strategici e organizzativi;
- operativi;
- frode;
- compliance;
- risorse umane; e
- reputazionali.

In particolare nel corso dell'esercizio sono stati oggetto di costante monitoraggio le attività tipiche del processo immobiliare:

- Operazioni di investimento e disinvestimento: la Società di Gestione ha adottato delle procedure con l'obiettivo di assicurare alle operazioni di acquisto e vendita di immobili controlli e verifiche tali da mitigare i rischi connessi a tali operazioni. Le attività di analisi svolte dai diversi uffici vengono sintetizzate in un documento che viene condiviso con l'Amministratore Delegato e sottoposto all'attenzione del Comitato Esecutivo, ove previsto, e al Consiglio di Amministrazione. Il documento, oltre a descrivere l'operazione in termini economici, finanziari, catastali, urbanistici e dimensionali, riporta i rischi presenti nell'operazione, in particolare relativamente al rischio *tenant*, al rischio immobiliare (relativamente al territorio, alla destinazione d'uso e alla concentrazione del conduttore) nonché eventuali rischi specifici della stessa.
- Valutazioni immobiliari: in tale ambito, gli incarichi assegnati agli Esperti Indipendenti, i presidi organizzativi e procedurali adottati per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli Esperti medesimi e l'adesione alle linee-guida in materia di valutazione immobiliare emanate da Assogestioni sono illustrati nel paragrafo della Nota Integrativa- Criteri di valutazione- Immobili- Presidi organizzativi e procedurali adottati da parte degli Esperti Indipendenti.
- Copertura assicurativa sui beni immobili: sugli immobili del Fondo vengono stipulate polizze assicurative con una primaria compagnia.
- Contratti di locazione: al fine di ridurre il rischio di insolvenza dei conduttori la funzione di gestione del rischio ha implementato una procedura per la valutazione della solidità economico-finanziaria della controparte. In particolare vengono verificati:
 - i. la sostenibilità del canone di locazione;
 - ii. la presenza di eventuali eventi negativi sull'azienda e sui soggetti ad essa collegati;
 - iii. il rischio connesso al settore di appartenenza;
 - iv. il rischio connesso al numero di consultazioni alla banca dati. A tutela del Fondo i contratti di locazione prevedono il rilascio da parte dei conduttori di garanzie (fidejussioni o depositi cauzionali).

- Posizioni creditorie: viene posta particolare attenzione alle tempistiche di incassi dei canoni e dei rimborsi spese da parte dei conduttori, monitorando eventuali ritardi e sollecitando l'incasso tramite contatti telefonici, formali lettere di sollecito e diffide. La funzione di gestione del rischio con periodicità trimestrale ha analizzato con la funzione legale, il fund manager e il *property* amministrativo le posizioni critiche per porre in essere azioni mirate al recupero del credito.
- Oscillazione del tasso di interesse: la società di gestione è solita attuare una politica di copertura del rischio finanziario, in particolare per quello che concerne il rischio tasso, mediante contratti di Interest Rate Swap e/o CAP. L'obiettivo di questi contratti è quello di minimizzare il rischio di oscillazione dei tassi attraverso la conversione dei tassi variabili dei contratti di finanziamento con contratti a tassi fisso. In relazione alle caratteristiche del finanziamento e dell'immobile finanziato veniva decisa di volta in volta la strategia di copertura, che può riguardare la copertura parziale del finanziamento sia in termini temporali che di ammontare. Attualmente non è in essere alcuna copertura valutando contenuto il rischio tasso anche in relazione alla durata residua ed al piano di ammortamento del debito sottostante.
- Indebitamento: la funzione di gestione del rischio monitora il rispetto dei limiti di indebitamento del Fondo previsti dalla normativa vigente e dal regolamento di gestione del Fondo.

2.4 Eventi successivi alla chiusura dell'esercizio

Non si rilevano eventi di rilievo avvenuti successivamente alla chiusura dell'esercizio.

Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato

Roma, lì 27 febbraio 2015

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2014

SITUAZIONE PATRIMONIALE

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIUM 2001 AL 31 DICEMBRE 2014				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
(Valori in Euro)				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2014		Situazione al 31/12/2013	
	valore complessivo	in perc. dell'attivo	valore complessivo	in perc. dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>	12.632.132	11,96	15.000.000	12,99
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR	12.632.132	11,96	15.000.000	12,99
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	90.100.000	85,30	98.830.000	85,59
B1. Immobili dati in locazione	90.100.000	85,30	98.830.000	85,59
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	1.905.451	1,80	208.792	0,18
F1. Liquidità disponibile	1.905.451	1,80	208.792	0,18
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	984.041	0,93	1.430.681	1,24
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	14.961	0,01	15.713	0,01
G3. Risparmio d'imposta				
G4.1 Crediti vs clienti	779.986	0,74	1.272.359	1,10
G4.2 Crediti di imposta - a rimborso				
G4.3 Altre	189.094	0,18	142.609	0,12
TOTALE ATTIVITA'	105.621.624	100,00	115.469.473	100,00

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIUM 2001 AL 31 DICEMBRE 2014
SITUAZIONE PATRIMONIALE
(Valori in Euro)

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2014	Situazione al 31/12/2013
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	2.753.585	4.312.320
H1. Finanziamenti ipotecari	2.753.585	4.312.320
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
M. ALTRE PASSIVITA'	784.318	1.125.478
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	609.122	962.141
M2. Debiti di imposta	11.429	
M3. Ratei e risconti passivi	4.882	4.918
M4. Debiti verso altri	46.800	46.800
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni	112.085	111.619
TOTALE PASSIVITA'	3.537.903	5.437.798
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	102.083.721	110.031.675
Numero delle quote in circolazione	26.000	26.000
Valore unitario delle quote	3.926,297	4.231,988
Rimborsi distribuiti per quota	75,00	0,00

SEZIONE REDDITUALE

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIUM 2001 AL 31 DICEMBRE 2014				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Rendiconto al 31/12/2014		Rendiconto al 31/12/2013	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>				
A1. PARTECIPAZIONI	1.470.244		417.000	
A1.1 dividendi e altri proventi	828.000		417.000	
A1.2 utili / perdite da realizzi	10.112			
A1.3 plusvalenze / minusvalenze	632.132			
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili / perdite da realizzi				
A2.3 plusvalenze / minusvalenze				
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili / perdite da realizzi				
A3.3 plusvalenze / minusvalenze				
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari		1.470.244		417.000
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	-6.018.932		288.345	
B1. Canoni di locazione e altri proventi	5.020.219		4.327.037	
B2. Utile/perdite da realizzi				
B3. Plusvalenze/minusvalenze	-8.730.000		-1.717.022	
B4. Oneri per la gestione di beni immobili	-1.487.227		-1.489.329	
B5. Ammortamenti				
B6. Imposta Municipale sugli Immobili	-821.924		-832.341	
Risultato gestione beni immobili		-6.018.932		288.345
C. CREDITI				
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi / decrementi di valore				
Risultato gestione crediti				
D. DEPOSITI BANCARI			66.304	
D1. interessi attivi e proventi assimilati			66.304	
E. ALTRI BENI				
E1. proventi				
E2. utili / perdite da realizzi				
E3. plusvalenze / minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		-4.548.688		771.649

RENDICONTO DEL FONDO IMMOBILIUM 2001 AL 31 DICEMBRE 2014				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Rendiconto al 31/12/2014		Rendiconto al 31/12/2013	
F. F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1 Risultati realizzati				
F1.2 Risultati non realizzati				
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
F3. LIQUIDITA'				
F3.1 Risultati realizzati				
F3.2 Risultati non realizzati				
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. Proventi delle operazioni di pronti contro termine e assimilate				
G2. Proventi delle operazioni di prestito titoli				
Risultato lordo della gestione caratteristica		-4.548.688		771.649
H. H. ONERI FINANZIARI	-26.067		-35.204	
H1. Interessi passivi su finanziamenti ricevuti	-25.707		-35.131	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-25.707		-35.131	
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. Altri oneri finanziari	-360		-73	
Risultato netto della gestione caratteristica		-4.574.755		736.445
I. ONERI DI GESTIONE	-1.654.585		-2.042.147	
I1. Provvigione di gestione SGR	-1.429.440		-1.519.033	
I2. Commissioni banca depositaria	-54.356		-54.577	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-24.900		-20.000	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-46.110		-11.418	
I5. Altri oneri di gestione	-99.779		-437.119	
L. ALTRI RICAVI E ONERI	231.387		858.037	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	1.577		12.891	
L2. Altri ricavi	239.691		922.885	
L3. Altri oneri	-9.881		-77.739	
Risultato della gestione prima delle imposte		-5.997.953		-447.665
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2.1 Risparmio di imposta				
M3.1 Altre imposte				
Utile / perdita dell'esercizio		-5.997.953		-447.665

NOTA INTEGRATIVA

PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Il Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso Immobilium 2001 ha iniziato la propria operatività il 14 giugno 2002 con un valore nominale della quota pari ad Euro 5.000.

Al 31 dicembre 2014 il valore complessivo nominale delle quote in circolazione, al netto dei rimborsi effettuati fino a tale data, ammonta a Euro 118.040.000 (Euro 4.540 per quota). I rimborsi, complessivamente pari a Euro 11.960.000 (Euro 460 pro-quota), sono riepilogati nelle seguenti tabelle:

Valore nominale complessivo delle quote alla sottoscrizione	RIMBORSI			Valore nominale complessivo delle quote al netto dei rimborsi al 31 dicembre 2014
	2012	2014	Totale	
130.000.000	(10.010.000)	(1.950.000)	(11.960.000)	118.040.000

Valore nominale della quota alla sottoscrizione	RIMBORSI			Valore nominale della quota al netto dei rimborsi al 31 dicembre 2014
	2012	2014	Totale	
5.000	(385)	(75)	(460)	4.540

A ciascuna delle 26.000 quote costituenti il patrimonio di Immobilium 2001, sono stati distribuiti i proventi come da schema seguente:

Esercizio di distribuzione	Dividendo unitario distribuito	Dividendi complessivi distribuiti
2005	250,00	6.500.000
2006	213,76	5.557.760
2007	209,54	5.448.040
2008	500,99	13.025.740
2009	214,00	5.564.000
2010	144,80	3.764.800
2011	239,59	6.229.340
Totale	1.772,68	46.089.680

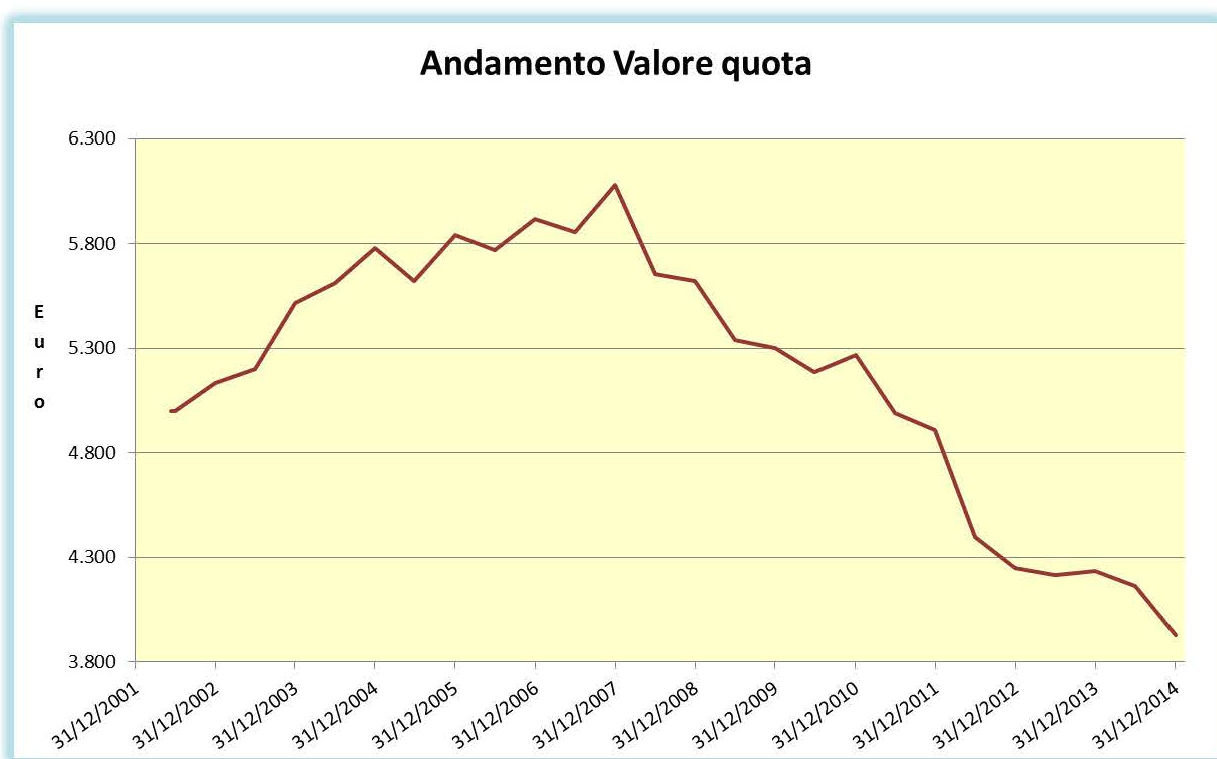
La tabella di seguito riportata sintetizza il valore complessivo del Fondo, tenendo conto dei rimborsi di capitale e dei dividendi distribuiti fino al 31 dicembre 2014.

Valore iniziale del Fondo	(A)	130.000.000
Rimborsi al 31 dicembre 2014	(B)	(11.960.000)
Valore nominale complessivo delle quote al netto dei rimborsi	(A)+(B)	118.040.000
Utili cumulati al 31 dicembre 2013	(C)	36.131.354
Risultato dell'esercizio 2014	(D)	(5.997.953)
Dividendi distribuiti al 31 dicembre 2014	(E)	(46.089.680)
Valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2014	(A)+(B)+(C)+(D)+(E)	102.083.721

Di seguito si evidenzia l'andamento del valore della quota dal collocamento al 31 dicembre 2014, come da rendiconto annuale:

Periodo di riferimento	N° quote	Valore unitario quote	Valore complessivo quote
14/06/2002	26.000	5.000,000	130.000.000
31/12/2002	26.000	5.133,720	133.476.712
31/12/2003	26.000	5.517,215	143.447.594
31/12/2004	26.000	5.779,510	150.267.251
31/12/2005	26.000	5.843,744	151.937.337
31/12/2006	26.000	5.917,421	153.852.946
31/12/2007	26.000	6.083,565	158.172.692
31/12/2008	26.000	5.620,891	146.143.178
31/12/2009	26.000	5.301,701	137.844.217
31/12/2010	26.000	5.266,209	136.921.434
31/12/2011	26.000	4.907,438	127.593.376
31/12/2012	26.000	4.249,205	110.479.340
31/12/2013	26.000	4.231,988	110.031.675
31/12/2014	26.000	3.926,297	102.083.721

L'andamento è rappresentato dal grafico sottostante:



Alla data del presente rendiconto, il valore unitario della quota è pari ad Euro 3.926,297.

La variazione del valore della quota rispetto all'esercizio precedente (-5,51% calcolata con il metodo Dietz modificato) è stata determinata sia dal rimborso pro quota di 75 euro erogato nel mese di maggio sia dal risultato dell'esercizio per Euro -5.997.953, con riferimento al quale si rimanda a quanto illustrato al paragrafo "Andamento della Gestione" della Relazione degli Amministratori.

Le quote del Fondo sono negoziate nel mercato regolamentato gestito dalla Borsa Italiana a far data dal 29 ottobre 2003.

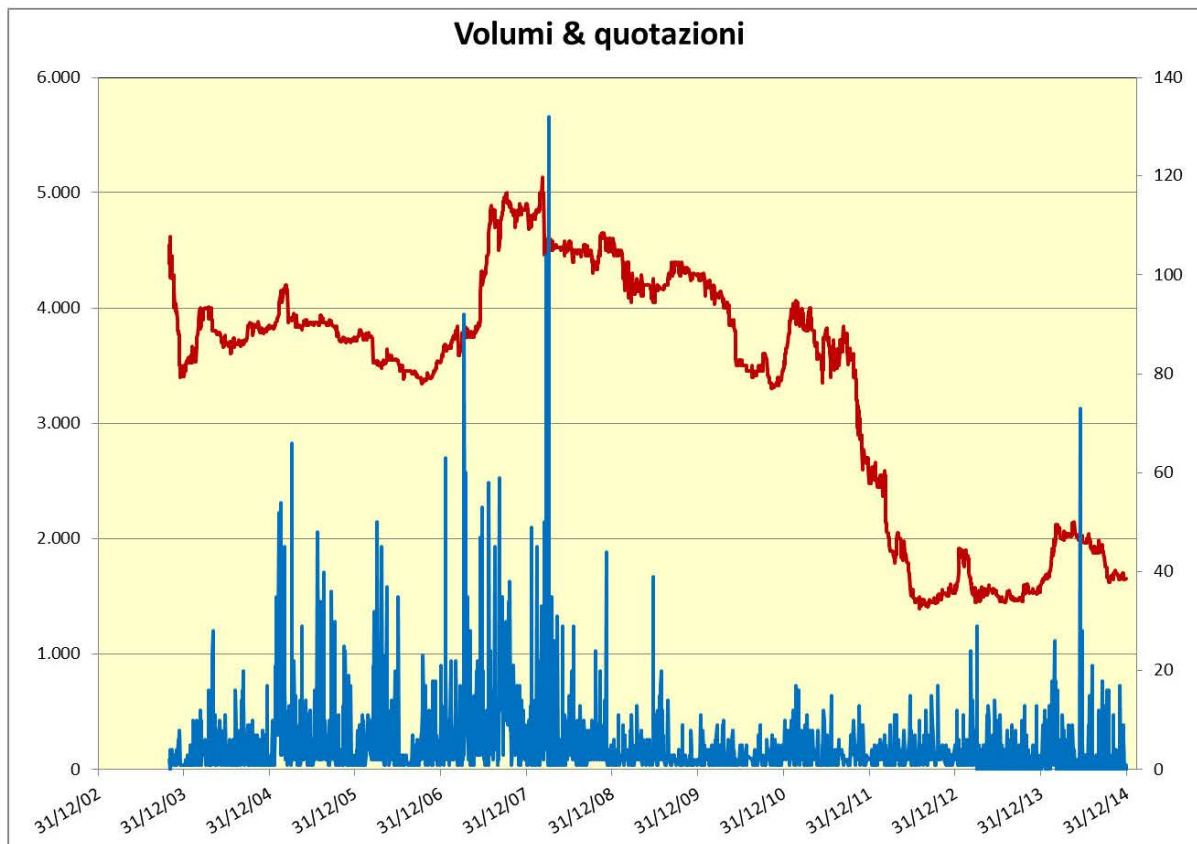
Le transazioni dell'esercizio 2014 hanno interessato n. 868 quote, con una media di 5,71 quote al giorno. La quota ha registrato il prezzo massimo del periodo pari ad Euro 2.148 nel giorno 23 maggio 2014 e quello minimo di Euro 1.607 nei giorni 2 e 3 gennaio 2014.

La quotazione dell'ultimo giorno di Borsa aperta al 31 dicembre è stata pari ad Euro 1.652,00.

Nel grafico seguente si evidenzia l'andamento delle quotazioni:



Di seguito viene rappresentato graficamente l'andamento dei volumi e dei prezzi dalla data di collocamento al 31 dicembre 2014:

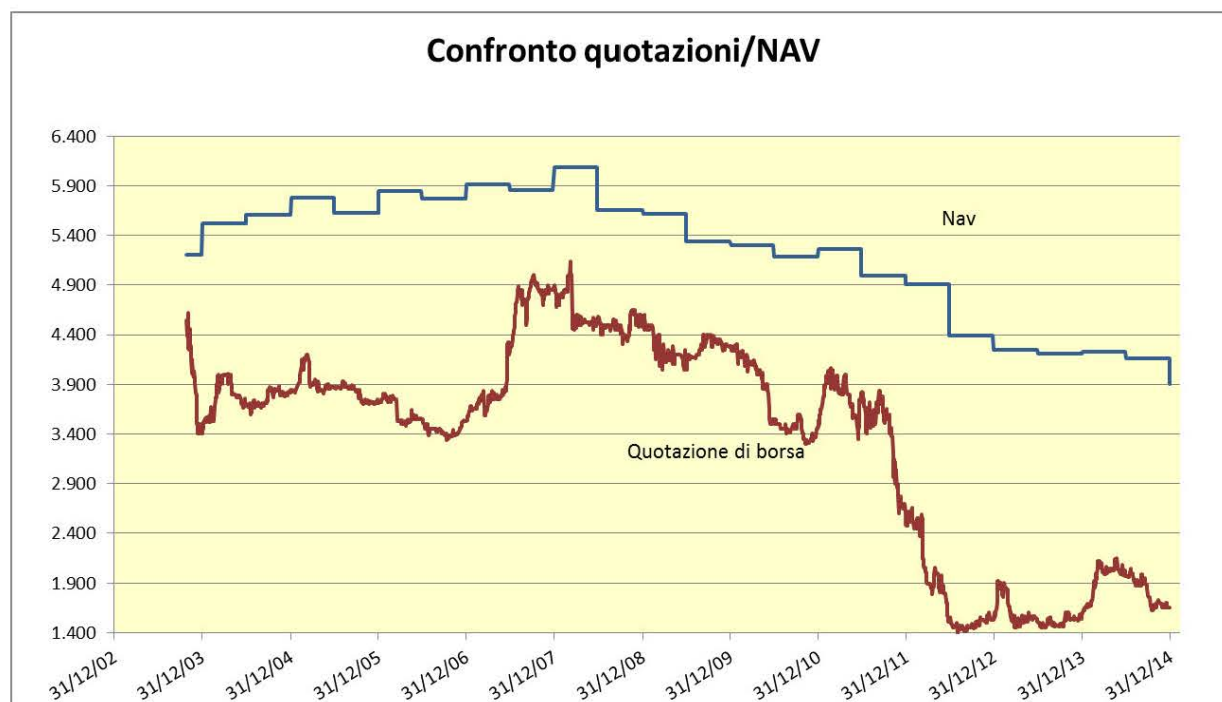


In generale, nel mercato quotato dei Fondi immobiliari i prezzi differiscono in misura rilevante rispetto al valore complessivo netto del fondo risultante dal rendiconto (NAV). Nello specifico al 31 dicembre 2014 il disallineamento ("sconto") tra il valore della quota rilevato sul mercato (Euro 1.652) e quello risultante dal NAV (Euro 3.926,297) è pari al 57,92%, mentre al 31/12/2013 lo stesso risultava pari al 62,26%.

I principali fattori penalizzanti sono:

- il lasso temporale esistente tra il momento dell'investimento e la fase di liquidazione del Fondo, momento in cui si realizzano le plusvalenze maturate durante il periodo d'investimento, coincidente con la vendita di gran parte degli immobili acquistati;
- i modesti volumi di scambio e quindi la mancanza di un mercato attivo nel quale possano profittevolmente incontrarsi domanda ed offerta;
- il generale andamento negativo del mercato.

Il grafico seguente mostra il confronto tra l'andamento del valore quota ed i prezzi da quotazione:



PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Sezione I – Criteri di valutazione

I criteri di valutazione adottati per la redazione del rendiconto di esercizio al 31 dicembre 2014 sono quelli stabiliti dal Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia dell' 8 maggio 2012 e successive modifiche, emanato in attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e del Decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 e sono gli stessi adottati nell'ultima valorizzazione del patrimonio del Fondo.

Strumenti finanziari non quotati

Le "partecipazioni di controllo detenute in società immobiliari non quotate" sono valutate alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo, determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari i criteri di valutazione previsti per i beni immobili contenuti nel Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 del Provvedimento della Banca d'Italia.

Le "partecipazioni detenute in società non immobiliari non quotate" sono valutate al costo secondo quanto previsto dal citato Provvedimento della Banca d'Italia.

Le "quote di OICR non ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati" sono valutate sulla base dell'ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tenere conto di eventuali

elementi oggettivi di valutazione relativi a fatti verificatisi dopo la determinazione dell'ultimo valore reso noto al pubblico, secondo quanto disposto nel Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.3 del Provvedimento cit.

Immobili

Il valore degli immobili è rappresentato dalle risultanze della Relazione di stima redatta dagli esperti indipendenti, ai sensi dell'art. 14-bis, quarto comma, della Legge 25 gennaio 1994, n. 86 e dell'art. 17, Titolo IV, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, nonché da quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successive modifiche, Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti Indipendenti). Tuttavia, così come previsto dal Titolo V, capitolo IV, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012, è facoltà della Società di Gestione discostarsi dalle stime effettuate dagli Esperti Indipendenti, comunicando agli stessi le ragioni.

L'Esperto Indipendente, in conformità all'incarico conferitogli, ha effettuato la valutazione dei complessi immobiliari di proprietà del Fondo al fine di determinare il valore dell'intero portafoglio al 31 dicembre 2014. Per la determinazione del "valore di mercato" degli immobili sono stati adottati i seguenti criteri di valutazione:

- **metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**, in base al quale il valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow per un periodo specifico che ci si attende verrà generato dai redditi derivanti dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame;
- **metodo della capitalizzazione**, dove il valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili. Il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima;
- **metodo comparativo**, in base al quale il valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.

I metodi di valutazione di cui sopra sono stati eseguiti singolarmente e combinati l'uno con l'altro secondo quanto reputato necessario rispetto all'immobile osservato. Nello specifico, in conformità all'orientamento ed alla prassi estimativa prevalente riguardo agli immobili da investimento le stime sono state sviluppate utilizzando quale criterio principale il metodo DCF.

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, considerando la situazione locativa in essere al momento della stima, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfritto.

La valutazione è stata effettuata tenendo conto delle condizioni del mercato immobiliare locale, considerando i dati economici in esso rilevati e adattandoli alle specifiche caratteristiche dell'immobile attraverso opportune elaborazioni statistiche. L'Esperto ha inoltre proceduto ad ispezionare all'interno e all'esterno gli immobili del Fondo, per verificare le condizioni immobiliari intrinseche ed estrinseche.

Così come previsto dal Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012, nel caso in cui la SGR si discosti dalle stime effettuate dagli Esperti Indipendenti, comunica agli stessi le ragioni.

Presidi organizzativi e procedurali adottati per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli Esperti Indipendenti

Beni Stabili Gestioni SpA SGR (di seguito "**BSG**"), in linea con i contenuti della comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010 "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento" (di seguito le "**Linee Applicative**") e successive modifiche, ha adottato presidi organizzativi e procedurali atti a garantire un equo processo di valutazione dei beni dei fondi dalla stessa gestiti e delineati nell'apposita procedura aziendale denominata "**Esperti Indipendenti**", da ultimo modificata in data 26 giugno 2013.

Con riferimento alle valutazioni al 31 dicembre 2014 dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari non quotate in cui è investito il patrimonio del fondo espresse dall'Esperto indipendente, fino alla data di efficacia dell'operazione di fusione per incorporazione di Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR e di Polaris Real Estate SGR S.p.A. in Investire Immobiliare SGR S.p.A. (1° gennaio 2015) ciascuna delle predette società ha osservato la propria procedura in materia.

Si sintetizzano qui di seguito i principali presidi organizzativi e procedurali adottati per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte dell'Esperto indipendente del fondo. In particolare tale procedura, al fine di fornire gli elementi utili per sottoporre ad analisi critica le relazioni di stima ovvero i giudizi di congruità, illustrava e disciplinava, tra l'altro:

- (i) i criteri di valutazione da utilizzare per la valutazione dei beni immobili;
- (ii) i criteri di selezione degli Esperti indipendenti;
- (iii) la commisurazione del compenso degli Esperti indipendenti;
- (iv) le attività di predisposizione, verifica, autorizzazione e trasmissione dei dati rilevanti per lo svolgimento da parte dell'Esperto Indipendente delle attività ad esso rimesse;
- (v) le modalità di verifica da parte delle funzioni interne preposte circa l'adeguatezza del processo valutativo inerente le valutazioni periodiche redatte dagli Esperti Indipendenti, al fine di fornire al Consiglio di Amministrazione gli elementi utili per un'analisi critica delle relazioni di stima.

Nell'ambito dei processi di valutazione dei beni immobili facenti parte del patrimonio dei fondi, BSG si è avvalsa di un'apposita funzione aziendale preposta ai processi di valutazione denominata "Funzione Servizi Tecnici e Valutazioni" (qui di seguito "**Funzione Valutazioni**").

I dati per l'Esperto Indipendente, elaborati dal *Fund Manager*, anche con il supporto delle funzioni interne ed esterne (quali ad esempio il Property o/e il Project Manager) sia per quanto riguarda il ciclo attivo degli immobili (contratti di locazione, fatturato, morosità,...) sia per quanto riguarda il ciclo passivo (oneri del patrimonio immobiliare, lavori capitalizzabili, di messa a norma,...) vengono trasmessi dalla Funzione Valutazioni all'Esperto indipendente, ma la responsabilità ultima circa la correttezza ed attendibilità dei dati definitivi forniti all'Esperto Indipendente rimane in capo al *Fund Manager*. La Funzione Valutazioni ha la responsabilità nel continuo di assicurare:

- (i) lo svolgimento delle attività di raccolta e la verifica sulla correttezza dei dati trasmessi e ricevuti dagli Esperti Indipendenti nonché sulla corrispondenza dei dati e delle informazioni utilizzate dagli Esperti con quelli trasmessi da BSG e il processo di elaborazione di detti dati;
- (ii) la tracciabilità delle attività rilevanti esercitate, anche tramite raccolta ordinata della corrispondenza, dei documenti e delle verifiche svolte;
- (iii) la trasmissione da parte di BSG agli Esperti Indipendenti dei dati necessari per l'elaborazione delle relazioni di stima;
- (iv) la ricezione da parte di BSG delle relazioni di stima e l'analisi delle stesse;
- (v) la gestione dei rapporti con gli Esperti Indipendenti;
- (vi) la selezione, per tutti i fondi, dell'Esperto Indipendente, in occasione sia del collocamento di un nuovo Fondo sia nella turnazione degli incarichi.

Tra i soggetti preposti al controllo, la "Funzione di gestione del rischio" e la "Funzione di compliance" che hanno operato in regime di indipendenza l'una dall'altra, relazionando, ognuna per la parte di propria competenza, il Consiglio di Amministrazione e l'Amministratore Delegato circa l'esito delle verifiche relative (i) all'adeguatezza del processo valutativo dell'Esperto Indipendente; (ii) alla coerenza dei criteri di valutazione dal medesimo utilizzati con quelli previsti dalla normativa vigente; (iii) alla correttezza nell'elaborazione dei dati e alla coerenza delle assunzioni di stima; (iv) all'individuazione e alla possibile insorgenza di conflitti di interesse rilevanti con gli Esperti Indipendenti tali da compromettere l'indipendenza degli stessi, attivando tutti i presidi volti ad escludere il rischio di conflitti di interessi che potessero recare pregiudizio ai fondi gestiti e ai loro partecipanti.

A far tempo dal 1° gennaio 2015, sempre con riferimento alla valutazione al 31.12.2014, sono stati adottati i seguenti presidi organizzativi:

- A. il *Fund Manager* e la struttura di *Risk Management* della Investire Immobiliare SGR S.p.A. ("Società incorporante") hanno verificato l'adeguatezza del processo valutativo dell'Esperto Indipendente, la coerenza dei criteri di valutazione dal medesimo utilizzati con quelli previsti nella normativa vigente, la correttezza nell'elaborazione dei dati e la coerenza delle assunzioni di stima;
- B. il servizio *Valuations* della Società incorporante, all'esito dei controlli svolti dal *Fund Manager* e dalla struttura di *Risk Management*, ha redatto il Documento di controllo in cui ha riepilogato le attività svolte al fine di pervenire alla valutazione del patrimonio immobiliare sulla base delle indicazioni fornite da tutte le funzioni coinvolte nel processo. In particolare in tale memorandum sono stati indicati i *Key Performance Indicator* ("**KPI**") che consentano l'agevole valutazione della qualità del servizio erogato dall'Esperto Indipendente, l'adeguatezza dell'intero processo valutativo, un'analisi delle principali variazioni rispetto alle semestrali precedenti, nonché le motivazioni per un eventuale scostamento dalle valutazioni formulate dall'Esperto Indipendente;
- C. il *Property Investment Committee* ("**PIC**") della Società incorporante ha espresso, sulla base del Documento di controllo di cui alla lett. B che precede e della nota di verifica della struttura di *Risk Management*, il parere obbligatorio e non vincolante circa il corretto espletamento da parte delle funzioni aziendali dei controlli sull'adeguatezza delle valutazioni effettuate dagli esperti nonché sulle eventuali proposte di scostamento dalla valutazione dell'Esperto Indipendente;

la relazione di stima elaborata dall'Esperto Indipendente del Fondo unitamente al Documento di controllo ed alla nota di verifica della struttura di *Risk Management*, sono stati presentati al Consiglio di Amministrazione

della Società incorporante, tramite il *Chief Executive Officer*, in modo tale da permettere un'adeguata conoscenza dei beni in portafoglio nonché di valutare gli eventuali elementi che potrebbero motivare uno scostamento dalle relazioni di stima effettuate dall'Esperto medesimo.

In conformità con quanto stabilito nelle Linee Applicative si rappresenta che l'incarico di Esperto indipendente per il fondo Immobilium 2001 è stato assegnato, con decorrenza dal 30/06/2012 all'Esperto Indipendente Praxi S.p.A.

Crediti e altre attività

I crediti e le altre attività sono esposti al valore di presunto realizzo.

Posizione netta di liquidità

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

Debiti ed altre passività

I debiti e le altre passività sono esposti al loro valore nominale.

Ratei e risconti

Sono calcolati secondo il principio della competenza economica e temporale in applicazione del principio di correlazione dei costi e dei ricavi in ragione dell'esercizio.

Costi e ricavi

Sono contabilizzati secondo il principio della competenza economica e dell'inerenza all'attività svolta dal Fondo.

Sezione II – Le attività

Le attività del Fondo sono così costituite:

Strumenti finanziari

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
12.632.132	15.000.000

PARTI DI OICR

Le parti di OICR sono state valutate, come già specificato nei criteri di valutazione, in conformità a quanto indicato nel Titolo V, Capitolo V, Sez. II, paragrafo 2.3 del Provvedimento Banca d'Italia dell'8 maggio 2012.

Il Fondo ha sottoscritto, nel corso dell'esercizio 2011, n. 300 quote del Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso denominato Spazio Sanità, costituito dalla stessa Beni Stabili Gestioni S.p.A. – Società di gestione del risparmio.

Alla fine dell'esercizio precedente erano state versate n. 300 quote pari al 100% del totale sottoscritto per un valore complessivo di sottoscrizione pari a Euro 15.000.000.

Nel corso del 2014 sono state vendute ad un ente previdenziale n. 60 quote, iscritte al valore di sottoscrizione (coincidente con il valore nominale) pari a Euro 50.000 a quota, ad un prezzo unitario pari a Euro 50.266,42 (prezzo complessivamente pari a Euro 3.015.985,20).

Si precisa che il valore della partecipazione, costituita da n. 240 quote nel Fondo Spazio Sanità, è stato adeguato per riflettere il valore unitario delle quote, determinato secondo il *Net Asset Value* risultante dal rendiconto del Fondo redatto al 31 dicembre 2014: tale adeguamento ha comportato una rivalutazione di complessivi Euro 632.132, rispetto al valore iscritto al 31 dicembre 2013.

Si fornisce di seguito la tabella di ripartizione degli altri strumenti non quotati in base al paese di residenza dell'emittente.

	paese di residenza dell'emittente			
	Italia	Altri paesi dell'UE	Altri paesi dell'OCSE	Altri paesi
Titoli di capitale (diversi dalle partecipazioni)				
Titoli di debito: * di Stato * di altri enti pubblici * di banche * di altri				
Parti di OICR (*): * aperti non armonizzati * altri - Fondi Immobiliari chiusi riservati	12.632.132			
Totali: * in valore assoluto * in percentuale del totale delle attività	12.632.132 11,96%			

II.2 Strumenti finanziari quotati

Il Fondo non detiene strumenti finanziari quotati.

II.3 Strumenti finanziari derivati

Il Fondo non detiene, alla data di chiusura del rendiconto, strumenti finanziari derivati.

II.4. Beni immobili e diritti reali immobiliari

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
90.100.000	98.830.000

Il valore del patrimonio immobiliare riflette la valutazione espressa dall'Esperto Indipendente e condivisa dal Consiglio di Amministrazione e dal Collegio Sindacale. Tale valutazione è riportata in allegato alla presente nota.

Il saldo al 31 dicembre 2014 si riferisce a:

- immobile sito a Rutigliano (BA) in via Adelfia snc;
- immobile sito a Bologna in via della Liberazione 15;
- immobile sito a Milano in via Grosio, 10;
- immobile sito a Zibido San Giacomo (MI) in via Salvator Allende snc;
- immobile sito a Padova in via Lisbona, 28;
- immobile sito a Città della Pieve in via di vocabolo fornace 12;
- immobile sito a Roma in viale America, 351.

L'importo della sezione B risulta interamente allocato nella sottovoce B1 "Immobili dati in locazione" che può essere dettagliata come segue:

Descrizione	Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
Valore di acquisto originario	109.153.657	109.153.657
Spese accessorie di acquisto	869.596	869.596
Capitalizzazioni	6.968.456	6.968.456
Totale costo storico	116.991.709	116.991.709
Svalutazioni cumulate nette	-26.891.709	-18.161.709
Totale	90.100.000	98.830.000

Le movimentazioni dell'esercizio sono riportate nella seguente tabella:

Saldo al 31/12/2013	98.830.000
Svalutazioni nette	-8.730.000
Saldo al 31/12/2014	90.100.000

Si espongono nelle tabelle seguenti l'elenco dei beni immobili detenuti dal Fondo e la loro redditività.

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO

Descrizione e Ubicazione	Destinazione prevalente	Anno di costruz	Reddività dei beni locati				Costo storico (Euro)	Ipoteche (Euro)	Altre info
			Superf. Lorda	Canone per m2	Tipo Contratto	Scadenza contratto			
EMILIA ROMAGNA									
BOLOGNA									
1 211-A11 VIA DELLA LIBERAZIONE 15	UFFICI		7.173				17.505.616		
LAZIO									
ROMA									
2 211-420 VIALE AMERICA 351	UFFICI		5.230				28.084.188	2.753.585	
			5.230	268	Affitto	31/03/2020			Impresa commerciale
LOMBARDIA									
MILANO									
3 211-A01 VIA GROSIO 10-4	UFFICI		17.693				18.521.398		
			941	44	Affitto	31/07/2018			Impresa commerciale
			1.006	169	Affitto	31/03/2017			Impresa commerciale
			1.007	166	Affitto	31/03/2019			Impresa commerciale
			353	173	Affitto	26/09/2016			Impresa commerciale
			3.786	165	Affitto	06/11/2020			Impresa commerciale
ZIBIDO SANGIACOMO									
4 211-A07 VIA SALVADOR ALLENDE SNC	LOGISTICA		9.545				5.539.202		
			9.545	54	Affitto	22/07/2019			Impresa commerciale
PUGLIA									
RUTIGLIANO									
5 211-421 VIA ADELFA SNC	LOGISTICA		24.803				23.280.000		
			24.803	37	Affitto	30/06/2019			Impresa commerciale
UMBRIA									
CITTA' DELLA PIEVE									
6 211-A03 VIA DI VOCABOLO FORNACE 12	LOGISTICA		42.215				14.680.309		
			42.215	18	Affitto	31/12/2016			Impresa commerciale
VENETO									
PADOVA									
7 211-A06 VIA LISBONA 28	UFFICI		7.560				9.380.996		
			1.926	91	Affitto	31/12/2018			Impresa commerciale
Totale							116.991.709	2.753.585	

Il costo storico include, oltre al valore di acquisto originario, le spese accessorie di acquisto e le capitalizzazioni.

INFORMAZIONI SULLA REDDITIVITÀ DEI BENI IMMOBILI DETENUTI DAL FONDO

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione canoni	Valore dei beni immobili	Locazione non finanziaria (a) canone annuo	Locazione finanziaria (b)	Importo totale (c=a+b)	% sull'importo totale canoni
Fino 1 anno	7.010.000	908.457		908.457	18,92
Da oltre 1 a 3 anni	9.850.994	972.428		972.428	20,25
Da oltre 3 a 5 anni	9.296.670	896.440		896.440	18,67
Da oltre 5 a 7 anni	33.204.189	2.023.613		2.023.613	42,15
Totale beni immobili locati	59.361.853	4.800.939		4.800.939	100,00
Totale beni immobili non locati	30.738.147				

Gli importi indicati per i canoni rappresentano una proiezione futura degli stessi fino alla scadenza dei relativi contratti di affitto.

Di seguito la tabella con le evidenze di cespiti disinvestiti dal Fondo (dall'avvio della sua operatività – 14 giugno 2002 – alla data del rendiconto).

PROSPETTO DEI CESPITI (1) DISINVESTITI DAL FONDO (dall'avvio operativo alla data del rendiconto)									
Cespiti disinvestiti	Quantità (mq)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Assago(MI) - Viale Milanofiori	7.543	Novembre 2002	15.509.867	16.500.000	08/02/2007	17.050.000	0	0	1.540.133
Roma - Via del Traforo	2.761	Dicembre 2002	28.107.350	29.360.000	31/10/2007	35.000.000	0	0	6.892.650
Roma - Via S.Evaristo, 167	5.045	Dicembre 2002	9.638.603	16.010.000	16/09/2010	17.900.000	0	0	8.261.397
Milano - Zibido-San Giacomo	5.854	Settembre 2003	1.334.875	1.520.000	23/07/2012	1.800.000	0	0	465.125

II.5. Crediti

Non sono iscritti crediti in bilancio.

II.6. Depositi bancari

Non sono presenti nel rendiconto voci rientranti in questa categoria.

II.7. Altri beni

Non sono presenti in bilancio voci rientranti in questa categoria.

II.8. Posizione netta di liquidità

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
1.905.451	208.792

La voce, interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile", è relativa alla liquidità disponibile sul conto corrente acceso presso Banco Popolare quale banca depositaria del patrimonio del Fondo.

Le liquidità passano da Euro 208.792 del 2013 a Euro 1.905.451 del 2014 con una variazione positiva di Euro 1.696.659 con riferimento alla quale si rimanda al prospetto dei flussi di cassa (Allegato 2).

II.9. Altre attività

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
984.041	1.430.681

La composizione delle altre attività viene di seguito dettagliata:

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
G2.	Ratei e risconti attivi	14.961	15.713
G4.1	Crediti verso clienti	779.986	1.272.359
G4.3	Altre	189.094	142.609
	<i>Crediti verso la SGR</i>	<i>111.562</i>	<i>92.088</i>
	<i>Erario c/IVA</i>	-	<i>41.063</i>
	<i>Depositi cauzionali fornitori</i>	<i>11.289</i>	<i>8.528</i>
	<i>Depositi attivi ACEA S. Evaristo</i>	<i>930</i>	<i>930</i>
	<i>Crediti diversi</i>	<i>65.313</i>	-
	Totale	984.041	1.430.681

La voce ratei e risconti attivi è interamente riferibile ai risconti attivi relativi all'imposta di registro sui contratti di locazione.

I crediti verso clienti di cui alla voce G4.1 sono dettagliati come segue:

Descrizione	Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
Crediti verso clienti	3.302.482	3.739.085
Crediti per fatture da emettere recupero spese accessorie	14.435	159.017
Crediti per fatture da emettere canoni attivi	2.151.982	2.147.040
Note di credito da emettere per oneri accessori	-70.366	-27.654
Fondo svalutazione crediti	-4.618.547	-4.745.129
Totale	779.986	1.272.359

Come indicato nella tabella, i crediti verso locatari sono stati prudenzialmente svalutati per tenere conto dei rischi connessi all'incasso degli stessi. Le variazioni intervenute nel fondo svalutazione crediti sono indicate nella seguente tabella:

Fondo svalutazione crediti	Importo
Saldo al 31/12/2013	4.745.129
Utilizzo dell'esercizio 2014	-126.582
Saldo al 31/12/2014	4.618.547

La variazione in diminuzione del Fondo (Euro 126.582) è relativa al rilascio di un precedente accantonamento ritenuto eccedente a seguito del parziale incasso di un credito avvenuto con l'escussione di fidejussioni bancarie rilasciate dal conduttore a garanzia degli adempimenti contrattuali.

I crediti verso SGR sono relativi al conguaglio commissioni per l'anno 2014.

I crediti diversi sono relativi all'imposta municipale unica (IMU) generati a seguito del maggior importo pagato a titolo di saldo in considerazione della variazione nella categoria catastale dell'immobile di Padova che ha rideterminato l'importo di spettanza per l'anno.

Sezione III – Le passività

III.H. Finanziamenti ricevuti

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
2.753.585	4.312.320

La voce finanziamenti ricevuti risulta interamente allocata alla sottovoce H1 – Finanziamenti ipotecari ed è relativa all'ammontare residuo del mutuo di originari Euro 15.000.000 per finanziare l'acquisto dell'immobile di Roma - Viale America n. 351. I dati sintetici relativi al finanziamento sono di seguito riportati:

mutuo ipotecario concesso da Banco Popolare di originari Euro 15 milioni

stipulato in data 30 marzo 2006

scadenza 30 settembre 2016

indicizzato al tasso Euribor a 3 mesi più 0,45% di spread.

Nel corso dell'esercizio è stata data esecuzione al pagamento delle quote capitali in linea con il piano di ammortamento.

II.M. Altre passività

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
784.318	1.125.478

La composizione delle altre passività viene di seguito dettagliata:

Voce	Descrizione	Saldo al 31 dicembre 2014	Saldo al 31 dicembre 2013
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	609.122	962.141
M2.	Debiti di imposta	11.429	-
M3.	Ratei e risconti passivi	4.882	4.918
M4.	Debiti verso altri	46.800	46.800
M5.	Debiti per depositi cauzionali su locazioni	112.085	111.619
	Totale	784.318	1.125.478

Si fornisce di seguito la composizione della voce M1. – Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati:

Descrizione	Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
Fatture da ricevere	361.972	413.304
Debiti verso fornitori	247.150	283.146
Ritenute a garanzia sul SAL	-	251.873
Debiti per commissioni banca depositaria	-	13.818
Totale	609.122	962.141

Si riporta di seguito il dettaglio delle fatture da ricevere alla data del 31 dicembre 2014:

Descrizione	Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
Prestazioni e consulenze	-	1.560
Pubblicità e promozioni	16.581	2.081
Manutenzioni ordinarie e straordinarie	160.443	223.641
Spese di funzionamento	130.973	141.832
Fabbricati (capex)	440	3.500
Consulenze legali e notarili	19.722	10.263
Spese per esperti indipendenti	10.200	11.400
Commissioni banca depositaria	-	12.500
Specialist di Borsa	12.500	-
Revisione bilancio	11.113	6.527
Oneri diversi di gestione	-	-
Totale	361.972	413.304

Nella voce Ratei e risconti passivi sono presenti risconti per Euro 4.882 per fatture emesse per altri ricavi della gestione immobiliare per le quote di competenza dell'anno 2015.

La voce Debiti verso altri è interamente relativa al fondo rischi ed oneri stanziato in precedenti esercizi a fronte di possibili passività fiscali.

I debiti per depositi cauzionali attivi esposti in bilancio sono comprensivi degli interessi da riconoscere ai locatari, per un totale di Euro 1.160.

Sezione IV – Il valore complessivo netto

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ 14 GIUGNO 2002 FINO AL 31 DICEMBRE 2014

Il valore complessivo netto del Fondo, alla data del 31 dicembre 2014, è risultato pari ad Euro 102.083.721 con una diminuzione di Euro 7.947.954 rispetto al precedente esercizio come descritto nella seguente tabella.

	Quote Versate	Quote rimborsate	Utili maturati	Utili distribuiti	Totale Complessivo
Saldo al 31/ 12/ 2013	130.000.000	(10.010.000)	36.131.354	(46.089.680)	110.031.674
Rimborso quote		(1.950.000)			(1.950.000)
Distribuzione dividendi					
Risultato dell'esercizio			(5.997.953)		(5.997.953)
Saldo al 31/ 12/ 2014	130.000.000	(11.960.000)	30.133.401	(46.089.680)	102.083.721

Il valore complessivo netto dalla sottoscrizione del Fondo al 31 dicembre 2014 si riassume secondo lo schema della seguente tabella:

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (q. emesse x prezzo emissione)	130.000.000	
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	130.000.000	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	1.887.244	1,45%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	2.408.169	1,85%
B. Risultato complessivo gestione immobili	55.948.049	43,04%
C. Risultato complessivo gestione dei crediti		
D. Interessi attivi proventi assimilati su depositi bancari	116.606	0,09%
E. Risultato complessivo gestione altri beni		
F. Risultato complessivo gestione cambi		
G. Risultato complessivo altre operazioni di gestione	1.811.895	1,39%
H. Oneri finanziari complessivi	-2.570.540	-1,98%
I. Oneri di gestione complessivi	-34.022.938	-26,17%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	6.729.597	5,18%
M. Imposte complessive	-2.174.681	-1,67%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	-11.960.000	-9,20%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-46.089.680	-35,45%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	32.308.082	24,85%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2014	102.083.721	78,53%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	2,05%	

Sezione V – Altri dati patrimoniali

- 1) Alla data del presente rendiconto, il Fondo non ha impegni a fronte di strumenti finanziari derivati e altre operazioni a termine.
- 2) Al 31 Dicembre 2014 il Fondo ha un credito nei confronti della Società di Gestione del Risparmio per Euro 111.562 relativo al conguaglio commissioni di gestione per l'anno 2014. Inoltre, sono iscritte in bilancio passività nei confronti della Società di Gestione per Euro 2.417 a fronte di anticipazioni effettuate dalla stessa per conto del Fondo.
- 3) Il Fondo non detiene attività e/o passività denominate in valute diverse dall'euro o beni immobili situati in paesi diversi dall'U.E.M..
- 4) Non vi sono plusvalenze in regime di sospensione d'imposta ai sensi dell'art.15, comma 2 della L.86/1994.
- 5) Si fornisce di seguito il dettaglio dell'ammontare e della composizione delle garanzie ricevute:

Saldo al 31/12/2014	Saldo al 31/12/2013
2.254.642	2.439.939

Trattasi di fidejussioni bancarie rilasciate da alcuni locatari o da loro controllanti/controllate a garanzia degli adempimenti contrattuali.

- 6) Sull'immobile di Viale America – Roma grava un'ipoteca per Euro 30.000.000 iscritta a favore del Banco Popolare a garanzia del mutuo erogato.

PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari

Nel corso dell'esercizio il Fondo ha percepito dividendi in relazione alle quote detenute del Fondo Spazio Sanità per Euro 828.000.

Ha proceduto al disinvestimento di n.60 delle n. 300 quote del Fondo Spazio Sanità detenute, realizzando una plusvalenza netta di Euro 10.112.

Il valore delle quote residue detenute al 31 dicembre 2014 del Fondo Spazio Sanità (n. 240 quote) è stato adeguato all'ultimo valore reso noto al pubblico e risultante dal rendiconto al 31 dicembre 2014: tale adeguamento ha comportato una plusvalenza da valutazione di complessivi Euro 632.132, rispetto al valore iscritto al 31 dicembre 2013.

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/Perdita da realizzi	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plusvalenze / Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate:				
1. Di controllo				
2. Non di controllo				
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di OICR	10.112		632.132	
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito				
2. Titoli di capitale				
3. Parti di OICR				

Il Fondo non detiene mandati attivi per gestioni mobiliari e non ha effettuato operazioni in strumenti finanziari.

Sezione II – Beni immobili

Di seguito viene rappresentato il risultato economico del periodo per i beni immobili che ammonta ad Euro - 6.018.932:

Descrizione	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri
1. Proventi					
1.1 Canoni di locazione non finanziaria		2.350.864	2.158.802		
1.2 Canoni di locazione finanziaria					
1.3 Altri proventi		491.107	19.446		
2 UTILE/PERDITA DA REALIZZI					
2.1 Beni immobili					
2.2 Diritti reali immobiliari					
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE					
3.1 Beni immobili		-1.840.000	-6.890.000		

3.2 Diritti reali immobiliari					
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI (inclusa IMU)		-1.847.221	-461.930		
5. AMMORTAMENTI					

Sezione III – Crediti

Il Fondo non ha effettuato operazioni di investimento in crediti.

Sezione IV – Depositi bancari

Il Fondo non ha investito in depositi bancari.

Sezione V – Altri beni

Il Fondo non ha investito in altri beni diversi da quelli al punto A5 e B1 della sezione patrimoniale.

Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

Il Fondo non possiede attività in valuta diversa dall'Euro e non ha posto in essere attività di gestione cambi.

Non ha effettuato operazioni di pronti contro termine e assimilate.

La voce interessi passivi su finanziamenti ricevuti è pari ad Euro 25.707 ed è relativa agli interessi corrisposti sul mutuo ipotecario.

La voce Altri oneri finanziari è esposta in bilancio per un totale pari ad Euro 360 ed è relativa ad interessi di mora.

Sezione VII – Oneri di gestione

VII.1 Costi sostenuti nel periodo

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di Euro)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento	Importo (migliaia di Euro)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento
1) Provvigioni di gestione * provvigioni di base * provvigioni di incentivo	1.429	1,35%	1,36%		0	0,00%	0,00%	
2) TER degli OICR in cui il Fondo investe	1.366	1,29%			0	0,00%		
3) Compenso della banca depositaria	54	0,05%	0,05%		0	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del Fondo	19	0,02%			0	0,00%		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	0	0,00%	0,00%		0	0,00%	0,00%	
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	25	0,02%	0,02%		0	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	2.309	2,18%	2,20%		0	0,00%	0,00%	
8) Spese legali e giudiziarie	13	0,01%			0	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	46	0,04%			0	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo (segue tabella)	68	0,06%			0	0,00%		
TOTALE EXPENSE RATIO (IER)	5.329	5,04%			0	0,00%		
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari di cui:								
su titoli azionari	0				0			
su titoli di debito	0				0			
su derivati	0				0			
altri (da specificare)	0				0			
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	26			0,94%	0			0,00%
13) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	0	0,00%			0	0,00%		
TOTALE SPESE	5.355	5,06%			0	0,00%		

(*) Calcolato come media del periodo

Provvigioni di gestione

La provvigione di gestione annua spettante alla SGR è determinata in misura pari all'1,6% in ragione d'anno, calcolata, come previsto dal regolamento, del valore complessivo netto del Fondo, computato senza tenere conto al netto della partecipazioni in OICR, delle plusvalenze non realizzate sugli immobili e sulle partecipazioni detenute in società immobiliari rispetto al Valore Complessivo Netto del Fondo quale risulta dall'ultimo rendiconto di gestione del Fondo e dalla relazione semestrale predisposti prima dell'attribuzione della provvigione di gestione, salvo conguaglio *pro rata temporis* in relazione al Valore Complessivo netto del Fondo evidenziato dal successivo rendiconto di gestione del Fondo predisposto alla fine dell'anno in cui la provvigione di gestione è stata attribuita. Detta provvigione viene prelevata anticipatamente dalle disponibilità del Fondo, nella misura di ¼ dell'importo annuo spettante, determinato con cadenza trimestrale, il primo giorno lavorativo di ciascun trimestre solare.

Provvigioni di incentivo

In base all'art. 13.4 del regolamento del Fondo, in sede di liquidazione del Fondo, spetta alla SGR un compenso pari al 20% del risultato eccedente l'obiettivo di rendimento minimo prefissato nel regolamento stesso e pari al 5% annuo semplice. Alla data del presente rendiconto non si sono verificate le condizioni che prevedono le provvigioni di incentivo.

TER degli OICR in cui il Fondo investe

Tale voce include un valore extracontabile calcolato sulla base dell'ultimo TER del Fondo Spazio Sanità ed è rappresentato principalmente dagli oneri diversi di gestione degli immobili e dalle provvigioni di gestione.

Compenso della Banca Depositaria

Il compenso da riconoscere alla Banca Depositaria è determinato in misura pari allo 0,05% su base annua, calcolato - come previsto dal testo regolamentare - sul valore complessivo netto del Fondo - quale risulta dal rendiconto di fine anno precedente - rettificato delle plusvalenze non realizzate sugli immobili e sulle partecipazioni detenute rispetto al valore di acquisizione. Detto compenso viene prelevato dalle disponibilità del Fondo, con cadenza trimestrale, l'ultimo giorno lavorativo di ciascun trimestre solare.

Spese di revisione del Fondo

Il valore esposto si riferisce alle spese per la revisione legale del Fondo effettuata dalla società Mazars S.p.A..

Compenso spettante agli Esperti Indipendenti

Il valore esposto si riferisce agli oneri per gli esperti indipendenti relativamente alle valutazioni semestrali previste dalla vigente normativa.

Oneri di gestione degli immobili

Viene di seguito dettagliata la composizione della voce 7 della tabella:

Descrizione	2014	2013
Imposta IMU	821.924	832.341
Imposta TASI	72.782	-
Manutenzioni	520.806	612.960
Spese di funzionamento	579.663	584.186
Spese condominiali	118.358	117.420
Imposta di registro e oneri di registrazione	52.775	57.229
Assicurazioni	88.713	96.887
Spese di intermediazione	-	17.500
Imposte e tasse diverse	889	2.453
Interessi su depositi cauzionali	467	694
Altri costi immobiliari	52.774	-
Totale	2.309.151	2.321.670

Spese legali e giudiziarie

Sono costituite da consulenze legali per Euro 12.959.

Spese di pubblicazione del valore della quota

La voce esposta si riferisce ai costi sostenuti per la pubblicazione dei prospetti informativi pari ad Euro 46.110. L'incremento rispetto al precedente esercizio è imputabile agli adempimenti pubblicitari necessari

per la convocazione e lo svolgimento dell'Assemblea dei Partecipanti tenutasi in data 10 dicembre 2014 di cui si fa rimando a quanto già descritto nei Dati identificati del Fondo.

Altri oneri gravanti sul Fondo

Si indica di seguito la composizione della voce 10 della tabella:

Descrizione	2014	2013
Svalutazione clienti	-	360.961
Specialist Borsa	25.000	25.000
Borsa Italiana	15.407	15.246
Altre spese	11.524	7.616
Prestazioni e consulenze	3.197	2.600
Oneri bancari	192	261
Contributi CONSOB	4.192	4.067
Iva indetraibile	8.320	-
Totale	67.832	415.751

VII.2 Provvigioni di incentivo

Si rinvia a quanto precedentemente indicato con riferimento alla commissioni di performance finale.

Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

La voce si compone come di seguito esposto.

Voce	Descrizione	2014	2013
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	1.577	12.891
L2.	Altri ricavi		
	- sopravvenienze attive	207.343	922.508
	- proventi finanziari diversi	414	377
	- interessi attivi su depositi cauzionali	44	-
	- rimborsi assicurativi	31.890	-
L3.	Altri oneri		
	- sopravvenienze passive	-9.881	-77.739
	Totale	231.387	858.037

Gli altri ricavi si riferiscono principalmente a sopravvenienze attive, costituite prevalentemente da Euro 123.966 per il rilascio di precedenti accantonamenti a fondo svalutazione crediti adeguati al valore di realizzo e da importi minori a rettifica di costi stanziati nell'esercizio precedente.

Gli altri oneri riguardano sopravvenienze passive dovute principalmente a costi di competenza di esercizi precedenti.

Sezione IX – Imposte ed altri aggiornamenti normativi

Con D.L. n. 1 del 24 gennaio 2012, convertito con modificazioni nella L. n. 27 del 24 marzo 2012, il Legislatore è intervenuto sull'art. 73 del DPR n. 917/1986 ("Testo Unico delle Imposte sui Redditi"), aggiungendo all'elenco dei soggetti passivi IRES anche gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

Tuttavia, l'art. 6 del D.L. 351 del 25 settembre 2001, convertito con modificazioni nella L. n. 410 del 23 novembre 2001, e successive modifiche, disciplina un regime fiscale "speciale" in relazione ai Fondi comuni di investimento immobiliare istituiti ai sensi del D.Lgs. 58 del 24 febbraio 1998 ("Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria"). Si tratta dei fondi comuni di investimento dotati delle seguenti caratteristiche:

- presenza di una pluralità di investitori;
- finalità di investire il patrimonio raccolto secondo una predeterminata politica di investimento;
- gestione del fondo svolta dalla SGR nell'interesse dei partecipanti, ma in autonomia da essi.

Solo i fondi immobiliari in possesso dei suddetti requisiti non sono pertanto soggetti alle imposte sui redditi IRES e all'Imposta Regionale sulle Attività Produttive IRAP.

Indipendentemente dalla sussistenza delle suddette caratteristiche, tuttavia, l'intero regime fiscale previsto dal D.L. n. 351/2001 sopra citato si applica, in ogni caso, ai fondi partecipati esclusivamente da investitori "istituzionali" ovvero fondi immobiliari partecipati esclusivamente da uno o più dei seguenti soggetti:

- Stato o ente pubblico;
- Organismi d'investimento collettivo di risparmio;
- Forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria;
- Imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche;
- Intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- Soggetti e patrimoni indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in Paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni, sempreché assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- Enti privati residenti in Italia che perseguano esclusivamente le finalità indicate nell'articolo 1, comma 1, lett. c-bis) del D.Lgs. n. 153/1999, nonché società residenti in Italia che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche;
- Veicoli costituiti in forma societaria o contrattualmente partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti indicati nelle lettere precedenti.

I partecipanti diversi dai soggetti indicati nei precedenti punti, c.d. investitori "non istituzionali", che possiedono quote di partecipazione in misura superiore al 5% del patrimonio del fondo, se residenti, subiscono una forma di tassazione con imputazione per trasparenza dei redditi conseguiti dal fondo e rilevati nei rendiconti di gestione. In particolare è previsto che i redditi concorrono alla formazione del reddito complessivo del partecipante indipendentemente dalla percezione e proporzionalmente alla quota di partecipazione. Il reddito imputato per trasparenza è determinato escludendo dal risultato di gestione i proventi e gli oneri da valutazione maturati ma non realizzati.

I medesimi redditi se conseguiti da soggetti non residenti ed indipendentemente dalla percentuale di partecipazione al fondo, subiscono, al momento della loro corresponsione, l'applicazione della ritenuta a titolo di imposta del 26% ex art. 7, comma 1, del citato D.L. 351/2001 oppure la minore ritenuta convenzionale, se applicabile.

Il regime di "esenzione" senza applicazione della ritenuta, viene mantenuto nei confronti di fondi pensione e OICR esteri, sempreché istituiti in Stati e territori c.d. White list, di enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e nei confronti delle Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato (ex art. 7 D.L. 351/2001).

A tale proposito si precisa che il previgente regime di esenzione, applicabile a tutti i proventi percepiti da soggetti residenti in paesi c.d. White list, continua ad essere ancora valido con riferimento alle distribuzioni di proventi riferiti a periodi di attività dei fondi chiusi fino al 31 dicembre 2009.

Ciò posto, per i partecipanti residenti che possiedono quote di partecipazione in misura pari o inferiore al 5% e per gli investitori "istituzionali" precedentemente elencati continua ad applicarsi il regime di imposizione dei proventi già disciplinato dall'art. 7 del D.L. n. 351/2001. Nei confronti di tali soggetti si applica la ritenuta nella misura del 26 per cento introdotta dal Decreto Legge n. 66/2014.

Si segnala che il Provvedimento A.d.E. del 16 dicembre 2011 ha specificato l'obbligo per la SGR di comunicare, nella propria dichiarazione del sostituto di imposta i dati relativi ai partecipanti, compresi i partecipanti c.d. "istituzionali" di cui ai precedenti punti, che alla data del 31 dicembre di ciascun periodo di imposta, detengono una quota di partecipazione nei fondi immobiliari superiori al 5%, unitamente all'ammontare dei redditi imputati per trasparenza.

Il Decreto Legge 66/2014 - convertito, con modificazioni, dalla Legge 23 giugno 2014 n. 89 - come predetto, ha disposto, a decorrere dal 1 luglio 2014, l'aumento dal 20 al 26 per cento dell'aliquota relativa alla tassazione di taluni redditi di natura finanziaria, tra cui i proventi di ogni tipo derivanti dalla partecipazione ad organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) mobiliari e immobiliari.

Sul tema della determinazione dei proventi percepiti in sede di rimborso, liquidazione o cessione delle quote è intervenuto anche il Decreto Legislativo 4 marzo 2014 n. 44, emanato in attuazione della Direttiva 2011/61/UE, semplificando le modalità di determinazione della base imponibile dei predetti redditi,

soprattutto con riferimento alla partecipazione ad OICR non immobiliari italiani ed esteri e ad OICR immobiliari esteri. Per effetto delle modifiche apportate da tale provvedimento, ai fini della determinazione del reddito di capitale derivanti dalla partecipazione ad OICR italiani ed esteri si deve fare riferimento ai valori effettivi di acquisto e vendita e non più ai valori di prospetto.

Le nuove disposizioni del D.Lgs. 44/2014 in tema di calcolo della base imponibile in sede di rimborso, liquidazione o cessione erano, di fatto, già applicabili ai partecipanti ai fondi immobiliari italiani; viceversa, le novità introdotte dal D.L. 66/2014 in tema di incremento dell'aliquota della ritenuta dal 20 al 26 per cento, interessano l'intera platea degli OICR, tanto mobiliari che immobiliari.

Riguardo ai proventi periodici, distribuiti in costanza di partecipazione all'organismo di investimento, la nuova aliquota del 26 per cento si applica ai proventi esigibili dal 1° luglio 2014; in buona sostanza, prevale la data di messa in pagamento dei proventi a prescindere dalla data della delibera di distribuzione e da quella di pagamento del provento al partecipante.

Relativamente ai proventi che possono assumere la veste di redditi di capitale (art. 44 DPR 917/86) o redditi diversi (art. 67 del medesimo decreto) realizzati in sede di rimborso, cessione o liquidazione delle quote o azioni, l'aliquota del 26 per cento si applica alle operazioni realizzate dal 1° luglio 2014 intendendo per realizzo la data di regolamento dell'operazione.

Tuttavia, per effetto di uno specifico regime transitorio riservato agli organismi di investimento collettivo del risparmio, previsto dall'art. 3, comma 12 del D.L. 66/2014, sui proventi realizzati, riferibili a importi maturati al 30 giugno 2014, continuerà ad applicarsi l'aliquota del 20%.

Dal punto di vista degli OICR, anche considerato che una buona parte dei redditi di capitale sono percepiti al lordo di ritenute alla fonte o imposte sostitutive, vale a dire da parte dei c.d. soggetti lordisti, l'impatto delle novità non è particolarmente significativo.

Imposta di Bollo

L'art. 19 del DL 201/2011, convertito con modificazioni dalla Legge 214/2011, ha modificato la disciplina dell'imposta di bollo dovuta sulle comunicazioni inviate alla clientela relative a prodotti finanziari.

Il comma 581, dell'art. 1 della Legge n. 147/2013, cd. Legge di Stabilità 2014, ha stabilito che a decorrere dal 2014 sale dall'1,5 al 2 per mille l'imposta di bollo sulle comunicazioni periodiche alla clientela relative a prodotti finanziari, compresi i depositi bancari e postali, anche se rappresentati da certificati. Viene abolita la soglia minima di imposta prima fissata ad euro 34,20 mentre aumenta la soglia massima dell'imposta dovuta per i quotisti diversi dalle persone fisiche, che sale da euro 4.500 ad euro 14.000.

L'imposta non si applica con riferimento alle comunicazioni relative a prodotti finanziari detenuti da fondi pensione, banche, assicurazioni, intermediari finanziari e altri soggetti individuati dall'art. 1 del DM 24 maggio 2012.

Tasi

La Legge 147/2013 (legge di stabilità 2014) ha introdotto tra le novità di carattere tributario, l'imposta TASI il cui presupposto impositivo è il possesso o la detenzione a qualsiasi titolo di fabbricati, compresa l'abitazione principale, e di aree scoperte comprese quelle edificabili a qualsiasi uso adibite.

La base imponibile è calcolata con le stesse modalità previste per l'Imu mentre è molto più articolata la norma che stabilisce l'aliquota applicabile che, in linea generale e salve alcune prerogative dei Comuni, è compresa tra l'1 e il 2,5 per mille. Gli stessi Comuni, inoltre, hanno la facoltà di applicare l'imposta solo sulle abitazioni principali e non anche sugli altri immobili.

Split Payment

L'art. 1, comma 629 – 633, della Legge n. 190/2014 pubblicata sulla G.U. n. 300 del 29 dicembre 2014 (Legge di Stabilità 2015) ha introdotto, a decorrere dal 1° gennaio 2015, il meccanismo del cd. Split payment, il quale prevede per le cessioni di beni e prestazioni di servizi effettuate nei confronti della Pubblica Amministrazione che l'imposta sia versata in ogni caso dagli enti stessi secondo modalità e termini fissati dal DM del 23 gennaio 2015.

In pratica, l'ente pubblico effettuerà due distinti pagamenti:

- al fornitore, per l'importo dell'imponibile;
- all'erario per l'importo dell'IVA.

Il fornitore da parte sua continuerà comunque ad indicare in fattura l'aliquota e l'ammontare dell'IVA dovuta sull'operazione, ma specificherà che il pagamento dovrà essere effettuato all'erario direttamente dal cessionario/committente.

Il Ministero dell'Economia ha precisato che le nuove regole trovano applicazione per le operazioni fatturate a partire dal 1° gennaio 2015.

Reverse charge

Dal 1° gennaio 2015, l'art. 1, commi 629 - 633 della Legge n. 190/2014 pubblicata sulla G.U. n. 300 del 29 dicembre 2014 (Legge di Stabilità 2015), estende il meccanismo dell'inversione contabile anche alle prestazioni di servizi di pulizia, di demolizione, di installazione impianti e di completamento relative ad edifici. Dalla prima lettura della norma, le nuove disposizioni si andranno ad aggiungere, con carattere di specialità, a quelle della lett. a) dell'art. 17 che assoggettano ad inversione contabile le prestazioni di servizi dei subappaltatori. A differenza delle disposizioni vigenti, si applicheranno oggettivamente ai servizi considerati, pertanto non sarà più richiesto che il servizio sia riconducibile ad un subappalto, né che il committente svolga a sua volta un'attività nel settore edile. Di conseguenza, le imprese che prestano servizi di pulizia, di demolizione, di completamento o di installazione di impianti in edifici, quando operano verso soggetti passivi IVA dovranno emettere la fattura senza addebito dell'IVA, imposta che sarà assolta dal destinatario del servizio previa integrazione della fattura, con il regime dell'inversione contabile.

Indicazioni di dettaglio su ciò che costituisce pulizia, demolizione, installazione di impianti o completamento di edifici sono contenute nelle tabelle Ateco che tuttavia propongono indicazioni parziali, pertanto, al momento della redazione del presente documento, si è in attesa di indicazioni ministeriali.

Con riferimento agli altri aggiornamenti normativi si evidenzia quanto segue:

AIFMD: Come noto, la Direttiva 2011/61/UE (**AIFMD** o **Direttiva**) ha introdotto nell'ordinamento comunitario un regime normativo volto a promuovere una maggiore integrazione del mercato europeo del risparmio gestito e, in particolare, degli investimenti alternativi, attraverso l'armonizzazione della disciplina applicabile ai gestori (GEFIA) di fondi alternativi (FIA), e cioè di tutti quegli organismi di investimento collettivo, tra i quali i fondi immobiliari, non rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE (UCITS IV). Le disposizioni della AIFMD sono state specificate, principalmente, dalle misure di esecuzione di secondo livello contenute nel Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 (il **Regolamento UE**) che ha completato la Direttiva con le previsioni di dettaglio e che è direttamente applicabile in tutti gli Stati membri. Più in particolare, il Regolamento UE prevede, fra le altre, disposizioni attuative in materia di condizioni generali di esercizio, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza, gestione del rischio (c.d. "*risk management*").

Il processo di recepimento della Direttiva all'interno dell'ordinamento nazionale è stato realizzato, a livello di normazione primaria, attraverso il D.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, pubblicato in G.U. il 25 marzo 2014 (il **Decreto**). Con esso sono state apportate le necessarie modifiche al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (**TUF**), volte a consentire, principalmente, l'inserimento nell'ambito del medesimo delle sole disposizioni di applicazione generale contenute nella Direttiva, demandando, conseguentemente, l'adozione delle disposizioni di dettaglio concernente gli aspetti tecnici alla regolamentazione di livello secondario di competenza della Banca d'Italia e della Consob, ciascuna nell'ambito delle proprie competenze.

Il **Decreto** è in vigore dal 9 aprile 2014, salvo quanto previsto dalle disposizioni finali e transitorie che individuano il termine per l'adeguamento alla normativa attuativa della AIFMD da parte delle SGR che già svolgevano la gestione e la commercializzazione di FIA. Detto termine, inizialmente fissato al 22 luglio 2014, già prorogato al 31 dicembre 2014, è stato da ultimo differito al 30 aprile 2015.

Oltre a quanto sopra rappresentato, il Ministero dell'Economia e delle Finanze (**MEF**) ha avviato nel mese di maggio 2014 una consultazione pubblica sullo schema di regolamento attuativo del nuovo art. 39 del TUF – che sostituirà il D.M. n. 228/1999 – concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli organismi di investimento collettivo del risparmio italiani .

Infine, in data 26 giugno 2014 sono stati posti in consultazione, a cura della Banca d'Italia e della Consob, gli schemi regolamentari recanti modifiche a:

- a. "Regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob" in materia di organizzazione e controlli degli intermediari che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva;
- b. "Regolamento Intermediari" e "Regolamento Emittenti" della Consob;

- c. "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" della Banca d'Italia e disciplina del depositario (autorizzazione, compiti, obblighi e responsabilità).

Di seguito il dettaglio dei principali interventi di interesse introdotti al **TUF**:

- **Il nuovo impianto definitorio.** Tra le varie modifiche delle definizioni, si segnala:

1) l'introduzione delle nozioni di "FIA italiano" e "FIA italiano riservato", quest'ultimo inteso come il fondo comune di investimento la cui partecipazione è riservata non più alla categoria degli investitori qualificati di cui all'art.1, comma 1, lettera h), del D.M. n. 228/1999 bensì **"alla categoria degli investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39"** ;

2) la "nuova" definizione di gestione collettiva del risparmio intesa come **"il servizio che si realizza attraverso la gestione di Oicr e dei relativi rischi"**. Dette attività devono essere prestate congiuntamente. Al riguardo si segnala che rispetto al passato non sarà più possibile costituire SGR c.d. "di promozione" che svolgono cioè esclusivamente attività di amministrazione del fondo lasciando la gestione del patrimonio ad un'altra SGR c.d. "di gestione". Inoltre, dal 22 luglio 2014, cioè dalla data in cui le SGR italiane devono essere *compliant* con la nuova normativa, il modello duale SGR promotore-SGR gestore non potrà essere né più adottato né mantenuto.

- **La commercializzazione di FIA riservati.** In linea con la Direttiva, il TUF pone in capo al gestore l'obbligo di tramettere alla Consob una notifica per ciascun FIA che intende commercializzare corredata da una serie di documenti individuati. La Consob d'intesa con la Banca d'Italia se non ritiene sussistano motivi ostati comunica alla Società entro venti giorni il via libera alla commercializzazione. Inoltre, dalla data di entrata in vigore delle disposizioni attuative del Decreto, le quote dei FIA in parola potranno essere commercializzate esclusivamente nei confronti degli Investitori Professionali e delle categorie di investitori che saranno individuate dall'emanando regolamento di cui all'articolo 39 del TUF.

Per quanto concerne l'**emanando** regolamento attuativo del nuovo art. 39 del TUF – che sostituirà il D.M. n. 228/1999 – concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli organismi di investimento collettivo del risparmio italiani, si riportano di seguito i principali interventi di interesse:

- l'individuazione, come già anticipato, della categoria di investitori non professionali e delle relative condizioni;
- la possibilità di prevedere nel regolamento del FIA i casi in cui, nell'interesse dei partecipanti, il patrimonio può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio del gestore o da una società del gruppo e, inoltre, i casi in cui tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti, nel rispetto delle misure in materia di conflitti di interesse previsti sia dal Regolamento 231/2013 (attuativo dell'AIFMD) che dal Regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob, emanato ai sensi dell'articolo 6, comma 2 bis, del TUF.

UIF – ANTIRICICLAGGIO

L'Unità di Informazione finanziaria di Banca d'Italia, con comunicato del 1° dicembre 2014, ha reso noto che a seguito dell'aggiornamento della Circolare n. 140 dell'11 febbraio 1991 recante "Istruzioni relative alla classificazione economica della clientela" avvenuta il 30 settembre scorso, si è reso necessario aggiornare la tabella dei Codici sintetici di attività economica riportata nell'allegato 2 al Provvedimento UIF del 23.12.2013, Disposizioni per l'invio dei dati aggregati.

PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

Il Fondo non ha posto in essere operatività ai fini della copertura dei rischi di portafoglio.

La società di gestione non percepisce, per l'attività di gestione svolta, altri proventi diversi dalle commissioni riconosciute dagli OICR gestiti.

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

In allegato al rendiconto sono forniti i seguenti documenti:

- **Allegato 1:** relazione sul valore di mercato dei beni immobili vincolati al Fondo Immobilium 2001 alla data del 31 dicembre 2014 redatta dall' Esperto Indipendente Praxi S.p.A..
- **Allegato 2:** prospetto di flussi di cassa.
- **Allegato 3:** relazione della società di revisione Mazars S.p.A.



Spettabile

INVESTIRE IMMOBILIARE SGR S.p.A.

Via Piemonte, 38

00187 ROMA

Milano, 14 Gennaio 2015

Ns. Rif. LM/val 15.1217

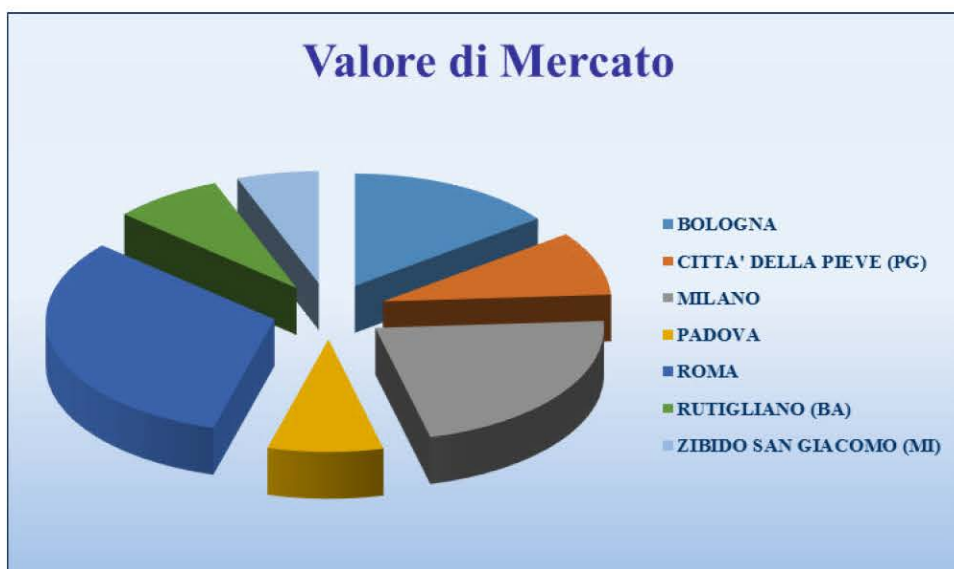
Facendo seguito all'incarico affidatoci ed in conformità con quanto disposto dal Regolamento Banca d'Italia del 08/05/2012 e s.m.i., Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafi 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti), dal DM 228 del 24/5/1999 e s.m.i. (Art. 17) e dalla Comunicazione congiunta Banca d'Italia/Consob del 29/7/2010, abbiamo effettuato, in qualità di Esperto indipendente, la valutazione del Valore di Mercato del patrimonio immobiliare in capo al **FONDO "IMMOBILIUM 2001"**, con riferimento alla data del **31 Dicembre 2014**.

La nostra attività di valutazione e la presente relazione di stima sono conformi agli standard fissati dal RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") – edizione 2014. **PRAXI Real Estate è Società di Valutazione "regulated by RICS"** [Firm n° 710985].

PATRIMONIO IMMOBILIARE

Il Fondo Immobilium 2001, è un Fondo Comune d'investimento immobiliare di tipo chiuso e destinato al pubblico, si compone di un patrimonio attualmente costituito da **n.7 complessi immobiliari** a destinazione terziaria/direzionale e logistica, di oltre **114.000 mq**, per un Valore di Mercato complessivo pari a circa **90,1 milioni di euro**, distribuiti sul territorio italiano come segue:

- Bologna, via della Liberazione 15 (Polo Uffici)
- Città Della Pieve (PG), via di Vocabolo Fornace 12
- Milano, via Grosio 10/4
- Padova, via Lisbona 28
- Roma, viale America 351
- Rutigliano (BA), via Adelfia Snc
- Zibido San Giacomo (MI), via 8 Marzo - via Salvador Allende Snc



DEFINIZIONE DI VALORE E CRITERI DI VALUTAZIONE

La valutazione ha determinato il Valore di Mercato degli immobili in oggetto.

Secondo la definizione del RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book"), per Valore di Mercato si intende l'ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, consapevole e senza coercizioni (RICS Red Book VPS4 1.2 – edizione 2014).

In relazione alle caratteristiche, alle destinazioni d'uso ed alle potenzialità di utilizzo di ciascun immobile, per la determinazione del Valore di Mercato sono stati adottati, in forma autonoma o combinati tra loro, i seguenti approcci:

– **metodo comparativo**

Il Valore dell'immobile deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.

– **metodo della capitalizzazione**

Il Valore dell'immobile deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili (attraverso un processo del tutto analogo a quello sopra descritto trattando del metodo comparativo); il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima.

– **metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

In considerazione della composizione prevalentemente terziaria e logistica del patrimonio del Fondo, le stime sono state sviluppate applicando il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF).

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, tenendo quindi conto dei contratti di locazione in essere, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfritto.

La nostra attività valutativa è stata condotta, sia dal punto di vista dei criteri estimativi che delle metodologie operative, nel rispetto delle normative vigenti e secondo le migliori prassi peritali a livello italiano ed internazionale.

ORIGINE DEI DATI UTILIZZATI NELLA STIMA

In generale, la stima è basata sui dati tecnici forniti da BSG SGR, che, in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati corretti ed aggiornati.

In particolare, abbiamo desunto dalla documentazione fornitaci e dal confronto con i Fund Manager i dati relativi:

- alle consistenze degli immobili, che, secondo quanto dichiaratoci, sono state determinate in conformità ai criteri stabiliti dalla Funzione di Property Management della SGR, che si ispirano direttamente allo "standard" proposto per il mercato italiano dal Comitato di Valutazione IPD - Investment Property Databank; si precisa che la congruità complessiva dei dati di consistenza è stata da noi verificata a campione, mediante misurazioni effettuate sulle planimetrie in formato CAD forniteci;
- ai contratti di locazione in essere (unità immobiliari interessate, canoni, scadenze, opzioni di rinnovo e/o di recesso anticipato, ecc.);
- alle previsioni progettuali relative agli immobili destinati ad interventi di trasformazione (destinazioni, tempistiche, costi e oneri professionali, ecc.);
- agli interventi di manutenzione straordinaria già programmati sugli immobili a reddito.

Derivano invece da nostre autonome analisi ed indagini i dati relativi a:

- canoni e valori di mercato, per le diverse destinazioni d'uso e zone interessate;
- costi di costruzione diretti ed indiretti (per gli interventi di trasformazione);
- prezzi finali di vendita e tempi di assorbimento del mercato, relativamente alle varie destinazioni d'uso previste nei progetti di trasformazione.

APPROCCI ESTIMATIVI

IMMOBILI A REDDITO

Per immobili a reddito si intendono gli immobili che si trovano in condizioni tali da essere in grado di generare per il proprietario un reddito locativo, senza necessità di interventi edilizi sostanziali, né di cambi di destinazione d'uso.

Gli immobili a reddito sono stati stimati attualizzando il cash-flow netto generato dai contratti di affitto in essere e/o prospettici; il prezzo di cessione finale di ciascun bene (terminal value) è stato determinato proiettando a fine periodo il canone di affitto di mercato, utilizzando un going-out cap rate che incorpora un adeguato spread, per tenere conto del rischio insito nella proiezione a lungo termine.

I **ricavi da locazione** sono stati desunti dai contratti di affitto in essere, ove esistenti, e da specifiche indagini di mercato da noi condotte nelle zone e per le tipologie interessate.

Per le unità immobiliari sfitte, e per tutte le unità i cui contratti di affitto andranno a scadere nel corso del periodo di durata del cash-flow dell'investimento, si è tenuto debitamente conto dei tempi necessari alla messa a reddito delle stesse, a condizioni di mercato (commercializzazione, periodi di "vacancy" e "step-up" ad inizio contratti, tempi correlati ad interventi di restyling, ecc.).

I **costi a carico della proprietà** (IMU e TASI, assicurazione, property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite) sono stati forniti dalla Committente o determinati in modo analitico, sulla base dei dati forniti dalla proprietà, ove disponibili, oppure di nostre autonome quantificazioni, basate sugli standard di mercato e sulle esperienze di immobili analoghi.

La **durata del cash-flow** dell'investimento è stata determinata facendo riferimento al numero di anni di un contratto di locazione ad uso diverso, solitamente 6+6, ed al tempo necessario, alla scadenza del suddetto contratto, per condurre a regime il nuovo contratto di affitto, previa rinegoziazione/negoziato a condizioni di mercato del contratto stesso, e successivamente, nel momento di massimizzazione del reddito locativo e, conseguentemente, del prezzo di vendita finale, cedere l'immobile ad un investitore "ordinario". Si precisa che la durata del cash-flow assunto a base della valutazione dell'immobile non è influenzata né subordinata alle scelte e alle decisioni di investimento della SGR, che possono coincidere o meno con l'atteggiamento dell'investitore "ordinario"; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions della presente stima si discostino da quanto contenuto nel business plan del Fondo.

TASSI DI CAPITALIZZAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE

Come sopra accennato, per le valutazioni sviluppate attraverso il metodo del DCF sono stati utilizzati opportuni tassi di capitalizzazione e di attualizzazione, che sono stati determinati sulla base dei criteri qui di seguito esposti.

Considerazioni generali in merito ai tassi

Il **tasso di capitalizzazione** corrisponde al rapporto che esiste, sul mercato, tra il rendimento locativo (affitto) ed il valore di un determinato immobile.

Di norma, nella prassi italiana si fa riferimento al rendimento lordo (il cosiddetto *cash on cash return*), cioè non si deducono dal reddito locativo le spese a carico della proprietà (imposte immobiliari, assicurazione, property management, ecc.).

Essendo comunque una grandezza che esprime il rendimento dell'investimento, il tasso di capitalizzazione implicitamente apprezza il rischio dell'investimento nell'immobile in esame, o quantomeno il rischio medio del cluster di mercato a cui l'immobile appartiene.

Il **tasso di attualizzazione** è la variabile matematica utilizzata per determinare il "valore equivalente", ad una certa data, di una grandezza economica che si genera in un differente momento temporale.

Nel caso delle operazioni immobiliari, questo tasso viene utilizzato per determinare il valore attuale dei costi e dei ricavi (*cash-flow*) previsti nell'arco dell'operazione stessa.

Il tasso di attualizzazione è stato utilizzato per riportare al momento attuale i flussi di cassa futuri che si prevede verranno generati dall'investimento immobiliare, e si costituisce di due componenti fondamentali: il rendimento di un investimento alternativo privo di rischio (tipicamente assunto pari al rendimento medio dei titoli di stato con scadenza omogenea rispetto all'orizzonte temporale di riferimento) e la remunerazione del rischio proprio dell'operazione (cioè il premio legato all'eventualità che l'investitore non riceva il flusso atteso alla data prevista). Il rischio è quindi la potenzialità che si verifichi un evento non previsto, intendendo per evento una qualsiasi significativa variazione dei risultati rispetto alle attese.

Il tasso di attualizzazione apprezza quindi il rischio specifico dell'operazione (oltre che l'andamento delle variabili macroeconomiche e finanziarie), e si differenzia quindi di caso in caso, in relazione alla natura, ubicazione, dimensione, ecc. dell'investimento immobiliare in esame.

In realtà, fra i due tassi esiste un rapporto diretto, tanto è vero che, (a parità di altre variabili ed a condizione che entrambi i procedimenti vengono correttamente sviluppati), la stima del Valore di Mercato di un immobile a reddito elaborata tramite la capitalizzazione diretta (cioè utilizzando il *tasso di capitalizzazione*) oppure tramite il DCF (cioè utilizzando il *tasso di attualizzazione*) dovrebbe condurre al medesimo risultato.

Variabili macroeconomiche e finanziarie di riferimento

Tra i fattori che concorrono a determinare, al punto di vista dell'investitore, la soglia di rendimento accettabile rispetto al rischio correlato alla acquisizione di un immobile, vi sono, oltre ai fattori specifici e caratteristici già esaminati, anche variabili di natura macroeconomica e finanziaria:

- Andamento prospettico dell'inflazione.
- Rendimento dei Titoli di Stato di durata analoga a quella dell'investimento immobiliare (convenzionalmente considerati come "risk free").
- Illiquidità caratteristica degli investimenti immobiliari.
- Costo del denaro, composto da un indicatore proprio dei mercati interbancari (Euribor o EurIRS) e dallo spread mediamente applicato dalle banche per il finanziamento delle operazioni di investimento immobiliare.
- Rapporto tra equity (capitale proprio dell'investitore) e debito (capitale chiesto in prestito ai finanziatori).

Le variabili macroeconomiche sono tratte dalle previsioni formulate da Consensus Economics (uno tra i principali Centri di ricerche economiche e finanziarie mondiali) e pubblicate sul numero di Ottobre 2014 di Consensus Forecast, da cui è tratta la tabella che segue.

Italy												
* % change over previous year	Historical				Consensus Forecasts							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2024 ¹	
Gross Domestic Product*	1.7	0.4	-2.4	-1.9	-0.3	0.5	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	
Household Consumption*	1.5	-0.3	-4.0	-2.6	0.1	0.5	0.8	1.0	1.0	1.0	1.2	
Gross Fixed Investment*	0.6	-2.2	-8.0	-4.7	-1.7	0.4	1.6	1.9	2.0	1.9	1.7	
Industrial Production*	6.8	1.2	-6.5	-3.1	-0.4	0.8	1.6	1.9	1.9	1.9	2.3	
Consumer Prices*	1.5	2.8	3.0	1.2	0.2	0.6	1.2	1.5	1.6	2.0	1.9	
Current Account Balance (Euro bn)	-52.6	-47.2	-4.6	15.5	22.5	23.8	17.3	12.6	10.1	3.7	-2.0	
10 Year Treasury Bond Yield, % ²	4.9	7.0	4.5	4.1	2.5 ³	2.7 ⁴	3.1	3.8	4.2	4.3	4.7	

La **componente risk-free del rendimento immobiliare** corrisponde al rendimento previsionale dei Titoli di Stato: **4,2%**.

L'**inflazione** media prevista per il prossimo decennio è pari all'**1,6% annuo**.

Utile dell'imprenditore (investitore)

In conformità con gli standard estimativi internazionali e secondo le consolidate *best practices* del mercato italiano, questo approccio estimativo considera la remunerazione dei capitali investiti all'interno del tasso di attualizzazione: la remunerazione prevista per l'equity corrisponde al tasso di rendimento (IRR) per l'investitore, mentre il tasso complessivo (che deriva dalla media ponderata tra la remunerazione dell'equity ed il costo del debito) corrisponde all'IRR dell'investimento.

Rendimenti di mercato

In linea teorica, il rendimento di un investimento immobiliare incorpora implicitamente due fattori:

- la componente risk-free
- la componente di premio al rischio specifica dell'investimento immobiliare di cui si tratta.

Va opportunamente precisato che, nell'approccio valutativo adottato da Praxi, il rendimento immobiliare viene ricavato direttamente da una indagine di mercato, estesa all'intero territorio nazionale e riferita alle principali tipologie: uffici e negozi tradizionali; ricettivo; grande distribuzione; leisure and entertainment; produttivo.

Per ciascuna tipologia viene determinato il range di oscillazione del rendimento lordo, con riferimento ad un best case e ad un worst case; all'interno di tale intervallo, il tasso di capitalizzazione dell'immobile in esame viene determinato sulla base della sua situazione e condizione specifica, con riferimento a:

- situazione locativa (qualità e numero degli inquilini, condizioni e clausole dei contratti di affitto, rischio sfritto)
- fattori estrinseci (validità della localizzazione, a livello nazionale e locale, e trend del mercato di riferimento)
- fattori intrinseci (qualità e stato manutentivo, fungibilità, flessibilità, taglio dimensionale).

Da quanto sopra esposto, risulta evidente che il nostro approccio non adotta una metodologia WACC per la determinazione del tasso di attualizzazione del DCF.

E' comunque possibile risalire a ritroso alla remunerazione dell'equity investito, sulla base della leva finanziaria e del costo del finanziamento di un investimento immobiliare standard che abbiamo rilevato dal mercato.

Il risultato di questo calcolo a ritroso è esposto nello sviluppo della valutazione, immediatamente sotto al "tachimetro", che evidenzia visivamente il grado di rischio attribuito all'immobile oggetto di stima, rispetto al range del segmento immobiliare cui l'immobile stesso appartiene.

PRECISAZIONI E ASSUMPTIONS

□ La strategia di investimento del Fondo Immobilium 2001 è orientata verso la gestione e la valorizzazione di un portafoglio, che comprende immobili prevalentemente a reddito, tramite interventi di messa a reddito/incremento del reddito locativo.

□ Come già precisato, le consistenze immobiliari sono state determinate secondo i criteri stabiliti dalla Funzione di Property Management della SGR, e corrispondono sostanzialmente alla GLA - Gross Lettable Area, come internazionalmente definita.

Per lo sviluppo della stima abbiamo quindi determinato la superficie virtuale degli immobili, attribuendo alle diverse tipologie di superficie una ponderazione rappresentativa del loro pregio immobiliare.

In particolare, gli spazi accessori sono stati virtualizzati, in proporzione sia alla loro collocazione/consistenza/quantità all'interno dell'immobile sia alle superfici ed alle destinazioni degli spazi principali nonché ai parametri assegnati agli stessi, come segue:

• servizi/box	50%÷70%
• archivi/magazzini/depositi	25%÷70%
• soppalchi	50%÷70%
• terrazzi e balconi	5%÷30%
• connettivi verticale e orizzontale, locali tecnologici, ecc.	0%
• posti auto coperti/autorimesse	30%÷80%
• posti auto scoperti	20%÷35%
• posti moto	5%÷10%

□ Per gli immobili a reddito, vengono riportati nel foglio "DCF" dello sviluppo valutativo allegato alcuni indicatori significativi, oltre al Valore di Mercato ed alla quota di sfritto, utili alla interpretazione sintetica dei risultati della valutazione:

- Canone attuale, che corrisponde al Canone annuo generato complessivamente dai contratti di locazione in essere.
- Rendimento attuale, che costituisce la redditività dei contratti di locazione in essere, rispetto al Valore di Mercato delle unità attualmente locate.
- Canone di Mercato, che rappresenta il Canone Locativo di Mercato totale dell'immobile, secondo i parametri determinati dalla stima.
- Rendimento di mercato, che coincide con il *cap rate* dell'immobile.
- Capex, che riguarda l'ammontare complessivo degli interventi iniziali di ripristino/ristrutturazione previsti a carico della proprietà, comprensivi degli investimenti programmati nel corso degli anni dalla proprietà stessa.
- Reversionary yield (rapporto tra il Canone Locativo di Mercato ed il Valore di Mercato, più l'eventuale CAPEX iniziale, determinati dalla stima), che corrisponde al rendimento teoricamente ottenibile da un investitore che acquistasse l'immobile ad un prezzo equivalente al Valore di stima e ottenesse di metterlo interamente a reddito, a condizioni equivalenti al Canone di Mercato stimato.

METODOLOGIA DI LAVORO

La nostra attività ha riguardato la determinazione del Valore di Mercato degli immobili in portafoglio al Fondo Immobilium 2001 e, in conformità all'incarico affidatoci, non ha compreso attività di due diligence e rilievo, né accessi presso Uffici pubblici per verifiche edilizie, catastali, ecc.

A supporto della valutazione si è perciò assunta la documentazione tecnica fornitaci dalla proprietà, da cui, in particolare, abbiamo rilevato le consistenze e le destinazioni d'uso, senza effettuare alcuna ulteriore verifica.

La nostra attività di stima è stata condotta sulla base delle risultanze di sopralluoghi diretti presso gli immobili, effettuati nel mese di Maggio 2014, al fine di prendere visione delle caratteristiche generali dei beni e del contesto urbano e territoriale in cui essi sono inseriti.

Abbiamo inoltre effettuato specifiche indagini di mercato nelle zone interessate, coinvolgendo intermediari ed operatori del settore immobiliare e verificando, ove possibile, anche casi di transazioni recenti; tali informazioni hanno integrato ed aggiornato la banca dati sul mercato immobiliare già in possesso della nostra Società.

VARIAZIONI INTERVENUTE RISPETTO ALLA PRECEDENTE VALUTAZIONE

Rispetto al semestre precedente, i Valori di Mercato si attestano su livelli leggermente inferiori (in media di alcuni punti percentuali, a parità di condizioni); tra i fattori che hanno prodotto questo andamento, sono da evidenziare:

- l'aumento dei costi a carico della proprietà dovuti dall'introduzione della tassazione sulla proprietà immobiliare "TASI";
- l'ulteriore allungamento dei tempi di vendita e di locazione, che penalizza il flusso dei ricavi attesi per le unità sfitte;
- la necessità di prevedere agevolazioni contrattuali (periodi di free rent, *step-up*, ecc.) e/o lavori di ripristino e personalizzazione degli ambienti, per "conquistare" nuovi inquilini, in uno scenario di mercato dove l'offerta è sempre sovrabbondante e la domanda, al contrario, rimane piuttosto scarsa e molto selettiva;
- il fenomeno della rinegoziazione anticipata dei contratti di locazione in essere, che erode la redditività degli immobili affittati, e che accresce in generale il rischio locativo.

Per quanto riguarda i tassi, si rileva sul mercato una sostanziale stabilità dei cap rate, nonostante la sensibile diminuzione del rendimento dei Titoli di Stato ed il leggero miglioramento anche delle condizioni di accesso al finanziamento bancario; grazie a questo fenomeno, si registra un certo recupero di competitività dell'investimento immobiliare, rispetto a forme di investimento alternative.

GRUPPO DI LAVORO

La presente valutazione è stata coordinata e supervisionata da:

- Antonio GAMBÀ (Amministratore di Praxi S.p.A., iscritto all'Albo degli Ingegneri di Milano al n° 8913 dal 1966) - Responsabile del coordinamento e supervisione del gruppo di lavoro
- Maurizio NEGRI, MRICS – *Responsabile scientifico del Progetto*
- Massimo MAESTRI, MRICS – *Client Leader*
- Luca MORASSI – *Project Leader*

ed elaborata da:

- Luca MORASSI
- Centro Studi PRAXI Real Estate

L'editing è stato curato dal team di back-office della Sede PRAXI di Milano.

VARIAZIONI INTERVENUTE RISPETTO ALLA PRECEDENTE VALUTAZIONE

Premesso che nel presente aggiornamento semestrale della stima relativo agli immobili in capo al Fondo Immobiliare in questione, si è tenuto conto sia dei fattori di natura macroeconomica e finanziaria che caratterizzano in senso negativo, così come avvenuto nel 2012 e nel 2013, lo scenario del 2014, sia dei fattori di ordine specifico caratteristici degli immobili in esame, prevalentemente determinati dall'aggiornamento Istat dei canoni di locazione, dall'introduzione della TASI e dalla negoziazione con i Conduttori di alcuni contratti in essere, si rileva che l'aggiornamento registra una flessione **(-8,83%)** rispetto al Valore di Mercato al 30 Giugno 2014.

Indirizzo	Variazione Dicembre 2014 Giugno 2014
Bologna, via della Liberazione 15	-4,86%
Città della Pieve (PG) - via di Vocabolo Fornace 12	-22,82%
Milano, via Grosio 10/4	-1,82%
Padova, via Lisbona 28	-6,25%
Roma, viale America 351	-0,21%
Rutigliano (BA), via Adelfia snc	-33,24%
Zibido San Giacomo (MI)	-2,24%
TOTALE	-8,83%

CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base di quanto riportato in precedenza, è nostra opinione che il Valore di Mercato degli immobili in capo al FONDO IMMOBILIUM 2001, con riferimento al 31 Dicembre 2014, sia pari a:

€ 90.100.000,00 (euro novantamilionicentomila/00).

Indirizzo	Valore di Mercato
Bologna, via della Liberazione 15	€ 13.320.000
Città della Pieve (PG) - via di Vocabolo Fornace 12	€ 8.320.000
Milano, via Grosio 10/4	€ 19.930.000
Padova, via Lisbona 28	€ 7.350.000
Roma, viale America 351	€ 28.940.000
Rutigliano (BA), via Adelfia snc	€ 7.010.000
Zibido San Giacomo (MI)	€ 5.230.000
TOTALE	€ 90.100.000

Nell'allegata Relazione di Stima sono descritti analiticamente gli immobili e i procedimenti di valutazione adottati.

Restando a disposizione per ogni chiarimento, ci è gradita l'occasione per porgere distinti saluti.

PRAXI S.p.A.
Un Amministratore

Ing. Antonio Gamba



Fondo Immobiliarium 2001

Prospetto dei flussi di cassa

Allegato 2**2014****2013****A. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA' E DEPOSITI BANCARI
- Valore Iniziale -****208.792****9.770.838****B. FLUSSO MONETARIO DA (PER) ATTIVITA' DI ESERCIZIO**

Utile (Perdita) dell'esercizio	(5.997.953)	(447.665)
(Plusvalenza)/Minusvalenza da valutazione immobili	8.730.000	1.717.022
Ammortamento cespiti		
(Plusvalenza)/Minusvalenza da valutazionepartecipazione	(632.132)	360.961
Rilascio fondi e passività	(126.583)	

Risultato dell'attività di esercizio prima delle variazioni del capitale circolante **1.973.332** **1.630.318**

(Aumento) Diminuzione dei crediti vs clienti incluso utilizzo fondo svalut.crediti	618.955	(973.168)
Aumento (Diminuzione) dei debiti vs fornitori e provvigioni passive	(353.019)	(3.128.191)
Variazione di altre voci delle Altre Attività	(45.733)	476.330
Variazione di altre voci delle Altre Passività	11.859	23.811

Totale B. **2.205.394** **- 1.970.899****C. FLUSSO MONETARIO DA (PER) ATTIVITA' DI INVESTIMENTO**

(Investimenti) Disinvestimenti in immobilizzazioni:

Immateriali e Materiali		
Investimenti Immobiliari		(1.157.022)
Disinvestimenti Immobiliari		
Finanziarie		
Partecipazioni	3.000.000	(4.500.000)

Totale C. **3.000.000** **- 5.657.022****D. FLUSSO MONETARIO DA (PER) ATTIVITA' FINANZIARIE E DI
PATRIMONIO NETTO:**

Rimborso finanziamenti	(1.558.735)	(1.934.124)
Finanziamenti ricevuti		
Rimborso quote	(1.950.000)	
Distribuzione di utili		

Totale D. **(3.508.735)** **(1.934.124)****E. FLUSSO MONETARIO DEL PERIODO (B+C+D)** **1.696.659** **(9.562.046)****F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA' E DEPOSITI BANCARI
-Valore Finale-****1.905.451****208.792**

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE
CHIUSO “IMMOBILIUM 2001”

31 DICEMBRE 2014

Relazione della società di revisione

Investire Immobiliare S.p.A. SGR
(incorporante di Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR)

Rendiconto annuale della Gestione
al 31 dicembre 2014

Relazione della società di revisione
ai sensi dell'art.14 del D.Lgs 27 gennaio 2010, n° 39 e
dell'art. 9 del D.Lgs 24 febbraio 1998, n° 58

Data emissione rapporto

: 13 marzo 2015

Numero rapporto:

: RVC/AFB/vmh – RC001802014MZ0453



Relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 14 del D.Lgs. 27/1/2010, n. 39 e dell'art. 9 del D.Lgs. 24/2/1998, n. 58

Ai Partecipanti al
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "IMMOBILIUM 2001"

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "IMMOBILIUM 2001", costituito dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 Maggio 2012 e successive modifiche compete agli amministratori della società Investire Immobiliare S.p.A. SGR. È nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto della gestione e basato sulla revisione contabile.

2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il rendiconto della gestione sia viziato da errori significativi e se i risultati, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel rendiconto della gestione, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al rendiconto della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 4 marzo 2014.

3. A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "IMMOBILIUM 2001" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 è conforme al Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 Maggio 2012 e successive modifiche; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale ed il risultato del Fondo per l'esercizio chiuso a tale data.

4. Come descritto nel rendiconto della gestione, in data 19 dicembre 2014 si è perfezionata l'operazione di fusione per incorporazione di Polaris Real Estate SGR S.p.A. (Incorporata) e Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR (Incorporata) in Investire Immobiliare SGR S.p.A. (Incorporante). La fusione ha avuto effetto a decorrere dal 1° gennaio 2015 e, da tale data, l'Incorporante Investire Immobiliare SGR S.p.A. è

MAZARS SPA

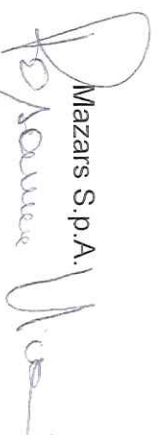
SEDE LEGALE: CORSO DI PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO
TEL: +39 02 58 20 10 - FAX: +39 02 58 20 14 03 - www.mazars.it
SPA - CAPITALE SOCIALE € 1.000.000,00 I.V.
REG. IMP. MILANO E COD. FISC. /P. IVA N. 03099110177 - REA DI MILANO 2027292
ISCRITTA AL REGISTRO DEI REVISORI LEGALI AL N. 41306 CON D.M. DEL 12/04/1995 G.U. N. 31/BIS DEL 21/04/1995
UFFICI IN ITALIA: BARI - BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - PALERMO - ROMA - TORINO

subentrata, ai sensi dell'articolo 2504 bis c.c., in tutto il patrimonio attivo e passivo delle società incorporate, inclusa la gestione dei fondi immobiliari, nonché, in tutti i diritti, le ragioni, le azioni giudiziarie, i crediti e i debiti, gli obblighi, i contratti ed impegni di qualsiasi natura, sia di fronte ai privati come nei confronti di tutte le pubbliche amministrazioni, anche comunali. Contestualmente all'efficacia della fusione sono cessati dalle cariche e dalle relative mansioni e facoltà gli organi amministrativi e gli organi di controllo delle incorporate.

Con riferimento alla revisione legale dei conti della Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR e dei rendiconti annuali dei fondi da essa gestiti fino al 31 dicembre 2014, Mazars S.p.A., come anche indicato dagli amministratori della Investire Immobiliare SGR S.p.A., ha continuato a svolgere le proprie funzioni al solo fine di esprimere il giudizio sui dati contabili al 31 dicembre 2014 relativi al bilancio d'esercizio della Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR (oggi incorporata in Investire Immobiliare SGR S.p.A) ed ai rendiconti annuali dei Fondi gestiti dalla stessa società.

5. La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori, in conformità a quanto previsto dal Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 Maggio 2012 e successive modifiche, compete agli amministratori della Investire Immobiliare S.p.A. SGR. È di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto della gestione, come richiesto dalla legge. A tal fine abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n° 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "IMMOBILIUM 2001" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014.

Milano, 13 marzo 2015



Mazars S.p.A.
Rosanna Vicari
Socio - Revisore Legale