



**BNP PARIBAS
REAL ESTATE**

INVESTMENT MANAGEMENT

FONDO "ESTENSE - GRANDE DISTRIBUZIONE"

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2014

Il Fondo "Estense-Grande Distribuzione", è un Fondo "specializzato", il cui patrimonio è investito esclusivamente in immobili ad uso commerciale. E' stato collocato nel corso del 1° semestre del 2003, raccogliendo 207 milioni di Euro grazie alla sottoscrizione di 82.800 quote del Fondo, ciascuna del valore nominale di Euro 2.500, da parte di 6.339 sottoscrittori; un ammontare consistente del collocamento è stato sottoscritto da investitori qualificati.

Il primo semestre 2014 si chiude con una perdita di Euro 646.785 (al 31 dicembre 2013 utile di Euro 1.928.231); il risultato comprende minusvalenze immobiliari non realizzate per Euro 4.920.000 (al 31 dicembre 2013 minusvalenze pari a Euro 11.653.386) e minusvalenze non realizzate su partecipazioni per Euro 490.562 (al 31 dicembre 2013 minusvalenze per Euro 624.417).

Pertanto l'utile d'esercizio, al netto delle sopra esposte minusvalenze non realizzate su immobili e partecipazioni immobiliari, risulta positivo per Euro 4.760.104 (al 31 dicembre 2013 positivo per Euro 14.206.034).

Al 30 giugno 2014 il valore complessivo netto del Fondo risulta pari a Euro 91.371.780, al netto dell'ammontare complessivo dei proventi e del rimborso parziale erogato nel 2014, pari complessivamente, a Euro 118.238.400 (31 dicembre 2013: Euro 210.256.965); il valore unitario delle quote risulta quindi pari a Euro 1.103,524 (Euro 2.539,335 al 31 dicembre 2013).

Al 30 giugno 2014 le attività del Fondo assommano a Euro 124.541.159 (al 31 dicembre 2013 Euro 243.692.634).

Dalla costituzione del Fondo al 30 giugno 2014, il valore della quota, tenendo conto dei proventi e dei rimborsi parziali pro-quota sinora erogati ai sottoscrittori, per complessivi Euro 2.574,66 pro quota, si è incrementato rispetto al valore nominale del 47,13%.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2014 risulta pari al 4,22%.

Come previsto dall'art. 14.7 del Regolamento del Fondo, alla SGR compete un compenso pari al 20% del risultato di gestione eventualmente eccedente il rendimento del 5,5%; al momento nessun importo risulta accantonato.

LO SCENARIO MACROECONOMICO

In Europa, recenti dati economici mostrano un miglioramento dell'economia. Tuttavia, le debolezze del mercato del lavoro e le condizioni restrittive per l'accesso al credito costituiscono un freno alla ripresa economica. Per questo motivo, l'economia europea dovrebbe restare molto sensibile al mercato dell'export. Pertanto, le difficoltà osservate in alcuni paesi

emergenti e la crisi geopolitica in Ucraina potrebbero condurre ad una minor crescita delle esportazioni.

Con l'arrivo della primavera, alcuni germogli stanno spuntando nei paesi del Sud Europa, mentre la crescita si sta rinforzando in alcuni paesi come il Regno Unito. In Italia, l'inizio dell'anno ha visto una leggera e inaspettata diminuzione del PIL. Tuttavia, i fondamentali fanno prevedere un aumento dell'attività nel resto dell'anno. Un miglioramento dell'accesso al credito dovrebbe favorire gli investimenti. Un aumento della fiducia dei consumatori, un'inflazione bassa e una riduzione del costo del lavoro dovrebbe incrementare il reddito disponibile. Tuttavia, gli investimenti nelle costruzioni dovrebbero diminuire quest'anno prima di aumentare di nuovo nel 2015.

Le elezioni europee hanno rinforzato il nuovo primo ministro sia all'interno del proprio partito che nella coalizione di governo. Questo dovrebbe permettergli di poter implementare la sua agenda ambiziosa. Infatti, la rapida introduzione di alcune riforme in discussione in parlamento accompagnata dalla diminuzione dei tassi d'interesse sui titoli di Stato dovrebbe aumentare la crescita attesa.

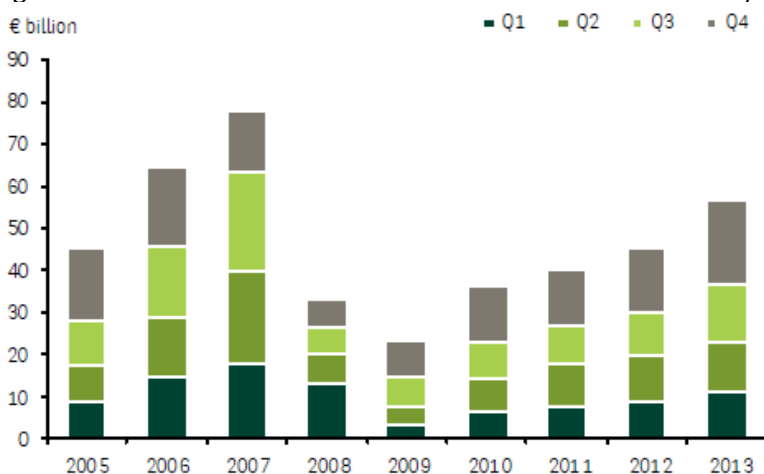
ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

Il mercato immobiliare Europeo

I fondamentali del mercato immobiliare europeo dovrebbero migliorare nei prossimi trimestri, in maniera parallela al ritorno della crescita economica. Tuttavia, l'aumento atteso del rendimento dei titoli di stato, in particolare quelli tedeschi, dovrebbe impattare negativamente sui rendimenti immobiliari. Soltanto per gli immobili *prime* situati nei paesi *core*, l'aumento atteso dei canoni non sarà sufficiente per compensare l'eventuale impatto negativo sui rendimenti, riducendo pertanto il capital value nel medio termine. Tuttavia, quello che è vero per gli immobili *prime* non necessariamente lo è per gli immobili secondari. Infatti, i rendimenti per questa tipologia di immobili (asset secondari e mercati non principali) sono ai loro massimi storici come conseguenza della situazione economica.

Nella maggior parte di questi mercati il punto basso del ciclo è stato raggiunto, facendo quindi prevedere un aumento dei valori, sia in conto capitale che reddituale. Tuttavia, il maggior guadagno dovrebbe venire dal riprezzamento dovuto alla riduzione dei rendimenti. L'aumento dei rendimenti di Stato atteso dovrebbe essere compensato dall'elevato livello raggiunto dai rendimenti che permetterebbe di non ritrovarsi con un premio al rischio negativo.¹

Figura 1 – Volume di investimento diretto nei 9 mercati principali europei (2005 – 2013)



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

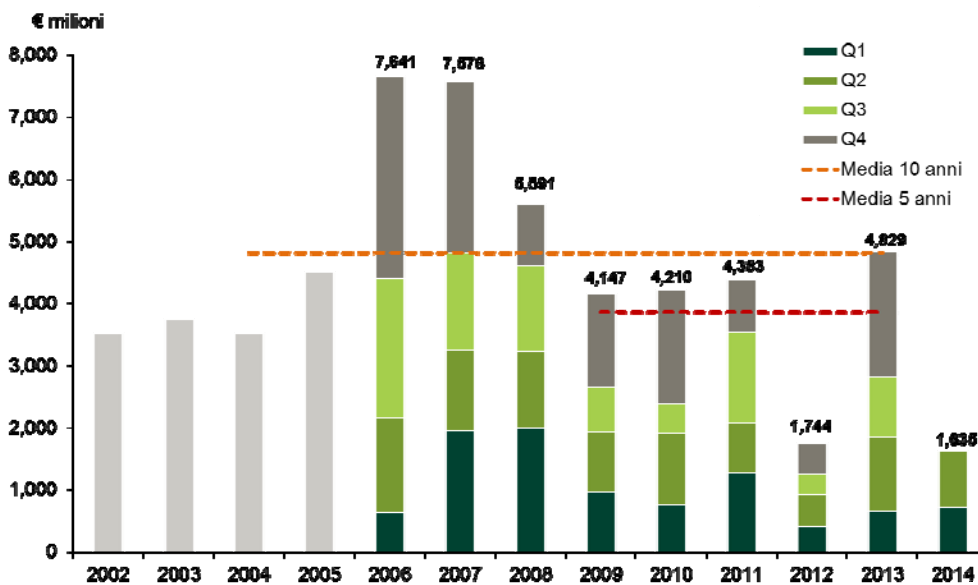
¹ BNP Paribas Real Estate Research

Il mercato immobiliare Italiano

Il volume degli investimenti registrato nei primi due trimestri dell'anno mostra una riduzione del 12% rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. Anche se questo volume può sembrare una battuta d'arresto nella ripresa del mercato italiano, in realtà gli investitori continuano a guardare al mercato italiano, considerando che sia il momento giusto per poter realizzare delle operazioni interessanti. Tuttavia, la tipologia di prodotto ricercata è principalmente di tipo opportunistico.

In particolare, gli investitori stranieri hanno nuovamente rappresentato più della metà delle transazioni, attestandosi al 72%; è da segnalare l'attività continua di Blackstone e l'arrivo sul mercato italiano di Benson Elliot che ha acquistato il retail park Terminal Nord a Udine.

Figura 2 – Volume di investimento diretto in Italia (2006 – H1 2014)



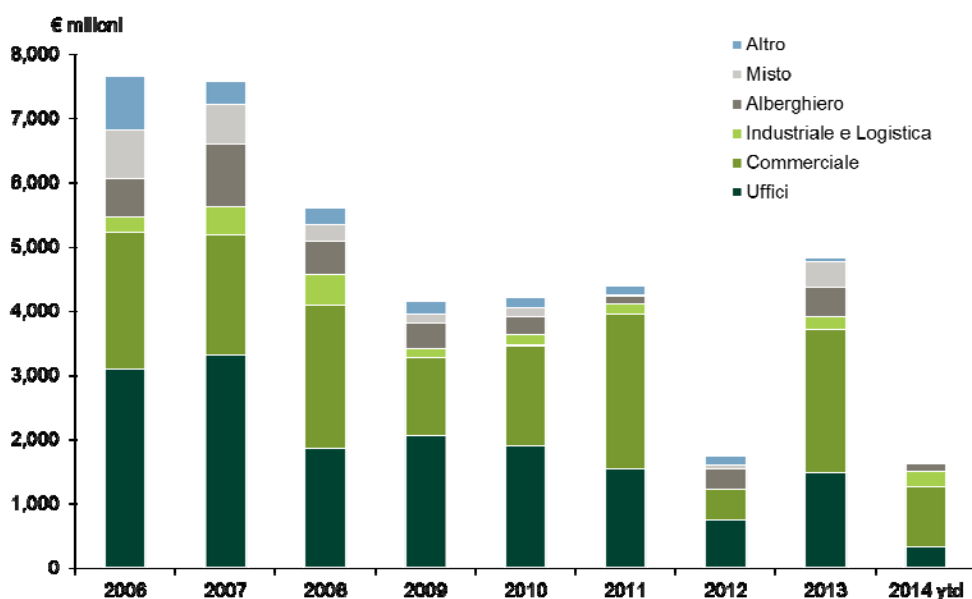
Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

La maggior parte delle transazioni (58%) ha riguardato prodotti commerciali, come nella tradizione del mercato italiano. Sono da segnalare, oltre alla transazione già citata, la vendita di un portafoglio di 3 Coin a Milano e della galleria di un centro commerciale a Livorno.

Grazie alle transazioni del Gruppo Blackstone che ha acquistato due portafogli, il prodotto logistica rappresenta il 15% del volume delle transazioni. L'interesse per questa tipologia di prodotto è alquanto inusuale, soprattutto in una fase d'inizio di ripresa del ciclo economico e immobiliare.

Infine, gli immobili a uso uffici transati sono stati soltanto due: il palazzo U27 a Milanofiori (rogitato dopo il preliminare di aprile 2013) e il sale&lease-back dell'immobile Telecom in Milano, Via Negri.

Figura 3 – Volume di investimento diretto per tipologia di immobili in Italia (2006 – H1 2014)

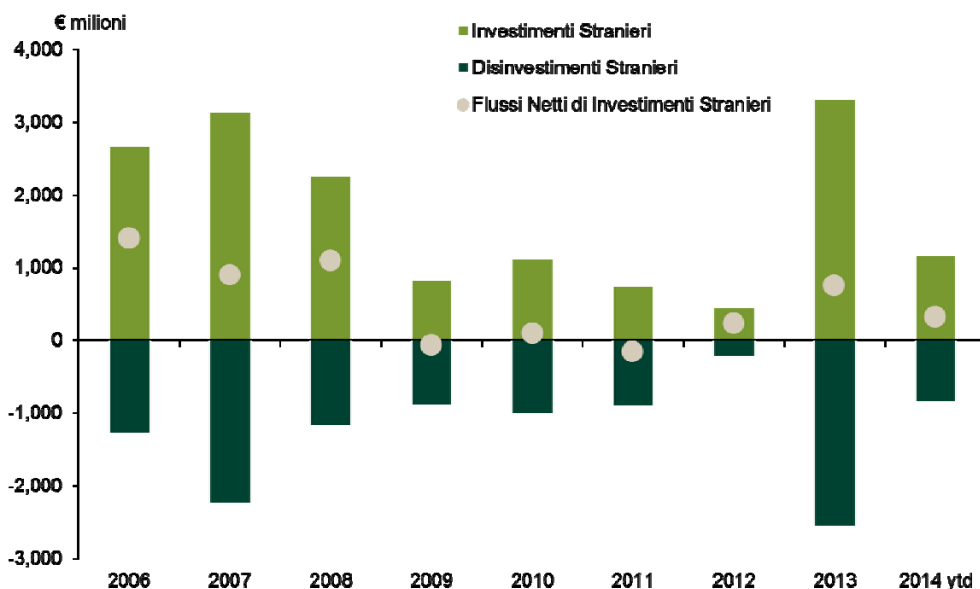


Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Gli investitori che si affacciano sul mercato italiano adottano un approccio opportunistico, alla ricerca, pertanto, di rendimenti piuttosto elevati. Infatti, per alcuni di loro, la scommessa è realizzare un investimento con un rendimento in entrata elevato, contando sulla ripresa del mercato che naturalmente spingerà i rendimenti al ribasso.

Gli investitori che comprano prodotti di tipo *value-added* sono ancora poco numerosi, poiché ritenuti ancora troppo rischiosi. Infatti, nel settore degli uffici, per esempio, il volume di affitto rimane ancora troppo elevato mentre la discesa dei canoni non si è ancora arrestata.

Figura 4 – Investimenti e disinvestimenti di operatori stranieri in Italia (2006 – H1 2014)



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Degli investimenti totali annui, il 72% ha visto dal lato del compratore un operatore straniero. Tuttavia, a fronte dei disinvestimenti, il saldo è positivo di soltanto Euro 315 milioni. La stessa situazione si era verificata nel 2013 (saldo netto di Euro 750 milioni). Questo dimostra che vi è un ricambio degli operatori nel mercato, con l'apparizione di attori nuovi con un profilo di

rischio più elevato, alla ricerca di operazioni di tipo *value-added*, convinti che il mercato italiano abbia toccato il punto basso del ciclo e stia ripartendo.

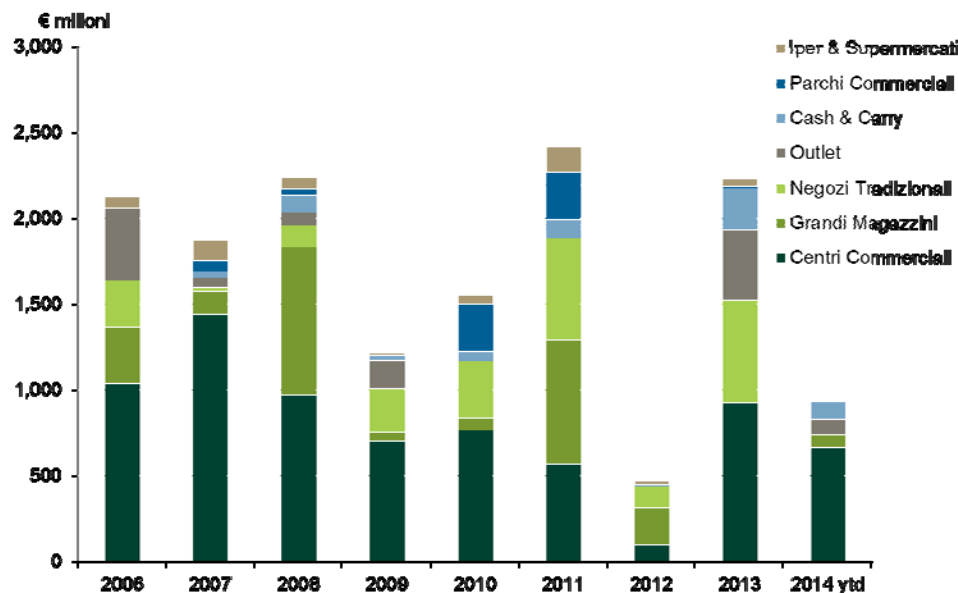
Focus sul settore commerciale

Con la ripresa del mercato immobiliare, i prodotti retail hanno attirato l'interesse degli investitori. Nel 2013, il volume degli investimenti è stato di Euro 2.215 milioni rispetto a Euro 468 milioni nel 2012. La transazione più significativa è stata la vendita di 15 centri commerciali Auchan per circa Euro 380 milioni a Morgan Stanley. Vi sono state transazioni anche nel segmento "negozi tradizionali e outlet".

Questa tendenza è proseguita nel 2014 con la maggior parte delle transazioni chiuse che hanno riguardato un prodotto commerciale. Le transazioni più significative sono state la vendita di sette gallerie Carrefour, parte di un portafoglio pan-europeo, per circa Euro 216 milioni, un portafoglio posseduto da Aberdeen per circa Euro 172 milioni e il centro commerciale "Fiumara" a Genova per circa Euro 170 milioni. I rendimenti lordi registrati sono stati tra il 7% e il 10%. Questo livello elevato è stato raggiunto con la vendita di tre asset posseduti da Aberdeen e comprati da Blackstone.

Quest'ultimo è diventato molto attivo negli ultimi dodici mesi totalizzando Euro 880 milioni di investimenti. Fa parte di quegli investitori che stanno guardando al mercato italiano con un approccio opportunistico e vogliono realizzare degli investimenti con dei rendimenti elevati. Infatti, questi investitori scommettono nella ripresa del mercato che dovrebbe comprimere i rendimenti. Investitori di tipo *value-added* rimangono rari in quanto il mercato viene considerato troppo rischioso. Infatti, nel settore degli uffici per esempio, l'ammontare dell'offerta è troppo elevata e la riduzione dei canoni non è ancora finita. Questo è il motivo per cui gli investimenti negli immobili retail appaiono al momento migliori, ossia meno rischiosi.

Figura 5 – Volume di investimento in immobili retail in Italia per tipologia di asset



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Le previsioni sono al momento migliori per i consumi rispetto alla creazione di occupazione. Inoltre, l'offerta elevata di uffici permette alle società di ottenere una forte riduzione nei canoni. Pertanto, gli immobili retail, se ben locati e posizionati, risultano essere un prodotto più interessante per gli investitori.

Nella tabella che segue sono elencate nel dettaglio le maggiori transazioni relative al mercato *retail* chiuse tra il 2013 e il 2014:

Periodo	Indirizzo	Città	Prodotto	m ²	Prezzo (€ m)	Seller	Buyer
2013 Q3	Metro - La Spezia	La Spezia	Cash & Carry	4,616	8.18	BNPP REIM / Estense Grande Distribuzione	Fonciere LFPI
2013 Q3	Brescia - Franciacorta Outlet Village	Brescia	Outlet	32,650	126.00	Aberdeen Asset Management	The Blackstone Group
2013 Q3	Market Central Da Vinci	Roma	Retail Park	56,600	128.00	AIG Lincoln	GWM
2013 Q4	Auchan Portfolio	Mixed	Shopping Center	200,000	381.00	GCI (Galleria Commerciali Italia)	Morgan Stanley Real Estate Funds
2013 Q4	Centro Commerciale Valecenter & Airone	Veneto	Shopping Centre	75,529	144.50	Sonae Sierra	The Blackstone Group
2013 Q4	MacArthurGlen Retail Portfolio	Mixed	Outlet	45,100	284.00	McArthurGlen Italian Development	Simon Property Group
2014 Q1	Retail Park - Terminal Nord	Udine	Retail Park	32,340	48.00	PREF (British Land and Doric Properties)	Europa Risorse Sgr (Benson Elliot)
2014 Q1	Shopping Centre Gallery "Fonti del Corallo"	Livorno	Shopping Centre	7,313	47.00	IGD SIIQ	BNPP REIM / Immobiliare Negri
2014 Q2	Carrefour Galleries	Mixed	Shopping Centre	n.a.	216.00	Klepierre	Carrefour
2014 Q2	Aberdeen Retail Portfolio	Mixed	Shopping Centre	n.a.	172.00	Aberdeen Asset Management	The Blackstone Group
2014 Q2	Centro Commerciale "Fiumara"	Genova	Shopping Centre	25,000	170.00	CBRE Global Investors	Allianz Real Estate & ING Insurance

Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

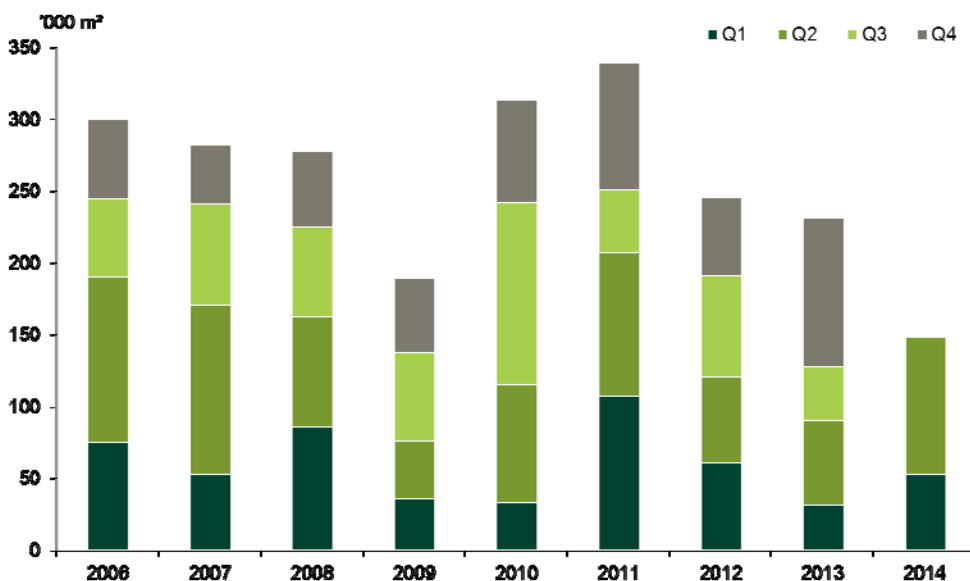
Focus su Milano

Nel corso del primo semestre del 2014, il volume d'investimento registrato a Milano si è attestato a Euro 425 milioni, in diminuzione rispetto al volume dello stesso periodo del 2013. Tuttavia, se si esclude la transazione da Euro 400 milioni del Qatar nel progetto di Porta Nuova, i volumi di investimento sono equiparabili. Gli investitori che si affacciano sul mercato milanese sentono che sia il momento giusto per tornare ad investire ma sono molto selettivi. I profili degli investitori che si registrano sono di tipo opportunistico, ossia quelli che scommettono su una riduzione dei rendimenti attesa per i prossimi tre anni, ma anche *core*, ossia con un orizzonte temporale più lungo. Gli investitori di tipo *value-added* rimangono invece ancora piuttosto rari.

Gli investitori che si affacciano sul mercato milanese ricercano in primis degli uffici. Milano rimane la città in Italia, assieme a Roma, dove poter realizzare il migliore investimento in uffici in quanto è il prodotto che assicura i migliori rendimenti. Tuttavia, la tendenza registrata l'anno scorso che ha visto un maggior volume di investimenti in altri prodotti, prosegue anche quest'anno. Infatti, nel corso del primo trimestre a fronte di due transazioni di uffici, si sono registrati Euro 134 milioni investiti in altri prodotti: la vendita di un portafoglio di 3 department store locati al Gruppo Coin e l'hotel Nhow nella zona di Tortona.

I rendimenti delle transazioni registrate continuano a mostrare una dicotomia del mercato di Milano. Da una parte, i prodotti *core*, ben localizzati, con un buon conduttore e un contratto lungo, raggiungono rendimenti piuttosto bassi. Dall'altra parte, i prodotti che non possiedono una di queste tre condizioni ricevono offerte di acquisto con uno sconto più o meno rilevante. Pertanto, gli investitori italiani sono ancora restii nell'accettare questa riduzione di valore mentre gli investitori stranieri che hanno deciso di lasciare l'Italia accettano questa perdita. I nuovi investitori che si affacciano sul mercato ricercano dei rendimenti più elevati, ma senza accettare un rischio che non sono disponibili a correre. Pertanto, alcuni prodotti rimangono senza compratore.

Figura 5 – Assorbimenti uffici a Milano



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

Il miglioramento dell'attività registrato nel primo trimestre è proseguito nel secondo trimestre grazie a delle importanti transazioni che si sono chiuse: Windows on Europe ha preso 15.000 m² vicino alla stazione centrale, Cariparma ha preso in affitto un'intera palazzina vicino a Romolo mentre Coca Cola si è installata a Sesto San Giovanni. Pertanto, il livello dell'assorbimento risulta essere dall'inizio dell'anno di circa 150.000 m², in aumento del 63% rispetto allo stesso periodo del 2013. Il 71% delle transazioni ha coinvolto immobili di grado A: la tendenza delle società nel spostarsi verso immobili di qualità, quindi, prosegue.

Nel corso dell'anno risultano consegnati come nuovo progetto la nuova sede di Alcatel a Vimercate e la nuova sede di Nestlé a Milanofiori Nord. Quest'ultimo è un esempio di un immobile *build-to-suit* i cui lavori sono partiti soltanto dopo aver firmato il contratto di locazione. Pertanto, la consegna dell'immobile non ha impattato il volume di affitto ma aumentato soltanto lo stock di uffici della città. La leggera stabilizzazione del volume di affitto è soltanto l'effetto dell'uscita di immobili dal mercato che necessitano di una ristrutturazione o di una riconversione in quanto non più adatti alle esigenze delle società. Infatti, con un'offerta di uffici così ampia, gli immobili datati rischiano di diventare delle "aree direzionali dismesse".

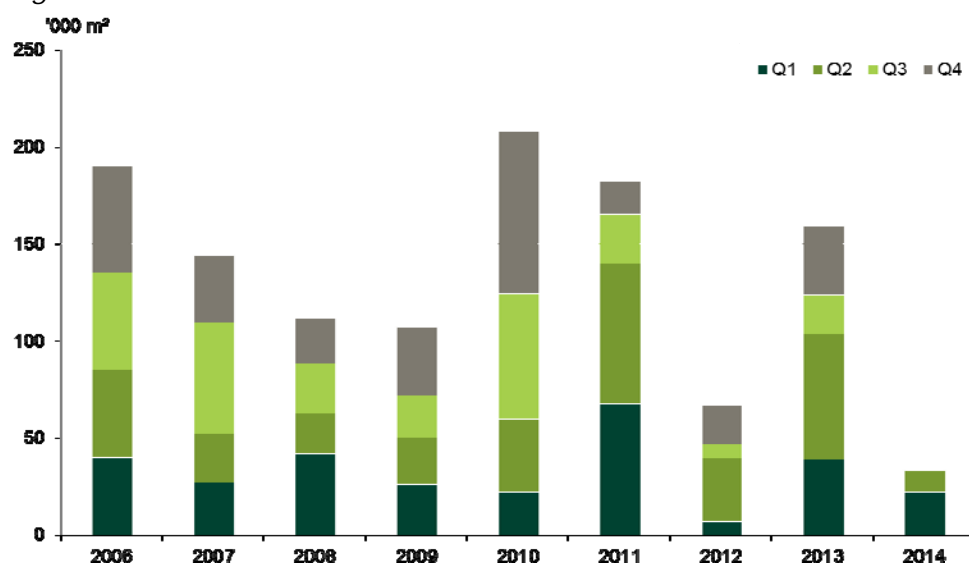
I canoni *prime*² nel CBD sono rimasti stabili a 490 Euro/m²/anno, mentre gli incentivi continuano a rimanere su livelli molto interessanti, maggiori di dodici mensilità. Il canone medio nel CBD è aumentato a causa di una maggiore attività nel centro con canoni superiori ai 400 Euro/m²/anno. I canoni più elevati sono stati registrati nel CBD con la locazione di 600 m² da parte di una banca e nel progetto Porta Nuova Varesine con circa 2.000 m² locati da una società della moda.

Focus su Roma

Il primo semestre dell'anno ha fatto registrare soltanto due transazioni a Roma, per un totale di circa Euro 40 milioni. Questo volume potrebbe rappresentare quindi un'inversione di tendenza rispetto al 2013, mentre in realtà si situa in linea con i primi trimestri del periodo 2010-2012 e il rallentamento osservato nell'ultimo trimestre del 2013.

Questo numero ridotto di transazioni nasconde in realtà un'attività elevata degli investitori alla ricerca di prodotti dove investire. Essendo una parte consistente dello stock di uffici della Capitale locata allo Stato, gli ultimi interventi normativi hanno aumentato il rischio rappresentato da questo conduttore e quindi bloccato le operazioni di vendita.

Figura 6 – Assorbimenti uffici a Roma



Fonte: BNP Paribas Real Estate Research

² Il canone "prime" degli uffici rappresenta il miglior canone di mercato alla data dell'analisi: per una superficie standard proporzionata alla domanda in ogni mercato/sotto-mercato; di maggiore qualità; nella migliore ubicazione in un mercato/sotto-mercato.

Le due transazioni registrate non possono rappresentare una nuova tendenza, ma hanno riguardato un centro commerciale a Civitavecchia e un hotel appena costruito ma non ancora aperto vicino in zona portuense. In particolare, questo albergo non si trova in una zona tipicamente turistica ma sottolinea come il potenziale turistico della città di Roma sia visto di buon occhio dagli investitori.

Queste due transazioni hanno visto come compratore due investitori stranieri, mostrando come l'attenzione per la città di Roma rimane elevata dall'estero. Per quanto riguarda gli investitori italiani, questi sono rimasti attendisti in questo primo periodo dell'anno.

Le due transazioni, di cui una fatta da un *end-user*, non permettono di far emergere delle nuove tendenze nell'andamento dei rendimenti del mercato. Il sentimento che permane è quella di un riposizionamento dei rendimenti verso dei livelli più elevati in tutti i settori ed in tutti i prodotti.

Con circa 33.000 m², il volume di assorbimento lordo registrato nel primo semestre del 2014 mostra un forte rallentamento rispetto allo stesso periodo del 2013. La transazione più importante del semestre è stata la locazione di circa 6.000 m² da parte di una società di consulenza all'Eur. E' anche da segnalare una transazione di RCS nel City Centre di circa 3.500 m². Al di fuori di queste due transazioni, il mercato rimane dominato da transazioni di taglio medio-piccole.

Il volume di sfritto è aumentato fortemente, superando ora gli 800.000 m². Il basso livello di attività delle società e la crisi economica che continua a ridurre gli spazi occupati spingono al rialzo gli spazi a uso uffici disponibili. Il Comune di Roma sembra intenzionato a rilanciare il progetto Campidoglio 2 che dovrebbe portare gli uffici comunali situati sul relativo colle nella zona Ostiense. Questo permetterebbe da una parte di razionalizzare gli spazi comunali, riqualificando una zona della città in forte recupero grazie anche alla presenza della Terza Università e del Terminal Ostiense dell'alta velocità. Dall'altra, consentirebbe di creare un polo museale su tutto il colle capitolino.

Con l'aumento dell'offerta di uffici, i canoni continuano a diminuire. I proprietari degli immobili rinegoziano al ribasso i canoni in essere e concedono forti sconti. Questo è il risultato del driver della domanda che rimane la riduzione dei costi immobiliari. Infatti, se i canoni *prime* nel City Centre e all'Eur rimangono stabili a 400 e 320 Euro/m²/anno, il canone medio del centro continua a calare, attestandosi a 314 Euro/m²/anno.

Focus sul mercato residenziale

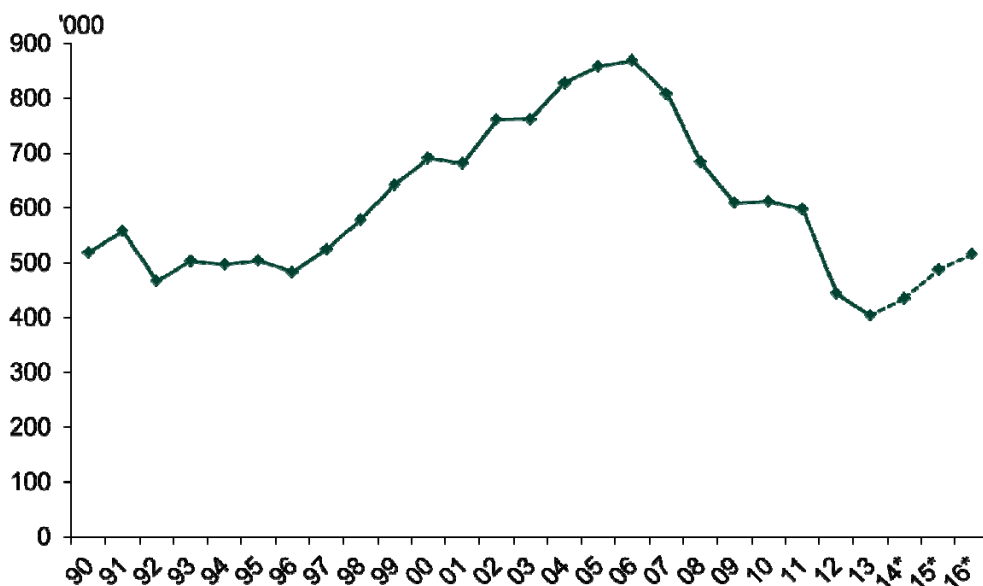
Il numero di compravendite di abitazioni è diminuito fortemente nel 2012 secondo i dati di Agenzia del Territorio e si è attestato sotto alle 500.000 unità compravendute (precisamente 444.000 unità).³ Il mercato residenziale è ulteriormente calato nel 2013, avvicinandosi alla soglia delle 400.000 unità. Le previsioni recentemente prodotte da Nomisma⁴ mostrano come il mercato residenziale italiano dovrebbe restare su dei livelli inferiori alle 500.000 transazioni ancora per alcuni anni. La previsione per il 2016 essendo stata rivista al ribasso potrebbe apparire ottimista.

In ogni caso, il mercato italiano si trova in una fase di forte riduzione dei volumi e con una prospettiva di restare su questi livelli per alcuni anniancora.

³ Agenzia del Territorio – Rapporto immobiliare 2013

⁴ Nomisma – Osservatorio sul mercato immobiliare Luglio 2014

Figura 7: Andamento del Numero di Transazioni Normalizzate (migliaia) 1985-2013



Fonte: Agenzia del Territorio – Rapporto Immobiliare 2013. Previsioni Nomisma

Infatti, le difficoltà economico/finanziarie in cui si trovano le famiglie italiane spingono a rimandare un investimento importante come l'acquisto della casa. Inoltre, le minori disponibilità economiche delle famiglie e la contrazione creditizia degli Istituti Finanziari rendono l'accesso al credito molto più difficile. Infine, l'aumento della tassazione sugli immobili ha creato un clima sfavorevole all'investimento immobiliare, in particolare per una seconda casa che subisce maggiormente l'effetto negativo dell'introduzione dell'IMU. Tuttavia, l'accesso al credito rimane il problema principale per permettere alle famiglie italiane di tornare ad investire.⁵

Focus sul mercato industriale / logistico

La fase recessiva dell'economia italiana impatta negativamente sul comparto industriale e logistico. I volumi importanti di transazioni registrati sono stati realizzati da investitori opportunistici che contano in una ripresa del mercato nei prossimi anni con una riduzione dei rendimenti.

La situazione del mercato locativo rimane difficile in quanto i conduttori cercano *in primis* strutture logistiche in *location* dotate di eccellenti infrastrutture, ma anche immobili più efficienti. Tuttavia, in questa situazione economica, le società cercano di spuntare delle condizioni migliori in sede di rinegoziazione o rimandano i loro progetti immobiliari a quando l'economia avrà ricominciato a crescere.⁶

Focus sul mercato alberghiero

Nel corso del 2012-2014, gli investimenti in strutture alberghiere hanno fatto registrare un forte aumento. Infatti, oltre agli investimenti dell'Emiro del Qatar nella Costa Smeralda per circa Euro 600 milioni, si sono registrati investimenti in prodotti alberghieri per un totale di Euro 875 milioni. In particolare, è da segnalare l'acquisizione dell'hotel Four Seasons a Firenze da parte del fondo sovrano dell'Emiro del Qatar per circa Euro 150 milioni e la vendita dell'hotel Eden a Roma per Euro 105 milioni.⁷

L'interesse degli investitori per questa tipologia di prodotto riflette la posizione dell'Italia come meta importante turistica che non possiede sempre degli alberghi al livello adeguato. Infatti,

⁵ Agenzia del Territorio – Andamento del mercato immobiliare nel 2013

⁶ JLL – On point Feb 2013

⁷ BNP Paribas Real Estate Research

molte delle transazioni hanno riguardato asset che dovranno necessitare dei lavori di ristrutturazione. E' inoltre da segnalare l'interesse per la creazione di nuovi alberghi adatti alle nuove clientele che si affacciano sul mercato italiano.

IL QUADRO NORMATIVO

Aspetti regolamentari

In data 20 agosto 2013, nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale n. 194, è stata pubblicata la legge 6 agosto 2013, n. 96 (c.d. Legge di delegazione europea 2013) recante, all'articolo 12, la delega al Governo per l'attuazione della direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi (la "Direttiva AIFM").

In data 4 marzo 2014 è stato emanato il Decreto Legislativo n. 44/2014 che recepisce la Direttiva AIFM in Italia (il "Decreto") il quale è in vigore dal 9 aprile scorso.

Il recepimento di tale Direttiva AIFM apporterà notevoli mutamenti nella gestione dei fondi in quanto, sulla base delle nuove norme, tra le altre cose, le società di gestione potranno commercializzare liberamente in tutta l'Unione Europea, nei confronti degli investitori professionali, quote dei fondi d'investimento alternativi da essi gestiti. Potranno, inoltre, gestire fondi alternativi riservati a investitori professionali negli altri paesi dell'Unione Europea su base transfrontaliera o con stabilimento di succursali.

Tuttavia, a seguito della pubblicazione della Legge di Delegazione Europea 2013, prima, e del Decreto 44/2014, poi, è solo iniziato l'iter di recepimento della Direttiva AIFM in Italia in quanto solo recentemente è stato dato avvio alle consultazioni relative alla normativa nazionale primaria e secondaria quale, *inter alia*, il D.M. n. 228/99, il Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e, in ultimo, i regolamenti Consob (Intermediari ed Emittenti) ed il regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob.

Aspetti fiscali

Si forniscono di seguito alcune informazioni in merito al regime fiscale del Fondo e dei suoi partecipanti in relazione – per questi ultimi – all'acquisto, alla detenzione e alla cessione delle quote del Fondo, ai sensi della legislazione tributaria italiana. Tali informazioni non rappresentano, tuttavia, in maniera esaustiva la fiscalità del Fondo e dei suoi partecipanti.

Per i quotisti del Fondo che detengano una partecipazione superiore al 5% (computando anche le quote detenute, *inter alia*, tramite società controllate ovvero soggetti familiari), è previsto un regime di tassazione "per trasparenza" 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. Tale regime risulta applicabile ad eccezione dei seguenti soggetti (i "**Soggetti Esclusi**"):

- Stato o ente pubblico;
- OICR;
- forme di previdenza complementare e enti di previdenza obbligatori;
- imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati a copertura delle riserve tecniche;
- intermediari bancari e finanziari vigilati;
- i soggetti sopra indicati costituiti all'estero o in territori che consentano uno scambio di informazioni atto ad individuare i beneficiari effettivi, a condizione che siano indicati nella cd. *white list*;
- enti privati residenti che perseguono specifiche finalità di tipo sociale (es. fondazioni bancarie);
- enti mutualistici;
- veicoli (societari o contrattuali) partecipati, anche indirettamente, per più del 50% dai suddetti soggetti.

Con riferimento ai Soggetti Esclusi e a quelli che detengono quote di partecipazione inferiori al 5%, i proventi derivanti dai Fondi Immobiliari percepiti dagli investitori in occasione della distribuzione di proventi periodici del riscatto delle quote o di liquidazione, sono, in linea di principio, soggetti a una ritenuta alla fonte (originariamente del 20% e dal 1° luglio 2014 aumentata al 26%, con una tecnicità di applicazione progressiva rispetto al periodo di formazione dei proventi, che non si ritiene qui utile dettagliare). Tale ritenuta trova applicazione a titolo di acconto o a titolo definitivo delle imposte complessivamente dovute in funzione del regime fiscale del soggetto che percepisce i proventi. Tale ritenuta alla fonte non è operata nei confronti degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) istituiti in Italia e delle forme di previdenza complementare identificate dalla legge.

Sui redditi imputati per "trasparenza" ai soggetti residenti non è più prevista l'applicazione della citata ritenuta. Tuttavia, quest'ultima trova applicazione, per i soggetti non residenti in Italia secondo le disposizioni di cui all'art. 7 del D.L. 351/2001, relativo al regime tributario dei partecipanti.

Gli investitori esteri, che non rientrano tra quelli che possono beneficiare del regime di esenzione dalla ritenuta previsto dalla normativa italiana (come, ad esempio, nel caso dei fondi pensione esteri o degli organismi di investimento collettivo del risparmio esteri istituiti in Stati e territori che consentono lo scambio di informazioni tra le autorità fiscali) ma che soddisfano le condizioni previste per l'applicabilità delle convenzioni contro le doppie imposizioni, possono richiedere l'applicazione della minore aliquota prevista dalle convenzioni.

Imposta di bollo

A decorrere dal 1° gennaio 2014 il prelievo sulle comunicazioni alla clientela relative ai prodotti e agli strumenti finanziari, applicato anche a quelli non soggetti ad obbligo di deposito (ad esclusione dei fondi pensione e dei fondi sanitari) e alle azioni o quote di OICR che non risultano dematerializzate, essendo rappresentate da certificati fisici, è fissato nella misura del 2 per mille (modificando il previgente regime dell'1,5 per mille).

L'ESPERTO INDIPENDENTE

A seguito della comunicazione congiunta Consob - Banca d'Italia del 29 luglio 2010, in data 18 febbraio 2011, il Consiglio di Amministrazione della Società ha deliberato in merito all'adozione delle misure necessarie per adeguarsi alle linee applicative descritte in tale comunicazione, approvando una "Procedura per la selezione e la gestione degli esperti indipendenti" con la quale sono state altresì recepite le linee guida sul rapporto tra SGR ed Esperti Indipendenti redatte da Assogestioni in data 27 maggio 2010.

La procedura descrive le attività di verifica e di controllo svolte dalle funzioni aziendali della SGR, al fine di assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli esperti indipendenti, prevedendo:

- a. le modalità di coordinamento tra le diverse funzioni aziendali e il relativo reporting nei confronti degli organi apicali della società;
- b. i flussi informativi, con descrizione delle modalità di invio dei dati agli Esperti Indipendenti e lo svolgimento di controlli, di primo livello da parte del Fund Management e di secondo livello da parte della funzione Risk Management, sui dati inviati e sulle relazioni di stima ricevute, avvalendosi, ove necessario, del supporto di una società specializzata in attività di Risk Management appositamente incaricata;
- c. gli obblighi di documentazione delle attività svolte e di conservazione dei dati trasmessi agli Esperti Indipendenti;
- d. i flussi informativi con la società di revisione.

In conformità alla Procedura si informa, altresì, che l'Esperto Indipendente del Fondo è la società Savills Italy S.r.l., società indirettamente controllata da Savills PLC fornitore globale di servizi immobiliari quotato alla Borsa di Londra, nominata dal Consiglio di Amministrazione

della SGR in data 28 Marzo 2012 e che a tale società, nel corso del semestre, non sono stati conferiti ulteriori incarichi rispetto a quello di valutazione.

QUOTAZIONE PRESSO BORSA ITALIANA SpA

Il Fondo "Estense – Grande Distribuzione" è quotato, presso Borsa Italiana S.p.A. (segmento MIV- Mercato Telematico degli Investment Vehicles), dal 3 agosto 2004 (codice di negoziazione QFEGD - codice ISIN IT0003411045).

Il valore di quotazione del fondo è passato da Euro 933 del 2 gennaio 2014 (primo giorno di negoziazione del 2014) a Euro 1.028 del 30 giugno 2014 (ultimo giorno di negoziazione del semestre) con un incremento del 10,1%. Lo sconto rispetto al NAV (al netto del rimborso e del provento effettuati nel mese di febbraio), in tale data, è pari al 6,8%.

Il prezzo massimo, pari a Euro 1.070 per quota, è stato raggiunto in data 15 maggio 2014 mentre il prezzo minimo, pari a Euro 868, si è registrato il 27 febbraio 2014.

Gli scambi giornalieri si sono attestati su una media di n. 36 quote, in forte aumento rispetto alla media dell'anno precedente pari a 9 quote. In data 25 marzo 2014 si è realizzato il maggior numero di scambi: n. 287 quote al prezzo unitario di Euro 990.

ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

Il Fondo "Estense-Grande Distribuzione" ha l'obiettivo di investire esclusivamente in immobili a destinazione commerciale.

Si ricorda che la collaborazione con Coop Estense, una delle maggiori realtà tra quelle che formano il sistema della grande distribuzione commerciale Coop, ha consentito, tra l'altro, di preselezionare, nell'ambito di un apposito "Accordo quadro", una parte degli immobili sui quali investire il patrimonio del Fondo, così da poter impegnare sin dal mese di giugno 2003 gran parte del capitale.

Il Fondo, così come previsto fin dal collocamento, ha effettuato acquisizioni di immobili della GDO⁸ anche al di fuori del patrimonio di Coop Estense.

Si ricorda che, il Consiglio di Amministrazione della SGR, in data 19 luglio 2013, stante la perdurante crisi dei mercati economico – finanziari ed immobiliari, ha deliberato il ricorso al "Periodo di Grazia" per il completamento dello smobilizzo degli attivi al fine di beneficiare di un contesto più stabile. Ad esito di tale delibera il Fondo dovrà completare l'attività di liquidazione entro il 31 dicembre 2016.

Dopo le numerose vendite effettuate nel corso dell'anno 2013 (13 immobili per un prezzo di cessione complessivo di Euro 215,3 milioni), il Fondo ha ceduto, nel febbraio 2014, la galleria del centro commerciale "Le Mura" di Ferrara e l'intera partecipazione nella società Prima S.r.l., per un corrispettivo complessivo pari a Euro 38 mln circa.

Prosegue, quindi, l'attività di commercializzazione dei 7 immobili costituenti il portafoglio attuale del Fondo.

GESTIONE IMMOBILIARE

Nel corso dell'anno è, comunque, proseguita l'attività di gestione ordinaria del portafoglio immobiliare e l'attività delle società, interamente controllate dal Fondo, titolari delle licenze inerenti le gallerie commerciali. Queste società conducono in locazione gli immobili che provvedono, insieme alle relative licenze, ad affittare agli operatori finali.

⁸ Grande Distribuzione Organizzata

Stante la perdurante crisi economica e la riduzione dei consumi, le gallerie commerciali, in particolare, mostrano ancora segni di difficoltà, pertanto si potrebbero profilare, nel corso dei prossimi mesi, ulteriori riduzioni di canone.

Alla data di chiusura dell'esercizio, sulla base delle valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente Savills Italy S.r.l., gli immobili facenti parte del portafoglio del Fondo hanno, nella loro globalità, un valore di mercato pari a Euro 115,14 milioni, inferiore del 22,5% rispetto al costo complessivo di acquisizione (comprensivo dei costi capitalizzati).

Nel semestre il Fondo ha contabilizzato, al netto degli investimenti, una minusvalenza sul valore degli immobili in portafoglio al 30 giugno 2014 di Euro 4,92 milioni e una minusvalenza sulle partecipazioni di controllo non immobiliari di circa Euro 0,5 milioni.

La tabella seguente riassume le principali caratteristiche del portafoglio immobiliare del Fondo alla data del 30 giugno 2014:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo di acquisto Euro (*)	Valore di mercato al 30/06/14 Euro	Incres. Valore (%)	Conduttore principale
28/02/2005	Galleria Commerciale	Ortona	5.378	12.373.822	7.940.000	-35,8	Euclide Srl (100% F. Estense)
28/02/2005	Parco Commerciale	Ortona	5.666	6.998.309	4.270.000	-38,9	Euclide Srl (100% F. Estense)
25/10/2005	Galleria Commerciale	Bari S. Caterina	8.951	41.842.609	42.200.000	0,8	Cartesio Srl (100% F. Estense)
20/06/2007	Supermercato	Rivoli (TO)	8.838	14.299.644	11.970.000	-16,3	Gruppo Nordiconad
12/12/2007	Galleria Commerciale	Bari Japigia	8.651	42.454.134	21.200.000	-50,1	Archimede Srl (100% F. Estense)
29/12/2008	Cash & Carry	Ravenna	5.544	6.742.453	6.460.000	-4,2	Gruppo METRO
29/12/2008	Cash & Carry	Pozzuoli	15.844	23.794.280	21.100.000	-11,3	Gruppo METRO
Totali				148.505.253	115.140.000	-22,5%	

(*) comprende eventuali oneri sostenuti per la valorizzazione/ristrutturazione degli immobili, imposte di trasferimento e oneri notarili

La diminuzione di valore registrata rispetto alle valutazioni di dicembre 2013 è pari al 4,1% (e corrispondente a circa Euro 5 milioni).

Tra i principali fattori che hanno influito tale diminuzione l'Esperto Indipendente rileva una situazione generale di mercato caratterizzata (per la specifica tipologia di asset in esame) da un numero limitato di transazioni, che fa presupporre aspettative di rendimento più alte da parte degli investitori e che, quindi, condiziona negativamente le prospettive di vendibilità degli asset.

In aggiunta a questo, per alcuni immobili è opportuno fare delle considerazioni puntuali:

- la galleria del Centro Commerciale di Bari Japigia, il cui valore diminuisce nel semestre del 9,4%, continua a soffrire della difficile situazione economica del mercato di riferimento, che ha comportato una riduzione significativa del fatturato e, conseguentemente, dei canoni incassati dal Fondo. Si precisa, inoltre, che il canone di mercato stimato dall'Esperto Indipendente si è ridotto, nel semestre, di oltre il 7%; si segnala, comunque, che il centro presenta un elevato tasso di occupazione, pari a oltre il 93%;
- in relazione agli immobili di Bari S.ta Caterina (tasso di occupazione superiore al 96%) e Pozzuoli, l'Esperto Indipendente ha registrato, nel semestre, una riduzione del canone di mercato, rispettivamente, del 4% e del 10%

Nel corso del semestre i ricavi da locazione sono stati pari a Euro 5,6 milioni.

Al termine del periodo l'ammontare dei crediti in essere vantati dal Fondo nei confronti di locatari risulta pari a Euro 1,86 milioni. I crediti sono, per la quasi totalità, ascrivibili al ritardo dei pagamenti da parte delle partecipate del fondo, detentrici delle licenze commerciali, che a loro volta vantano crediti verso i propri conduttori.

Alla data di riferimento non sussistono procedure giudiziali e/o arbitrali in corso.

Il Fondo "Estense – Grande Distribuzione" è soggetto al servizio di analisi della performance "PAS" ("Portfolio Analysis Service") fornito da IPD ("Investment Property Databank")⁹. L'analisi indipendente fornita da IPD è per la Società di Gestione un ulteriore strumento di verifica dei rendimenti e di confronto con i benchmark di mercato.

GESTIONE FINANZIARIA

A fronte dei disinvestimenti effettuati nel corso del 2013 stati rimborsati interamente i due contratti di finanziamento stipulati con Credit Agricole CIB, nel 2005 e nel 2007 (valore complessivo di Euro 89,5 milioni) e con Unicredit S.p.A. nel 2008 (valore di Euro 28,9 milioni).

Nel corso del secondo semestre 2013 il Fondo ha provveduto a stipulare, con Unicredit S.p.A., una modifica del contratto di finanziamento stipulato nel 2008 volto al prolungamento della durata dello stesso di ulteriori tre anni (i.e. fino al dicembre 2016). Al 30 giugno 2014 l'indebitamento totale del Fondo è pari a Euro 32,9 milioni e la leva è pari al 28,65% del valore di mercato degli immobili in portafoglio.

GESTIONE MOBILIARE

Nel corso dell'esercizio la gestione della liquidità eccedente del Fondo, delegata a BNP Paribas Investment Partners Sgr, è stata investita in titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro, al 30 giugno 2014 pari ad Euro 3,8 milioni circa.

Alla stessa data la posizione di liquidità risulta di circa Euro 3,3 milioni, depositata sui conti correnti accessi a tasso di mercato presso la Banca Depositaria BNP Securities – Succursale Italia, di cui Euro 1,4 milioni su conti pignati a favore della banca finanziatrice (svincolabili all'atto della attestazione del rispetto dei covenant finanziari, al netto delle riserve di cassa contrattuali di circa 0,3 milioni), ed Euro 0,6 milioni su conti "escrow" accessi in relazione alla dismissione dell'immobile della Spezia.

RAPPORTI CON SOCIETA' DEL GRUPPO

BNP Paribas Securities Services – Milano svolge dal 1° ottobre 2007 l'attività di Banca Depositaria, ai sensi dell'art. 38 D.Lgs. 24/2/1998.

Come già ricordato, a BNP Paribas Investment Partners SGR è delegata la gestione della liquidità del Fondo.

FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO

Non vi sono fatti di rilievo da segnalare.

⁹ maggiori informazioni disponibili presso www.ipd.com

Relazione Semestrale del Fondo ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE

Situazione Patrimoniale Al 30.06.2014

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 30.06.2014		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore Complessivo	In Percentuale dell'Attivo	Valore Complessivo	In Percentuale dell'Attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI DI CONTROLLO	297.275	0,24 %	840.757	0,35 %
A2. PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO	6.565	0,01 %	6.565	0,00 %
A3. ALTRI TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A4. TITOLI DI DEBITO	0	0,00 %	0	0,00 %
A5. PARTI DI O.I.C.R.	0	0,00 %	0	0,00 %
Strumenti finanziari quotati				
A6. TITOLI DI CAPITALE	0	0,00 %	0	0,00 %
A7. TITOLI DI DEBITO	3.786.582	3,04 %	3.773.991	1,55 %
A8. PARTI DI O.I.C.R.	0	0,00 %	0	0,00 %
Strumenti finanziari derivati				
A9. MARGINI PRESSO ORGANISMI DI COMPENSAZIONE E GARANZIA	0	0,00 %	0	0,00 %
A10. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI QUOTATI	0	0,00 %	0	0,00 %
A11. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON QUOTATI	0	0,00 %	0	0,00 %
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE	115.140.000	92,45 %	155.056.614	63,63 %
B2. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE FINANZIARIA	0	0,00 %	0	0,00 %
B3. ALTRI IMMOBILI	0	0,00 %	0	0,00 %
B4. DIRITTI REALI IMMOBILIARI	0	0,00 %	0	0,00 %
C. CREDITI				
C1. CREDITI ACQUISTATI PER OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE	0	0,00 %	0	0,00 %
C2. ALTRI	0	0,00 %	0	0,00 %
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A VISTA	0	0,00 %	0	0,00 %
D2. ALTRI	0	0,00 %	0	0,00 %
E. ALTRI BENI				
E1. ALTRI BENI	0	0,00 %	0	0,00 %
F. POSIZIONE NETTA LIQUIDITA				
F1. LIQUIDITA' DISPONIBILE	3.324.547	2,67 %	79.613.854	32,67 %
F2. LIQUIDITA' DA RICEVERE PER OPERAZIONI DA REGOLARE	0	0,00 %	0	0,00 %
F3. LIQUIDITA' IMPEGNATA PER OPERAZIONI DA REGOLARE	0	0,00 %	0	0,00 %
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1. CREDITI PER P.C.T. ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	0	0,00 %	0	0,00 %
G2. RATEI E RISCONTI ATTIVI	46.464	0,04 %	117.768	0,05 %
G3. RISPARMIO DI IMPOSTA	0	0,00 %	154.780	0,06 %
G4. ALTRE	1.939.726	1,56 %	4.128.305	1,69 %
TOTALE ATTIVITA'	124.541.159	100,00 %	243.692.634	100,00 %

Relazione Semestrale del Fondo ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE

Situazione Patrimoniale Al 30.06.2014

importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30.06.2014	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. FINANZIAMENTI IPOTECARI	32.984.000	32.984.000
H2. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	0	0
H3. ALTRI	0	0
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI QUOTATI	0	0
I2. OPZIONI, PREMI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NON QUOTATI	0	0
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI		
L1. PROVENTI DA DISTRIBUIRE	0	0
L2. ALTRI DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1. PROVVIGIONI ED ONERI MATURATI NON LIQUIDATI	0	0
M2. DEBITI DI IMPOSTA	103.724	9.941
M3. RATEI E RISCONTI PASSIVI	12.047	38.691
M4. ALTRE	69.608	403.037
TOTALE PASSIVITA'	33.169.379	33.435.669
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	91.371.780	210.256.965
Numero delle quote in circolazione	82.800	82.800
Valore unitario delle quote	1.103,524	2.539,335
Controvalore complessivo degli importi rimborsati	104.659.200,00	11.592.000,00
Valore unitario delle quote rimborsate	1.264,00	140,00
Valore complessivo degli importi da richiamare	0,00	0,00
Valore unitario delle quote da richiamare	0,00	0,00
Proventi distribuiti per quota	164,00	132,66
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	0,00	0,00
Fidejussioni rilasciate a terzi	0,00	0,00
Titoli sottoscritti ed in attesa di richiamo impegni	0,00	0,00

Il presente documento è composto da 16 (sedici) pagine
 BNP Paribas REIM SGR p.A.
 L'Amministratore Delegato
 (Ivano Ilardo)