



**cordeasavills**



**Cordea Savills SGR S.p.A.  
Pan European Property Fund**

**RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2014**

Fondo Comune di Investimento Immobiliare  
riservato a Investitori Qualificati denominato

"PAN-EUROPEAN PROPERTY FUND  
Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso"

*[pagina lasciata intenzionalmente bianca]*

# Indice

---

<b>1. Relazione degli amministratori.....</b>	<b>5</b>
1.1 Premessa.....	5
1.2 Dati descrittivi del Fondo dal collocamento al 31 dicembre 2014.....	5
1.3 Analisi del mercato.....	5
1.3.1 Contesto macroeconomico.....	5
1.3.2 Analisi del mercato immobiliare europeo.....	8
1.4 Politiche di investimento del Fondo.....	14
1.5 Andamento della gestione del Fondo.....	14
1.5.1 La gestione immobiliare.....	15
1.5.2 Il processo di valutazione degli immobili.....	18
1.5.3 La situazione locativa.....	23
1.5.4 Finanziamenti e strumenti derivati di copertura.....	24
1.5.5 Gestione cambi.....	26
1.5.6 Gestione finanziaria - depositi bancari e disponibilità liquide.....	26
1.6 Eventi Successivi ed evoluzione prevedibile della gestione.....	27
1.7 Altre informazioni.....	28
1.8 Delibera del Consiglio di Amministrazione.....	30
<b>2. Situazione Patrimoniale.....</b>	<b>33</b>
<b>3. Situazione Reddittuale.....</b>	<b>35</b>
<b>4. Nota Integrativa.....</b>	<b>37</b>
<b>Parte A – Andamento del valore della quota.....</b>	<b>37</b>
<b>Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto.....</b>	<b>41</b>
Sezione I – Criteri di valutazione.....	41
Sezione II – Le attività.....	43
Sezione III – Le passività.....	55
Sezione IV – Il valore complessivo netto.....	57
Sezione V – Altri dati patrimoniali.....	57
<b>Parte C – Il risultato economico dell’esercizio.....</b>	<b>59</b>
Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari.....	59
Sezione II – Beni Immobili.....	60
Sezione III – Risultato della gestione crediti.....	60
Sezione IV – Depositi bancari.....	61
Sezione V – Altri beni.....	61
Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari.....	61
Sezione VII – Oneri di gestione.....	63
Sezione VIII – Altri ricavi e oneri.....	63
Sezione IX – Imposte.....	63
<b>Parte D Altre Informazioni.....</b>	<b>64</b>
<b>5. Schede analitiche degli immobili in portafoglio.....</b>	<b>65</b>



# 1. Relazione degli amministratori

## 1.1 Premessa

Il Rendiconto di Gestione è stato redatto in conformità alla normativa e alle disposizioni emanate con Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 "Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio" e si compone della presente Relazione degli Amministratori, di una Situazione Patrimoniale, di una Situazione Reddittuale e della Nota Integrativa.

Tutti gli importi indicati sono espressi in unità di Euro, senza cifre decimali, se non diversamente specificato. Il valore della quota viene invece calcolato in millesimi di Euro.

L'esercizio contabile ha durata annuale e si chiude il 31 dicembre di ogni anno.

## 1.2 Dati descrittivi del Fondo dal collocamento al 31 dicembre 2014

Il "Pan-European Property Fund – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso" (di seguito il "Fondo") è un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso riservato a Investitori Qualificati (come definiti nel Regolamento di gestione del Fondo), istituito e gestito da Cordea Savills Società di Gestione del Risparmio S.p.A. (di seguito la "SGR"), società appartenente al Gruppo inglese Savills Plc.

Il Fondo ha iniziato la propria operatività in data 18 maggio 2007. La durata del Fondo è fissata in otto anni con scadenza il 31 dicembre del 2015.

Ai sensi dell'art. 2.2 del Regolamento di gestione del Fondo, la Società di Gestione, con delibera motivata dell'organo amministrativo e con parere conforme dell'organo di controllo, può, prima della scadenza del Fondo, deliberare una proroga non superiore a tre anni della durata del Fondo medesimo per il completamento dello smobilizzo degli investimenti in portafoglio.

Dalla delibera deve risultare che:

- l'attività di smobilizzo del portafoglio è stata già avviata, con l'indicazione dell'ammontare disinvestito e/o rimborsato fino alla data della delibera;
- oggettive condizioni di mercato, indicate puntualmente e non riferite solo alla specifica situazione dei beni oggetto di investimento, rendono impossibile il completamento della vendita degli assets nei tempi previsti senza incorrere in gravi perdite che possono compromettere il rendimento finale del Fondo.

La delibera deve contenere altresì il piano di smobilizzo degli investimenti dal quale risultano i tempi e le modalità dell'attività di vendita dei residui beni in portafoglio.

Il primo periodo di sottoscrizione ha avuto termine il 18 marzo 2008. A tale data tutti gli impegni risultavano richiamati ed integralmente versati, con contestuale emissione delle relative quote. Ad oggi le quote del Fondo in circolazione sono pari a n. 348, tutte del valore nominale di Euro 250.000 ciascuna.

## 1.3 Analisi del mercato

### 1.3.1 Contesto macroeconomico<sup>1</sup>

L'attività economica ha accelerato nettamente negli Stati Uniti, crescendo oltre le attese. Le prospettive a breve e a medio termine per l'economia mondiale restano tuttavia incerte, per la persistente debolezza nell'area dell'euro e in Giappone, per il prolungarsi del rallentamento in Cina e per la brusca frenata in Russia. La forte caduta del prezzo del petrolio, determinata sia dall'ampliamento dell'offerta sia dalla debolezza della domanda, può contribuire a sostenere la crescita, ma non è priva di rischi per la stabilità finanziaria dei paesi esportatori. La volatilità sui mercati finanziari nell'area dell'euro è aumentata dopo l'indizione, per la fine di gennaio, delle elezioni politiche in Grecia: le possibili ripercussioni di eventuali mutamenti negli orientamenti delle politiche

<sup>1</sup> Fonte: Bollettino Banca d'Italia n.1 del Gennaio 2014; Ricerca Cordea Savills su fonti varie

economiche e nella gestione del debito pubblico del paese alimentano le preoccupazioni per la coesione dell'area. I tassi d'interesse sui titoli greci a tre anni hanno superato il 15 per cento; a una flessione delle borse europee si è accompagnata una sostanziale stabilità dei premi per il rischio dei titoli di Stato nei paesi periferici, verosimilmente per effetto del consolidarsi delle attese di ulteriori misure di politica monetaria da parte della BCE.

La crescita economica nell'area dell'euro rimane modesta. In dicembre l'inflazione al consumo è scesa su valori negativi, per la prima volta da ottobre del 2009. Le due operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine condotte in settembre e in dicembre hanno determinato solo un modesto ampliamento del bilancio dell'Eurosistema, che il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea intende aumentare ulteriormente per contrastare i rischi connessi con un periodo eccessivamente prolungato di bassa inflazione. Nel terzo trimestre del 2014 il PIL dell'area è cresciuto dello 0,2 per cento, sostenuto dal rialzo dei consumi.

In Italia i consumi hanno ripreso a crescere in misura contenuta (0,1 per cento nel terzo trimestre), in linea con l'andamento del reddito disponibile sostenuto dalle misure adottate dal Governo. Il loro contributo alla crescita dell'economia è stato controbilanciato dalla flessione degli investimenti (-0,1 per cento), frenati dagli ampi margini di capacità inutilizzata, dall'elevata incertezza sulle prospettive della domanda e dalle difficoltà dell'edilizia.

Nel terzo trimestre le esportazioni in volume di beni e servizi hanno rallentato, crescendo dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente (1,3 nel secondo trimestre); le vendite di beni sono aumentate (0,5 per cento), quelle di servizi si sono contratte (-0,8 per cento). Alla sostanziale stagnazione delle esportazioni di beni sui mercati della UE si è contrapposto un aumento delle vendite sugli altri mercati. I settori trainanti sono stati quelli dei mezzi di trasporto, dell'elettronica e della farmaceutica, il più dinamico negli ultimi anni; il comparto della meccanica ha fornito un contributo modesto.

Nel terzo trimestre del 2014 il numero di occupati è aumentato dello 0,2 per cento rispetto al trimestre precedente e, dopo nove mesi di sostanziale stagnazione, il monte ore lavorato è tornato a crescere. Tale dinamica non si è però tradotta in una riduzione del tasso di disoccupazione (12,8 per cento rispetto a 12,6 del periodo precedente), a causa dell'incremento dell'offerta di lavoro.

Nei mesi finali del 2014 l'inflazione al consumo è rimasta su valori estremamente bassi, tornando appena negativa in dicembre (-0,1 per cento). La debolezza del quadro inflazionistico discende sia dalla dinamica negativa della componente energetica sia dalla persistente moderazione delle componenti di fondo. Le pressioni provenienti dai prezzi all'origine restano contenute. Resta elevato il rischio di un periodo prolungato di bassa inflazione, acuito dall'intensificarsi della flessione dei prezzi del petrolio.

Il declassamento del rating del debito italiano da parte di Standard & Poor's (da BBB a BBB-), avvenuto in dicembre, motivato soprattutto dalle incerte prospettive di crescita del Paese e dai rischi al ribasso per l'inflazione, non ha avuto ripercussioni sui rendimenti dei titoli di Stato, che hanno beneficiato anche delle attese di ulteriori interventi della BCE a sostegno della stabilità dei prezzi. I rendimenti dei titoli di Stato non hanno finora risentito degli sviluppi politici in Grecia, pur registrando un aumento della volatilità; hanno inoltre beneficiato delle attese di interventi espansivi da parte della BCE. Nel complesso dalla fine di settembre lo spread tra i titoli di Stato italiani a dieci anni e il corrispondente Bund tedesco è rimasto invariato a 139 punti; nello stesso periodo il rendimento del titolo italiano si è ridotto di 45 punti base, all'1,88 per cento. Nello stesso periodo i premi sui CDS delle maggiori banche italiane sono aumentati di 33 punti base, a 165 punti; anche i premi sui CDS delle principali banche francesi sono saliti, seppur in misura più contenuta (a 80 punti base), mentre quelli degli intermediari tedeschi sono rimasti stabili.

Sulla base dei dati disponibili si può valutare che l'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche sia rimasto per il terzo anno consecutivo su livelli prossimi al 3 per cento del prodotto, nonostante il protrarsi della recessione. Nelle previsioni ufficiali, che tengono conto della legge di stabilità per il 2015 approvata in dicembre dal Parlamento, nell'anno in corso l'indebitamento netto scenderebbe dal 3,0 al 2,6 per cento del prodotto interno lordo.

Le proiezioni prefigurano un graduale ritorno alla crescita in Italia nel 2015 e una più robusta espansione nel 2016. L'attività economica sarebbe sostenuta dall'orientamento espansivo della politica monetaria e dalle misure disposte nella legge di stabilità, che riducono il cuneo fiscale;

beneficerebbe inoltre della graduale accelerazione degli scambi internazionali, del deprezzamento del cambio e della flessione del prezzo del petrolio. La ripresa sarebbe tuttavia frenata da un andamento ancora debole degli investimenti e presenterebbe elementi di fragilità, connessi con le prospettive di crescita tuttora modeste nell'area dell'euro e in alcune economie emergenti.

### 1.3.2 Analisi del mercato immobiliare europeo<sup>2</sup>

#### Italia

Il PIL italiano si è contratto nel corso del 2014, registrando una riduzione dello 0,2% nel secondo trimestre 2014, dello 0,1% nel terzo trimestre 2014 e, secondo le ultime previsioni, dello 0,4% nel quarto trimestre 2014. Tuttavia, vi sono previsioni di crescita già per l'inizio del 2015 (+0,4% nel 2015 e +1% nel 2016).

La domanda interna è debole e rimarrà ridotta nel breve periodo. Gli investimenti sono frenati dal limitato utilizzo della capacità produttiva e dall'outlook negativo. Si prevede una crescita dei consumi per via della riduzione dei prezzi del petrolio e della bassa inflazione, attenuata tuttavia dall'alto tasso di disoccupazione e dalla ridotta crescita dei salari. Il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 13,9% della popolazione attiva e la disoccupazione giovanile ha toccato un livello record (43,9%). Il Jobs Act, recentemente approvato anche dal Senato, ha l'obiettivo di rendere più dinamico e flessibile il mercato del lavoro e aumentare l'occupazione.

La svalutazione dell'Euro degli ultimi sei mesi fungerà da volano per le esportazioni verso i paesi fuori dall'Eurozona, ma i problemi di competitività delle aziende italiane sono ancora rilevanti.

Il mercato immobiliare italiano ha registrato un buon andamento nel corso del 2014, positivamente influenzato dal rinnovato interesse proveniente dagli investitori internazionali. Si è assistito a un incremento dei volumi di investimento, pari a Euro 1,7 miliardi nell'ultimo trimestre 2014, il più alto volume trimestrale registrato dal 2008. Il volume totale degli investimenti nel 2014 è stato pari a Euro 4,5 miliardi (Euro 4,2 miliardi nel 2013).

I risultati degli stress test condotti dalla BCE, le recenti modifiche al regime dei REIT italiani introdotte dal decreto "Sblocca-Italia", la minore stretta sul credito e la maggiore fiducia degli investitori nel mercato alimentano le attese di ulteriore incremento del volume degli investimenti nel 2015.

#### Regno Unito

Nel corso del quarto trimestre 2014 l'economia del Regno Unito ha registrato una crescita dello 0,5% rallentando leggermente rispetto al terzo trimestre 2014 in cui si era registrato un incremento sul trimestre precedente dello 0,7%. Le attese di crescita economica nel 2015 sono negativamente influenzate dal generale rallentamento dell'Eurozona, dai timori di deflazione e dall'incertezza geopolitica del periodo.

Per quanto riguarda il mercato immobiliare, la domanda di spazi ad uso uffici rimane forte nella City e nel centro di Londra mentre il tasso di sfritto è sceso nel quarto trimestre 2014 al di sotto della media decennale. Il trend positivo è supportato anche da prospettive incoraggianti nel mercato occupazionale e da una dinamica favorevole nel mercato delle locazioni; l'occupazione di spazi ad uso ufficio, secondo Knight Frank, ha raggiunto il livello più alto degli ultimi quattro anni.

Nei centri urbani regionali si osserva una scarsità di spazi di grado A che potrebbe portare ad una fase di nuovi sviluppi.

Per quanto riguarda il settore retail i tassi di sfritto rimangono molto contenuti nelle location principali mentre nelle location secondarie mancano ancora concreti segnali di ripresa. La positiva dinamica occupazionale dovrebbe portare comunque ad un miglioramento complessivo delle prospettive per il settore commerciale.

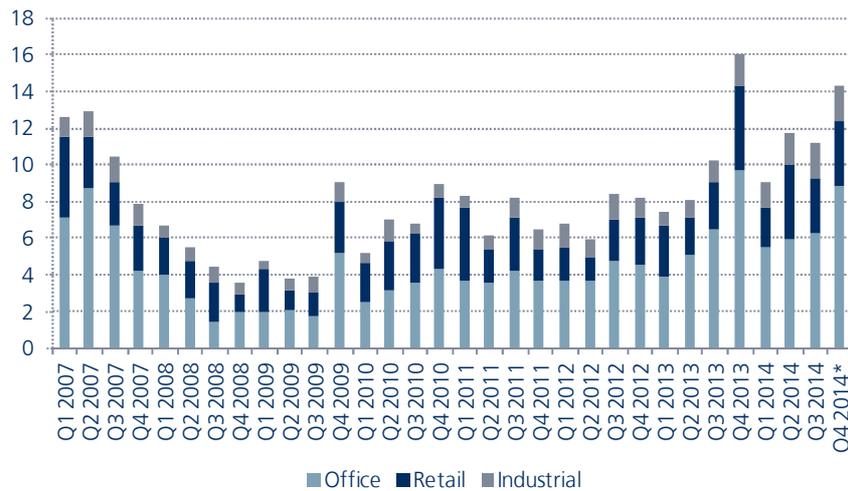
I canoni relativi agli uffici *prime* sono aumentati nel quarto trimestre 2014 nelle aree di maggiore importanza mentre i canoni per spazi retail sono rimasti stabili così come quelli relativi a spazi ad uso industriale (ad eccezione di Londra, in cui si è rilevato un aumento rispetto al terzo trimestre 2014 del 2%). Le previsioni di crescita dei canoni di mercato, relative agli uffici, al retail e all'industria sono positive per il periodo 2015-2019.

Dal punto di vista delle transazioni immobiliari, i dati di Real Capital Analytics evidenziano un volume d'investimenti pari a GBP 14,4 miliardi nel Regno Unito nel quarto trimestre 2014, più del 50% riferiti a uffici.

---

<sup>2</sup> Fonte: Ricerca Cordea Savills su fonti varie

## Volume investimenti immobiliari nel Regno Unito (in miliardi di sterline)



Fonte: Real Capital Analytics

## Germania

L'economia tedesca continua la sua progressione positiva registrando una crescita dello 0,9% nel quarto trimestre 2014; anche le prospettive di crescita per il futuro sono incoraggianti con una previsione del PIL in aumento dell'1,4% nel 2015 e dell'1,8% nel 2016.

Il tasso di disoccupazione è sceso al 6,4% a dicembre 2014 mentre l'inflazione annuale si è mantenuta bassa allo 0,1% (-0,2% nell'Eurozona).

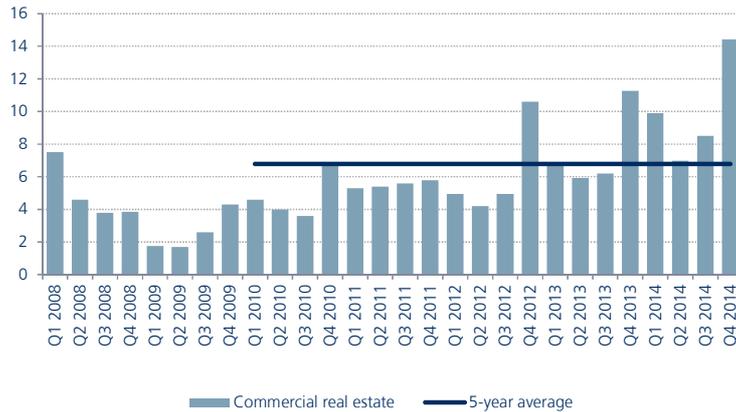
Secondo Jones Lang Lasalle, nel 2014 la domanda di spazi a uso uffici è complessivamente aumentata del 3% rispetto all'anno precedente, ma in modo disomogeneo da regione a regione. Per il settore commerciale, invece, Jones Lang Lasalle riporta nuove locazioni di spazi ad uso retail in aumento del 20% rispetto all'anno precedente. Una dinamica simile si è registrata per gli spazi ad uso logistico-industriale (5,6 milioni di metri quadri locati, il secondo più alto volume mai registrato).

Più dell'80% dei nuovi sviluppi completati nel 2014 sono stati affittati, trattandosi per la maggior parte di casi di *forward commitment*. I tassi di sfritto si sono ridotti nel 2014 ma potrebbero aumentare nel 2015 in vista del completamento di altri progetti.

Continua a ridursi la disponibilità di spazi commerciali nelle principali vie dello shopping e nei migliori centri commerciali e la disponibilità di spazi a uso logistico-industriale nelle zone con posizionamento più favorevole. I canoni di mercato sono aumentati dello 0,6% nel 2014 e vi sono delle attese di crescita anche nel 2015.

Complessivamente, l'attività di investimento è aumentata del 32% rispetto al 2013, con transazioni pari a Euro 14,4 miliardi solo nel quarto trimestre 2014 (più di un terzo del totale registrato nell'anno, pari a Euro 39,8 miliardi). Il focus degli investitori è soprattutto sul comparto uffici, pari al 44% del totale investimenti nel 2014. È forte la componente degli investimenti proveniente dall'estero (circa il 50% del totale investimenti nel 2014) a riprova del fatto che, data l'incertezza e la debolezza dell'Eurozona, la relativa stabilità dei prezzi e la solidità economica in Germania contribuiscono a rendere il paese uno dei target preferiti degli investimenti in Europa.

## Volume investimenti immobiliari in Germania (in miliardi di Euro)



Fonte: CBRE, Cordea Savills

### Francia

L'economia francese è cresciuta a ritmi moderati nel terzo e nel quarto trimestre del 2014 (0,3% e 0,1%); le previsioni sono per una crescita più sostenuta nel 2015 (+1,0%) e nel 2016 (+1,3%).

Il settore manifatturiero e dei servizi hanno avuto una crescita piuttosto debole; l'indice INSEE, che misura la fiducia dei consumatori, è migliorato toccando i 90 punti, pur rimanendo ben al di sotto della media di lungo termine (101 punti).

L'inflazione annuale rilevata a Dicembre 2014 è stata pari allo 0,1%, ma le aspettative deflazionistiche del mercato hanno portato la BCE a varare delle nuove misure monetarie espansionistiche. Fitch ha tagliato il rating del debito francese ad AA.

Le deboli prospettive occupazionali e l'incertezza economica hanno negativamente influenzato la locazione di spazi per uffici nella regione dell'Ile-de-France, ma il mercato ha visto una crescita del 15% rispetto al 2013 (2 milioni di metri quadri affittati). La domanda di spazi ad uso industriale è rimasta stabile nel quarto trimestre del 2014 e, rispetto al 2013, si è registrata una crescita del 3%. La domanda di spazi da parte dei retailers è rimasta stabile e il focus dei retailers internazionali e nazionali è rimasto sulle migliori location.

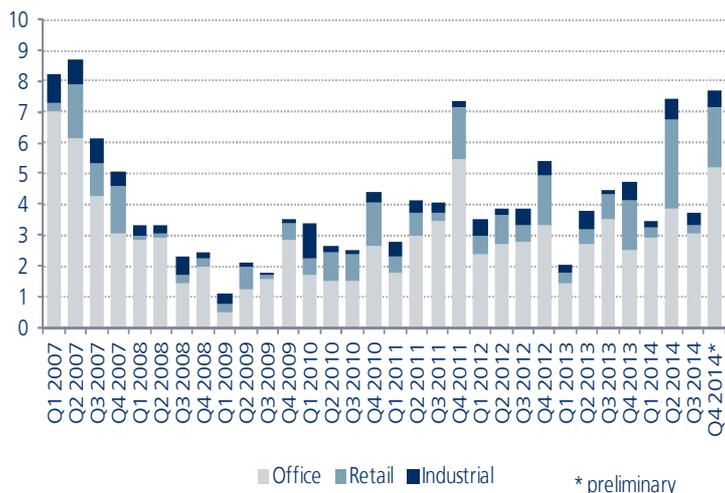
Il tasso di sfritto degli uffici rilevato nel quarto trimestre 2014 è stato del 7,8%, stabile rispetto al resto dell'anno. La disponibilità di spazi per il retail e ad uso logistico è aumentata, ma non sempre la qualità degli spazi incontra i criteri di ricerca della clientela. Secondo Jones Lang Lasalle, i canoni di locazione a Parigi sono rimasti stabili nell'ultimo trimestre del 2014 ma, relativamente agli spazi *prime*, si prevede un incremento degli stessi a causa della ridotta disponibilità.

L'indicatore di mercato riferito al settore immobiliare è cresciuto del 2,3% nell'ultimo trimestre 2014, e l'outlook per il real estate in Francia è positivo.

L'indice di propensione al rischio degli investitori calcolato da Cordea Savills è negativo per il terzo e quarto trimestre 2014, influenzato dall'incertezza economica e geopolitica.

Il volume d'investimenti immobiliari nel quarto trimestre 2014 è stato pari a 7,7 miliardi di Euro, il più alto volume trimestrale registrato dal 2007; e le transazioni hanno riguardato soprattutto il segmento uffici.

## Volume investimenti immobiliari in Francia (in miliardi di Euro)



Fonte: Real Capital Analytics

### Paesi Bassi

Secondo Bloomberg l'economia olandese è cresciuta dello 0,1% nel terzo trimestre e dello 0,3% nel quarto trimestre 2014 mentre si prevede una crescita del PIL dell'1,2% nel 2015 e dell'1,3% nel 2016. Il tasso di disoccupazione è aumentato al 6,7% a Dicembre 2014 e l'indice di fiducia dei consumatori ha subito un peggioramento nel corso del quarto trimestre 2014. L'inflazione si è mantenuta positiva (0,7% a Dicembre 2014).

Relativamente al mercato immobiliare, la razionalizzazione degli spazi e la riduzione dei costi costituiscono ancora i fattori chiave degli affittuari per il mercato degli uffici; gli operatori rimangono cauti relativamente alle decisioni di rilocalizzazione e si focalizzano principalmente sugli spazi di grado A. In generale la dinamica occupazionale dovrebbe mostrare qualche segnale di ripresa nel prossimo futuro con ripercussioni positive sulla domanda di spazi ad uso uffici. La domanda per gli spazi retail viene soprattutto dai marchi internazionali e si riferisce a spazi *prime* nelle città principali. La domanda per spazi ad uso industriale è rimasta stabile nel quarto trimestre 2014. La crescita dell'e-commerce sta convogliando l'interesse verso spazi ad uso logistico localizzati nei principali hotspot distributivi.

Secondo Jones Lang Lasalle, la disponibilità di spazi ad uso ufficio è elevata, con un tasso di sfritto ad Amsterdam del 15,8%. Nella maggior parte dei casi si tratta comunque di spazi di bassa qualità situati in zone secondarie. La disponibilità di spazi ad uso retail è anche in aumento, sebbene ciò si non si rilevi nelle location di primario interesse per i retailer internazionali. La disponibilità di spazi a uso logistico è in aumento con riferimento a location secondarie, mentre è limitata per gli spazi a uso industriale *core*.

I canoni di locazione ad Amsterdam per gli spazi ad uso ufficio sono rimasti stabili nel quarto trimestre 2014; relativamente agli spazi retail, i canoni si sono ridotti dell'1,7% ad Amsterdam mentre sono rimasti stabili nelle altre città olandesi; i canoni per spazi ad uso industriale sono rimasti stabili. Le previsioni rilevano un generale aumento dei canoni nel 2015 ad eccezione degli spazi ad uso industriale.

Anche per il mercato olandese, l'indice di propensione al rischio degli investitori calcolato da Cordea Savills ha subito un peggioramento nel quarto trimestre 2014, ma ha avuto un miglioramento già a partire da Gennaio 2015. Gli investitori sono ottimisti relativamente agli asset a destinazione logistica e uffici e meno per gli spazi a destinazione retail.

I volumi di investimento nel real estate nel quarto trimestre del 2014 sono stati pari a circa 2,2 miliardi di Euro, il maggior volume registrato dal secondo trimestre del 2008. La stretta sul credito è comunque ancora forte, nonostante i risultati positivi degli stress test e dell'asset quality review condotta sulle banche olandesi.

## Volume investimenti immobiliari in Olanda (in miliardi di Euro)



■ Office ■ Retail ■ Industrial \* preliminary

Fonte: Real Capital Analytics

### Svezia

La crescita del PIL svedese ha subito un rallentamento nel terzo trimestre 2014 attestandosi allo 0,3% rispetto al secondo trimestre 2014 (0,4%) e si prevede un tasso di crescita per il 2014 pari all'1,9%, del 2,4% nel 2015 e del 2,16% nel 2016.

Si prevede un aumento della spesa dei consumatori grazie all'effetto favorevole legato all'aumento dell'occupazione, alla bassa inflazione, ai più bassi prezzi dell'energia e del petrolio, all'aumento dei salari reali e ai bassi tassi di interesse. Le esportazioni sono state finora frenate dalla debolezza dell'Eurozona ma verranno favorite dall'indebolimento della valuta nazionale.

L'inflazione annuale registrata a Dicembre 2014 è pari allo 0,3% (-0,2% nell'Eurozona).

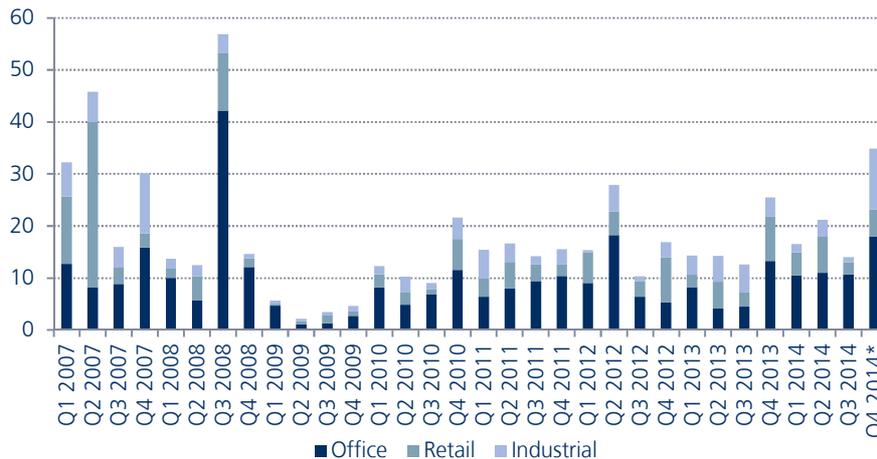
La domanda di spazi ad uso ufficio a Stoccolma e Gothenburg è stata elevata nel 2014, per la presenza di edifici moderni situati in aree strategiche con un buon accesso ai servizi di trasporto pubblico. La domanda è destinata ad aumentare per l'incremento dell'occupazione e della produzione. La domanda per spazi destinati al retail è stata positiva nel 2014 relativamente alle vie principali di Stoccolma e le altre città più importanti, con un focus sugli spazi di buona qualità situati in aree chiave. L'offerta di moderni spazi ad uso ufficio è limitata in alcune aree chiave di Stoccolma e Gothenburg. Per questo sono aumentati i progetti di sviluppo di nuovi immobili pre-affittati e nuovi spazi ad uso ufficio verranno completati nel corso del 2015. La tendenza degli affittuari rimane comunque quella di liberare gli spazi obsoleti a favore di edifici più moderni ed efficienti.

I tassi di affitto per gli spazi destinati al retail nelle vie principali delle maggiori città si mantengono bassi, ma il recente completamento di alcuni centri commerciali potrebbe influenzare negativamente tale trend. La disponibilità di spazi destinati alla logistica è piuttosto scarsa; nonostante questo per gli immobili datati e meno efficienti la domanda rimane debole.

Secondo Cushman & Wakefield, i canoni di locazione degli spazi ad uso ufficio sono aumentati nelle vie più importanti delle principali città per effetto della ridotta disponibilità di spazi in tali aree, mentre sono rimasti stabili per quelli a destinazione retail e logistica.

In base alle analisi effettuate da Real Capital Analytics, i volumi d'investimento sono stati pari a 35 miliardi di SEK nel quarto trimestre 2014 e hanno registrato un incremento del 149% rispetto al precedente trimestre e del 37% rispetto all'ultimo trimestre del 2013. Gli uffici sono la componente principale di tali operazioni, ma anche il settore industriale ha contribuito positivamente. Nel 2014 i volumi d'investimento sono stati pari a 87 miliardi di SEK, il più alto volume registrato a partire dal 2008. Ci si aspetta un incremento dell'interesse degli investitori esteri, che già guardano al paese come un porto sicuro per le buone prospettive economiche e i bassi tassi d'interesse.

## Volume investimenti immobiliari in Svezia (in miliardi di SEK)



Fonte: Real Capital Analytics, Cordea Savills

## Finlandia

Il PIL finlandese è aumentato dello 0,3% nel terzo trimestre del 2014 soprattutto grazie a un aumento dei consumi e al contributo positivo delle esportazioni nette, che hanno compensato la leggera riduzione degli investimenti (-1%). Dopo che le aspettative di crescita sono state riviste al rialzo, le prime previsioni evidenziano un PIL stagnante nel 2014; la ripresa dell'economia finlandese potrebbe essere messa a rischio da un eventuale peggioramento della crisi politica ed economica in Russia, paese a cui sono dirette il 10% delle esportazioni.

Il peggioramento della fiducia dei consumatori, l'indebolimento della domanda interna, l'aumento della disoccupazione, le rigidità del mercato del lavoro e le misure di austerità sono altri fattori che rallentano la crescita del paese.

L'inflazione rimane moderata e a Dicembre 2014 è pari allo 0,6%.

La domanda di spazi ad uso uffici è alta nella Helsinki Metropolitan Area e si rivolge a edifici moderni ed efficienti. Il settore del retail è ancora in crisi; il calo delle vendite e la crescita dell'e-commerce costituiscono un freno alla crescita della domanda di spazi a destinazione retail. Solo gli spazi situati nelle vie principali continuano ad attrarre i tenant, mentre non vi è domanda per gli spazi situati in zone secondarie. La domanda per spazi ad uso industriale è rimasta stabile nel 2014 e rivolta a edifici efficienti e con una buona localizzazione.

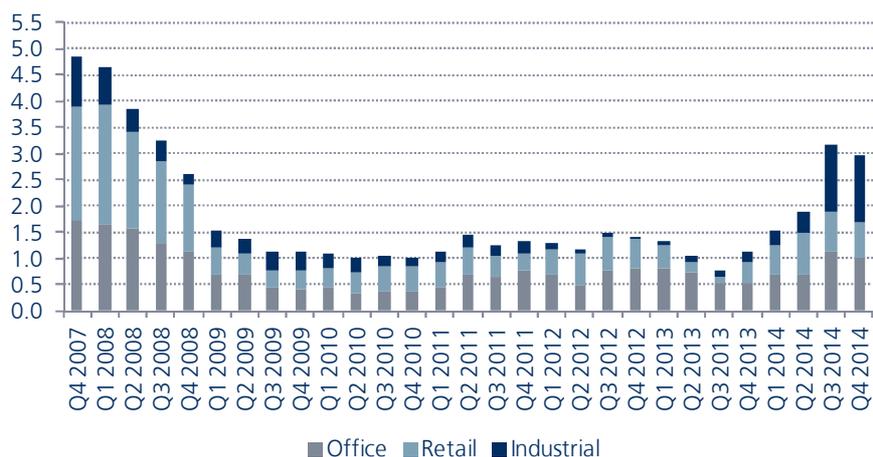
Il tasso di sfritto degli uffici nella Helsinki Metropolitan Area rimane alto, mentre è più basso nel CBD e nelle altre città più importanti. I nuovi progetti di sviluppo sono prevalentemente su commissione e relativi a edifici pre-affittati.

La disponibilità di spazi è in aumento nei centri commerciali; è limitata invece l'offerta di spazi moderni ad uso logistico.

Nel quarto trimestre del 2014, a causa della scarsa disponibilità si è registrato un incremento dei canoni di mercato per spazi a destinazione uffici e industriale moderni ed efficienti. Gli alti tassi di sfritto potrebbero rallentare la crescita dei canoni per gli uffici nelle zone secondarie mentre la bassa disponibilità di spazi retail e industriali nelle *prime location* dovrebbe sostenere la crescita dei livelli di affitto.

Secondo i dati di Real Capital Analytics, il volume di investimenti nel 2014 è stato di circa 3 miliardi di Euro e la quota di investitori internazionali è stata pari al 40%.

## Volume investimenti immobiliari in Finlandia (in miliardi di Euro)



Fonte: Real Capital Analytics, Cordea Savills

### 1.4 Politiche di investimento del Fondo

L'attività del Fondo è finalizzata all'investimento in beni immobili localizzati in Europa, opportunamente diversificati per area geografica e per destinazione d'uso, con forte focalizzazione sulla capacità dell'asset di generare flussi di reddito sicuri e stabili nel tempo in modo da permettere il raggiungimento dell'obiettivo di distribuzione annuale di dividendi non inferiore al 4% e di conseguire un tasso interno di rendimento a scadenza pari all'inflazione Europea aumentata di 4 punti percentuali. In accordo con le previsioni regolamentari, gli investimenti immobiliari del Fondo sono effettuati per oltre il 50% in Paesi appartenenti all'area Euro dell'Unione Europea ed in almeno quattro Stati diversi, come meglio specificato al successivo paragrafo 1.5.1.

La politica d'investimento e di gestione del Fondo è stata focalizzata al raggiungimento degli obiettivi fissati attraverso una strategia di contenimento dei rischi:

- diversificazione degli investimenti per Paese;
- diversificazione degli investimenti per destinazione d'uso;
- esposizione su investimenti immobiliari caratterizzati da contratti di locazione a lunga scadenza, con affittuari di primario *standing*, interamente locati ed in grado di produrre un reddito corrente che permetta al Fondo di raggiungere i suoi obiettivi annui di distribuzione dei dividendi;
- appropriato uso della leva finanziaria;
- copertura dai rischi relativi ai tassi d'interesse e all'esposizione in valuta diversa dall'Euro.

L'implementazione della strategia d'investimento sopra descritta ha portato alla costituzione di un portafoglio composto, alla data del presente Rendiconto, da 11 immobili localizzati in 6 fra i più virtuosi Paesi europei (esclusi Grecia, Spagna, Portogallo, etc.), opportunamente diversificato per destinazione d'uso, con un *occupancy rate* superiore al 90% e caratterizzato da contratti d'affitto mediamente lunghi con prima scadenza media residua pari a circa 5,6 anni. Il portafoglio in questione è caratterizzato da un rendimento medio lordo del 7,30% e netto del 6,87% sul valore del portafoglio come emerge dall'ultima valutazione al 31 dicembre 2014.

### 1.5 Andamento della gestione del Fondo

Il valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2014 ammonta ad Euro 70.425.505, con un utile di periodo di Euro 3.395.775.

Il valore unitario della quota al 31 dicembre 2014 risulta pari ad Euro 202.372,141, con una variazione positiva di Euro 2.257,97 (+1,13%) rispetto al 31 dicembre 2013, riconducibile a:

- un risultato della gestione immobiliare ordinaria pari a Euro 4,1 milioni corrispondente ad una redditività ordinaria del 4,7%;
- altre componenti di reddito non ordinarie fra cui il delta positivo sulla valorizzazione del portafoglio immobiliare (al netto della fiscalità differita) per Euro 1,3 milioni oltre a uno stanziamento di Euro 2,2 milioni a fondo rischi per la potenziale passività fiscale di cui si dirà ampiamente al paragrafo 1.7 "Altre informazioni";
- distribuzione di dividendi per Euro 2.610.000 effettuata nel corso del primo semestre 2014.

La variazione negativa dall'avvio dell'operatività del Fondo (18 maggio 2007) è di Euro 47.628 per quota (-19,0% rispetto al valore nominale di sottoscrizione). Occorre, peraltro, evidenziare che il Fondo, dalla data di inizio attività fino alla data della presente Relazione, ha corrisposto ai quotisti Euro 63.250 per quota a titolo di proventi.

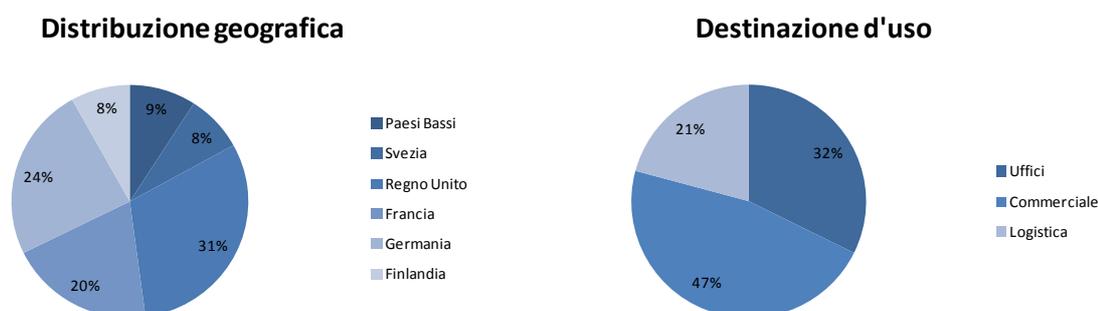
Nel primo semestre 2014 il Fondo ha effettuato una distribuzione di proventi ai quotisti per complessivi Euro 2.610.000 (pari a Euro 7.500 pro quota) corrispondente ad un *dividend yield* su base annuale del 3,0% sul valore nominale del capitale investito (3,75% sul valore della quota al 31 dicembre 2013), in linea con l'obiettivo di distribuzione annuale dei dividendi stabilito in sede di avvio dell'operatività del Fondo (il *dividend yield* annuale medio dall'inizio dell'attività del Fondo è pari al 4,22% annuo sul valore nominale del capitale investito).

Complessivamente, la *performance* del Fondo dall'inizio dell'operatività corrisponde ad un IRR (Tasso Interno di Rendimento) positivo dello 0,95%.

### 1.5.1 La gestione immobiliare

Alla data del presente Rendiconto il Fondo ha dunque un portafoglio immobiliare composto complessivamente da undici investimenti in sei differenti Paesi dell'Unione Europea.

La composizione del portafoglio per distribuzione territoriale e destinazione d'uso è così sintetizzabile.



L'ammontare complessivo degli investimenti immobiliari effettuati dal Fondo in Paesi non appartenenti all'area Euro ammonta, in percentuale rispetto al totale, al 39%, dunque al di sotto del limite massimo del 50% fissato dal Regolamento di gestione.

Il valore complessivo degli immobili detenuti dal Fondo ammonta al 31 dicembre 2014 a Euro 115.977.338. Rispetto al prezzo di acquisto la variazione complessiva di valore degli immobili in portafoglio, ai cambi storici di acquisizione, è negativa del 6,6% circa e dell'11,3% tenendo conto anche degli oneri di acquisizione (due diligence e tasse sui passaggi di proprietà) pari a Euro 6,6 milioni.

Considerando invece la valutazione attuale degli immobili al cambio di fine periodo la variazione complessiva di valore del portafoglio rispetto al prezzo di acquisto comprensivo degli oneri di acquisizione è negativa di circa il 12,6%. Occorre tuttavia sottolineare che il Fondo ha posto in essere

una strategia di copertura dal rischio di variazione dei tassi di cambio attraverso contratti derivati di vendita a termine di divisa, grazie alla quale sono state in parte compensate le perdite in conto capitale dovute al generale apprezzamento dell'Euro nei confronti della sterlina inglese rispetto al cambio alla data di acquisizione degli immobili.

La tabella seguente sintetizza la composizione del portafoglio immobiliare e la sua valorizzazione al 31 dicembre 2014.

Città	Nazione	Destinazione d'uso	Superficie affittabile	Prezzo di acquisto (*)	Oneri accessori (*)	Investimento totale (*)	Valutazione al 31 Dicembre 2014 (**)	Valutazione al 31 Dicembre 2014 (***)
			<i>mq</i>	<i>Euro/000</i>	<i>Euro/000</i>	<i>Euro/000</i>	<i>Euro/000</i>	<i>Euro/000</i>
Rotterdam (Capelle)	Paesi Bassi	Uffici	6.972	13.810	1.046	14.856	6.920	6.920
Gavle	Svezia	Retail	4.861	10.713	141	10.854	9.145	9.323
Isle of Wight	Gran Bretagna	Retail	7.706	28.050	1.582	29.632	28.245	30.856
Venray	Paesi Bassi	Logistica	11.120	8.500	635	9.135	3.680	3.680
Hyvinkaa	Finlandia	Logistica	14.183	8.800	521	9.321	9.440	9.440
Paris (St. Cloude)	Francia	Uffici	3.258	14.850	431	15.281	14.870	14.870
Ostringen	Germania	Retail	4.580	6.300	502	6.802	7.570	7.570
Glasgow	Gran Bretagna	Uffici	3.057	8.553	470	9.023	7.536	6.495
Lione	Francia	Uffici	3.364	7.968	325	8.293	8.161	8.161
Hessdorf	Germania	Retail	5.739	8.850	434	9.284	9.410	9.410
Lipsia	Germania	Logistica	15.139	9.650	552	10.202	11.000	11.000
<b>Totale</b>			<b>79.979</b>	<b>126.044</b>	<b>6.639</b>	<b>132.683</b>	<b>115.977</b>	<b>117.725</b>

(\*) al cambio storico, per gli investimenti in valuta diversa dall'Euro (Svezia e Gran Bretagna)

(\*\*) al cambio del 31 dicembre 2014

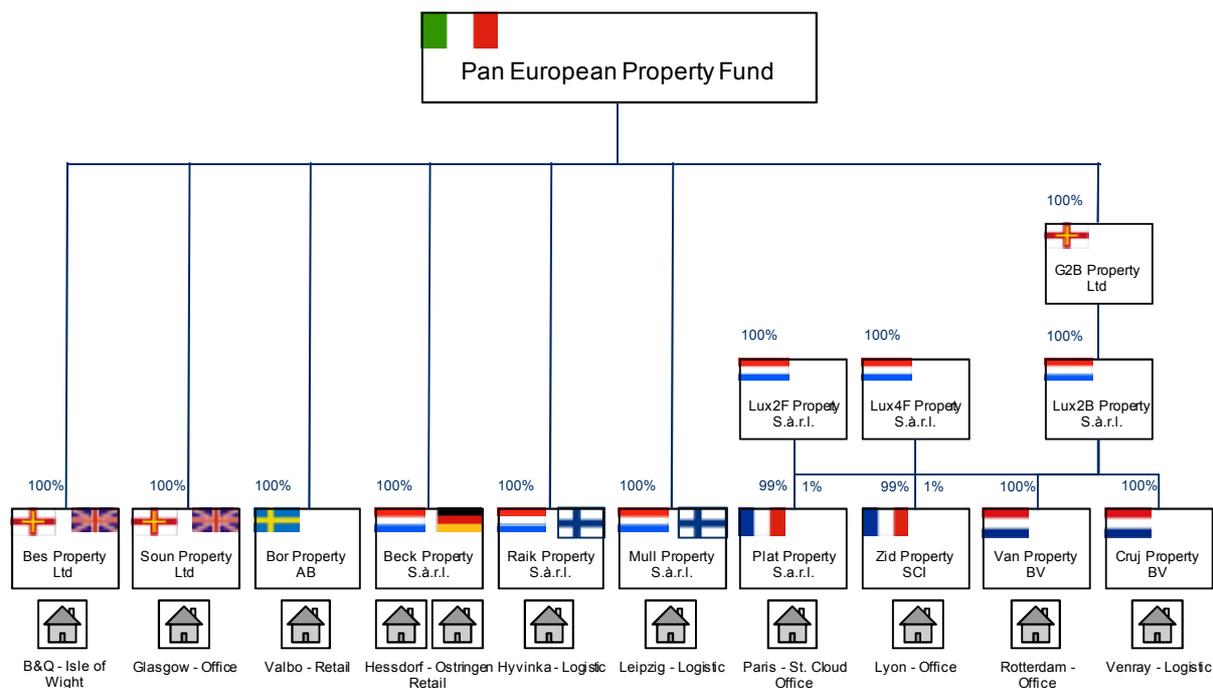
(\*\*\*) a cambi storici

Come delineato nella strategia di investimento, la composizione del portafoglio immobiliare è stata focalizzata sulla componente reddituale degli asset: contratti di lunga durata, affittuari solvibili e rendimenti sul capitale investito tali da garantire una distribuzione annua di dividendi nell'ordine del 4-5% sono state le chiavi nella scelta degli investimenti. Se da un lato, sotto il profilo reddituale, gli obiettivi fissati sono stati mantenuti, quando non addirittura superati, dall'altro, la forte incidenza della componente reddituale nella valutazione rispetto al valore intrinseco degli immobili, sta comportando una parziale erosione del valore in conto capitale di alcuni degli immobili del portafoglio parallelamente al progressivo accorciamento della vita residua dei contratti di locazione in essere.

Le potenzialità di recupero di valore in conto capitale in questo caso dipenderanno principalmente dalla rinegoziazione dei contratti d'affitto in scadenza o dalla capacità di ricollocare i suddetti immobili sul mercato. Peraltro, occorre evidenziare come oltre la metà del portafoglio attuale sia stato acquistato precedentemente rispetto all'inizio della crisi finanziaria scoppiata nell'estate del 2008 e dunque in un momento di picco sia in termini di volumi che di numero delle transazioni immobiliari. Tale circostanza è senza dubbio determinante nello spiegare la differenza negativa dei valori correnti degli investimenti rispetto ai prezzi di acquisizione degli stessi.

Tutti gli immobili in portafoglio sono stati acquistati per il tramite di società immobiliari, di cui il Fondo detiene la totalità delle quote rappresentative di capitale.

Viene di seguito illustrata la struttura societaria per il tramite della quale sono stati acquistati gli immobili detenuti dal Fondo.



Nel corso del periodo la gestione finanziaria ha prodotto complessivamente interessi attivi su finanziamenti soci concessi alle società partecipate per Euro 4.940.091.

La gestione immobiliare delle società veicolo partecipate dal Fondo ha invece prodotto nel periodo un risultato operativo di Euro 7,6 milioni che, al netto delle commissioni di gestione, degli oneri finanziari e degli altri costi di gestione ordinaria del Fondo, corrisponde a un risultato della gestione ordinaria di Euro 4,1 milioni (pari a un rendimento su base annuale del 4,7% sul valore nominale delle quote). La differenza rispetto al risultato netto di periodo è data principalmente dalla rivalutazione del portafoglio immobiliare del Fondo pari a circa Euro 1,3 milioni nonché allo stanziamento della potenziale passività fiscale di cui al paragrafo 1.7 "Altre informazioni".

### **Cessione degli immobili di Hessdorf e Ostringen**

In data 16 gennaio 2015 la società Beck Property Sarl ha firmato un contratto per la vendita al fondo tedesco GRR German Retail Fund n.1 dei due parchi commerciali di Hessdorf e Ostringen al prezzo complessivo di Euro 17.045.000.

Il prezzo di vendita, ripartito in Euro 9.437.000 per l'immobile di Hessdorf ed Euro 7.608.000 per l'immobile di Ostringen, è in linea con la valutazione complessiva dei due asset che già recepiva i termini contrattuali della vendita.

Rispetto alla valutazione al 30 giugno 2014 invece, il prezzo di vendita complessivo risulta più alto di circa il 13% (del 17% per l'immobile di Hessdorf e del 7% per l'immobile di Ostringen). La strategia di vendita congiunta dei due asset ha dunque permesso di valorizzare al massimo i due immobili mitigando l'effetto dell'accorciamento della vita residua dei contratti di locazione dell'immobile di Hessdorf e consentendo allo stesso tempo all'immobile di Ostringen di venire valorizzato pienamente nonostante lo stesso avesse un taglio inferiore rispetto agli obiettivi di investimento standard degli investitori istituzionali.

Complessivamente sui due immobili è stata realizzata una plusvalenza di 1,9 milioni di Euro (pari al 12,5%) rispetto al prezzo di acquisto (944 mila, pari al 6% circa, se si considerano anche i costi di acquisizione).

La performance complessiva dei due immobili ha generato un tasso di rendimento al livello di Fondo del 7% circa.

La vendita è stata finalizzata in data 26 febbraio 2015 a seguito della conferma del mancato esercizio della prelazione da parte delle rispettive amministrazioni locali. La cassa netta risultante dalla vendita è stata pari a Euro 7,3 milioni.

### 1.5.2 Il processo di valutazione degli immobili

Cordea Savills SGR ha adottato una specifica procedura relativamente al processo di valutazione degli immobili dei fondi gestiti che ha come principali obiettivi i seguenti:

- assicurarsi che gli esperti indipendenti nominati abbiano le necessarie competenze professionali e che svolgano il loro lavoro con oggettività e indipendenza rispetto sia alla SGR che ai partecipanti dei fondi;
- distinguere in maniera netta i ruoli dell'esperto indipendente e della società di gestione nel processo di valutazione e definire con precisione gli scambi informativi tra questi soggetti;
- assicurare un adeguato processo di valutazione e controllo dell'operato dell'esperto indipendente.

#### Processo di selezione e modalità di conferimento dell'incarico

A partire dal 30 giugno 2010 Cordea Savills SGR S.p.A. ha affidato con un mandato triennale la valutazione periodica degli immobili del Fondo all'Esperto Indipendente Cushman & Wakefield LLP ("C&W LLP") con delibera consiliare dell'11 maggio 2010. C&W LLP è stato selezionato dalla Società di Gestione, dopo aver verificato il possesso dei requisiti richiesti dalla normativa vigente per l'assunzione di tale incarico, tenendo conto della consolidata esperienza maturata nel settore e della sua posizione di operatore di primario standing, nonché avendo attentamente valutato la situazione di potenziale conflitto di interesse in relazione all'incarico di property manager che C&W LLP ricopre a favore di un altro Fondo gestito da Cordea Savills SGR (i.e., Cordea Italy Fund – Teodora il cui patrimonio è investito interamente in Italia). In particolare, dall'analisi svolta è emersa l'esistenza, nella struttura organizzativa di C&W LLP, di adeguati presidi organizzativi che garantiscono una netta separazione fra i team di lavoro dedicati a ciascuna funzione e che assicurano dunque un adeguato grado di indipendenza. A ulteriore conferma dell'indipendenza del service provider si rileva inoltre che la valutazione degli immobili del portafoglio del Pan European Property Fund viene effettuata dagli uffici di C&W LLP dei Paesi in cui sono localizzati gli immobili mentre il team che svolge l'incarico di property manager per l'altro Fondo è interamente italiano e che l'ammontare totale dell'incarico è inferiore al 15% dell'intero fatturato annuo della *branch* italiana.

A seguito di una riorganizzazione del Gruppo C&W, a far data dal 29 settembre 2012, il contratto in essere con Cushman & Wakefield LLP è stato ceduto alla società Cushman & Wakefield Asset Management Italy S.r.l. ("C&W") che, per lo svolgimento dell'incarico, ha continuato ad avvalersi esclusivamente dell'apporto materiale di personale qualificato appartenente al dipartimento valutazioni di C&W LLP. La cessione del contratto è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione di Cordea Savills SGR S.p.A. con delibera in data 26 luglio 2012, dopo aver verificato il possesso dei requisiti previsti dalla normativa vigente per l'assunzione dell'incarico di Esperto Indipendente. In forza di delibera consiliare del 24 giugno 2013, il mandato a C&W è stato rinnovato per un ulteriore triennio a decorrere dalla valutazione al 30 giugno 2013.

#### Gestione dei rapporti e attività di controllo

I presidi organizzativi e procedurali adottati dalla Società di Gestione per verificare il rispetto da parte di C&W dei criteri di valutazione dei beni sono descritti nella Procedura per la Gestione dei Rapporti con gli Esperti Indipendenti e gli Intermediari Finanziari adottata dalla Società. Tale Procedura tiene conto delle linee guida emanate da parte delle Associazioni di Categoria e ispirate al Quaderno di Finanza n. 65 pubblicato dalla Consob nel dicembre 2009 e, nell'ultima versione approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione il 31 ottobre 2014, dà attuazione alle linee applicative in materia di processo di valutazione dei beni immobili previste nella Comunicazione Congiunta Banca d'Italia Consob del 29 luglio 2010.

Anche l'incarico a C&W è stato oggetto di revisione con atto integrativo e modificativo stipulato in data 25 febbraio 2011 per renderlo conforme a tali linee applicative, come implementate dalla nuova versione della Procedura.

Come previsto nella Procedura, i termini e le condizioni dell'incarico a C&W disciplinano espressamente i seguenti aspetti: i criteri da utilizzare per la valutazione degli immobili; le metodologie di valutazione degli immobili; il compenso con indicazione delle modalità adottate per la sua determinazione; le modalità di coordinamento e i flussi informativi tra le funzioni aziendali e l'Esperto Indipendente; l'elenco dei documenti che devono essere prodotti dalla SGR e dall'Esperto Indipendente nell'ambito del processo di valutazione; le modalità con le quali l'Esperto Indipendente

sorveglianza nel continuo che l'incarico affidatogli sia eseguito con la diligenza e la competenza dovute e che i rischi connessi siano gestiti in modo appropriato; la facoltà della SGR di risolvere il contratto qualora l'Esperto Indipendente non esegua l'incarico in conformità con la normativa e i requisiti vigenti; l'impegno a prestare una fattiva collaborazione alle funzioni aziendali della SGR che svolgono attività di verifica e controllo (in relazione alla correttezza dei dati e delle informazioni contenute nelle relazioni di stima).

La Società di Gestione, al fine di apprezzare autonomamente la valutazione redatta dall'Esperto indipendente e di affermare la propria responsabilità e centralità nella determinazione del valore di mercato degli immobili in portafoglio, ha messo in atto procedure di controllo interno e si è dotata di risorse tecniche e professionali in grado di formulare un autonomo giudizio sull'operato dell'Esperto Indipendente.

#### Risultato del processo di valutazione

La valutazione dei beni immobili è stata effettuata per ogni singolo asset (come previsto dalla normativa in vigore e dalla prassi professionale affermata) dall'Esperto Indipendente utilizzando il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flows*) per gli immobili di Gavle e Hyvinka mentre per gli immobili di Parigi, Lione, Ostringen, Hessdorf, Glasgow e Isle of Wight, Rotterdam, Venray e Lipsia è stato utilizzato il metodo della capitalizzazione del reddito.

La diversità di metodi di valutazione utilizzati è dipesa sostanzialmente dalla pratica prevalente nei diversi Paesi in cui sono localizzati gli immobili.

I tassi di attualizzazione dei flussi e di capitalizzazione del reddito, nonché i canoni di mercato sono stati determinati in relazione alle caratteristiche di rischio dell'iniziativa immobiliare, del contesto urbano e del mercato locale di riferimento, nonché tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine rettificato in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite.

Il valore degli immobili è determinato al netto delle imposte di trasferimento della proprietà del bene.

La valutazione del portafoglio immobiliare al 31 dicembre 2014 segna un incremento pari a circa l'1,8% rispetto al 31 dicembre 2013 (a parità di cambi utilizzati). Tale risultato è riconducibile principalmente alle performance negative degli asset di Rotterdam, Parigi e Lione che hanno subito svalutazioni per complessivi 4 milioni di Euro circa e l'andamento positivo della valutazione degli immobili di Isola di Wight, Hessdorf, Ostringen, Glasgow e Lipsia.

La tabella qui di seguito illustra la valorizzazione degli immobili del Fondo e l'andamento delle valutazioni dalla data di acquisto fino al 31 dicembre 2014.

Investimento	Rotterdam (Capelle)	Gavle	Isle of Wight	Venray	Hyvinkaa	Parigi (St. Claude)	Ostringen	Glasgow	Lione	Hessdorf	Lipsia
Valuta	EUR	SEK	GBP	EUR	EUR	EUR	EUR	GBP	EUR	EUR	EUR
Prezzo di acquisto	13.810.000	98.700.000	20.000.000	8.500.000	8.800.000	14.850.000	6.300.000	7.730.000	7.968.000	8.850.000	9.650.000
Data acquisto	02-Jul-07	24-Sep-07	20-Dec-07	20-Dec-07	18-Mar-08	30-Sep-08	21-Dec-09	21-Dec-09	23-Dec-10	01-Dec-11	01-Jun-12
Valutazione all'acquisto	14.700.000	105.000.000	20.600.000	8.620.000	9.300.000	15.600.000	6.420.000	7.800.000	8.640.000	8.920.000	10.100.000
Valutazione al 31.12.07	14.700.000	106.300.000	20.600.000	8.620.000							
<b>Variazione cumulata</b>	<b>6,44%</b>	<b>7,70%</b>	<b>3,00%</b>	<b>1,41%</b>							
Valutazione al 30.06.08	14.000.000	107.200.000	18.980.000	8.450.000	9.300.000						
<b>Variazione cumulata</b>	<b>1,38%</b>	<b>8,61%</b>	<b>-5,10%</b>	<b>-0,59%</b>	<b>5,68%</b>						
Valutazione al 31.12.08	12.790.000	101.700.000	14.830.000	7.280.000	8.500.000	15.200.000					
<b>Variazione cumulata</b>	<b>-7,39%</b>	<b>3,04%</b>	<b>-25,85%</b>	<b>-14,35%</b>	<b>-3,41%</b>	<b>2,36%</b>					
Valutazione al 30.06.09	12.720.000	93.400.000	14.830.000	6.210.000	8.100.000	14.400.000					
<b>Variazione cumulata</b>	<b>-7,89%</b>	<b>-5,37%</b>	<b>-25,85%</b>	<b>-26,94%</b>	<b>-7,95%</b>	<b>-3,03%</b>					
Valutazione al 31.12.09	12.700.000	91.600.000	16.950.000	5.710.000	8.100.000	14.400.000	6.410.000	7.800.000			
<b>Variazione cumulata</b>	<b>-8,04%</b>	<b>-7,19%</b>	<b>-15,25%</b>	<b>-32,82%</b>	<b>-7,95%</b>	<b>-3,03%</b>	<b>1,75%</b>	<b>0,91%</b>			
Valutazione al 30.06.10	12.550.000	93.000.000	19.800.000	5.020.000	8.400.000	14.780.000	6.440.000	7.750.000			
<b>Apprezamento cumulato</b>	<b>-9,12%</b>	<b>-5,78%</b>	<b>-1,00%</b>	<b>-40,94%</b>	<b>-4,55%</b>	<b>-0,47%</b>	<b>2,22%</b>	<b>0,26%</b>			
Valutazione al 31.12.10	12.550.000	93.100.000	19.800.000	5.000.000	9.315.000	15.620.000	6.670.000	7.000.000	8.591.000		
<b>Apprezamento cumulato</b>	<b>-9,12%</b>	<b>-5,67%</b>	<b>-1,00%</b>	<b>-41,18%</b>	<b>5,85%</b>	<b>5,19%</b>	<b>5,87%</b>	<b>7,82%</b>			
Valutazione al 30.06.11	12.540.000	93.300.000	19.760.000	4.730.000	9.510.000	16.030.000	6.800.000	6.450.000	8.974.000		
<b>Apprezamento cumulato</b>	<b>-9,20%</b>	<b>-5,47%</b>	<b>-1,20%</b>	<b>-44,35%</b>	<b>8,07%</b>	<b>7,95%</b>	<b>7,94%</b>	<b>-16,56%</b>	<b>12,63%</b>		
Valutazione al 31.12.2011	11.000.000	93.236.256	20.620.000	4.260.000	9.507.761	16.720.000	6.770.000	5.624.000	9.023.000	8.920.000	
<b>Apprezamento cumulato</b>	<b>-20,35%</b>	<b>-5,54%</b>	<b>3,10%</b>	<b>-49,88%</b>	<b>8,04%</b>	<b>12,59%</b>	<b>7,46%</b>	<b>-27,24%</b>	<b>13,24%</b>	<b>0,79%</b>	
Valutazione al 30.06.2012	9.200.000	93.800.000	21.400.000	4.040.000	9.550.000	16.730.000	6.780.000	4.930.000	9.257.000	8.920.000	10.200.000
<b>Apprezamento cumulato</b>	<b>-33,38%</b>	<b>-4,96%</b>	<b>7,00%</b>	<b>-52,47%</b>	<b>8,52%</b>	<b>12,66%</b>	<b>7,62%</b>	<b>-36,22%</b>	<b>16,18%</b>	<b>0,79%</b>	<b>5,70%</b>
Valutazione al 31.12.2012	8.460.000	89.000.000	21.400.000	3.800.000	9.400.000	16.960.000	6.540.000	4.900.000	9.014.000	8.680.000	10.200.000
<b>Apprezamento cumulato</b>	<b>-38,74%</b>	<b>-9,83%</b>	<b>7,00%</b>	<b>-55,29%</b>	<b>6,82%</b>	<b>14,21%</b>	<b>3,81%</b>	<b>-36,61%</b>	<b>13,13%</b>	<b>-1,92%</b>	<b>5,70%</b>
Valutazione al 30.06.2013	8.200.000	84.200.000	21.400.000	3.740.000	9.300.000	16.880.000	6.310.000	4.850.000	9.038.000	8.500.000	10.100.000
<b>Apprezamento cumulato</b>	<b>-40,62%</b>	<b>-14,69%</b>	<b>7,00%</b>	<b>-56,00%</b>	<b>5,68%</b>	<b>13,67%</b>	<b>0,16%</b>	<b>-37,26%</b>	<b>13,43%</b>	<b>-3,95%</b>	<b>4,66%</b>
Valutazione al 31.12.2013	7.940.000	83.000.000	21.400.000	3.730.000	9.200.000	16.920.000	6.000.000	5.025.000	9.067.000	8.190.000	10.100.000
<b>Apprezamento cumulato</b>	<b>-42,51%</b>	<b>-15,91%</b>	<b>7,00%</b>	<b>-56,12%</b>	<b>4,55%</b>	<b>13,94%</b>	<b>-4,76%</b>	<b>-34,99%</b>	<b>13,79%</b>	<b>-7,46%</b>	<b>4,66%</b>
Valutazione al 30.06.2014	7.510.000	82.400.000	22.000.000	3.680.000	9.320.000	15.380.000	7.080.000	5.800.000	8.622.000	8.040.000	10.500.000
<b>Apprezamento cumulato</b>	<b>-45,62%</b>	<b>-16,51%</b>	<b>10,00%</b>	<b>-56,71%</b>	<b>5,91%</b>	<b>3,57%</b>	<b>12,38%</b>	<b>-24,97%</b>	<b>8,21%</b>	<b>-9,15%</b>	<b>8,81%</b>
Valutazione al 31.12.2014	6.920.000	85.900.000	22.000.000	3.680.000	9.440.000	14.870.000	7.570.000	5.870.000	8.161.000	9.410.000	11.000.000
<b>Apprezamento cumulato</b>	<b>-49,89%</b>	<b>-12,97%</b>	<b>10,00%</b>	<b>-56,71%</b>	<b>7,27%</b>	<b>0,13%</b>	<b>20,16%</b>	<b>-24,06%</b>	<b>2,42%</b>	<b>6,33%</b>	<b>13,99%</b>
<b>Apprezamento ultimo semestre</b>	<b>-7,86%</b>	<b>4,25%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>1,29%</b>	<b>-3,32%</b>	<b>6,92%</b>	<b>1,21%</b>	<b>-5,35%</b>	<b>17,04%</b>	<b>4,76%</b>

### Valutazione immobile di Newport - Isle of Wight

Il miglioramento dell'indice di fiducia dei consumatori, supportato da una crescita sostenuta dell'economia nel Regno Unito, ha ridato slancio al settore retail. La domanda degli operatori si sta pian piano indirizzando verso immobili al di fuori dei centri urbani riducendo la divergenza fra location prime e secondarie. A beneficiare di questa dinamica sono stati per adesso soprattutto i centri commerciali moderni in buone location fuori città ma la tendenza si sta allargando in generale a tutto il comparto commerciale. Si segnala in particolare la domanda crescente di spazi commerciali funzionali all'attività di vendite online c.d. "click and collect" localizzati generalmente in zone periferiche.

Tale tendenza non sta avendo ancora un impatto significativo sui canoni di mercato; piuttosto si osserva un crescente appetito per il rischio da parte degli investitori che stanno spostando progressivamente i propri obiettivi di investimento verso un profilo di rischio superiore attratti da rendimenti più elevati, migliori condizioni finanziarie e opportunità di asset management.

La valutazione dell'immobile dell'Isola di Wight ha recepito tale dinamica con un leggero abbassamento del tasso di capitalizzazione (19 basis points di compressione dell'yield netto) che ha comportato un aumento della valutazione a 22 milioni di sterline (600 mila in più rispetto alla precedente valutazione al 31 dicembre 2013).

### Valutazione immobile di Parigi - Saint Cloud

Il mercato occupazionale degli uffici di Parigi sta registrando una modesta ripresa; diversi operatori rimasti in stand-by in attesa di segnali di stabilizzazione del mercato degli affitti stanno ora approfittando degli incentivi generalmente corrisposti per nuovi contratti per occupare nuovi spazi generalmente di qualità migliore.

Per quanto riguarda la valutazione dell'immobile di Parigi - St. Cloud, deve annotarsi un decremento pari a circa il 12% rispetto alla valutazione al 31 dicembre 2013. Tale variazione è principalmente riconducibile all'imposta di trasferimento applicabile sulla potenziale vendita dell'immobile che è passata dall'1,8% al 6,9% essendo trascorsi più di 5 anni dall'ultimo consistente intervento di ristrutturazione dell'immobile.

Inoltre, il tasso di capitalizzazione è stato leggermente rivisto verso l'alto con un incremento di 25 punti base riflettendo l'approssimarsi della data per l'esercizio del recesso da parte dell'affittuario e il relativo incremento di rischio legato alla stabilità dei flussi di reddito.

#### Valutazione immobile di Lione

Nonostante la domanda di spazi ad uso uffici sia stata nel 2014 inferiore del 19% rispetto all'anno precedente, l'assorbimento complessivo di nuovi uffici è stato di 153.000 metri quadri rimanendo superiore alla media degli ultimi dieci anni.

In generale, comunque, il mercato degli affitti per superfici inferiori ai mille metri quadri si è mantenuto particolarmente vivo e il tasso di sfritto complessivo di aggira intorno al 5%. I canoni di mercato per gli uffici in prime location si aggirano intorno ai 270 Euro/mq.

La valutazione dell'immobile di Lione ha registrato un calo del 10% rispetto al 31 dicembre 2013 principalmente dovuto al cambio di regime applicabile sull'imposta di trasferimento che è passata dall'1,8% al 6,9% essendo trascorsi più di 5 anni dalla costruzione dell'immobile. La valutazione riflette altresì l'assunzione che il principale conduttore dell'immobile (HMF) ha manifestato la propria volontà di estendere il contratto fino al 2016 per poi lasciare l'immobile e concentrare tutti i propri uffici in un altro edificio.

#### Valutazione immobile di Rotterdam - Capelle

Anche nel semestre corrente, la valutazione dell'immobile di Rotterdam ha subito un calo dell'8% circa, riflettendo l'accorciamento della durata residua del contratto di affitto con la società Imtech.

Purtroppo la situazione locativa del mercato uffici di Rotterdam non mostra ancora segnali di ripresa. I nuovi affitti di spazi ad uso uffici sono a livelli storicamente bassi soprattutto nel distretto di Capelle (da sempre considerato un'alternativa economica al Central Business District di Rotterdam) mentre l'offerta è in continuo aumento.

Di conseguenza, i canoni di mercato si sono ulteriormente ridotti scendendo, in alcuni casi, sotto i 100 Euro al mq per anno.

L'attività di investimento in Olanda ha invece mostrato segnali di ripresa con un aumento dei volumi transati rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Tuttavia, occorre considerare che: (i) i volumi totali sono ancora materialmente distanti dai volumi registrati nel periodo precedente la crisi del 2008; (ii) nella maggior parte dei casi le transazioni che si sono registrate hanno avuto come protagonisti investitori opportunistici alla ricerca di rendimenti elevati che vanno dal 10% al 20% a seconda della durata residua del contratto di affitto sottostante. Nella maggior parte dei casi, inoltre, le transazioni hanno riguardato portafogli immobiliari e non la vendita di singoli immobili.

#### Valutazione immobile di Venray

La valutazione dell'immobile ad uso logistico di Venray è rimasta sostanzialmente invariata rispetto a dicembre 2013 subendo un calo dell'1% circa.

La valutazione attuale, pari ad Euro 3.680.000 sconta la situazione di sfritto dell'immobile che si protrae ormai dall'inizio del 2013.

Per quanto riguarda la situazione locativa, il distretto logistico di Venray ha mostrato segnali incoraggianti di ripresa. La disponibilità di spazi si è notevolmente ridotta rispetto ai livelli particolarmente elevati raggiunti dopo la crisi post Lehman.

Jones Lang Lasalle è la società di consulenza ingaggiata per la ricerca di un nuovo conduttore o per sondare la possibilità di un'eventuale vendita ad un operatore finale.

Tuttavia, nonostante siano state ricevute alcune manifestazioni di interesse per l'affitto dell'unità, al momento nessuna trattativa si è conclusa positivamente.

#### Valutazione immobile di Gavle

La valutazione dell'immobile commerciale di Valbo (Svezia) ha beneficiato di un leggero incremento (3,50%) rispetto a dicembre 2013. La situazione locativa dell'immobile è rimasta invariata con l'unità precedentemente affittata a Djurmagazinet (il precedente conduttore che, a seguito di procedura concorsuale, ha liberato l'unità a fine gennaio 2013) ancora vuota.

Nonostante l'economia svedese stia vivendo un momento particolarmente felice, con crescita dei consumi e dei salari reali, il tasso di assorbimento di spazi ad uso commerciale è ancora piuttosto lento per i parchi commerciali fuori dai principali centri urbani.

Al momento è allo studio un progetto che prevede di dividere l'unità vuota in più unità più piccole al fine di renderne più agevole la locazione.

#### Valutazione immobile di Hyvinkaa

La valutazione dell'immobile di Hyvinkaa (Finlandia) è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al precedente semestre registrando un incremento dell'1% circa a Euro 9.440.000 rispetto al 31 dicembre 2013.

Nonostante una crescita economica modesta, appesantita dalla recente crisi russo-ucraina e al deprezzamento del rublo con conseguenze negative sulle esportazioni che rappresentano una parte considerevole del PIL del paese, il mercato immobiliare finlandese ha mostrato segnali di miglioramento con un incremento dell'attività di investimento soprattutto da parte di investitori stranieri. L'offerta contenuta di spazi, insieme alle incoraggianti prospettive di crescita determina, per il prossimo futuro, un'aspettativa di canoni di locazione e rendimenti immobiliari stabili.

#### Valutazione immobile di Glasgow

La valutazione dell'immobile di Glasgow ha registrato un incremento del 17% circa rispetto al 31 dicembre 2013 (da 5,025 milioni di sterline a 5,8), riflettendo i positivi sviluppi sulla situazione locativa dell'immobile.

In particolare l'affitto dell'intero quarto piano dell'immobile a Human Capital Services (società di ricerca del personale) e la rimozione della break option di novembre 2014 del conduttore Northgate con estensione del contratto di affitto fino al novembre 2017, hanno avuto un effetto positivo sulla valutazione.

Complessivamente la valutazione dell'immobile riflette ad oggi un rendimento netto dell'8% (7,50% se si considerano i canoni di mercato).

In generale, la positiva dinamica dell'economia britannica, soprattutto dal punto di vista del mercato del lavoro, ha consentito un miglioramento delle prospettive sia dal punto di vista del mercato degli affitti che nel mercato dei capitali dove, diversi investitori internazionali stanno indirizzando le loro scelte di investimento verso i centri secondari del Regno Unito alla ricerca di rendimenti più attraenti rispetto al mercato di Londra.

#### Valutazione immobile di Ostringen

La valutazione dell'immobile di Ostringen è aumentata del 26% rispetto al dicembre 2013. L'incremento sostanziale riflette i termini concordati per la vendita dell'immobile siglata in data 16 gennaio 2015 che ha avuto oggetto anche il parco commerciale di Hessdorf.

Complessivamente la valutazione dell'immobile ha beneficiato della rinegoziazione dei contratti di affitto con i conduttori del centro che hanno esteso la durata degli stessi mediamente per ulteriori 9 anni nonché delle condizioni particolarmente favorevoli del mercato immobiliare tedesco.

#### Valutazione immobile di Hessdorf

La valutazione dell'immobile di Hessdorf ha beneficiato di un incremento del 15% rispetto a dicembre 2013 riflettendo i termini concordati nell'atto di vendita firmato il 16 gennaio 2015.

Nonostante quindi non vi siano state modifiche nella situazione locativa, la valutazione dell'immobile ha beneficiato del momento particolarmente positivo del mercato tedesco (che registra un forte appetito da parte degli investitori sia locali che internazionali) nonché della vendita dell'immobile insieme al parco commerciale di Ostringen che ha permesso di raggiungere una soglia critica sufficiente oltre che combinare in maniera ottimale le due opportunità di investimento e ottenendo quindi un buon riscontro dal mercato.

#### Valutazione immobile di Lipsia

Coerentemente con la fase positiva dell'economia tedesca, la domanda di spazi moderni ad uso logistico è in continua crescita in Germania.

In particolare, il centro di Lipsia sta registrando una progressiva crescita di importanza come distretto logistico dal momento che DHL ha selezionato l'area per ulteriore sviluppo delle proprie attività. L'interesse degli investitori per tipologie di asset come quello di Lipsia, caratterizzato da conduttori di elevato standing e lunghezza del contratto di affitto, ha portato ad un abbassamento dei tassi di capitalizzazione.

La valutazione dell'immobile al 31 dicembre 2014 si è incrementata di circa il 9% rispetto al precedente periodo riflettendo altresì le manifestazioni di interesse e le indicazioni di prezzo ricevute per l'immobile.

### 1.5.3 La situazione locativa

La *performance* corrente degli investimenti immobiliari è sintetizzata nella tabella che segue in cui sono evidenziati per ogni immobile la redditività lorda e netta derivante dalla gestione immobiliare con riferimento all'esercizio 2014. La tabella evidenzia una redditività lorda sul valore di mercato degli immobili pari al 7,30% e una redditività netta del 6,87%.

Dati in Euro/000	Rotterdam	Gavle	IoW	Venray	Hyvinkaa	Parigi (St. Cloud)	Ostringen	Glasgow	Lione	Hessdorf	Lipsia	Totale
Affitto Lordo 2014 (*)	1.079	519	1.803	-	788	1.189	457	571	597	675	791	<b>8.469</b>
Reddito Operativo Netto 2014 (*)	1.001	447	1.799	-34	699	1.181	367	533	594	586	791	<b>7.964</b>
Valore di mercato dei beni immobili (**)	6.920	9.145	28.245	3.680	9.440	14.870	7.570	7.536	8.161	9.410	11.000	<b>115.977</b>
<b>Redditività lorda 2014</b>	<b>15,59%</b>	<b>5,68%</b>	<b>6,38%</b>	<b>0,00%</b>	<b>8,35%</b>	<b>8,00%</b>	<b>6,04%</b>	<b>7,58%</b>	<b>7,32%</b>	<b>7,17%</b>	<b>7,19%</b>	<b>7,30%</b>
<b>Redditività netta 2014</b>	<b>14,47%</b>	<b>4,89%</b>	<b>6,37%</b>	<b>-0,92%</b>	<b>7,40%</b>	<b>7,94%</b>	<b>4,85%</b>	<b>7,07%</b>	<b>7,28%</b>	<b>6,23%</b>	<b>7,19%</b>	<b>6,87%</b>

(\*) Al cambio medio 2014 per gli ammontari in valuta diversa dall'Euro  
(\*\*) Al cambio del 31 Dicembre 2014

Per quanto riguarda le scadenze dei contratti di locazione, la tabella sottostante evidenzia come circa il 40% dei canoni d'affitto in essere abbia una scadenza superiore a cinque anni mentre il 51% ha una durata residua maggiore di tre anni.

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni immobili	Locazione non finanziaria (1)	Locazione finanziaria (1)	Importo totale (1)	%
Dati in Euro/000		a	b	c = a + b	
Fino a 1 anno	10.953	922	-	922	10,5%
Da 1 a 3 anni	33.831	3.351	-	3.351	38,1%
Da 3 a 5 anni	12.120	1.001	-	1.001	11,4%
Oltre i 5 anni	51.798	3.517	-	3.517	40,0%
<b>Totale beni immobili locati</b>	<b>108.701</b>	<b>8.791</b>	<b>-</b>	<b>8.791</b>	<b>100%</b>
Totale beni immobili non locati	7.276				
<b>Totale beni immobili</b>	<b>115.977</b>				

Il monte affitti annuo generato dagli immobili del Fondo alla data del 31 dicembre 2014 è pari a circa 8,8 milioni di Euro. Il tasso di *vacancy* (misurato in termini di affitto mancante a canoni di mercato) è pari a circa il 7% ed è riferibile prevalentemente alle situazioni di sfitto dell'immobile logistico di Venray oltre che dell'unità commerciale rimasta sfitta nell'immobile di Valbo in Svezia a seguito del fallimento del conduttore e dell'unità al piano terreno dell'immobile di Glasgow.

Per quanto riguarda l'immobile logistico di Venray l'incarico affidato, insieme al fondo pensione olandese proprietario dell'unità logistica adiacente per una commercializzazione congiunta delle due unità, alle società Jones Lang Lasalle e Cushman & Wakefield non ha sinora prodotto i risultati sperati. Nonostante siano state ricevute diverse manifestazioni di interesse e siano stati effettuati dei sopralluoghi con operatori potenzialmente interessati a prendere in locazione l'unità, al momento di redazione del presente Rendiconto nessuna trattativa è arrivata a conclusione. Si è osservato tuttavia un miglioramento dell'attività locativa nella zona.

In relazione all'immobile di Glasgow, si rappresenta che nel mese di marzo 2014 è stato concluso un contratto di affitto con la società Human Capital Service Ltd (società di ricerca del personale) per l'intero ultimo piano, per un periodo di 5 anni senza diritto di recesso grazie al quale l'immobile raggiungerà un grado di occupancy pari al 100%. Il canone annuo è pari a GBP 57.925 (comprensivo di due parcheggi coperti) che è in linea con l'ERV stimato dall'esperto indipendente del Fondo. L'affittuario beneficerà di un incentivo pari a 20 mensilità di free rent. Si segnala inoltre che il

conduttore Northgate non ha esercitato il diritto di recesso scadente a novembre 2014 e il contratto si è automaticamente rinnovato per ulteriori 5 anni fino al 2019.

Si segnala inoltre che il conduttore Yes Scotland ha rilasciato l'unità occupata a seguito della scadenza del contratto di affitto. L'asset management team di Cordea Savills ha elaborato un piano che prevede la rotazione degli affittuari al piano terreno e interrato in modo da assorbire i 325 mq rimasti sfitti e raggiungere la piena occupazione dell'immobile.

Con riferimento al parco commerciale di Ostringen si segnala che, nel corso di gennaio 2014, è stata siglata un'estensione del contratto di affitto (in scadenza a fine 2018) con l'ancora alimentare Lidl, fino al 31 dicembre del 2026. Successivamente sono stati rinnovati tutti i contratti in essere ad eccezione di una piccola porzione adiacente all'unità di Lidl. Tutti i contratti sono stati rinnovati ai canoni precedenti con una media di circa 3 mensilità di sconto a titolo di incentivo per il rinnovo ottenendo il prolungamento della durata media dei contratti di affitto di circa 9 anni.

Per quanto riguarda l'immobile di Valbo al momento il team di asset management di Cordea Savills sta lavorando ad una potenziale rotazione dei tenant del centro a seguito dell'interessamento da parte di Ikea per l'affitto dell'unità attualmente occupata da Toys.

Il progetto prevede la divisione dell'unità vacant in due unità più piccole da affittare a Electrolux (che ha mostrato interesse a prendere in affitto un'unità) e ad un altro conduttore da individuare, mentre Toys si sposterebbe nell'unità attualmente occupata da Stadium.

Al momento sono dunque in corso trattative e studi di fattibilità sul progetto.

Nel corso dell'esercizio non sono emerse nuove situazioni di crediti problematici nei confronti degli affittuari.

#### 1.5.4 Finanziamenti e strumenti derivati di copertura

L'ammontare dei debiti finanziari esistenti al 31 dicembre 2014 a livello di Fondo è pari a Euro 22.290.000, corrispondenti a tre finanziamenti *bullet* sottoscritti nel corso del 2008 con ING Real Estate Finance in relazione agli immobili di Isle of Wight, Rotterdam e Gavle sui quali è stata iscritta ipoteca di primo grado.

Inoltre il Fondo, attraverso i veicoli immobiliari Beck Property Sarl, Zid Property SCI, Plat Property Sarl e Mull Property Sarl ha in essere finanziamenti bancari per un ammontare residuo pari complessivamente a Euro 25.905.000 per l'acquisto/rifinanziamento rispettivamente degli immobili di Hessdorf e Ostringen, Lione, Parigi e Lipsia.

L'ammontare complessivo di indebitamento finanziario del Fondo è pari a Euro 48.195.000 che corrisponde a un rapporto fra livello di indebitamento e valore complessivo del portafoglio immobiliare pari a circa il 41,6%.

I finanziamenti attualmente in essere e le principali condizioni sono sintetizzati nella seguente tabella.

Finanziamento	Controparte finanziata	Saldo al 31/12/2014	Data erogazione	Scadenza	Tasso di Interesse	Margine	LTV Covenant	LTV Actual	ICR Covenant	ICR Actual
Isle of Wight	Pan European Property Fund	12.500.000	31/07/2008	31/03/2016	Euribor 3M	0,75%	65,00%	44,3%	1,35x	3,37x
Capelle	Pan European Property Fund	4.290.000	31/07/2008	31/03/2016	Euribor 3M	0,75%	65,00%	62,0%	1,35x	3,15x
Gavle	Pan European Property Fund	5.500.000	17/09/2008	30/11/2015	Euribor 3M	0,75%	65,00%	60,1%	1,35x	1,60x
Parigi - St. Cloud	Plat Property Sarl	8.130.000	22/12/2010	21/12/2015	Euribor 3M	1,50%	70,00%	54,7%	1,75x	9,37x
Hessdorf	Beck Property Sarl	4.500.000	30/09/2011	30/09/2015	Euribor 3M	1,04%	70,00%	47,8%	2,20x	4,44x
Ostringen	Beck Property Sarl	3.500.000	30/09/2011	30/09/2015	Euribor 3M	1,04%	70,00%	46,2%	2,20x	3,65x
Lione	Zid Property SCI	4.900.000	15/12/2011	15/12/2015	Euribor 3M	1,45%	70,00%	60,0%	1,45x	4,41x
Lipsia	Mull Property Sarl	4.875.000	05/06/2012	30/09/2015	Euribor 3M	1,26%	70,00%	44,3%	2,20x	6,66x
<b>Totale</b>		<b>48.195.000</b>		<b>31/12/2015</b>						

Alla data del presente Rendiconto risultano rispettati tutti i parametri finanziari imposti dai contratti di finanziamento.

Tuttavia, si evidenzia quanto segue:

- a seguito della situazione di affitto dell'unità del centro commerciale di Gavle-Valbo, il parametro di redditività dell'immobile in questione è vicino alla soglia limite di 1,35x prevista dal contratto di finanziamento. Come descritto nel precedente paragrafo il team di asset management di Cordea Savills sta lavorando ad un progetto per arrivare alla piena occupazione delle tre unità;
- il contratto di finanziamento dell'immobile di Lione prevede un incremento del margine sul finanziamento di 25 punti base nel caso in cui il rapporto tra indebitamento e valore di mercato, superi la soglia del 60%, livello su cui si è attestato in base all'ultima valutazione;
- osservando la dinamica sfavorevole della valutazione dell'immobile di Rotterdam, occorre monitorare attentamente il rapporto fra indebitamento e valore di mercato dell'immobile suddetto; peraltro, il piano di ammortamento introdotto sulla linea di finanziamento in esame consente di assorbire gradualmente la progressiva riduzione di valore dell'immobile.

Allo stato attuale e sulla base delle informazioni disponibili si ritiene, dunque, che sia assicurata la sostanziale stabilità finanziaria del Fondo; al tempo stesso, si ritiene che il continuo evolversi della situazione dei mercati e la complessità dello scenario economico attuale impongano, comunque, uno stretto monitoraggio delle ipotesi sottostanti il *business plan* e un frequente aggiornamento dello stesso al fine di anticipare il manifestarsi di fenomeni che possano impattare sulla realizzazione degli obiettivi prefissati.

Il Fondo, in accordo con la propria politica di gestione del rischio di variazione dei tassi di interesse e nel rispetto degli obblighi derivanti dai contratti di finanziamento sottoscritti, ha stipulato tre contratti di copertura di tipo *Interest Rate Swap*. Inoltre, i veicoli societari Plat Property Sàrl, Beck Property Sàrl, Zid Property SCI e Mull Property Sarl hanno rispettivamente sottoscritto contratti derivati di copertura dei tassi (*interest rate swap* o *CAP option* nel caso del veicolo Plat Property Sàrl) in relazione ai finanziamenti dagli stessi accesi.

Le principali caratteristiche e condizioni dei contratti derivati sottoscritti direttamente o indirettamente dal Fondo e finalizzati alla copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse nonché la valutazione di mercato degli stessi sono riepilogati nella seguente tabella.

Strumenti finanziari derivati non quotati	Veicolo	Controparte	Nozionale al 31/12/2014	Data di sottoscrizione	Tasso coperto	Tasso applicabile	Data di scadenza	MTM al 31/12/2014	% del Valore Complessivo Netto
Operazioni su tassi di interesse:									
- future su titoli di debito, tassi e altri contratti simili									
- opzioni su tassi e altri contratti simili									
- copertura fin. St. Cloude	Plat Property Sàrl	SaarLB	8.130.000	22/12/2010	Euribor 3M	3,50%	21/12/2015	68	0,00%
- swap e altri contratti simili									
- copertura fin. Isle of Wight	Pan European Property Fund	ING bank	11.500.000	30/10/2008	Euribor 3M	3,90%	31/03/2016	-559.676	-0,79%
- copertura fin. Rotterdam	Pan European Property Fund	ING bank	6.000.000	30/10/2008	Euribor 3M	4,39%	31/03/2016	-329.073	-0,47%
- copertura fin. Gavle	Pan European Property Fund	ING bank	4.790.000	30/10/2008	Euribor 3M	4,34%	30/11/2015	-189.998	-0,27%
- copertura fin. Hessdorf	Beck Property Sàrl	SEB AB	4.500.000	30/09/2011	Euribor 3M	1,79%	30/09/2015	-58.828	-0,08%
- copertura fin. Ostringen	Beck Property Sàrl	SEB AB	3.500.000	30/09/2011	Euribor 3M	1,79%	30/09/2015	-45.755	-0,06%
- copertura fin. Lione	Zid Property SCI	SaarLB	4.900.000	15/12/2011	Euribor 3M	1,29%	15/12/2015	-57.770	-0,08%
- copertura fin. Lipsia	Mull Property Sarl	SEB AB	4.875.000	05/06/2012	Euribor 3M	0,79%	30/09/2015	-26.595	-0,04%
<b>Totale</b>			<b>48.195.000</b>					<b>-1.267.626</b>	

Al 31 dicembre 2014 il *Mark To Market* dei suddetti strumenti finanziari è negativo per Euro 1.267.626. Ai fini della valorizzazione in bilancio dei suddetti strumenti si è tenuto conto dei criteri di valutazione (si veda par. 2.1 Criteri di valutazione) stabiliti dal Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio dell'8 maggio 2012 emanato dalla Banca d'Italia che prevedono per il Fondo la facoltà di non valorizzare il *Mark To Market* "degli strumenti finanziari derivati con finalità di copertura di passività valutate al valore nominale".

Si rappresenta inoltre che, al fine di riallineare il valore nozionale dei contratti derivati in essere con l'ammontare del finanziamento residuo della linea ING, nel corso dell'esercizio 2014 è stato ridotto di Euro 1.210.000 il valore nozionale di uno dei derivati a fronte del pagamento di Euro 81.250 a titolo di penali per cancellazione anticipata.

Per quanto riguarda, invece, l'opzione Cap sottoscritta con la banca SaarLB a copertura del relativo finanziamento, si rappresenta che il premio *up-front*, pagato all'atto della sottoscrizione del contratto,

viene contabilizzato al costo e riscontato linearmente nel bilancio del veicolo Plat Property Sàrl, non facendo quindi emergere alcuna variazione dalla valorizzazione al Mark To Market dello strumento.

### 1.5.5 Gestione cambi

Coerentemente con quanto previsto dal Regolamento di gestione del Fondo, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha adottato una strategia di copertura dal rischio di cambio per gli investimenti effettuati in valuta diversa dall'Euro (attualmente, fuori dall'area Euro, il Fondo ha effettuato investimenti in Gran Bretagna e Svezia).

In particolare, sono stati sottoscritti contratti derivati di *currency forward* (acquisto e vendita a termine di valuta) i cui principali termini e condizioni sono riepilogati nella tabella di seguito.

Strumenti finanziari derivati non quotati	Nozionale coperto (in valuta estera)	Cambio a Pronti	Cambio a Termine	Cambio al 31/12/2014	Scadenza	MTM al 31/12/2014	% del Valore Complessivo Netto
Operazioni su tassi di cambio:							
- future su valute e altri contratti simili							
- vendita a termine SEK	84.000.000	9,1720	9,2210	9,3930	18/12/2015	176.016	0,25%
- vendita a termine GBP	20.000.000	0,8558	0,8659	0,7789	25/03/2015	-2.568.458	-3,65%
- vendita a termine GBP	5.900.000	0,7755	0,7767	0,7789	15/01/2015	-415.519	-0,59%
- vendita a termine GBP	1.400.000	0,8421	0,8484	0,7789	25/03/2015	-146.291	-0,21%
- opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili							
- swap e altri contratti simili							
<b>Totale</b>						<b>-2.954.252</b>	

Nel corso del dell'esercizio, il risultato complessivo delle operazioni su strumenti finanziari derivati finalizzati alla copertura dalle variazioni dei tassi di cambio è stato negativo per Euro 1.693.565 principalmente a causa del forte deprezzamento dell'Euro nei confronti della sterlina compensando dunque l'effetto positivo sul valore degli immobili denominati in sterline.

Occorre inoltre notare che, se da un lato la strategia di copertura tende a neutralizzare l'impatto sul risultato economico del Fondo delle variazioni di valore causate dall'effetto cambi, dall'altro, l'esposizione negativa del *mark to market* degli strumenti derivati di copertura richiede un impegno finanziario in termini di *cash collateral* depositato a garanzia presso la controparte.

Occorre dunque che il Fondo, per far fronte ad eventuali uscite di cassa che si dovessero rendere necessarie a causa di un ulteriore peggioramento del *mark to market* dei derivati in valuta, conservi fino alla scadenza degli stessi strumenti un adeguato livello di liquidità.

Si rappresenta in proposito che la strategia di alleggerimento quantitativo annunciata a inizio 2015 dalla BCE ha avuto l'effetto di un forte deprezzamento dell'Euro nei confronti della sterlina. Il valore degli strumenti derivati in valuta si è di conseguenza fortemente ridotto nel corso di gennaio 2015 portando la controparte bancaria a richiedere un incremento consistente delle somme depositate a titolo di *cash collateral* (circa 1,4 milioni di Euro di liquidità addizionale è stata assorbita dagli strumenti derivati nel corso di gennaio 2015).

### 1.5.6 Gestione finanziaria - depositi bancari e disponibilità liquide

Al 31 dicembre 2014 la liquidità del Fondo ammonta a complessivi Euro 1.382.793 rappresentati dal saldo attivo dei c/c intestati al Fondo e intrattenuti presso la banca depositaria del Fondo (BNP Paribas – Securities Services).

Si segnala infine che al 31 dicembre 2014, 2,1 milioni di sterline (contro gli 1,2 milioni al 31 dicembre 2013) risultavano depositati presso Morgan Stanley Plc a garanzia dell'esatto adempimento degli obblighi derivanti da contratti derivati su tassi e valute. Come detto nel precedente paragrafo si segnala altresì che nel corso di gennaio 2015, a seguito di un rafforzamento della sterlina nei confronti dell'Euro, si è reso necessario un incremento del *cash collateral* a garanzia dell'esposizione in derivati

di 856.000 sterline. Alla data di redazione del presente Rendiconto il totale del deposito a garanzia dell'esposizione in derivati è dunque pari a 2,9 milioni di sterline.

## **1.6 Eventi successivi ed evoluzione prevedibile della gestione**

La Società sta continuando a monitorare attentamente l'evolversi delle dinamiche nei principali mercati immobiliari Europei al fine di valutare eventuali opportunità di cessione degli asset in portafoglio che si pensa abbiano completato il proprio ciclo di vita dell'investimento.

Come ampiamente esposto nei precedenti paragrafi, sono in corso diverse iniziative di asset management finalizzate in particolare alla rinegoziazione/estensione dei termini contrattuali in essere con i conduttori degli immobili, nonché analisi di fattibilità e convenienza di interventi di manutenzione straordinaria che consentano una valorizzazione del portafoglio immobiliare in un'ottica di disinvestimento, dato l'approssimarsi della scadenza del Fondo.

### Verifica Fiscale

Nel corso del 2012 la Guardia di Finanza di Milano ha avviato una verifica fiscale sulla Società di Gestione e sui fondi gestiti. Il focus della verifica è stato in particolare concentrato sulla tematica della effettiva residenza fiscale delle società estere partecipate dai fondi, incluse quelle detenute dal Fondo Pan European Property Fund e che svolgono sia attività di investimento immobiliare diretta sia attività di detenzione di partecipazioni in società immobiliari situate in giurisdizioni diverse da quella italiana. Nel mese di ottobre 2014 la verifica si è conclusa con l'emissione di un Processo Verbale di Costatazione ("PVC") indirizzato alla società G2B Property Ltd. Nel PVC viene contestato che, in relazione ai periodi di imposta che vanno dal 2007 al 2012, il c.d. "place of effective management" e con esso, la residenza fiscale della società, sarebbe da localizzarsi in Italia (presso i locali milanesi di Cordea Savills SGR). A seguito di ciò la Guardia di Finanza ha ricostruito il reddito imponibile della società ai fini IRES e IRAP per le annualità oggetto di contestazione, applicando la normativa fiscale vigente in Italia nel corso dei periodi di imposta in discorso, calcolando un importo pari a circa 8,1 milioni di euro di reddito imponibile che porterebbe a stimare una passività fiscale di circa 2,6 milioni di euro oltre sanzioni e interessi. Il PVC è stato trasmesso all'Agenzia delle Entrate, la quale ha emanato a fine dicembre 2014 gli avvisi di accertamento per le annualità 2007 e 2008 liquidando le imposte sulla base di quanto contestato dai militari.

La Società G2B, con il supporto dello studio Di Tanno, ha presentato all'Agenzia delle Entrate ai sensi e per gli effetti dell'art. 12, comma 7, dello Statuto Fiscale del Contribuente, le Osservazioni al PVC nelle quali ha contestato i seguenti punti:

- che la strutturazione degli investimenti attraverso l'utilizzo di veicoli societari esteri risponde ad esigenze gestionali di segregazione del rischio degli investimenti, di possibilità di accesso e gestione dei finanziamenti bancari nonché di ottimizzazione del processo di disinvestimento;
- che la costituzione della G2B da un lato, era funzionale ad un eventuale disinvestimento degli assets olandesi, dall'altro atteneva ad una problematica di tipo regolamentare (successivamente risolta);
- che tutte le decisioni chiave sul piano gestorio e commerciale della società sono state prese collegialmente a livello di consiglio di amministrazione della società stessa e che lo stesso è composto in maggioranza da persone residenti in Guernsey;
- che le riunioni del consiglio di amministrazione si tengono effettivamente in Guernsey;
- che la Società ha un conto bancario in Guernsey e che le scritture contabili vengono tenute presso la sede sociale;
- che l'oggetto principale dell'attività di G2B (per il tramite delle partecipate) riguarda gli immobili che sono ubicati in Olanda e pertanto il medesimo non può essere localizzato in Italia;
- che il personale della SGR svolge obbligatoriamente le funzioni di controllo e coordinamento degli investimenti imposte dalle norme di vigilanza vigenti e che tali funzioni non possono confondersi con una pretesa direzione effettiva (place of effective management) di G2B;
- che, soprattutto, essendo il Fondo immobiliare un veicolo di investimento esente da imposte in Italia, mancherebbe il presupposto motivazionale perché possa ipotizzarsi una presunta attività di pianificazione fiscale volta a ridurre il carico fiscale italiano, posto che i redditi realizzati dal Fondo sono poi stati tassati direttamente in capo agli investitori al momento della distribuzione dei

proventi da parte del Fondo. Inoltre occorre notare che la struttura di investimento in parola ha permesso al Fondo di massimizzare le distribuzioni agli investitori del Fondo, massimizzando di conseguenza le ritenute alla fonte operate dalla SGR sui proventi distribuiti.

Sulla base di quanto sopra, la G2B ha quindi respinto tutte le contestazioni fatte dalla Guardia di Finanza. Tuttavia, nonostante la SGR sia assolutamente convinta della regolarità del suo operato nonché della assoluta infondatezza delle contestazioni mosse dall'amministrazione fiscale, l'ipotesi di affrontare un contenzioso fiscale potrebbe non essere la scelta ottimale. Questo soprattutto considerando i rischi connessi nonché i tempi incerti ma sicuramente molto lunghi di un procedimento di questa tipologia, proprio nel momento in cui il Fondo è entrato nella fase di dismissione del portafoglio immobiliare, il che probabilmente implicherebbe l'impossibilità di completare in tempi celeri la fase di liquidazione del Fondo e la necessità di mantenere in essere il veicolo di investimento fino alla soluzione definitiva del contenzioso. A ciò si aggiunga inoltre il rischio che l'amministrazione fiscale richieda e ottenga il pagamento di un terzo della presunta passività fiscale all'inizio del contenzioso (importo stimabile in circa 1 milione di Euro e che verrebbe trattenuto per tutta la durata del procedimento).

Avendo considerato quanto sopra, a gennaio 2015 la società G2B, pur ritenendo quindi infondata la contestazione relativa alla presunta residenza fiscale in Italia, in un'ottica puramente deflattiva del contenzioso, ha presentato istanza di accertamento con adesione, (sospendendo in questo modo per 90 giorni i termini per presentare ricorso alla Commissione Tributaria Provinciale) intendendo proporre all'Ufficio una soluzione tecnica che, pur ammettendo, ma non concedendo, come presupposto la residenza italiana della Società, preveda un criterio di tassazione del reddito più coerente (i) con il regime fisiologico di tassazione dei fondi immobiliari e (ii) con le modalità di finanziamento normalmente attuate dal Fondo per l'effettuazione degli investimenti. In questo modo si determinerebbe per la società un carico fiscale che, seppur non dovuto, sarebbe ridotto per effetto delle minori sanzioni applicabili in caso di definizione in adesione con l'Agenzia, una riduzione delle sanzioni, oltre che eviterebbe di bloccare/ostacolare la liquidazione del Fondo.

Sulla base della citata proposta transattiva il Fondo, pur ritenga ritenendo assolutamente infondate le pretese dell'amministrazione fiscale, ha appostato un fondo rischi apposito per Euro 2.192.817 nella contabilità al 31 dicembre 2014.

Al momento (febbraio 2015) è in corso il contraddittorio con l'Agenzia delle Entrate nell'ambito del procedimento di accertamento con adesione che dovrebbe concludersi entro metà aprile 2015. Al termine, nel caso di non raggiungimento di un accordo con l'Ufficio, la società G2B potrebbe presentare un ricorso alla Commissione Tributaria Provinciale il cui termine di presentazione scade il 18 maggio 2015.

La SGR chiederà al Comitato Consultivo del Fondo PEPF di esprimere il parere obbligatorio non vincolante ai sensi dell'articolo 4.2 lettera c) del Regolamento di Gestione del Fondo nel caso in cui si arrivi ad una proposta transattiva volta ad evitare il contenzioso.

## **1.7 Altre informazioni**

L'art. 32 del Decreto Legge n. 78 del 31 maggio 2010, convertito con modificazioni dalla Legge n. 122 del 30 luglio 2010 (nel seguito, il "D.L. 78/2010"), alla luce delle modificazioni introdotte dall'art. 8, comma 9, del Decreto Legge n. 70 del 13 maggio 2011, convertito con modificazioni dalla Legge n. 106 del 12 luglio 2011, ha introdotto, inter alia, sostanziali modifiche al regime tributario dei fondi immobiliari. Inoltre, in data 16 dicembre 2011 è stato emanato il Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate avente ad oggetto le modalità di attuazione contenute nell'art. 32, commi 3-bis, 4, 4-bis e 5, del D.L. n. 78/2010 mentre in data 15 febbraio 2012 è stata emanata la Circolare Agenzia Entrate n. 2/E che ha chiarito taluni aspetti.

In estrema sintesi:

- a. è stata prevista l'introduzione di un regime di tassazione "per trasparenza", a decorrere dall'anno 2011, che determina il concorso dei redditi conseguiti annualmente dal fondo immobiliare alla formazione del reddito complessivo di ciascun partecipante, proporzionalmente alla quota di partecipazione detenuta dallo stesso, prescindendo dall'effettiva percezione dei proventi (art. 32, commi 3-bis e 4, D.L. n. 78/2010);
- b. tale regime di "trasparenza" risulta applicabile a tutti i partecipanti del fondo che, al termine del periodo d'imposta o, se inferiore, al termine del periodo di gestione del fondo, detengono quote di partecipazione in misura superiore al 5% del patrimonio del fondo.

- Sono tuttavia esclusi da tale regime, a prescindere dalla partecipazione detenuta, i seguenti soggetti (gli "Investitori Istituzionali"): (i) Stato ed enti pubblici; (ii) organismi di investimento collettivo del risparmio; (iii) forme di previdenza complementare ed enti di previdenza obbligatoria; (iv) imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati a copertura delle riserve tecniche; (v) intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale; (vi) soggetti o patrimoni di cui sopra costituiti all'estero in paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni atto ad individuare i beneficiari effettivi del reddito o del risultato della gestione, a condizione che detti paesi o territori siano indicati nel decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di cui all'articolo 168-bis, comma 1, del Testo unico delle imposte sui redditi di cui al D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (i c.d. "Paesi White List") ; (vii) enti privati residenti con finalità mutualistiche e società cooperative residenti in Italia; (viii) veicoli istituiti in Italia o in paesi White list partecipati in misura superiore al 50%, direttamente o indirettamente, dai soggetti precedenti;
- c. con riferimento sia agli Investitori Istituzionali sia ai partecipanti diversi dagli Investitori Istituzionali che detengono quote di partecipazione non superiori al 5%, è stato mantenuto il regime fiscale basato sull'applicazione della ritenuta del 26% (a titolo di acconto o di imposta, a seconda che le stesse siano detenute o meno nell'esercizio di un'attività d'impresa) di cui all'art. 7 del D.L. n. 351/2001. L'aliquota del 26% (precedentemente del 20%) è stata introdotta dall'art. 3, del D.L. 24 aprile 2014, n. 66, convertito con modificazioni dalla Legge 23 giugno 2014, n. 89. L'aliquota del 26% si rende applicabile ai proventi distribuiti in costanza di partecipazione a decorrere dal 1 luglio 2014, a prescindere dalla data di delibera di distribuzione (Circolare 19/E del 27 giugno 2014).
- La medesima aliquota del 26% si applica inoltre sui proventi percepiti dai partecipanti non residenti. A tale riguardo, a soli fini di completezza, vale la pena ricordare che la ritenuta di cui all'art. 7 del D.L. n. 351/2001 può essere ridotta ove sia applicabile una Convenzione contro le doppie imposizioni stipulata dall'Italia. A tal proposito, nell'art. 7, comma 3-bis, del D.L. n. 351/2001 è prevista una procedura semplificata per l'applicazione diretta delle norme convenzionali. Inoltre, ai sensi dell'art. 7, comma 3, del D.L. n. 351/2001, la ritenuta non si applica sui proventi percepiti da fondi pensione e organismi di investimento collettivo del risparmio esteri, sempreché istituiti in Paesi White List, nonché su quelli percepiti da enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e da banche centrali od organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato;
- d. la ritenuta di cui all'art. 7 del D.L. n. 351/2001 non si applica sui redditi imputati per "trasparenza" ai soggetti residenti;
- e. con riguardo ai soggetti non residenti i diversi dagli Investitori Istituzionali, i redditi del fondo sono soggetti ad una ritenuta a titolo d'imposta del 20%, al momento della loro corresponsione, con le modalità di cui all'art. 7 del D.L. n. 351/2001. Anche con riferimento a tale ipotesi di ritenuta resta valido quanto illustrato alla precedente lett. c. circa la possibilità, ove ricorrano i relativi presupposti, di applicare le Convenzioni contro le doppie imposizioni ovvero di disapplicare la ritenuta medesima nei confronti dei soggetti ivi indicati.

### Imposta di bollo

L'art. 19 del D.L. 201/2011 ha modificato, tra altre novità, la disciplina in materia di imposta di bollo di cui al D.P.R. 642/1972, ampliando il campo applicativo della medesima alle "comunicazioni periodiche alla clientela relative a prodotti finanziari, anche non soggetti ad obbligo di deposito anche se rappresentati da certificati [...]" (cfr. art. 13, comma 2-ter, della Tariffa, Allegato A, Parte Prima, del D.P.R. 642/1972).

L'art. 1, comma 581, lett. a) e b), della L. 147/2013 ha ulteriormente modificato l'art. 13, comma 2-ter, prevedendo l'incremento dell'aliquota applicabile dallo 0,15% al 2%, la soppressione dell'importo minimo di euro 34,20 e l'introduzione della soglia massima di euro 14.000 applicabile ai soggetti diversi dalle persone fisiche che in precedenza era fissata ad euro 4.500. Tali modifiche hanno effetto a decorrere dal 1.1.2014.

Si evidenzia, in particolare, che l'imposta di bollo, ai sensi del citato art. 13, si applica alle comunicazioni periodiche alla clientela, relative a prodotti finanziari, con la precisazione che tale comunicazione si considera in ogni caso inviata almeno una volta l'anno, anche in mancanza di effettiva redazione od invio.

L'imposta di bollo, ai sensi della disposizione in esame, con riferimento ai rapporti ove non sussiste un obbligo di invio o di redazione della comunicazione periodica, deve essere applicata al 31 dicembre di

ogni anno, ovvero all'atto del rimborso o riscatto per i prodotti finanziari diversi da quelli dematerializzati, ed in ogni caso al termine del rapporto intrattenuto con il cliente, secondo la seguente misura:

- 1 per mille, per l'anno 2012, con ammontare massimo pari ad euro 1.200,00; tale soglia massima si applica a tutti i soggetti;
- 1,5 per mille, a decorrere dall'anno 2013, con ammontare massimo pari ad euro 4.500,00; tale soglia massima si applica esclusivamente ai soggetti diversi dalle persone fisiche, per le quali, pertanto, non sussiste un limite massimo.
- 2 per mille, a decorrere dall'anno 2014, con ammontare massimo pari ad euro 14.000; tale soglia massima si applica esclusivamente ai soggetti diversi dalle persone fisiche, per le quali, pertanto, non sussiste un limite massimo. Sono esclusi dal campo di applicazione dell'imposta in esame alcune tipologie di soggetti, ed esattamente: banche; società finanziarie; istituti di moneta elettronica (IMEL); imprese di assicurazioni; imprese di investimento; organismi di investimento collettivo del risparmio (fondi comuni di investimento e Sicav); società di gestione del risparmio (SGR); società di gestione accentrata di strumenti finanziari; fondi pensione; Poste Italiane S.p.A.; Cassa Depositi e Prestiti; ogni altro soggetto che svolge attività di intermediazione finanziaria; società appartenenti al medesimo gruppo bancario dell'intermediario; società che controllano l'intermediario, che sono da questo controllate ovvero che sono sottoposte a comune controllo.

In mancanza di chiarimenti da parte dell'Amministrazione finanziaria, in via prudenziale, l'imposta di bollo dovrebbe ritenersi applicabile, negli stessi termini sopra descritti, anche ai soggetti non residenti. Come chiarito dal Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 24 maggio 2012, il soggetto tenuto all'applicazione dell'imposta di bollo è il c.d. "ente gestore", termine con il quale si intende "il soggetto che a qualsiasi titolo esercita sul territorio della Repubblica l'attività bancaria, finanziaria o assicurativa rispettivamente secondo le disposizioni del Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385, recante il Testo unico delle leggi in materia bancaria, del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, degli articoli 8 e 21 della Legge 6 febbraio 1996, n. 52, ovvero del Decreto Legislativo 7 settembre 2005, n. 209, recante il Codice delle Assicurazioni Private, ivi comprese le Poste Italiane S.p.A., che si relazioni direttamente od indirettamente con il cliente anche ai fini delle comunicazioni periodiche relative al rapporto intrattenuto e del rendiconto effettuato sotto qualsiasi forma".

## **1.8 Delibera del Consiglio di Amministrazione**

Ai sensi di quanto previsto dal Regolamento del Fondo, a fronte di un utile d'esercizio di Euro 3.395.775, il risultato economico che ha trovato realizzazione nel corso del 2014 è pari a Euro 47.890. La differenza è principalmente attribuibile alle componenti non realizzate relative alla valorizzazione delle partecipazioni e dei crediti verso le partecipate nonché al risultato sugli strumenti finanziari di copertura cambi non realizzati nel corso dell'esercizio e di quelli non realizzati nell'esercizio precedente ma che hanno trovato realizzazione nel corso dell'esercizio in corso.

Il risultato distribuibile del presente esercizio è fortemente condizionato dallo stanziamento a fondo rischi di circa 2,2 milioni di Euro effettuato per coprire la potenziale passività fiscale risultante dall'avviso di accertamento emesso dalla Agenzia delle Entrate all'esito delle verifiche condotte e dalle contestazioni mosse in tema di residenza fiscale dal Nucleo della Guardia di Finanza che ha effettuato le indagini come ampiamente descritto al precedente paragrafo 1.6.

A fronte di un risultato distribuibile complessivamente prodotto dall'inizio dell'operatività del Fondo pari a Euro 22.655.900 dei quali Euro 22.011.000 totali già distribuiti ai quotisti sotto forma di proventi dall'inizio dell'operatività del Fondo, nonché considerato l'approssimarsi della scadenza del Fondo, il Consiglio di Amministrazione della SGR, in accordo con le normative vigenti e con il Regolamento del Fondo, nella seduta di approvazione del Rendiconto al 31 dicembre 2014, ha deliberato di non procedere ad alcuna distribuzione di proventi per l'esercizio 2014.

La riconciliazione del risultato distribuibile con il risultato contabile dall'inizio dell'operatività del Fondo è riportato nella seguente tabella.

<b>Risultato distribuibile</b>	<b>Esercizio 2007</b>	<b>Esercizio 2008</b>	<b>Esercizio 2009</b>	<b>Esercizio 2010</b>	<b>Esercizio 2011</b>	<b>Esercizio 2012</b>	<b>Esercizio 2013</b>	<b>Esercizio 2014</b>
Risultato d'esercizio	-900.583	-8.135.385	539.052	7.697.637	2.252.569	-679.563	1.266.901	3.395.775
Risultato non realizzato sugli strumenti finanziari non quotati	815.848	11.620.575	299.806	-2.805.920	1.191.108	2.407.668	1.306.420	-1.309.548
Risultato non realizzato sugli strumenti derivati		604.183	47.719	-593.488	-58.413	40.039	22.536	-62.576
Risultato non realizzato sulla gestione crediti	924.194	6.394.057	-1.297.410	-2.887.552	-685.981	131.951	1.775.230	-3.324.323
Risultato non realizzato sulle operazioni di copertura cambi	-1.118.835	-2.571.842	570.511	1.980.908	1.279.307	1.974.948	502.991	2.178.394
Risultato non realizzato sulla liquidità	7.710	16.194	-60.930	35.936	-135.857	-52.013	96.578	-240.520
Risultato esercizi precedenti realizzato nell'esercizio in corso		982.512	1.480.506	-249.111	-1.224.826	-181.922	-2.017.955	-589.312
<b>Totale risultato distribuibile dell'esercizio</b>	<b>-271.666</b>	<b>8.910.294</b>	<b>1.579.255</b>	<b>3.178.410</b>	<b>2.617.908</b>	<b>3.641.109</b>	<b>2.952.701</b>	<b>47.890</b>
Utile distribuibile portato a nuovo	0	-271.666	5.158.628	2.822.883	1.651.293	93.200	254.307	597.007
Risultato distribuibile dell'esercizio	-271.666	8.910.294	1.579.255	3.178.410	2.617.908	3.641.109	2.952.701	47.890
Dividendi distribuiti		-3.480.000	-3.915.000	-4.350.000	-4.176.000	-3.480.000	-2.610.000	0
<b>Utile distribuibile residuo</b>	<b>-271.666</b>	<b>5.158.628</b>	<b>2.822.883</b>	<b>1.651.293</b>	<b>93.200</b>	<b>254.307</b>	<b>597.007</b>	<b>644.896</b>



## 2. Situazione Patrimoniale

**Pan European Property Fund**  
**RENDICONTO ANNUALE DEL FONDO AL 31/12/2014**  
**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2014		Situazione al 31/12/2013	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>26.564.832</b>	<b>27,04%</b>	<b>25.100.249</b>	<b>26,73%</b>
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>	<b>26.388.816</b>	<b>26,86%</b>	<b>25.079.267</b>	<b>26,70%</b>
A1. Partecipazioni di controllo	26.388.816	26,86%	25.079.267	26,70%
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di O.I.C.R.				
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di O.I.C.R.				
<b>Strumenti finanziari derivati</b>	<b>176.016</b>	<b>0,18%</b>	<b>20.982</b>	<b>0,02%</b>
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	176.016	0,18%	20.982	0,02%
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>				
B1. Immobili dati in locazione				
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b>	<b>70.255.430</b>	<b>71,51%</b>	<b>65.412.314</b>	<b>69,65%</b>
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri	70.255.430	71,51%	65.412.314	69,65%
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>1.382.793</b>	<b>1,41%</b>	<b>3.321.465</b>	<b>3,54%</b>
F1. Liquidità disponibile	1.382.793	1,41%	3.321.465	3,54%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>45.574</b>	<b>0,05%</b>	<b>82.856</b>	<b>0,09%</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	45.574	0,05%	82.856	0,09%
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre				
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>98.248.630</b>	<b>100,00%</b>	<b>93.916.884</b>	<b>100,00%</b>

**Pan European Property Fund**  
**RENDICONTO ANNUALE DEL FONDO AL 31/12/2014**  
**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2014	Situazione al 31/12/2013
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>22.290.000</b>	<b>22.730.000</b>
H1. Finanziamenti ipotecari		
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri	22.290.000	22.730.000
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>3.130.268</b>	<b>1.448.728</b>
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	3.130.268	1.448.728
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>2.402.857</b>	<b>98.427</b>
M1. Provigioni ed oneri maturati e non liquidati	184.549	89.610
M2. Debiti di imposta	7.145	585
M3. Ratei e risconti passivi		
M4. Depositi Cauzionali		
M5 Altre	2.211.163	8.232
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>27.823.125</b>	<b>24.277.155</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>70.425.505</b>	<b>69.639.729</b>
Numero delle quote in circolazione	348	348
Valore unitario delle quote	202.372,141	200.114,165
Rimborsi o proventi distribuiti	2.610.000,00	3.480.000,00
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	7.500,000	10.000,000
Importi da richiamare	0,000	0,000
Importi da richiamare per quota	0,000	0,000

### 3. Situazione Reddituale

**Pan European Property Fund**  
**RENDICONTO ANNUALE DEL FONDO AL 31/12/2014**  
**SEZIONE REDDITUALE**

	Situazione al 31/12/2014		Situazione al 31/12/2013	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>710.345</b>		<b>-1.080.014</b>	
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>				
<b>A1. PARTECIPAZIONI</b>	1.629.119		-122.171	
A1.1 dividendi e altri proventi	319.571		1.184.249	
A1.2 utile/perdite da realizzi				
A1.3 plus/minusvalenze	1.309.548		-1.306.420	
<b>A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili/perdite da realizzi				
A2.3 plus/minusvalenze				
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
<b>A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili/perdite da realizzi				
A3.3 plus/minusvalenze				
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
<b>A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	-918.774		-957.843	
A4.1 di copertura	-918.774		-957.843	
A4.2 non di copertura				
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>		<b>710.345</b>		<b>-1.080.014</b>
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>				
<b>B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI</b>				
<b>B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI</b>				
<b>B3. PLUS/MINUSVALENZE</b>				
<b>B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI</b>				
<b>B5. AMMORTAMENTI</b>				
<b>Risultato gestione beni immobili</b>				
<b>C. CREDITI</b>	<b>8.264.414</b>		<b>3.259.619</b>	
<b>C1. Interessi attivi e proventi assimilati</b>	4.940.091		5.034.849	
<b>C2. Incrementi/decrementi di valore</b>	3.324.323		-1.775.230	
<b>Risultato gestione crediti</b>		<b>8.264.414</b>		<b>3.259.619</b>
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
<b>D1. Interessi attivi e proventi assimilati</b>				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
<b>E1. Proventi</b>				
<b>E2. Utile/perdita da realizzi</b>				
<b>E3. Plusvalenze/minusvalenze</b>				
<b>Risultato gestione investimenti</b>		<b>8.974.760</b>		<b>2.179.605</b>

**Pan European Property Fund**  
**RENDICONTO ANNUALE DEL FONDO AL 31/12/2014**  
**SEZIONE REDDITUALE**

	Situazione al 31/12/2014		Situazione al 31/12/2013	
<b>F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>	<b>-1.693.564</b>		<b>676.361</b>	
<b>F1. OPERAZIONI DI COPERTURA</b>	-1.890.819		875.667	
F1.1 Risultati realizzati	287.575		1.378.658	
F1.2 Risultati non realizzati	-2.178.394		-502.991	
<b>F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA</b>				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
<b>F3. LIQUIDITA'</b>	197.255		-199.306	
F3.1 Risultati realizzati	-43.265		-102.728	
F3.2 Risultati non realizzati	240.520		-96.578	
<b>G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE</b>				
<b>G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE</b>				
<b>G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI</b>				
<b>Risultato lordo della gestione caratteristica</b>		<b>7.281.196</b>		<b>2.855.966</b>
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>	<b>-222.843</b>		<b>-224.028</b>	
<b>H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	-222.843		-224.028	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-222.843		-224.028	
H1.2 su altri finanziamenti				
<b>H2. ALTRI ONERI FINANZIARI</b>				
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		<b>7.058.352</b>		<b>2.631.938</b>
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	<b>-1.476.074</b>		<b>-1.372.625</b>	
<b>I1. Provigione di gestione SGR</b>	-1.226.861		-1.192.555	
<b>I2. Commissioni banca depositaria</b>	-35.271		-35.583	
<b>I3. Oneri per esperti indipendenti</b>	-9.433		-9.317	
<b>I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico</b>				
<b>I5. Altri oneri di gestione</b>	-204.509		-135.170	
<b>L. ALTRI RICAVI ED ONERI</b>	<b>-2.186.503</b>		<b>7.588</b>	
<b>L1. Interessi attivi su disponibilità liquide</b>	6.713		7.255	
<b>L2. Altri ricavi</b>	2		1.001	
<b>L3. Altri oneri</b>	-2.193.218		-667	
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		<b>3.395.775</b>		<b>1.266.901</b>
<b>M. IMPOSTE</b>				
<b>M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio</b>				
<b>M2. Imposta sostitutiva a credito dell'esercizio</b>				
<b>M3. Altre imposte</b>				
<b>Utile/perdita dell'esercizio</b>		<b>3.395.775</b>		<b>1.266.901</b>

## 4. Nota Integrativa

### Parte A – Andamento del valore della quota

Il valore della quota al 31 dicembre 2014 è pari a Euro 202.372,141 che corrisponde a incremento dell'1,13% rispetto al valore al 31 dicembre 2013.

La tabella seguente riporta il valore della quota alla fine di ciascun esercizio dalla data di istituzione del Fondo.

	Data	Valore complessivo netto	Numero quote	Valore unitario delle quote
Collocamento	18/05/2007	82.000.000	328	250.000,000
Rendiconto al	31/12/2007	81.099.417	328	247.254,320
Rendiconto al	31/12/2008	77.964.133	348	224.034,866
Rendiconto al	31/12/2009	75.023.185	348	215.583,866
Rendiconto al	31/12/2010	78.805.822	348	226.453,512
Rendiconto al	31/12/2011	76.708.391	348	220.426,410
Rendiconto al	31/12/2012	71.852.828	348	206.473,642
Rendiconto al	31/12/2013	69.639.729	348	200.114,165
	<b>31/12/2014</b>	<b>70.425.505</b>	<b>348</b>	<b>202.372,141</b>

Rispetto al valore di collocamento iniziale il valore della quota ha subito un decremento pari a circa il 19,05%, principalmente dovuto alla flessione dei valori di mercato degli immobili in portafoglio che scontano una riduzione complessiva pari a circa l'8% rispetto al costo di acquisizione, del 12,6% rispetto all'investimento totale compresi gli oneri di acquisizione.

Si rammenta, comunque, che il Fondo, fino alla data del presente Rendiconto, ha effettuato distribuzioni di proventi ai quotisti per un ammontare complessivo pari a Euro 22.011.000, che corrisponde al 25,3% del valore nominale delle quote.

La tabella seguente illustra le componenti che hanno comportato la variazione del valore complessivo netto del Fondo dall'inizio dell'operatività fino alla data del presente Rendiconto.

	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>Valore iniziale</b>	82.000.000							
Variazioni								
- Nuove emissioni di quote		5.000.000	0	0	0	0	0	0
- Risultato di periodo	-900.583	-8.135.284	539.052	7.697.637	2.252.569	-679.563	1.266.901	3.395.775
- Distribuzione di proventi	0	0	-3.480.000	-3.915.000	-4.350.000	-4.176.000	-3.480.000	-2.610.000
- Rimborsi di quote								
<b>Valore finale</b>	<b>81.099.417</b>	<b>77.964.133</b>	<b>75.023.185</b>	<b>78.805.822</b>	<b>76.708.391</b>	<b>71.852.828</b>	<b>69.639.729</b>	<b>70.425.505</b>
Numero quote in circolazione	328	348	348	348	348	348	348	348
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>247.254,320</b>	<b>224.034,866</b>	<b>215.583,865</b>	<b>226.453,511</b>	<b>220.426,410</b>	<b>206.473,643</b>	<b>200.114,165</b>	<b>202.372,141</b>

I dividendi distribuiti nell'esercizio in corso sono stati pari a Euro 2.610.000 (Euro 7.500 pro-quota) che corrisponde a un rendimento (*dividend yield*) sul valore nominale della quota del 3,0% (3,8% sul valore al 31 dicembre 2013).

La tabella alla pagina seguente illustra gli aggiustamenti effettuati sul risultato contabile al fine di determinare il risultato effettivamente realizzato.

Risultato distribuibile	Esercizio 2007	Esercizio 2008	Esercizio 2009	Esercizio 2010	Esercizio 2011	Esercizio 2012	Esercizio 2013	Esercizio 2014
Risultato d'esercizio	-900.583	-8.135.385	539.052	7.697.637	2.252.569	-679.563	1.266.901	3.395.775
Risultato non realizzato sugli strumenti finanziari non quotati	815.848	11.620.575	299.806	-2.805.920	1.191.108	2.407.668	1.306.420	-1.309.548
Risultato non realizzato sugli strumenti derivati		604.183	47.719	-593.488	-58.413	40.039	22.536	-62.576
Risultato non realizzato sulla gestione crediti	924.194	6.394.057	-1.297.410	-2.887.552	-685.981	131.951	1.775.230	-3.324.323
Risultato non realizzato sulle operazioni di copertura cambi	-1.118.835	-2.571.842	570.511	1.980.908	1.279.307	1.974.948	502.991	2.178.394
Risultato non realizzato sulla liquidità	7.710	16.194	-60.930	35.936	-135.857	-52.013	96.578	-240.520
Risultato esercizi precedenti realizzato nell'esercizio in corso		982.512	1.480.506	-249.111	-1.224.826	-181.922	-2.017.955	-589.312
<b>Totale risultato distribuibile dell'esercizio</b>	<b>-271.666</b>	<b>8.910.294</b>	<b>1.579.255</b>	<b>3.178.410</b>	<b>2.617.908</b>	<b>3.641.109</b>	<b>2.952.701</b>	<b>47.889</b>
Utile distribuibile portato a nuovo	0	-271.666	5.158.628	2.822.883	1.651.293	93.200	254.307	597.007
Risultato distribuibile dell'esercizio	-271.666	8.910.294	1.579.255	3.178.410	2.617.908	3.641.109	2.952.701	47.889
Dividendi distribuiti		-3.480.000	-3.915.000	-4.350.000	-4.176.000	-3.480.000	-2.610.000	0
<b>Utile distribuibile residuo</b>	<b>-271.666</b>	<b>5.158.628</b>	<b>2.822.883</b>	<b>1.651.293</b>	<b>93.200</b>	<b>254.307</b>	<b>597.007</b>	<b>644.896</b>

### Gestione dei rischi e continuazione dell'attività aziendale

Per gestire l'attività del Fondo nella consapevolezza dei rischi assunti, la SGR ha svolto una mappatura e una successiva analisi critica sui diversi livelli di esposizione al rischio legati allo svolgimento dell'attività di gestione del patrimonio immobiliare del Fondo.

Il processo di valutazione dei rischi aziendali viene effettuato attraverso un approccio auto valutativo del *management* coadiuvato e condotto in regime di esternalizzazione da una società specializzata del settore.

I principali rischi individuati sono quelli comuni ai fondi immobiliari identificati da Assogestioni, e in particolare:

- rischi di mercato, legati principalmente ad una possibile errata previsione sullo sviluppo del mercato immobiliare;
- rischi di controparte, legati alla solvibilità e trasparenza delle controparti con cui si pongono in essere transazioni;
- rischi di *compliance*, legati a un mancato rispetto della normativa applicabile;
- rischi di portafoglio, associati alla specifica composizione del portafoglio immobiliare del Fondo;
- rischi finanziari e di liquidità, che si manifestano sotto forma di (i) inadempimento ai propri impegni di pagamento, che possono essere causati da incapacità di reperire fondi (*funding liquidity risk*) ovvero dalla presenza di limiti allo smobilizzo delle attività (*market liquidity risk*) nonché (ii) ad un andamento sfavorevole dei tassi di interesse e al rispetto dei parametri finanziari richiesti dai contratti di finanziamento in essere;
- rischio di cambio, legato alla variazione del tasso di cambio dell'Euro nei confronti delle altre valute in cui sono investite le attività del Fondo.

### Rischi di mercato

L'attuale scenario del mercato immobiliare presenta un profilo di straordinaria complessità in cui è molto difficile prevedere con certezza gli sviluppi futuri.

In particolare, le economie dei paesi in cui è investito il patrimonio del Fondo si muovono in maniera significativamente differenziata l'una dall'altra con paesi che hanno già intercettato la ripresa e paesi che confidano invece di beneficiare della politica monetaria espansiva della Banca Centrale Europea per un rilancio della propria economia.

Considerando l'orizzonte temporale del Fondo (scadenza a dicembre 2015) è importante che la strategia di dismissione del portafoglio tenga conto della fase in cui si trova ciascun mercato combinandolo con le esigenze di valorizzazione di ciascun investimento al fine di massimizzare il ritorno per gli investitori.

### Rischi di controparte

Nell'attuale contesto economico risulta critica l'analisi della situazione finanziaria e di solvibilità dei conduttori degli immobili nonché una opportuna diversificazione del rischio, evitando una elevata concentrazione dei canoni su un'unica controparte.

Il processo di investimento della SGR prevede, in fase di acquisizione degli immobili, una attenta analisi del profilo dei *tenant* e della composizione del portafoglio. I *ratings* di solvibilità degli affittuari vengono, inoltre, costantemente monitorati.

Per quanto riguarda la composizione del portafoglio è importante evidenziare, inoltre, che il numero complessivo dei conduttori è attualmente 33 e che nessuno di questi supera in termini di affitto il 20% del totale dei canoni di locazione del Fondo.

Con la cessione degli immobili di Hessdorf e Ostringen il Fondo ha dato inizio alla fase di dismissione del portafoglio immobiliare. In quest'ottica è necessario mettere in atto un'attenta valutazione delle controparti acquirenti al fine di mitigare i rischi legati all'esecuzione di transazioni di tali entità.

#### Rischi di compliance

Cordea Savills SGR S.p.A., in accordo con quanto previsto dal Regolamento Congiunto della Banca d'Italia e della Consob del 31 ottobre 2007 che ha recepito la normativa comunitaria in materia di mercati degli strumenti finanziari (MiFid), ha istituito efficaci e indipendenti funzioni di controllo e conformità alle norme e di gestione del rischio dell'impresa e di revisione interna.

Tali incarichi sono stati affidati in regime di *outsourcing* a primarie e indipendenti società specializzate al fine di porre in essere tutti i controlli necessari per verificare la conformità delle procedure adottate e il rispetto delle stesse nell'operatività aziendale.

In particolare:

- la funzione di controllo di conformità ha il compito di controllare e valutare l'adeguatezza e l'efficacia delle procedure adottate per lo svolgimento dei servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio, delle misure adottate per rimediare ad eventuali carenze, nonché per prevenire e individuare le ipotesi di mancata osservanza degli obblighi posti dalle disposizioni applicabili alla SGR;
- la funzione di gestione del rischio collabora alla definizione del sistema di gestione del rischio dell'impresa, presiede al funzionamento del sistema di gestione del rischio e ne verifica il rispetto da parte dell'intermediario, verifica l'adeguatezza e l'efficacia delle misure prese per rimediare alle carenze riscontrate nel sistema di gestione del rischio;
- la funzione di revisione interna adotta, applica e mantiene un piano di *audit* per l'esame e la valutazione dell'adeguatezza e dell'efficacia dei sistemi, dei processi, delle procedure e dei meccanismi di controllo dell'intermediario, formula raccomandazioni sulla base dei risultati dei lavori formalizzati nonché presenta agli organi aziendali relazioni sulle questioni relative alla revisione interna.

#### Rischi di portafoglio

Nell'attuale scenario economico in cui la crisi finanziaria e reale ha colpito diversamente differenti settori dell'economia, assume rilevanza fondamentale ai fini della mitigazione del rischio, che la composizione del portafoglio immobiliare presenti elementi di diversificazione tali da non compromettere la realizzazione della strategia di investimento.

In questo senso la composizione variegata del portafoglio del Fondo sia in termini di Paese sia in termini di settore, assicura un adeguato grado di diversificazione degli investimenti e di mitigazione del rischio. La situazione locativa complessiva degli immobili del Fondo assicura infine flussi di reddito costanti a servizio dei costi operativi e degli oneri finanziari del Fondo. E' importante sottolineare come la definizione dell'*asset allocation* del portafoglio ha puntato soprattutto su tipologie di investimento di tipo *core plus* (immobili con contratti di affitto lunghi), nelle maggiori economie europee (non sono presenti nel portafoglio Stati dell'est Europa, Turchia, Grecia, Spagna, etc.) e con una limitata esposizione ai settori (vedi sviluppi, hotel, industriale, etc...) che hanno più sofferto la crisi del mercato.

#### Rischi finanziari e di liquidità

Nonostante le politiche monetarie espansive messe in atto dalle più importanti banche centrali, il reperimento di nuove risorse finanziarie può risultare critico nel contesto attuale soprattutto per gli immobili che necessitano di attività di valorizzazione o ricollocamento sul mercato.

In questo senso, la situazione finanziaria del Fondo deve essere monitorata molto attentamente soprattutto con riguardo alla scadenza dei contratti di finanziamento in essere che hanno una durata media residua di circa un anno.

L'approssimarsi della scadenza del Fondo e dei contratti di finanziamento impone uno stretto monitoraggio delle ipotesi sottostanti il piano di liquidazione al fine di evitare situazioni pregiudizievoli della stabilità finanziaria del Fondo con conseguenze negative sui ritorni dell'investimento.

Complessivamente la leva finanziaria del Fondo (espressa come rapporto fra indebitamento e valore di mercato del portafoglio immobiliare) rimane contenuta al 41,5% e le condizioni finanziarie (financial covenants) risultano rispettate seppure in alcuni casi vicini ai parametri massimi imposti dal contratto

di finanziamento (come, ad esempio, il parametro di redditività dell'immobile di Valbo vicino al limite minimo dell'1,35x o il coefficiente di indebitamento dell'immobile di Lione che risulta pari al 60% soglia oltre la quale il contratto di finanziamento prevede un incremento del margine di interesse).

Si segnala inoltre che il recente attivismo delle banche centrali ha comportato significative variazioni dei tassi di cambio con un forte deprezzamento dell'Euro nei confronti soprattutto della sterlina britannica con conseguente peggioramento del valore di mercato degli strumenti derivati a copertura dell'esposizione in valuta e conseguente richiesta della controparte di integrazione del cash collateral depositato a garanzia in accordo con i termini contrattuali del derivato. Tale circostanza, soprattutto successivamente alla data di redazione del Rendiconto, ha comportato un notevole assorbimento di liquidità.

- Il Fondo, tuttavia, continua a produrre flussi di cassa positivi da ricavi da affitto e alcuni investimenti immobiliari presentano caratteristiche di elevata liquidabilità (come ad esempio l'immobile dell'Isola di Wight o quello di Lipsia per i quali non sono necessarie attività di valorizzazione prima della dismissione e dove i mercati sono particolarmente liquidi e trasparenti)

Il processo di dismissione degli immobili in portafoglio dovrà essere quindi gestito in modo da assicurare un ordinato e il più possibile profittevole smobilizzo delle attività del Fondo secondo le seguenti priorità:

- essere in grado di rimborsare o al limite rinegoziare i contratti di finanziamento in scadenza per non incorrere in alcun evento di default con le banche;
- valorizzare gli immobili che richiedono iniziative di asset management;
- massimizzare il valore di dismissione degli immobili in portafoglio.

#### Rischi di cambio

Attualmente il Fondo ha realizzato investimenti in valuta diversa dall'Euro con l'acquisizione di due asset in Gran Bretagna e uno in Svezia.

Coerentemente con la strategia di mitigazione del rischio e con la filosofia gestionale di non prendere posizioni specifiche sull'andamento dei tassi di cambio, il Fondo ha posto in essere una strategia di copertura dal rischio di un andamento sfavorevole dell'Euro nei confronti delle altre valute.

Nello specifico il Fondo ha stipulato contratti derivati di vendita a termine per un importo nozionale pari all'investimento effettuato.

A seconda della volatilità della valuta oggetto di copertura (e alla conseguente differenza in termini di costo implicito della copertura stessa) e delle condizioni congiunturali del mercato vengono adottate scelte diverse in merito all'orizzonte temporale dei contratti posti in essere adeguando il valore nozionale della copertura al valore di mercato dell'investimento realizzato.

## **Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto**

### **Sezione I – Criteri di valutazione**

I criteri di valutazione adottati per la redazione del presente Rendiconto sono quelli stabiliti dal Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 in attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (Testo Unico della Finanza) e del Regolamento del Ministero del Tesoro, del bilancio e della programmazione economica n.228 del 24 maggio 1999.

Il presente Rendiconto è stato preparato nel presupposto della continuità gestionale. Tale presunzione poggia sulla ragionevole aspettativa che il Fondo possa in un futuro prevedibile continuare l'operatività, come peraltro risulta dall'analisi dei rischi esposta nel precedente capitolo.

#### Poste in valuta

Le poste patrimoniali denominate in valuta diversa dall'Euro sono convertite al cambio di riferimento del 31 dicembre 2014. Le poste reddituali vengono invece convertite al cambio dell'operazione.

#### Strumenti finanziari non quotati - partecipazioni di controllo

Le partecipazioni di controllo in società immobiliari non quotate sono valutate attribuendo alle stesse un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo.

Il patrimonio netto è determinato applicando ai beni immobili e ai diritti reali immobiliari posseduti dalla società controllata i criteri di valutazione descritti dal Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 tenendo conto anche dei possibili effetti fiscali.

#### Valorizzazione degli immobili

I beni immobili in portafoglio (inclusi quelli detenuti dalle società partecipate) vengono valorizzati al valore corrente. Per "valore corrente" dei beni immobili si intende il valore indicato nella relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente, ai sensi di quanto previsto dal Titolo V, Capitolo IV, sezione II par. 2.5 del Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012. La società di gestione si riserva la facoltà di valorizzare i beni immobili del Fondo ad un valore diverso da quello indicato dall'Esperto indipendente qualora, sulla base di elementi certi (es. contratti preliminari di vendita approvati dal CdA, etc.), ritenga che una loro differente valorizzazione possa rappresentare in maniera più veritiera e corretta il valore di mercato degli asset.

Ai sensi di quanto previsto dal Titolo V, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012, qualora la società di gestione intenda discostarsi dalle stime effettuate dall'esperto indipendente, ne comunica le ragioni allo stesso e provvede a dare ampia informativa delle motivazioni in Nota integrativa. Per un maggiore dettaglio in merito al processo di valorizzazione degli immobili si rinvia alla specifica sezione della Relazione sulla Gestione.

#### Strumenti finanziari derivati non quotati

Gli strumenti finanziari derivati trattati "over the counter" (OTC), sottoscritti dal Fondo ai fini di copertura del rischio di oscillazione cambio e di variazione dei tassi d'interesse, sono valutati al valore corrente ("mark-to-market") alla data di riferimento della Relazione, secondo le pratiche prevalenti sul mercato, le quali assicurano una corretta attribuzione degli effetti finanziari (positivi e negativi) dei contratti stipulati lungo tutto l'arco della loro durata, indipendentemente dal momento in cui vengono liquidati i profitti o sostenute le perdite.

E' stata adottata la facoltà di derogare a tale criterio per gli strumenti finanziari derivati con finalità di copertura di passività del Fondo valutate al loro valore nominale, nel caso sia assicurata una stretta correlazione (ammontare del nozionale, tasso d'interesse, periodo di maturazione degli interessi, scadenza) tra lo strumento derivato e la passività coperta. In tal caso, lo strumento finanziario derivato è iscritto al costo e del mark to market viene data informativa separata.

#### Crediti

I crediti sono iscritti al valore di presumibile realizzo.

#### Liquidità disponibile

La liquidità disponibile è iscritta al valore nominale in quanto ritenuto rappresentativo del valore di presumibile realizzo.

#### Altre attività

I ratei e risconti attivi sono contabilizzati al fine di garantire il rispetto della competenza temporale ed economica nella rilevazione di costi e ricavi.

#### Finanziamenti ricevuti

I finanziamenti ricevuti sono esposti al loro valore nominale.

#### Altre passività

Le altre passività sono valutate al valore nominale.

#### Costi e Ricavi

I costi e i ricavi sono contabilizzati secondo il principio della prudenza, della competenza economica e dell'inerenza all'attività del Fondo, nonché nel rispetto delle norme stabilite dal Regolamento di gestione del Fondo in materia di "Regime delle spese".

## Sezione II – Le attività

### II.1 Strumenti finanziari non quotati

La voce Partecipazioni di controllo è rappresentata esclusivamente dalle quote partecipative detenute in società non quotate attraverso le quali il Fondo realizza gli investimenti immobiliari.

La seguente tabella rappresenta la composizione della voce al 31 dicembre 2014 e la movimentazione rispetto all'esercizio precedente.

Partecipazioni di controllo	Prezzo di acquisto	Valore al 31/12/2013	Acquisti	Dividendi	Incrementi/Decrementi di valore	Valore al 31/12/2014
Euro						
G2B Property Ltd	24.255.584	12.053.977			-224.987	11.828.990
Beck Property Sarl	1.040.000	0			1.530.303	1.530.303
Lux2F Property Sarl	223.480	2.724.445			-1.640.059	1.084.386
Raik Property Sarl	137.700	563.453			363.689	927.142
Bor Property AB	2.206.297	670.592			174.850	845.443
Bes Property Ltd	8.920.511	7.974.094		-319.571	1.648.238	9.302.762
Soun Property Ltd	2.745.965	0			28.987	28.987
Lux4F Property Sarl	100.000	1.092.706			-1.092.706	0
Mull Property Sarl	52.190	0			840.803	840.803
<b>Totale</b>	<b>39.681.727</b>	<b>25.079.267</b>	<b>0</b>	<b>-319.571</b>	<b>1.629.120</b>	<b>26.388.816</b>

Nel corso del periodo non sono stati effettuati nuovi investimenti o disinvestimenti.

Le variazioni di valore più significative nel periodo sono quelle relative a:

- Beck Property Sarl il cui incremento di valore riflette l'andamento positivo della valutazione dei due immobili di Hessdorf e Ostringen che recepisce sia le indicazioni di prezzo ricevute da diversi investitori nel corso dell'attività di commercializzazione dei due immobili, sia soprattutto del processo di vendita in atto alla data di redazione del Rendiconto che si è poi concluso con la formalizzazione del contratto di vendita in data 16 gennaio 2015 come descritto al paragrafo 1.5.1 della Relazione sull'andamento della Gestione;
- Lux2F Property Sarl e Lux4F Property Sarl il cui valore subisce il calo della valutazione degli immobili di Parigi-St.Cloud e Lione riflettendo un andamento sfavorevole per le location secondarie ad uso ufficio in Francia ma soprattutto l'accorciamento della durata residua dei contratti di locazione dei due immobili;
- Mull Property Sarl che beneficia dell'andamento positivo della valutazione dell'immobile di Lipsia riflettendo sia il momento particolarmente brillante del mercato immobiliare tedesco sia le manifestazioni di interesse ricevute per la vendita dell'immobile;
- Bes Property Ltd, il cui valore ha beneficiato di un incremento di circa il 3% della valutazione dell'immobile dell'Isola di Wight oltre che dell'andamento positivo della sterlina rispetto all'Euro nel periodo considerato;
- Lux4F Property Sarl, il cui patrimonio netto rettificato alla data del Rendiconto è negativo per circa 25 mila Euro principalmente a causa della riduzione di valore dell'immobile di Lione detenuto dalla partecipata Zid Property SCI. La partecipazione viene quindi valorizzata pari a zero alla data del presente Rendiconto mentre viene acceso un fondo svalutazione a fronte del finanziamento soci concesso dal Fondo di ammontare pari al patrimonio netto negativo della partecipata (circa 25 mila Euro).

Nelle pagine seguenti viene riportata una scheda informativa relativa a ciascuna partecipazione in società non quotate.

## SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

G2B Property Ltd

### A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto 2) titoli di capitale senza diritto di voto 3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente 4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente 5) altri strumenti finanziari	24.230.000	100,00%	24.255.584	11.828.990	12.053.977

### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Partecipazioni	-13.416.694	-11.808.118
2) Immobili		
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate	23.292.481	23.292.481
4) Disponibilità liquide	281.812	12.136
5) Altre attività correnti	1.673.226	559.274
<b>Totale Attività</b>	<b>11.830.825</b>	<b>12.055.773</b>
6) Indebitamento a breve termine		
7) Indebitamento a medio/lungo termine		
8) Altre passività	1.835	1.795
<b>Totale Passività</b>	<b>1.835</b>	<b>1.795</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>11.828.990</b>	<b>12.053.977</b>

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Fatturato		
2) Costo del venduto		
<b>Margine operativo lordo</b>		<b>0</b>
3) Altri costi di gestione	-23.599	-12.626
<b>Risultato operativo</b>	<b>-23.599</b>	<b>-12.626</b>
4) Saldo proventi/oneri finanziari	1.407.187	1.407.382
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	-1.608.576	-1.105.094
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>-224.988</b>	<b>289.662</b>
6) Imposte		
<b>7) Utile (perdita) netto</b>	<b>-224.988</b>	<b>289.662</b>

### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

#### Partecipazioni

Alle partecipazioni di controllo in società immobiliari non quotate viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza. Le società partecipate valutano gli asset immobiliari al fair value

#### Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

#### Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

#### Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

### D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società in oggetto non detiene direttamente beni immobili o diritti reali immobiliari.

### E) Descrizione delle operazioni

La società è una società immobiliare. Oggetto dell'attività è l'acquisto, la gestione, la valorizzazione di immobili nonché la detenzione di partecipazioni in società immobiliari e la concessione alle stesse di finanziamenti a lungo termine finalizzati all'acquisto di attività immobiliari.

Nello specifico la società detiene il 100% della società Lux2B Property Sarl, società lussemburghese che a sua volta detiene il 100% della partecipazione nelle società olandesi Van Property BV e Cruj Property BV

La società si finanzia interamente con mezzi propri.

### F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Guersney.

## SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Beck Property Sarl

### A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	1.040.000	100,00%	1.040.000	1.530.303	0
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Immobilizzazioni immateriali		
2) Immobili	16.980.000	14.190.000
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Disponibilità liquide	320.532	422.238
5) Altre attività correnti	11.773	8.414
<b>Totale Attività</b>	<b>17.312.305</b>	<b>14.620.652</b>
6) Indebitamento a breve termine	278.092	413.759
7) Indebitamento a medio/lungo termine	15.174.500	15.174.500
8) Altre passività	329.409	126.048
<b>Totale Passività</b>	<b>15.782.001</b>	<b>15.714.307</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>1.530.303</b>	<b>-1.093.655</b>

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Fatturato	1.237.836	1.360.386
2) Costo del venduto	-252.657	-229.617
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>985.179</b>	<b>1.130.768</b>
3) Altri costi di gestione	-89.129	-78.347
<b>Risultato operativo</b>	<b>896.050</b>	<b>1.052.421</b>
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-875.136	-1.044.365
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa valutazione assets)	2.603.044	-1.167.769
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>2.623.958</b>	<b>-1.159.713</b>
6) Imposte	0	-15.075
<b>7) Utile (perdita) netto</b>	<b>2.623.957</b>	<b>-1.174.788</b>

### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

#### Beni Immobili

I beni immobili sono valutati al fair value in accordo con la normativa prevista da Banca d'Italia

#### Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

#### Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

#### Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

### D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società possiede un retail park in Ostringen (Germania). Costo di acquisto Euro 6.300.000. Valutazione al 31/12/2014 Euro 7.570.000

La società possiede inoltre un retail park a Hessdorf (Germania). Costo di acquisto Euro 8.850.000. Valutazione al 31/12/2014 Euro 9.410.000

### E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo lussemburghese destinato ad effettuare investimenti immobiliari in Germania.

In data 21 dicembre 2009, la società ha acquistato un retail park a Ostringen (Germania), piccolo centro a 90 km da Stoccarda.

In data 1 dicembre 2011 la società ha acquistato un centro commerciale a Hessdorf (Germania), piccolo centro della Baviera per un prezzo di Euro 8.850.000 oltre a oneri di acquisizione.

La società si finanzia per Euro 8.000.000 con finanziamento bancario acceso con l'istituto di credito SEB AB e per la restante parte principalmente con due finanziamenti intercompany erogati dal Fondo.

In data 16 gennaio 2015 è stato firmato un contratto di compravendita per la cessione dei due immobili di Hessdorf e Ostringen per un importo di 17 milioni di Euro

### F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Lussemburgo.

## SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Lux2F Property Sarl

### A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	179.800	99,99%	223.480	1.084.386	2.724.445
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Immobilizzazioni finanziarie	2.640.096	4.174.753
2) Immobili		
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate	4.588.000	4.588.000
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine	161.900	80.950
5) Disponibilità liquide	26.321	113.902
6) Altre attività correnti	6.964	4.778
<b>Totale Attività</b>	<b>7.423.281</b>	<b>8.962.383</b>
7) Indebitamento a breve termine	205.730	102.865
8) Indebitamento a medio/lungo termine	6.123.200	6.123.200
9) Altre passività	9.964	11.872
<b>Totale Passività</b>	<b>6.338.894</b>	<b>6.237.937</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>1.084.386</b>	<b>2.724.445</b>

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Fatturato		
2) Costo del venduto		
<b>Margine operativo lordo</b>		<b>0</b>
3) Altri costi di gestione	-14.660	-16.114
<b>Risultato operativo</b>	<b>-14.660</b>	<b>-16.114</b>
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-87.506	-87.525
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	-1.534.658	387.936
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>-1.636.824</b>	<b>284.297</b>
6) Imposte	-3.235	-2.847
<b>7) Utile (perdita) netto</b>	<b>-1.640.059</b>	<b>281.450</b>

### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

#### Partecipazioni

Alle partecipazioni di controllo in società immobiliari non quotate viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza. Le società partecipate valutano gli asset immobiliari al fair value

#### Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

#### Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

#### Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

### D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società in oggetto non detiene direttamente beni immobili o diritti reali immobiliari.

### E) Descrizione delle operazioni

La società è una società immobiliare. Oggetto dell'attività è l'acquisto, la gestione, la valorizzazione di immobili nonché la detenzione di partecipazioni in società immobiliari e la concessione alle stesse di finanziamenti a lungo termine finalizzati all'acquisto di attività immobiliari.

Nello specifico la società detiene il 99,9% delle quote della società francese Plat Property Sarl società veicolo di diritto francese che effettua investimenti immobiliari in Francia.

Plat Property Sarl possiede un immobile ad uso uffici a Parigi, acquistato nel settembre 2008 al prezzo di Euro 14.850.000.

LUX2F Sarl si finanzia quasi interamente tramite finanziamento fruttifero a lungo termine erogato dal Fondo.

### F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Lussemburgo.

## SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Raik Property Sarl

### A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	106.500	100,00%	137.700	927.142	563.453
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Immobilizzazioni Immateriali		
2) Immobili	9.440.000	9.200.000
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine		
5) Disponibilità liquide	1.070.028	670.008
6) Altre attività correnti	14.566	16.098
<b>Totale Attività</b>	<b>10.524.594</b>	<b>9.886.106</b>
7) Indebitamento a breve termine	271.879	
8) Indebitamento a medio/lungo termine	9.306.000	9.306.000
9) Altre passività	19.574	16.654
<b>Totale Passività</b>	<b>9.597.453</b>	<b>9.322.654</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>927.142</b>	<b>563.453</b>

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Fatturato	788.369	777.289
2) Costo del venduto	-80.978	-65.176
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>707.391</b>	<b>712.113</b>
3) Altri costi di gestione	-40.051	-35.545
<b>Risultato operativo</b>	<b>667.340</b>	<b>676.568</b>
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-540.415	-540.309
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	240.000	-200.000
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>366.925</b>	<b>-63.741</b>
6) Imposte	-3.235	-5.375
<b>7) Utile (perdita) netto</b>	<b>363.690</b>	<b>-69.116</b>

### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

#### Beni Immobili

I beni immobili sono valutati al fair value in accordo con la normativa prevista da Banca d'Italia

#### Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

#### Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

#### Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

### D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società detiene direttamente un immobile ad uso logistico in Hyvinka (Finlandia)

### E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo lussemburghese che il cui oggetto sociale è l'investimento diretto in proprietà immobiliari.

In data 18/03/2008 la società ha acquistato un immobile ad uso logistico in Finlandia (Hyvinka) al prezzo di Euro 8.800.000.

La società si finanzia interamente attraverso un finanziamento soci fruttifero erogato dal Fondo.

### F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Lussemburgo.

## SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Bor Property AB

### A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	1.000	100,00%	2.206.297	845.443	670.592
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Immobilizzazioni Immateriali		
2) Immobili	9.145.108	9.368.898
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine		
5) Disponibilità liquide	417.734	543.332
6) Altre attività correnti	50.518	47.264
<b>Totale Attività</b>	<b>9.613.360</b>	<b>9.959.493</b>
7) Indebitamento a breve termine	254.658	270.005
8) Indebitamento a medio/lungo termine	8.304.056	8.804.506
9) Altre passività	209.203	214.400
<b>Totale Passività</b>	<b>8.767.917</b>	<b>9.288.911</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>845.443</b>	<b>670.592</b>

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Fatturato	591.813	629.734
2) Costo del venduto	-144.642	-136.184
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>447.171</b>	<b>493.550</b>
3) Altri costi di gestione	-25.977	-45.960
<b>Risultato operativo</b>	<b>421.194</b>	<b>447.590</b>
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-517.590	-546.214
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	317.772	-688.030
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>221.376</b>	<b>-786.654</b>
6) Imposte		
7) Differenza cambi	-46.526	-30.461
<b>8) Utile (perdita) netto</b>	<b>174.851</b>	<b>-817.114</b>

### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

#### Beni Immobili

I beni immobili sono valutati al fair value in accordo con la normativa prevista da Banca d'Italia

#### Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

#### Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

#### Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

#### Traduzione del bilancio della controllata in valuta

Il bilancio della controllata è espresso in SEK. Ai fini della rappresentazione nel Rendiconto del Fondo si è utilizzato il tasso di fine periodo per la conversione delle poste patrimoniali e il cambio medio per la conversione delle poste reddituali.

### D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società detiene direttamente un immobile ad uso retail a Gavle (Svezia).

### E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo svedese il cui oggetto sociale è l'investimento diretto in proprietà immobiliari.

La società possiede un immobile ad uso retail in Svezia (Gavle).

La società è stata finanziata in origine per l'80% con finanziamento soci erogato dal Fondo e per il 20% con mezzi propri.

### F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Svezia.

## SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Bes Property Ltd

### A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	6.359.075	100,00%	8.920.511	9.302.762	7.974.094
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Immobilizzazioni Immateriali		
2) Immobili	28.244.961	25.668.706
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine		
5) Disponibilità liquide	118.762	150.269
6) Altre attività correnti	642	600
<b>Totale Attività</b>	<b>28.364.365</b>	<b>25.819.574</b>
7) Indebitamento a breve termine		
8) Indebitamento a medio/lungo termine	18.989.825	17.741.604
9) Altre passività	71.778	103.877
<b>Totale Passività</b>	<b>19.061.603</b>	<b>17.845.481</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>9.302.762</b>	<b>7.974.094</b>

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Fatturato	1.803.346	1.765.533
2) Costo del venduto	-3.721	-3.637
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>1.799.625</b>	<b>1.761.896</b>
3) Altri costi di gestione	-26.880	-27.543
<b>Risultato operativo</b>	<b>1.772.746</b>	<b>1.734.353</b>
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-1.413.272	-1.334.484
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	744.140	
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>1.103.614</b>	<b>399.869</b>
6) Imposte	-70.470	-41.217
7) Differenza cambi	295.524	-206.576
<b>8) Utile (perdita) netto</b>	<b>1.328.668</b>	<b>152.076</b>

### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

#### Beni Immobili

I beni immobili sono valutati al fair value in accordo con la normativa prevista da Banca d'Italia

#### Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

#### Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

#### Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

#### Traduzione del bilancio della controllata in valuta

Il bilancio della controllata è espresso in GBP. Ai fini della rappresentazione nel Rendiconto del Fondo si è utilizzato il tasso di fine periodo per la conversione delle poste patrimoniali e il cambio medio per la conversione delle poste reddituali

### D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società detiene direttamente un immobile ad uso retail a Newport (Isle of Wight (UK)).

### E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo domiciliato in Guernsey il cui oggetto sociale è l'investimento diretto in proprietà immobiliari.

In data 20/12/2007 la società ha acquistato un immobile ad uso retail in Newport (Isle of Wight UK) al prezzo di 20.000.000 di GBP.

La società è stata finanziata in origine per circa l'85% con finanziamento soci erogato dal Fondo e per il 15% con mezzi propri.

### F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Guernsey (Channel Islands).

## SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Soun Property Ltd

### A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	2.483.998	100,00%	2.745.965	28.987	0
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Immobilizzazioni Immateriali		
2) Immobili	7.536.269	6.027.348
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine		
5) Disponibilità liquide	42.430	125.503
6) Altre attività correnti	59.126	22.286
<b>Totale Attività</b>	<b>7.637.825</b>	<b>6.175.137</b>
7) Indebitamento a breve termine		
8) Indebitamento a medio/lungo termine	7.441.263	6.952.141
9) Altre passività	167.575	167.974
<b>Totale Passività</b>	<b>7.608.838</b>	<b>7.120.115</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>28.987</b>	<b>-944.978</b>

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Fatturato	776.036	821.667
2) Costo del venduto	-225.771	-222.849
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>550.265</b>	<b>598.818</b>
3) Altri costi di gestione	-45.789	-29.699
<b>Risultato operativo</b>	<b>504.476</b>	<b>569.119</b>
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-554.619	-523.266
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	1.047.997	151.534
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>997.854</b>	<b>197.387</b>
6) Imposte		
7) Differenza cambi	-23.890	10.922
<b>8) Utile (perdita) netto</b>	<b>973.965</b>	<b>208.309</b>

### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

#### Beni Immobili

I beni immobili sono valutati al fair value in accordo con la normativa prevista da Banca d'Italia

#### Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

#### Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

#### Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

#### Traduzione del bilancio della controllata in valuta

Il bilancio della controllata è espresso in GBP. Ai fini della rappresentazione nel Rendiconto del Fondo si è utilizzato il tasso di fine periodo per la conversione delle poste patrimoniali e il cambio medio per la conversione delle poste reddituali. Il risultato è l'emersione di una differenza cambi positiva di Euro 68.123

### D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società detiene direttamente un immobile ad uso uffici a Glasgow (UK).

### E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo domiciliato in Guernsey il cui oggetto sociale è l'investimento diretto in proprietà immobiliari.

In data 21/12/2009 la società ha acquistato un immobile ad uso uffici a Glasgow (UK) al prezzo di 7.800.000 GBP.

La società è stata finanziata in origine per circa il 70% con finanziamento soci erogato dal Fondo e per il 30% con mezzi propri.

### F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Guernsey (Channel Islands).

## SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Lux4F Property Sarl

### A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	100.000	99,99%	100.000	0	1.092.706
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Immobilizzazioni finanziarie	1.967.890	3.071.543
2) Immobili		
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine	203.923	203.923
5) Disponibilità liquide	54.163	69.187
6) Altre attività correnti	7.521	4.860
<b>Totale Attività</b>	<b>2.233.497</b>	<b>3.349.513</b>
7) Indebitamento a breve termine	173.511	197.022
8) Indebitamento a medio/lungo termine	2.048.000	2.048.000
9) Altre passività	36.658	11.786
<b>Totale Passività</b>	<b>2.258.169</b>	<b>2.256.808</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>-24.672</b>	<b>1.092.706</b>

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Fatturato		
2) Costo del venduto		
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
3) Altri costi di gestione	-16.243	-18.245
<b>Risultato operativo</b>	<b>-16.243</b>	<b>-18.245</b>
4) Saldo proventi/oneri finanziari	29.858	6.327
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	-1.101.843	176.908
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>-1.088.228</b>	<b>164.990</b>
6) Imposte	-29.150	-85
<b>7) Utile (perdita) netto</b>	<b>-1.117.378</b>	<b>164.905</b>

### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

#### Partecipazioni

Alle partecipazioni di controllo in società immobiliari non quotate viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza. Le società partecipate valutano gli asset immobiliari al fair value

#### Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

#### Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

#### Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

### D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società in oggetto non detiene direttamente beni immobili o diritti reali immobiliari.

### E) Descrizione delle operazioni

La società è una società immobiliare. Oggetto principale dell'attività è l'acquisto, la gestione, la valorizzazione di partecipazioni in società immobiliari e la concessione alle stesse di finanziamenti a lungo termine finalizzati all'acquisto di attività immobiliari.

Nello specifico la società detiene il 99,9% delle quote della società francese Zid Property SCI società veicolo di diritto francese che effettua investimenti immobiliari in Francia.

Zid Property SCI ha acquistato in data 23/12/2010 un immobile ad uso uffici a Lione al prezzo di Euro 7.968.000.

LUX4F Sarl si finanzia quasi interamente tramite finanziamento fruttifero a lungo termine erogato dal Fondo.

### F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Lussemburgo.

## SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Mull Property Sarl

### A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	52.190	100,00%	52.190	840.803	0
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Immobilizzazioni finanziarie	1.860	2.790
2) Immobili	11.000.000	10.100.000
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine		
5) Disponibilità liquide	257.096	258.897
6) Altre attività correnti	26.873	8.518
<b>Totale Attività</b>	<b>11.285.830</b>	<b>10.370.205</b>
7) Indebitamento a breve termine	365.183	317.011
8) Indebitamento a medio/lungo termine	10.041.810	10.091.810
9) Altre passività	38.034	34.437
<b>Totale Passività</b>	<b>10.445.027</b>	<b>10.443.258</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>840.803</b>	<b>-73.053</b>

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2014	Esercizio al 31/12/2013
1) Fatturato	852.815	828.644
2) Costo del venduto	-50.982	-53.522
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>801.833</b>	<b>775.122</b>
3) Altri costi di gestione	-49.535	-48.867
<b>Risultato operativo</b>	<b>752.298</b>	<b>726.255</b>
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-738.211	-721.421
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	900.000	-109.869
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>914.087</b>	<b>-105.035</b>
6) Imposte	-230	-10.930
<b>7) Utile (perdita) netto</b>	<b>913.857</b>	<b>-115.965</b>

### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

#### Partecipazioni

Alle partecipazioni di controllo in società immobiliari non quotate viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza. Le società partecipate valutano gli asset immobiliari al fair value

#### Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

#### Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

#### Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

### D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

In data 1 giugno 2012 la società ha acquistato un immobile ad uso logistico a Lipsia (Germania) ad un prezzo pari a Euro 9.650.000. L'immobile è affittato a DHL, con garanzia della casa madre Deutsche Post, con un contratto decennale fino al 31 maggio 2022.

### E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo lussemburghese destinato ad effettuare investimenti immobiliari in Germania.

In data 7 febbraio 2012 la società ha stipulato un contratto di finanziamento da Euro 5.000.000 con la banca svedese SEB AB per finanziare l'acquisizione dell'immobile. La restante parte dell'acquisizione è stata finanziata con mezzi propri e attraverso un finanziamento concesso dal Fondo.

### F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Lussemburgo.

## II.2 Strumenti finanziari quotati

Tale voce non risulta movimentata.

## II.3 Strumenti finanziari derivati

Il saldo della voce al 31 dicembre 2014 è pari a Euro 176.016 e corrisponde al *mark to market* del contratto di vendita a termine di sterline inglesi a copertura dell'investimento nell'immobile di Glasgow.

Strumenti finanziari derivati non quotati	Nozionale coperto (in valuta estera)	Cambio a Pronti	Cambio a Termine	Cambio al 30/06/2014	Scadenza	MTM al 31/12/2014	% del Valore Complessivo Netto
Operazioni su tassi di cambio:							
- future su valute e altri contratti simili							
- vendita a termine SEK	84.000.000	9,1720	9,2210	9,3930	18/12/2015	176.016	0,25%
- opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili							
- <i>swap</i> e altri contratti simili							
<b>Totale</b>						<b>176.016</b>	

## II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Tale voce non risulta movimentata dal momento che tutti gli investimenti immobiliari sono stati effettuati indirettamente tramite società veicolo di cui il Fondo detiene la totalità delle quote partecipative. Per un dettaglio degli immobili detenuti dal Fondo si rimanda alla specifica sezione della Relazione degli Amministratori.

## II.5 Crediti

Il saldo della voce crediti è principalmente composto dai finanziamenti concessi dal Fondo alle società partecipate.

Tale voce accoglie, inoltre, il saldo degli interessi maturati e non ancora riscossi sui finanziamenti suddetti, oltre che il credito verso Morgan Stanley per le somme depositate a garanzia (*cash collateral*) dell'esatto adempimento degli obblighi del Fondo per impegni assunti a fronte di strumenti finanziari derivati di copertura.

I crediti verso le società controllate sono parzialmente rettificati attraverso la movimentazione del fondo svalutazione crediti allorquando, per effetto di perdite sostenute, il patrimonio netto di queste ultime diventi negativo. Per un maggiore dettaglio si rimanda al risultato della gestione crediti nella sezione reddituale della nota integrativa.

La durata di tutti i finanziamenti concessi dal Fondo alla società partecipate è stata originalmente determinata fino al 31 dicembre 2015 (data di scadenza del Fondo). Sono altresì da considerarsi attività a breve gli interessi maturati e non riscossi e il deposito a garanzia versato a Morgan Stanley.

La tabella seguente espone in dettaglio la composizione della voce e la variazione rispetto all'esercizio precedente.

	Saldo al 31/12/2013	Incrementi	Decrementi	Saldo al 31/12/2014
Euro				
Finanziamenti a società controllate:				
- Beck Property Sarl	6.494.605	1.737.988	-780.000	7.452.593
- Lux2F Property Sarl	6.225.065	408.105	-305.240	6.327.930
- Raik Property Sarl	9.307.000	539.325	-267.446	9.578.879
- Bor Property AB	9.074.511	489.816	-1.005.613	8.558.714
- Bes Property Ltd	17.741.604	2.692.239	-1.444.018	18.989.825
- Soun Property Ltd	6.007.163	1.999.946	-565.846	7.441.263
- Lux4F Property Sarl	2.245.022	148.839	-197.022	2.196.839
- Zid Property SCI	1.465.761	54.595	-40.834	1.479.522
- Mull Property Sarl	5.410.767	708.237	-587.011	5.531.993
Crediti verso controparti strumenti derivati per cash collateral:				
- Morgan Stanley	1.440.816	1.257.057		2.697.873
<b>Totale</b>	<b>65.412.314</b>	<b>10.036.147</b>	<b>-5.193.031</b>	<b>70.255.430</b>

La movimentazione del saldo dei crediti è principalmente data dagli interessi maturati e/o pagati al Fondo nel corso del periodo sugli stessi finanziamenti.

Si rilevano altresì:

- una ripresa di valore per circa 1,1 milioni di Euro del credito verso la società Beck Property Sarl per effetto dell'incremento della valorizzazione degli immobili di Hessdorf e Ostringen e conseguente incremento del patrimonio netto della partecipata che è ritornato positivo;
- una ripresa di valore di circa 945 mila Euro del credito verso la società Soun Property Ltd per effetto della rivalutazione dell'immobile di Glasgow e conseguente incremento del valore rettificato della partecipata che è ritornato positivo;
- una ripresa di valore di circa 73 mila Euro del credito verso la partecipata Mull Property Sarl;
- una svalutazione del credito verso la partecipata Lux4F Property Sarl per circa 1,1 milioni di Euro a seguito del significativo decremento dell'investimento nell'immobile di Lione che ha portato il valore del patrimonio netto rettificato della partecipazione negativo per un ammontare corrispondente.

Si segnala infine un incremento del cash collateral (pari a 2,6 milioni al 31 dicembre 2014) a favore di Morgan Stanley a causa di un peggioramento significativo del Mark to market dei contratti derivati di vendita a termine di sterline.

## II.6 Depositi Bancari

La voce depositi bancari a fine esercizio è pari a zero.

## II.7 Altri beni

Tale voce non risulta movimentata.

## II.8 Posizione netta di liquidità

La voce posizione netta di liquidità è composta unicamente dal saldo liquido di conto corrente intrattenuto presso la banca depositaria del Fondo BNP Paribas.

	Saldo in valuta al 31/12/2014	Valorizzazione in Euro al cambio del 31/12/2014
EURO	298.459	298.459
SEK	-	-
GBP	844.588	1.084.334
<b>Totale</b>		<b>1.382.793</b>

## II.9 Altre attività

Al 31 dicembre 2014 la composizione della voce altre attività è la seguente

31 Dicembre 2014	
<b>G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate</b>	
<b>G2. Ratei e risconti attivi</b>	<b>45.574</b>
Ratei Attivi	0
- Interessi attivi	
Risconti Attivi	45.574
- Risconto attivo su commissioni di gestione	
- Risconto Oneri su finanziamento	26.513
- Risconto Commissioni finanziamento	19.061
<b>G3. Risparmio d'Imposta</b>	
<b>G4. Altre</b>	<b>0</b>
- Crediti commerciali	
- Depositi cauzionali	
- Anticipi a fornitori	
- Altri crediti	
<b>Totale</b>	<b>45.574</b>

## Sezione III – Le passività

### III.1 Finanziamenti ricevuti

Il totale dei debiti finanziari del Fondo al 31 dicembre 2014 ammonta a Euro 22.290.000.

Le tabelle seguenti forniscono il dettaglio della composizione della voce e i movimenti del periodo.

Finanziamento	Controparte finanziata	Saldo al 31/12/2014	Data erogazione	Scadenza	Tasso di Interesse	Margine	LTV Covenant	LTV Actual	ICR Covenant	ICR Actual
Isle of Wight	Pan European Property Fund	12.500.000	31/07/2008	31/03/2016	Euribor 3M	0,75%	65,00%	44,3%	1,35x	3,37x
Capelle	Pan European Property Fund	4.290.000	31/07/2008	31/03/2016	Euribor 3M	0,75%	65,00%	62,0%	1,35x	3,15x
GaVe	Pan European Property Fund	5.500.000	17/09/2008	30/11/2015	Euribor 3M	0,75%	65,00%	60,1%	1,35x	1,60x
<b>Totale</b>		<b>22.290.000</b>								

Banca Finanziatrice	Controparte finanziata	% sul Totale	Categoria Controparte	Forma tecnica	Importo Erogato	Importo Residuo	Durata (anni)	Garanzie Rilasciate
ING Real Estate Finance	Pan European Property Fund	56%	Banca	Finanziamento a medio-lungo termine	15.000.000	12.500.000	8	Ipoteche (a)
ING Real Estate Finance	Pan European Property Fund	19%	Banca	Finanziamento a medio-lungo termine	9.000.000	4.290.000	8	Ipoteche (a)
ING Real Estate Finance	Pan European Property Fund	25%	Banca	Finanziamento a medio-lungo termine	6.000.000	5.500.000	7	Ipoteche (a)
<b>Totale</b>		<b>100%</b>			<b>30.000.000</b>	<b>22.290.000</b>		

(a) Unitamente all'ipoteca sugli immobili finanziati è previsto anche il pegno dei conti correnti, la cessione in garanzia dei canoni di locazione e vincoli di indennizzi assicurativi.

Come evidenziato nel paragrafo 1.5.4 “Finanziamenti e strumenti derivati di copertura”, il Fondo, tramite i veicoli immobiliari Beck Property Sarl, Mull Property Sarl, Plat Property Sarl e Zid Property SCI, ha acceso finanziamenti ipotecari per residui Euro 25.905.000 per finanziare l'acquisizione degli immobili di Hessdorf, Ostringen, Lipsia, Parigi St. Cloud e Lione. Per maggiori dettagli si rinvia a quanto esposto nel paragrafo suddetto.

### III.2 Operazioni di pronti contro termine

Tale voce non è stata movimentata nel corso dell'esercizio.

### III.3 Strumenti finanziari derivati

Il saldo degli strumenti finanziari derivati è composto dal valore corrente (*mark to market* o "MTM") degli strumenti finanziari derivati stipulati a copertura delle attività denominate in valuta diversa dall'Euro.

Di seguito sono fornite le principali informazioni in relazione ai contratti in oggetto.

Strumenti finanziari derivati non quotati	Nozionale coperto (in valuta estera)	Cambio a Pronti	Cambio a Termine	Cambio al 30/06/2014	Scadenza	MTM al 31/12/2014	% del Valore Complessivo Netto
Operazioni su tassi di cambio:							
- future su valute e altri contratti simili							
- vendita a termine GBP	20.000.000	0,8558	0,8659	0,7789	25/03/2015	-2.568.458	-3,65%
- vendita a termine GBP	5.900.000	0,7755	0,7767	0,7789	15/01/2015	-415.519	-0,59%
- vendita a termine GBP	1.400.000	0,8421	0,8484	0,7789	25/03/2015	-146.291	-0,21%
- opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili							
- <i>swap</i> e altri contratti simili							
<b>Totale</b>						<b>-3.130.268</b>	

Il mark to market negativo dei contratti di vendita a termine di valuta riflette il generale deprezzamento dell'Euro nei confronti delle altre valute.

### III.4 Debiti verso partecipanti

Tale voce non risulta movimentata.

### III.5 Altre passività

Si riporta di seguito il dettaglio della voce Altre passività.

		31 Dicembre 2014
<b>M1.</b>	<b>Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati</b>	<b>184.549</b>
	Rateo Provvigioni di Gestione	116.744
	Rateo Oneri Banca Depositaria	2.970
	Rateo Costo Società di Revisione	14.835
	Rateo Oneri Comitato Consultivo	50.000
<b>M2.</b>	<b>Debiti di imposta</b>	<b>7.145</b>
<b>M3.</b>	<b>Ratei e risconti passivi</b>	
<b>M4.</b>	<b>Altre</b>	<b>2.211.163</b>
	Debiti commerciali	18.346
	Debiti per caparre	
	Altri debiti	
	Fondo rischi	2.192.817
	<b>Totale</b>	<b>2.402.857</b>

Relativamente al fondo rischi si rimanda al paragrafo 1.6 della Relazione sulla Gestione.

## Sezione IV –Il valore complessivo netto

Le quote del Fondo sono detenute da investitori istituzionali residenti prevalentemente in Italia.

Vengono di seguito riepilogate le componenti che hanno determinato la variazione della consistenza del Valore Complessivo Netto tra l'avvio dell'operatività e il 31 dicembre 2014, rimandando a quanto descritto nei paragrafi precedenti per un commento ai dati sotto riportati.

	Importo	% dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO	82.000.000	94%
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	87.000.000	100%
A.1 Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-3.843.964	-4,4%
A.2 Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari non quotati		0,0%
A.3 Risultato complessivo della gestione degli strumenti finanziari quotati		0,0%
A.4 Risultato complessivo della gestione degli strumenti finanziari derivati	-4.434.946	-5,1%
B Risultato complessivo della gestione dei beni immobili		0,0%
C Risultato complessivo della gestione dei crediti	27.907.153	32,1%
D Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	719.006	0,8%
E Risultato complessivo della gestione degli altri beni		0,0%
F Risultato complessivo della gestione cambi	-121.383	-0,1%
G Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione		0,0%
H Oneri finanziari complessivi	-3.242.455	-3,7%
I Oneri di gestione complessivi	-9.710.278	-11,2%
L Altri ricavi e oneri complessivi	-1.836.631	-2,1%
M Imposte complessive		0,0%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-22.011.000	
RIMBORSI DI QUOTE DELIBERATI MA NON DISTRIBUITI		
PROVENTI DELIBERATI MA NON DISTRIBUITI		
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	5.436.502	
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31 DICEMBRE 2014	70.425.505	
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE	0,95%	

## Sezione V – Altri dati patrimoniali

### V.1 Strumenti finanziari derivati

Per gli strumenti finanziari derivati valorizzati nel Rendiconto è stata data ampia e dettagliata informativa nelle specifiche sezioni delle Attività e Passività del Rendiconto.

Oltre agli strumenti derivati valorizzati ai fini del presente Rendiconto, il Fondo ha stipulato contratti derivati a copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse.

In questo caso il Fondo ha deciso di avvalersi della facoltà prevista dal Regolamento di Banca d'Italia di derogare al criterio secondo il quale tali strumenti vanno valorizzati al valore corrente e di non considerare dunque il valore di mercato degli stessi ai fini della valorizzazione della quota.

Considerando che si tratta di strumenti derivati finalizzati alla copertura di passività finanziarie, valorizzate al valore nominale e considerando che è assicurata una stretta correlazione fra strumenti derivati e passività coperta è stato scelto non includere il valore di tali fra le passività del Fondo in ottemperanza alle disposizioni regolamentari ex Titolo V, par. 2.2.1 del Regolamento sulla Gestione collettiva del risparmio dell'8 maggio 2012.

La tabella seguente fornisce il dettaglio degli impegni assunti e non valorizzati nel Rendiconto.

Strumenti finanziari derivati non quotati	Veicolo	Controparte	Nozionale al 31/12/2014	Data di sottoscrizione	Tasso coperto	Tasso applicabile	Data di scadenza	MTM al 31/12/2014	% del Valore Complessivo Netto
Operazioni su tassi di interesse:									
- future su titoli di debito, tassi e altri contratti simili									
- opzioni su tassi e altri contratti simili									
- copertura fin. St. Cloude	Plat Property Sàrl	SaarLB	8.130.000	22/12/2010	Euribor 3M	3,50%	21/12/2015	68	0,00%
- swap e altri contratti simili									
- copertura fin. Isle of Wight	Pan European Property Fund	ING bank	11.500.000	30/10/2008	Euribor 3M	3,90%	31/03/2016	-559.676	-0,79%
- copertura fin. Rotterdam	Pan European Property Fund	ING bank	6.000.000	30/10/2008	Euribor 3M	4,39%	31/03/2016	-329.073	-0,47%
- copertura fin. Gavle	Pan European Property Fund	ING bank	4.790.000	30/10/2008	Euribor 3M	4,34%	30/11/2015	-189.998	-0,27%
- copertura fin. Hessdorf	Beck Property Sàrl	SEB AB	4.500.000	30/09/2011	Euribor 3M	1,79%	30/09/2015	-58.828	-0,08%
- copertura fin. Ostringen	Beck Property Sàrl	SEB AB	3.500.000	30/09/2011	Euribor 3M	1,79%	30/09/2015	-45.755	-0,06%
- copertura fin. Lione	Zid Property SCI	SaarLB	4.900.000	15/12/2011	Euribor 3M	1,29%	15/12/2015	-57.770	-0,08%
- copertura fin. Lipsia	Mull Property Sarl	SEB AB	4.875.000	05/06/2012	Euribor 3M	0,79%	30/09/2015	-26.595	-0,04%
<b>Totale</b>			<b>48.195.000</b>					<b>-1.267.626</b>	

## V.2 Rapporti con correlate società del gruppo di appartenenza della SGR

Fra i rapporti con società del gruppo di appartenenza della SGR va segnalato che la società Savills Commercial Ltd, società controllata dalla capogruppo Savills Plc, è attualmente uno dei conduttori nonché il *property manager* degli immobili di Glasgow e Isola di Wight.

La situazione di potenziale conflitto di interesse è stata portata all'attenzione del Consiglio di Amministrazione della SGR che, non ravvisando concreti elementi di rischio data la non significatività relativa di detti rapporti rispetto sia al totale delle commissioni di property management erogate dal fondo sia al monte affitti totale, ha approvato l'operazione ritenendo il rapporto a condizioni di mercato.

Si segnala che al 31 dicembre 2014 i rapporti patrimoniali in essere con Savills per l'attività di *property manager* svolta ammontano a 118 GBP relativi al saldo del *service charge account*. Si specifica che tali saldi patrimoniali risultano in essere con il veicolo immobiliare controllato dal Fondo, Soun Property Ltd.

## V.3 Poste patrimoniali del Fondo per valuta

La tabella seguente riporta la composizione delle attività e passività del Fondo per valuta.

Valuta	Strumenti Finanziari	Crediti	Depositi bancari / Liquidità	Altre attività	Totale	Finanziamenti ricevuti	Strumenti Finanziari	Altre Passività	Totale
Euro	16.387.641	35.265.628	298.459	45.574	<b>51.997.302</b>	22.290.000	3.130.268	2.402.857	<b>27.823.125</b>
SEK	845.443	8.558.714			<b>9.404.157</b>				
GBP	9.331.749	26.431.089	1.084.334		<b>36.847.171</b>				
<b>Totale</b>	<b>26.564.832</b>	<b>70.255.431</b>	<b>1.382.793</b>	<b>45.574</b>	<b>98.248.630</b>	<b>22.290.000</b>	<b>3.130.268</b>	<b>2.402.857</b>	<b>27.823.125</b>

## V.4 Plusvalenze in sospensione di imposta

Non ci sono plusvalenze in sospensione di imposta.

## V.5 Garanzie ricevute

Il Fondo non ha ricevuto garanzie.

## V.6 Ipoteche sugli immobili

A fronte dei tre finanziamenti in essere con ING in relazione agli investimenti di Gavle, Isle of Wight e Rotterdam e dei finanziamento in essere con SaarLB e SEB AB in relazione agli investimenti di St. Cloud, Lione, Ostringen, Hessdorf e Lipsia è stata concessa a favore delle banche finanziatrici ipoteca di primo grado sugli immobili suddetti.

## Parte C – Il risultato economico dell'esercizio

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

La voce è composta dal risultato delle operazioni su partecipazioni in società non quotate, attraverso le quali il Fondo realizza gli investimenti immobiliari, e dal risultato degli strumenti finanziari derivati di copertura sui tassi di interesse.

La voce comprende anche i dividendi distribuiti nel corso dell'anno dalle società partecipate, mentre non comprende il risultato degli strumenti finanziari derivati su tassi di cambio che sono invece dettagliati nella sezione VI.

La tabella seguente riepiloga la composizione della voce per tipologia di componente reddituale.

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/perdita da realizzi (dividendi)	di cui: per variazione dei tassi di cambio	Plus/ minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
<b>A1. Partecipazioni in società non quotate</b>				
1. di controllo	319.571		1.309.548	522.906
2. non di controllo				
<b>B. Strumenti finanziari non quotati</b>				
1. Altri Titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di O.I.C.R.				
<b>C. Strumenti finanziari quotati</b>				
1. Titoli di debito				
2. Titoli di capitale				
3. Parti di O.I.C.R.				
<b>Totale</b>	<b>319.571</b>		<b>1.309.548</b>	<b>522.906</b>

La voce Utile/Perdita da realizzi è composta unicamente dai dividendi percepiti dal Fondo nel corso dell'esercizio. Tali dividendi sono stati erogati dalla società Bes Property Ltd in relazione all'investimento immobiliare dell'Isola di Wight. La voce plus/minusvalenze è data dalla variazione della valorizzazione del patrimonio netto delle società partecipate.

La tabella alla pagina seguente illustra invece la scomposizione del risultato sulle operazioni in strumenti finanziari derivati finalizzati alla copertura dal rischio di variazione dei tassi di interesse.

	Con finalità di copertura (sottovoce A4.1)		Senza finalità di copertura (sottovoce A4.2)		Totale
	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	
<b>Operazioni su tassi di interesse:</b>	<b>-981.350</b>	<b>62.576</b>			<b>-918.774</b>
- future su titoli di debito, tassi e altri contratti simili					
- opzioni su tassi e altri contratti simili					
- swap e altri contratti simili	-981.350	62.576			-918.774
<b>Operazioni su titoli di capitale:</b>					
- future su titoli di capitale, indici azionari e contratti simili					
- opzioni su titoli di capitale e altri contratti simili					
- swap e altri contratti simili					
<b>Altre operazioni:</b>					
- future					
- opzioni					
- swap					
	<b>-981.350</b>	<b>62.576</b>			<b>-918.774</b>

Tali strumenti, il cui dettaglio è stato fornito nella sezione 1.5.4 “Finanziamenti e strumenti derivati di copertura”, hanno segnato nel periodo un risultato negativo complessivo di Euro 918.774 di cui:

- Euro 900.100 di differenziali negativi liquidati dal momento che il tasso Euribor oggetto di copertura è stato, nel corso del periodo, sempre sotto il livello di copertura dei tre contratti in essere;
- Euro 81.250 di costo di cancellazione di una parte del nozionale per allineare quest'ultimo al valore del debito residuo oggetto di copertura;
- Euro 62.576 di plusvalenza non realizzata in quanto, essendo stato riallineato il nozionale dei derivati al debito residuo alla fine del periodo, non risulta necessaria la valorizzazione di una parte del *mark to market* dell'interest rate swap come fatto nel precedente esercizio.

## Sezione II – Beni Immobili

La voce non è stata movimentata.

Il Fondo realizza investimenti immobiliari tramite società veicolo di cui detiene la totalità delle quote partecipative. Per tale ragione non effettua investimenti diretti in immobili e la voce in esame non risulta movimentata. Si rimanda alla Relazione sulla Gestione del Fondo per maggiori dettagli circa il risultato della gestione immobiliare.

## Sezione III – Risultato della gestione crediti

Il risultato complessivo della gestione crediti ammonta per l'esercizio 2014 a Euro 8.264.414 ed è composto per:

- Euro 3.324.323 di incremento dei crediti verso società partecipate per effetto della ripresa di valore del patrimonio netto delle società e conseguente cancellazione del fondo svalutazione crediti per circa 2,1 milioni (si veda anche Parte B, paragrafo II.5) nonché da rivalutazioni per effetto della variazione cambi (in particolare l'apprezzamento della sterlina britannica nei confronti dell'Euro) per 1,2 milioni di Euro;

Euro 4.940.091 di interessi attivi su crediti maturati nel periodo.

La tabella seguente riporta il dettaglio della composizione degli interessi attivi e delle variazioni di valore dovute alle variazioni dei tassi di cambio.

Società partecipata	Valuta del finanziamento	Valore nominale del finanziamento in valuta	Valore nominale del finanziamento in Euro	Totale interessi per l'esercizio in valuta	Totale interessi al cambio di maturazione	Variazioni per tassi di cambio
Beck Property Sarl	EUR	7.174.500	7.174.500	644.333	644.333	0
Lux2F Property Sarl	EUR	6.123.200	6.123.200	408.105	408.105	0
Raik Property Sarl	EUR	9.306.000	9.306.000	539.325	539.325	0
Bor Property AB	SEK	78.000.000	8.304.056	4.745.000	517.761	-500.450
Bes Property Ltd	GBP	14.791.175	18.989.825	1.124.746	1.413.421	1.248.222
Soun Property Ltd	GBP	5.796.000	7.441.263	440.738	553.856	489.122
Lux4F Property Sarl	EUR	2.048.000	2.048.000	173.511	173.511	0
Zid Property SCI	EUR	1.452.000	1.452.000	54.595	54.595	0
Mull Property Sarl	EUR	5.166.810	5.166.810	635.183	635.183	0
<b>Totale</b>			<b>66.005.655</b>		<b>4.940.091</b>	<b>1.236.894</b>

In particolare, si nota come a causa del generale deprezzamento dell'Euro nei confronti della sterlina inglese, la valorizzazione dei crediti al 31 dicembre 2014 comporti l'insorgenza di una differenza cambio positiva, compensata dal risultato negativo degli strumenti di copertura su cambi.

Per quanto riguarda la valorizzazione dei crediti in portafoglio si segnala la rivalutazione del credito nei confronti della partecipata Beck Property Sarl per Euro 1.093.654 conseguentemente all'incremento del patrimonio netto negativo di quest'ultima (rettificato secondo i principi di Banca d'Italia) a seguito della rivalutazione degli immobili posseduti dalla società. Per lo stesso motivo è stato rivalutato il credito nei confronti dei veicoli Soun Property Ltd e Mull Property Sarl mentre è stata operata svalutazione del credito nei confronti del veicolo Lux4F Property Sarl per effetto della svalutazione dell'immobile di Lione da quest'ultimo indirettamente posseduto.

La tabella alla pagina seguente riporta la movimentazione del fondo svalutazione crediti rispetto al periodo precedente.

Società partecipata	Valuta del finanziamento	Fondo svalutazione del finanziamento al 31/12/2013	Svalutazioni	Riprese di valore	Fondo svalutazione del finanziamento al 31/12/2014
Beck Property Sarl	EUR	-1.093.654		1.093.654	0
Lux2F Property Sarl	EUR	0			0
Raik Property Sarl	EUR	0			0
Bor Property AB	SEK	0			0
Bes Property Ltd	GBP	0			0
Soun Property Ltd	GBP	-944.978		945.393	0
Lux4F Property Sarl	EUR	0	-24.672		-24.672
Zid Property SCI	EUR	0			0
Mull Property Sarl	EUR	-73.054		73.054	0
<b>Totale</b>		<b>-2.111.686</b>	<b>-24.672</b>	<b>2.112.102</b>	<b>-24.672</b>

#### Sezione IV – Depositi bancari

Tale voce non è stata movimentata nel corso del periodo.

#### Sezione V – Altri beni

Tale voce non è stata movimentata nel corso del periodo.

#### Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

##### Risultato della gestione cambi

Al 31 dicembre 2014 il risultato totale della gestione cambi è negativo per Euro 1.693.564.

Tale voce accoglie principalmente il risultato degli strumenti finanziari derivati di copertura su cambi (*currency forward* – vendita a termine di valuta) che sono stati negoziati al fine di coprire le attività del Fondo denominate in valuta diversa dall'Euro dal rischio di variazione dei tassi di cambio.

La scomposizione della voce è la seguente:

Risultato della gestione cambi	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Totale
<b>Operazioni di copertura</b>			
Strumenti finanziari derivati su tassi di cambio:	287.575	-2.178.394	<b>-1.890.819</b>
- future su valute e altri contratti simili			
- opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili			
- swap e altri contratti simili			
<b>Operazioni non di copertura</b>			
Differenze cambio su finanziamenti concessi alle società controllate		0	<b>0</b>
<b>Liquidità</b>			
Differenze cambi generate sulla liquidità e sugli interessi maturati sui finanziamenti alle società controllate	-43.265	240.520	<b>197.255</b>
<b>Totale</b>	<b>244.311</b>	<b>-1.937.873</b>	<b>-1.693.564</b>

#### Oneri finanziari

La voce rappresenta gli interessi passivi sul finanziamento ING maturati al tasso Euribor trimestrale con scadenze a marzo, giugno, luglio e dicembre.

La tabella seguente fornisce il dettaglio della voce al 31 dicembre 2014.

<b>Interessi passivi su finanziamenti ricevuti</b>		
<b>H1. Interessi passivi su finanziamenti ipotecari</b>	<b>Controparte</b>	<b>Oneri finanziari</b>
- finanziamento ING linea Isle of Wight	ING Finance	-123.394
- finanziamento ING linea Rotterdam	ING Finance	-45.156
- finanziamento ING linea GaMe	ING Finance	-54.293
<b>TOTALE</b>		<b>-222.843</b>

Per una chiara lettura del Rendiconto e una comprensione del costo complessivo del finanziamento, occorre considerare anche il risultato degli strumenti finanziari derivati a copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse, che nel periodo è stato negativo per Euro 900.100 (si veda la sezione 1, parte C della Nota Integrativa). Sommando tali due componenti il costo totale del finanziamento è pari a Euro 1.122.944 (circa il 5,0% annuale sul valore del finanziamento residuo alla data del Rendiconto).

## Sezione VII – Oneri di gestione

Si riporta di seguito il dettaglio della composizione della voce al 31 dicembre 2014 e la loro incidenza sulla media di periodo del valore netto del Fondo.

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti appartenenti al Gruppo della SGR			
	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto (media di periodo)	% Totale Attività	% valore del finanziamento	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto (media di periodo)	% Totale Attività	% valore del finanziamento
<b>1 PROVVIGIONI DI GESTIONE</b>								
- Provvigioni di base	1.227	1,75%	1,25%					
- Provvigioni d'incentivo								
<b>2 TER DEGLI OICR IN CUI IL FONDO INVESTE</b>								
<b>3 COMPENSO DELLA BANCA DEPOSITARIA</b>	35	0,05%	0,04%					
<b>4 SPESE DI REVISIONE DEL FONDO</b>	26	0,04%						
<b>ONERI PER LA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI, DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI FACENTI PARTE DEL FONDO</b>	0							
<b>5 PARTECIPAZIONI, DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI FACENTI PARTE DEL FONDO</b>	0							
<b>6 COMPENSO SPETTANTE AGLI ESPERTI INDIPENDENTI</b>	9	0,01%	0,01%					
<b>7 ONERI DI GESTIONE DEGLI IMMOBILI</b>	0	0,00%	0,00%					
<b>8 SPESE LEGALI E GIUDIZIARIE</b>	7	0,01%						
<b>9 SPESE DI PUBBLICAZIONE QUOTA E PROSPETTI</b>	0	0,00%						
<b>10 ALTRI ONERI</b>		0,00%						
- Spese Professionisti	3	0,00%						
- Altri oneri di gestione	169	0,24%						
<b>TOTAL EXPENSE RATIO (TER)</b>	<b>1.476</b>	<b>2,11%</b>						
<b>11 ONERI DI NEGOZIAZIONE DI STRUMENTI FINANZIARI</b>								
<b>12 ONERI FINANZIARI PER I DEBITI ASSUNTI DAL FONDO</b>	1.123			5,04%				
<b>13 ONERI FISCALI DI PERTINENZA DEL FONDO</b>		0,00%						
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>2.599</b>	<b>3,71%</b>						
Valore complessivo netto medio di periodo	70.033							
Totale attività	98.249							

Per quanto riguarda le commissioni di gestione si rammenta che, ai sensi del Regolamento di gestione vigente, viene considerato valore totale delle attività del Fondo il valore che si avrebbe a seguito di un consolidamento integrale dei bilanci dei veicoli direttamente e indirettamente partecipati dal Fondo. Tale valore al 31 dicembre 2014 è pari a circa 124 milioni di Euro, dunque l'ammontare delle commissioni in percentuale del totale delle attività come sopra rettificato sarebbe pari a circa lo 0,98% (e non dunque l'1,25%).

Occorre inoltre sottolineare che, per quanto riguarda i compensi agli esperti indipendenti e alla società di revisione, alcuni dei suddetti costi vengono sostenuti direttamente dai veicoli attraverso i quali sono posseduti gli immobili.

In particolare si rileva che sono stati corrisposti dai veicoli compensi agli esperti indipendenti in misura pari a circa 46 mila Euro nel corso del 2014 (tale importo comprende le due valutazioni semestrali) e compensi pari a circa 35 mila Euro alla società di revisione che portano il TER effettivo all'2,22%.

## Sezione VIII – Altri ricavi e oneri

Il risultato degli altri ricavi e oneri ammonta al 31 dicembre 2014 a un ammontare negativo di 2,2 milioni di Euro principalmente ascrivibile allo stanziamento a fondo rischi di una passività fiscale per il contenzioso riguardante la residenza fiscale del veicolo G2B di cui si è già detto al paragrafo 1.6 della relazione sulla gestione.

## Sezione IX – Imposte

La voce non è stata movimentata nel corso dell'esercizio

## Parte D - Altre Informazioni

Nella gestione del Fondo, in un contesto economico difficile come quello attuale, e coerentemente con il profilo di rischio stabilito dalla strategia di investimento, gli amministratori hanno adottato un approccio volto alla mitigazione del rischio sia in termini di *asset allocation* del portafoglio (ampia diversificazione per area geografica degli investimenti, selezione dei mercati più sviluppati, diversificazione settoriale, tipologia di investimento *core plus*) sia in termini di esposizioni a variabili esterne quali i tassi di interesse e i tassi di cambio.

In particolare, sono state poste in atto strategie di copertura dai rischi finanziari legati ad un possibile incremento dei tassi di interesse o ad un andamento sfavorevole dei tassi di cambio attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati di copertura.

Per un maggiore dettaglio della strategia di copertura, degli strumenti derivati contrattualizzati e dei connessi impegni a carico del Fondo si rimanda a quanto ampiamente esposto nella Relazione sulla Gestione nonché nelle apposite sezioni della Nota Integrativa.

Si rappresenta inoltre che:

- la Società di Gestione, relativamente all'attività svolta, non ha percepito proventi diversi dalle commissioni di gestione riconosciute dal Regolamento del Fondo;
- non sono stati stipulati prestiti per il finanziamento delle operazioni di rimborso anticipato delle quote del Fondo.

La perizia al 31 dicembre 2014 redatta dall'esperto indipendente Cushman & Wakefield per la determinazione del valore di mercato degli immobili di proprietà del Fondo costituisce parte integrante del presente Rendiconto.

Si allegano, infine, le schede sintetiche con il riepilogo delle informazioni principali relative ad ogni *asset* del Fondo.

## 5. Schede analitiche degli immobili in portafoglio

### Rotterdam - Olanda

122 Rivium Boulevard  
Capelle aan den IJssel



Localizzazione	L'edificio si trova nel comune di Capelle, un centro di circa 65 mila abitanti limitrofo alla città di Rotterdam. Il centro di Rotterdam dista non più di 5 km. L'edificio si trova nella principale destinazione ad uso uffici di Capelle.
Descrizione	L'immobile è un edificio di 5 piani ad uso uffici, con circa 10% dello spazio destinato ad uso magazzino/archivio. L'allestimento interno è in linea con i più moderni standards, disponedo di un sistema di riscaldamento e di aria condizionata centralizzato, due ascensori e un bar/mensa. L'edificio dispone inoltre di circa 174 parcheggi.
Anno di costruzione	1992
Tipologia	Direzionale
Consistenza	Superficie affittabile 6.872 mq.
Data di acquisto	2 luglio 2007
Venditore	Interesting Vastgoed BV
Prezzo di acquisto	13.810.000 €
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2014	6.920.000 €
Decorrenza del contratto di locazione	1 luglio 2007
Scadenza del contratto di locazione	31 maggio 2017
Conduttori	Imtech Utiliteit West B. V.
Canone di affitto	1.083.836 €
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale al 100% del tasso di inflazione. Prossima indicizzazione 1 luglio 2015
Rendimento lordo	15,66%

## Gavle - Svezia

Mackmyra 20:18 and 20:19 Valbo  
Kopcentrum, Gavle, Sweden



Localizzazione	Le unità immobiliari si trovano all'interno dell'area commerciale denominata Valbo Kopcentrum, distretto del comune di Gavle, una cittadina di circa 92 mila abitanti a 195 Km a nord di Stoccolma. Valbo Kopcentrum è la destinazione commerciale dominante della zona vedendo la presenza di tutti i principali marchi retail nazionali ed internazionali (Ikea, El Giganten, Systembolaget, Coop oltre a Stadium, On off e Toys).
Descrizione	Il complesso è composto da due big boxes dai quali sono state ricavate tre unità di vendita. L'intera superficie utilizzata si sviluppa a piano terra (solo nell'unità Toys è stato creato un piccolo mezzanino utilizzato ad uso ufficio). La proprietà dispone di 84 parcheggi dedicati.
Anno di costruzione	1999-2000
Tipologia	Commerciale
Consistenza	Superficie affittabile 4.861 mq.
Data di acquisto	24 Settembre 2007
Venditore	PG Ejendomme AB (Property Group)
Prezzo di acquisto	SEK 98.700.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2014	SEK 85.900.000
Decorrenza dei contratti di locazione	Tra settembre 1999 e settembre 2000
Scadenza dei contratti di locazione	Scadenza media gennaio 2015
Conduttori	The Stadium Sverige AB, Toys Scandinavia A/S
Canone di affitto	SEK 4.689.800
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale pari al 75% del tasso di inflazione. Prossima indicizzazione 1 gennaio 2015
Rendimento lordo	5,46%

# Isle of Wight - UK

Newport, Medina Way  
PO305AW



## Localizzazione

Newport è il principale centro amministrativo e commerciale dell'Isola di Wight. L'isola, che dista 5 miglia dalla costa sud (Hampshire) della Gran Bretagna, conta oggi su 138.500 residenti, peraltro in forte crescita. L'isola conta un sostanziale aumento di abitanti nel periodo estivo. L'edificio in questione è l'unico DIY dell'isola e gode dunque di una posizione di sostanziale monopolio per una merceologia che è assolutamente preminente nel contesto dei consumi locali.

## Descrizione

L'immobile consiste in un'unità di vendita da 7.706 mq. con annesso garden centre e zona di vendita per i materiali di costruzione. Dispone di 351 posti auto. Il parcheggio è di fronte all'ingresso, mentre la zona di servizio (carico e scarico) è sul retro e raggiungibile separatamente.

## Anno di costruzione

2003

## Tipologia

Commerciale

## Consistenza

Superficie affittabile 7.706 mq.

## Data di acquisto

20 dicembre 2007

## Venditore

B&Q Plc

## Prezzo di acquisto

GBP 20.000.000

## Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2014

GBP 22.000.000

## Decorrenza del contratto di locazione

20 dicembre 2007

## Scadenza del contratto di locazione

19 dicembre 2027

## Conduttori

B&Q Plc

## Canone di affitto

GBP 1.454.037

## Indicizzazione del canone d'affitto

Rivalutazione annuale pari al 100% del tasso di inflazione (con cap annuo al 3%) e rivisitazione del canone ogni 5 anni. Prossima rivalutazione novembre 2017.

## Rendimento lordo

6,61%

# Venray - Olanda

Spurkterweg / Ambachtstraat  
5804 AP



Localizzazione	Venray è una cittadina olandese localizzata al centro del corridoio logistico chiamato "Blu Banana" che ha come terminali Londra e Madrid, passando per Rotterdam, Anversa, Parigi, Milano, Marsiglia e Barcellona. Venray è a sud di Amsterdam, 40 Km a est di Eindhoven e vicino al confine sia belga che tedesco. L'edificio sorge a 3 km dall'ingresso dell'autostrada A73. Venray è una città a vocazione logistica con i suoi 316 ettari di terreno destinati ad uso logistico. La proprietà è all'interno del principale centro logistico della zona.
Descrizione	La proprietà consiste in un classico edificio logistico moderno. Dispone di 7 rialte di carico. L'altezza a soffitto è di 12 mt.
Anno di costruzione	2004
Tipologia	Logistica
Consistenza	Superficie affittabile 11.120 mq.
Data di acquisto	20 dicembre 2007
Venditore	Maessen Projected BV
Prezzo di acquisto	EUR 8.500.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2014	EUR 3.680.000
Decorrenza del contratto di locazione	
Scadenza del contratto di locazione	
Conduttori	
Canone di affitto	
Indicizzazione del canone d'affitto	
Rendimento lordo	0,00%

# Hyvinka - Finlandia

Varastokatu, 9



Localizzazione	Hyvinka è una cittadina a circa 65Km dal centro di Helsinki, sulla principale autotrada del paese che collega la capitale a Tampere. Hyvinka ha circa 45 mila abitanti, in costante crescita, grazie all'espansione del tessuto industriale e logistico che ha caratterizzato gli ultimi anni.
Descrizione	L'immobile è la sede finlandese di Electroskandia, società leader nella distribuzione di prodotti elettrici. Consiste di una parte ad uso uffici e di un grosso magazzino, oltre agli spazi ricreativi per i dipendenti quali sauna e caffetteria interna, per un totale di circa 14.183 mq.
Anno di costruzione	1982-1992
Tipologia	Uffici e Magazzino
Consistenza	Superficie affittabile 14.183 mq.
Data di acquisto	18 marzo 2008
Venditore	Scandic Real Estate Investments BV del gruppo olandese White Estate Investment BV
Prezzo di acquisto	EUR 8.800.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2014	EUR 9.440.000
Decorrenza del contratto di locazione	12 gennaio 2011
Scadenza del contratto di locazione	31 dicembre 2017
Conduttori	Electroskandia OY
Canone di affitto	EUR 838.352
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale pari al 100% del tasso di inflazione. Prossima rivalutazione 1 gennaio 2015
Rendimento lordo	8,88%

# Parigi (St Cloud)

## Francia

24, 24bis, 25 Quai Carnot



Localizzazione	St Cloud è una cittadina di 30 mila abitanti confinante con Parigi a sud ovest. Si tratta di una zona residenziale di pregio ben collegata al centro di Parigi e vicina al quartiere direzionale del La Defense.
Descrizione	L'immobile è stato completamente ristrutturato nel 2008 e consegnato all'affittuario a Settembre 2008. si tratta di un palazzetto composto da 3 corpi, che si sviluppano intorno ad un giardino interno, per una dimensione complessiva di circa 3 mila mq.
Anno di costruzione	19° secolo, 1986 e 1992, completamente ristrutturato nel 2008
Tipologia	Uffici e show room
Consistenza	Superficie affittabile 3.258 mq.
Data di acquisto	30 settembre 2008
Venditore	Ojirel
Prezzo di acquisto	EUR 14.850.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2014	EUR 14.870.000
Decorrenza del contratto di locazione	1 agosto 2008
Scadenza del contratto di locazione	31 luglio 2017
Conduttori	Majencia SA
Canone di affitto	EUR 1.189.891
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale pari al 100% del tasso di inflazione (indice francese ICC). Prossima rivalutazione 1 agosto 2015
Rendimento lordo	8,00%

# Ostringen Germania

Thomas-Howie-Str. 2-8



Localizzazione	Ostringen è una cittadina di 13 mila abitanti, dista 30 km da Karlsruhe, e 90 Km da Stoccarda capitale della Baden-Württemberg nel sud-ovest della Germania. Il centro è localizzato appena fuori dal centro abitato nella principale area commerciale della cittadina, limitrofo a due altri centri. L'intera area commerciale serve un bacino primario di circa 18 mila persone.
Descrizione	L'immobile è stato costruito nel 2006, è composto da due edifici con forma a L per un totale di 4.580 mq di superficie affittabile. Un edificio di circa 1.300 mq. È occupato da Lidl e da un forno, mentre l'altro edificio è diviso in 5 unità di media superficie. Il centro dispone di 170 posti auto dedicati.
Anno di costruzione	2006
Tipologia	Retail park
Consistenza	Superficie affittabile 4.580 mq.
Data di acquisto	21 dicembre 2009
Venditore	Standard Life
Prezzo di acquisto	EUR 6.300.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2014	EUR 7.570.000
Decorrenza dei contratti di locazione	fine 2006
Scadenza media dei contratti di locazione	novembre 2025
Conduttori	Lidl, dm, Deichmann, Awg, Fressnap, Tedi, Rothemel
Canone di affitto	EUR 550.196
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione media pari al 65% del tasso di inflazione che si attiva al superamento del 10% della crescita dell'indice.
Rendimento lordo	7,27%

# Glasgow - UK

West George Street 163



Localizzazione	Glasgow, coi suoi 630 mila abitanti (1,2 milioni considerando il bacino d'utenza primario) è la prima città scozzese e tra i primi 7 centri di busuniss dell'intera UK. West George Street si trova nel centro di Glasgow e rappresenta un indirizzo prestigioso per un ufficio oltre che ottimamente servito dal trasporto pubblico.
Descrizione	L'immobile è un palazzo storico (1913) che è stato completamente ristrutturato nel 1992. Dietro la facciata storica sono stati sviluppati spazi moderni di grado A, tutte le unità dispongono di aria condizionata, pavimenti galleggianti e contro-soffitti. L'immobile ha una pianta rettangolare e dispone di 6 piani (di cui 1 interrato ad uso parcheggi).
Anno di costruzione	1913, completamente ristrutturato nel 1992
Tipologia	Uffici
Consistenza	Superficie affittabile 3.057 mq. Oltre a 16 parcheggi coperti privati
Data di acquisto	21 dicembre 2009
Venditore	RREEF
Prezzo di acquisto	GBP 7.730.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2014	GBP 5.870.000
Decorrenza dei contratti di locazione	Varie
Scadenza media dei contratti di locazione	aprile 2015
Conduttori	KPMG, Savills Commercial, Pertemps, Northgate Solutions, Barnett Waddingham
Canone di affitto	GBP 586.409
Indicizzazione del canone d'affitto	Aggiornamento basato sull'open market value
Rendimento lordo	9,99%

# Lione

## Francia

16 rue Jean Desparmet, 69008



Localizzazione	L'immobile è ubicato nella zona universitaria di Lione e si trova in prossimità dell'ospedale. Dista circa 5 km dal centro. Il quartiere ha una vocazione principalmente residenziale e l'area è ben servita dal trasporto pubblico e ben collegata alle autostrade A7 e A43.
Descrizione	L'immobile è stato sviluppato nel 2008 da una primaria società di costruzione e beneficia della garanzia decennale postuma. Si tratta di un palazzo di 3 piani a pianta rettangolare che fornisce 3,400 mq. di spazio affittabile ad uso uffici oltre a 64 posti auto coperti. Tutti gli uffici dispongono di impianto di climatizzazione, controsoffitti, luci ad incastro. La facciata è di vetro e mattoni a vista e all'interno il palazzo dispone di un giardino in stile giapponese.
Anno di costruzione	2008
Tipologia	Uffici
Consistenza	Superficie affittabile 3.364 mq. Oltre a 64 posti auto coperti.
Data di acquisto	23 dicembre 2010
Venditore	Custom House Capital
Prezzo di acquisto	EUR 7.968.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2014	EUR 8.161.000
Decorrenza dei contratti di locazione	tra maggio 2009 e dicembre 2010
Scadenza media dei contratti di locazione	luglio 2016
Conduttori	HMF, GEIC, Decitre
Canone di affitto	596.172 €
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale pari al 100% del tasso di inflazione (indice francese ICC). Prossima rivalutazione fra giugno e settembre 2015.
Rendimento lordo	7,31%

# Hessdorf

## Germania

Im Gewerbepark 1-13



Localizzazione	Hessdorf è una cittadina della Baviera che dista 10 km da Erlangen. Il centro è localizzato appena fuori dal centro abitato nella principale area commerciale della cittadina, all'interno di un cluster commerciale di dimensioni rilevanti che comprende diversi ristoranti, tra cui un McDonald's, un casinò e altre unità commerciali. L'intera area commerciale serve un bacino primario di circa 51 mila abitanti.
Descrizione	L'immobile è stato costruito nel 2007-2008, è composto da tre edifici per un totale di 5.739 mq di superficie affittabile. Due immobili sono occupati da un supermarket Rewe e da un discount Aldi, mentre l'ultimo edificio è diviso in 4 unità di media superficie ed un ristorante. Il centro dispone di 292 posti auto dedicati.
Anno di costruzione	2007-2008
Tipologia	Retail park
Consistenza	Superficie affittabile 5.739 mq.
Data di acquisto	1 dicembre 2011
Venditore	MP Objektgesellschaft Hessdorf
Prezzo di acquisto	EUR 8.850.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2014	EUR 9.410.000
Decorrenza dei contratti di locazione	da ottobre 2007 a gennaio 2008
Scadenza media dei contratti di locazione	agosto 2020
Conduttori	Rewe, Aldi, deichmann, dm, Kik, Tedi, Elesterios Sinelis
Canone di affitto	EUR 675.529
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione media pari al 70% del tasso di inflazione che si attiva al superamento del 10% della crescita dell'indice.
Rendimento lordo	7,18%

# Lipsia

## Germania

Schreinerweg, GVZ Nord



### Localizzazione

Lipsia è una location strategica per DHL avendovi di recente trasferito il suo hub aeroportuale che ha comportato investimenti da parte di DHL per mezzo miliardo di Euro e che impiega 3.500 dipendenti. DHL ha stabilito a Lipsia anche il suo centro nazionale di smistamento posta e pacchi. Lipsia ha assistito ad un forte sviluppo industriale e logistico negli anni 90 e 2000; BMW e Porsche si sono insediate con enormi stabilimenti produttivi, centri prove e unità di smistamento veicoli. BMW ha investito nell'area 1.3 miliardi di Euro e occupa 2.500 dipendenti. Tutti i principali operatori logistici sono presenti nell'area (Amazon, Ceva, Kuene&Nagel, Schenker). Lipsia ha 3.2 milioni di abitanti ed è una delle pochissime città tedesche che sta segnando uno sviluppo demografico positivo.

### Descrizione

L'immobile ha una superficie totale di 15.394 mq.. L'immobile ha una pianta rettangolare che risulta facilmente divisibile in più unità per più utilizzatori. Gli uffici occupano 432 mq. (2.8% della superficie totale). Le specifiche costruttive sono in linea i più alti requisiti sia in termini di altezza (12 mt) che di sistema di illuminazione e di apparecchiature tecniche (sprinkler e docks). DHL ha applicato allo sviluppo le direttive del suo programma di sostenibilità GoGreen.

Anno di costruzione

2012

Tipologia

Logistica

Consistenza

Superficie affittabile 15.394 mq.

Data di acquisto

1 giugno 2012

Venditore

Erste End of Runway Development Leipzig GmbH

Prezzo di acquisto

EUR 9.650.000

Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2014

EUR 11.000.000

Decorrenza del contratto di locazione

1 giugno 2012

Scadenza del contratto di locazione

31 maggio 2022

Conduttori

Deutsche Post Immobilien GmbH

Canone di affitto

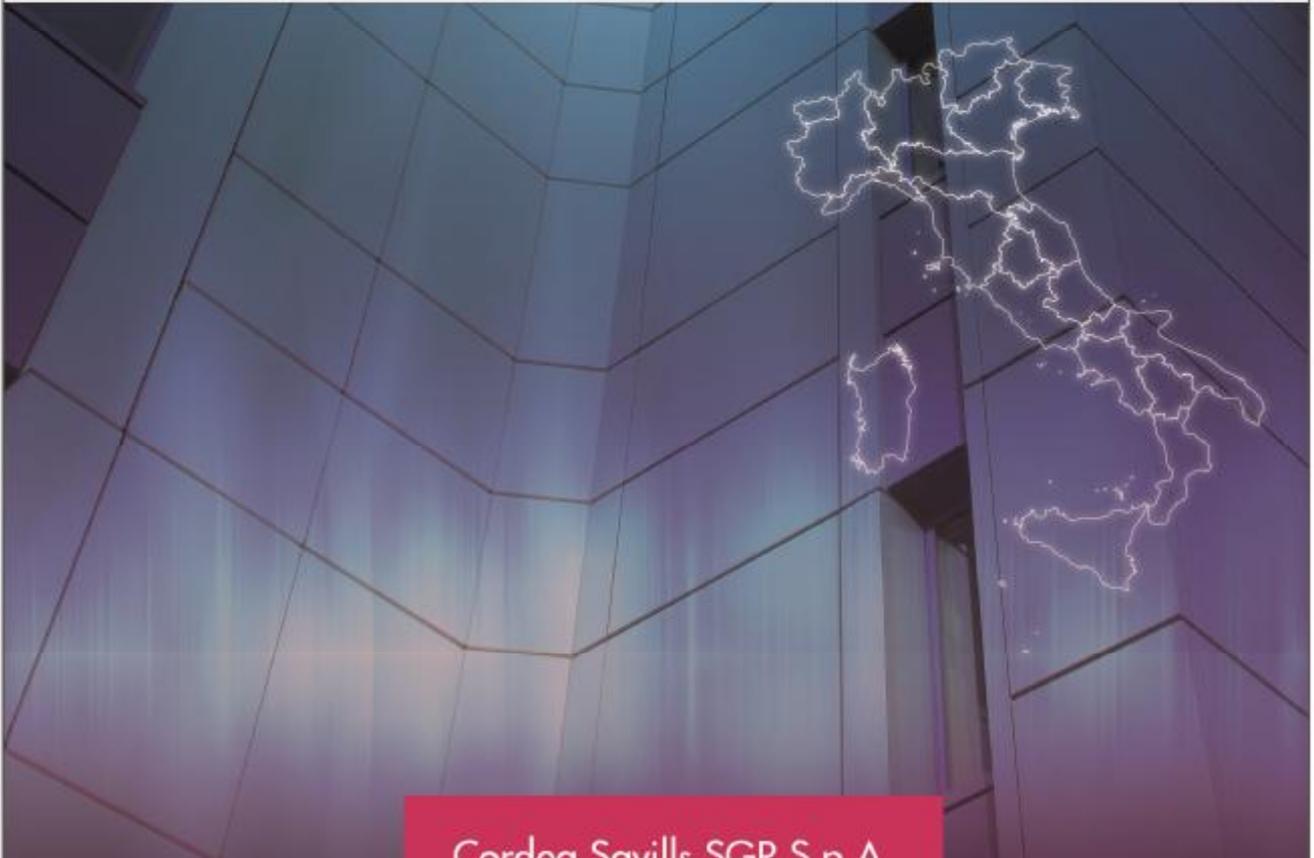
EUR 791.285

Indicizzazione del canone d'affitto

Rivalutazione annuale pari al 100% del tasso di inflazione. Prossima indicizzazione 1 luglio 2015.

Rendimento lordo

7,19%



Cordea Savills SGR S.p.A.

Sede Legale: Via San Paolo 7, 20121 Milano  
Tel +39 02 3600 6700 – Telefax +39 02 3600 6701  
Capitale Sociale Euro 1.500.000 i.v.  
Cod. Fisc./ P.IVA n. 08567741007  
Iscritta al n. 79 dell'Albo di cui all'art. 35, 1 comma del D. Lgs. 58/98  
sezione Gestori di Fondi di Investimento Alternativi

