



**BNP PARIBAS REAL ESTATE INVESTMENT MANAGEMENT ITALY SOCIETÀ DI  
GESTIONE DEL RISPARMIO P.A.**

***BNL Portfolio Immobiliare***

**Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione**

**Proposta di modifica del regolamento di gestione del fondo "BNL Portfolio Immobiliare" finalizzata a recepire le disposizioni di cui all'art. 22, commi 5-bis e ss., del Decreto Legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, con Legge 11 agosto 2014, n. 116**

In data 14 novembre 2014, il Consiglio di Amministrazione di BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy Società di Gestione del Risparmio p.A. (nel seguito, la "**SGR**"), ha deliberato di convocare l'Assemblea dei Partecipanti del fondo "*BNL Portfolio Immobiliare*" (nel seguito, il "**Fondo**"), per il giorno 15 dicembre 2014, presso il Milan Marriott Hotel sala Manzoni, Via Washington 66 – Milano, alle ore 15.00, per deliberare sul seguente ordine del giorno:

1. Proposta di modifica del Regolamento del Fondo per consentire di prorogare, in via straordinaria, il termine di durata del Fondo medesimo, per un periodo non superiore a 2 (due) anni, per il completamento dello smobilizzo degli investimenti in portafoglio, secondo quanto previsto dall'art. 22, commi 5-bis e ss., del Decreto Legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla Legge 11 agosto 2014, n. 116.

L'Assemblea dei Partecipanti, convocata ai sensi dell'art. 22, commi 5-*quater* e ss., del Decreto Legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, con Legge 11 agosto 2014, n. 116 (nel seguito, il "**D.L. 91/2014**"), nonché dell'art. 18-*ter* del D.M. 4 maggio 1999, n. 228 (nel seguito, il "**D.M. 228/1999**"), è chiamata a esaminare, valutare e, nel caso lo ritenga opportuno, recepire all'interno del regolamento di gestione del Fondo (nel seguito, il "**Regolamento**") la facoltà di prorogarne la durata, prima dello scadere del "*periodo di grazia*" deliberato dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 19 luglio 2013, per un periodo non superiore a due anni, al fine di condurre a termine lo smobilizzo delle attività del Fondo.

**1. Il contesto normativo di riferimento**

**1.1 La proroga straordinaria di cui all'art. 22, commi 5-bis e ss., del D.L. 91/2014**

Il 20 agosto scorso è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana la Legge 11 agosto 2014, n. 116, di conversione del Decreto Legge 24 giugno 2014, n. 91 (*c.d.* Decreto Competitività).

In sede di conversione, il legislatore ha introdotto, ai commi da 5-*bis* a 5-*novies* dell'art. 22 del D.L. 91/2014, per le società di gestione del risparmio che gestiscono fondi immobiliari quotati, la possibilità di modificare, nell'esclusivo interesse degli investitori, il regolamento di gestione al fine



di introdurre la facoltà di prorogarne in via straordinaria la durata per un periodo massimo non superiore a due anni (nel seguito, "**Proroga Straordinaria**").

In conformità a quanto previsto dall'art. 22, comma 5-*bis*, del D.L. 91/2014, la circostanza che il regolamento di gestione di tali fondi già preveda la possibilità di fare ricorso al "*periodo di grazia*" di cui all'art. 14, comma 6, del D.M. 228/1999, non risulta di impedimento all'introduzione della possibilità per la società di gestione di avvalersi dell'ulteriore e successiva Proroga Straordinaria.

Così come il "*periodo di grazia*", l'eventuale ricorso alla Proroga Straordinaria deve essere esclusivamente finalizzato al completamento dello smobilizzo degli investimenti ancora in portafoglio, attività quest'ultima che, per espressa previsione normativa, ricomprende anche la valorizzazione e la riqualificazione degli attivi patrimoniali, ove necessaria a incrementarne il presumibile valore di realizzo.

Il concreto ricorso alla Proroga Straordinaria comporta, in conformità a quanto previsto dall'art. 22, comma 5-*septies*, del D.L. 91/2014:

- la riduzione della commissione di gestione percepita dalla società di gestione di almeno due terzi rispetto all'importo fissato nel regolamento di gestione e il divieto di prelevare dal fondo provvigioni di incentivo; nonché
- la distribuzione ai partecipanti, con cadenza semestrale, del 100% dei proventi netti realizzati nella gestione.

### 1.2 *L'approvazione assembleare delle modifiche regolamentari concernenti la Proroga Straordinaria*

Il D.L. 91/2014 definisce dettagliatamente l'*iter* che le società di gestione devono seguire ai fini dell'introduzione nei regolamenti di gestione dei fondi immobiliari gestiti della possibilità di avvalersi della Proroga Straordinaria.

Tale *iter* – che deve essere necessariamente portato a termine entro il 31 dicembre 2014 – prevede, in particolare, l'approvazione da parte dell'assemblea dei partecipanti delle modifiche regolamentari volte all'introduzione della possibilità di ricorrere alla Proroga Straordinaria.

Il D.L. 91/2014, in deroga a quanto diversamente previsto dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza) o, eventualmente, dal regolamento di gestione del fondo, non prevede alcun *quorum* costitutivo.

Per quanto concerne, invece, il *quorum* deliberativo, l'art. 22, comma 5-*quater*, del D.L. 91/2014, prevede che l'assemblea dei partecipanti deliberi a maggioranza assoluta delle quote dei votanti.

Tenuto conto dell'assenza di un *quorum* costitutivo e, quindi, della valida costituzione della riunione assembleare qualunque sia il numero dei votanti, al fine di favorire la più ampia partecipazione all'assemblea dei quotisti il D.L. 91/2014 impone espressamente alle società di gestione di consentire il voto per corrispondenza e il diritto di intervento in assemblea e di voto a mezzo delega.

## 2. **Il Fondo**

Il Fondo è stato istituito dalla SGR con delibera del Consiglio di Amministrazione del 30 luglio 1999. Il collocamento delle quote si è svolto nel corso del 1° semestre dell'anno 2000 e ha consentito una raccolta di capitale pari a Euro 305 milioni, grazie alla sottoscrizione di 122.000 quote del Fondo, ciascuna del valore nominale di Euro 2.500, da parte di 20.741 sottoscrittori.

Il Fondo è quotato presso il segmento MIV - Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* di Borsa Italiana S.p.A. dal 2 gennaio 2002.



La durata del Fondo, originariamente decennale con scadenza al 31 dicembre 2010, è stata prorogata di tre anni con delibera del Consiglio di Amministrazione del 23 dicembre 2009.

In data 19 luglio 2013, stante la perdurante crisi dei mercati economico-finanziari e immobiliari, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato, congiuntamente alla liquidazione del Fondo, il ricorso al "*periodo di grazia*", prorogando in tal modo la durata del Fondo di tre anni e posticipandone la scadenza al 31 dicembre 2016, al fine di completare la dismissione del portafoglio immobiliare.

Dall'inizio dell'attività di gestione al 30 giugno 2014, il Fondo ha distribuito proventi ai propri quotisti per un ammontare pari a Euro 689,00 pro quota, oltre a rimborsi parziali per complessivi Euro 959,76 per ciascuna quota.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Totale
Valore Iniziale Quota	-2.500														
Provento Erogato		95	62	55	90	115	83	85	54	50	-	-	-	-	689,00
Rimborso parziale		-	-	-	-	-	114,76	-	-	100	50	140	225	330	959,76
Totale		95	62	55	90	115	197,76	85	54	150	50	140	225	330	1648,76

Al 30 giugno 2014 il valore complessivo netto del Fondo era pari a Euro 119.019.542 (al 31 dicembre 2013 ammontava a Euro 161.211.083) e il valore unitario delle quote risultava, quindi, pari a Euro 975,570 (al 31 dicembre 2013 era di Euro 1.321,402) al netto del rimborso parziale *pro quota* di Euro 90,00 erogato nel mese di marzo 2014, e di Euro 240,00 erogato nel mese di maggio 2014.

Alla medesima data, inoltre, le attività del Fondo ammontavano a Euro 122,1 milioni, valore in diminuzione rispetto all'esercizio precedente (Euro 163,3 milioni) a causa delle svalutazioni nel periodo nonché della vendita dell'immobile di Bologna – Via Larga e dei conseguenti rimborsi parziali *pro quota* distribuiti ai quotisti, per Euro 330,00.

Dalla costituzione del Fondo al 30 giugno 2014, il valore della quota, tenendo conto dei proventi e dei rimborsi anticipati erogati ai sottoscrittori per un totale di Euro 1.648,76 *pro quota*, è incrementato del 4,97% rispetto al valore nominale.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2014 risulta pari allo 0,86%.

Come anticipato, il 19 luglio 2013 la SGR ha deliberato la liquidazione del Fondo e il ricorso al "*periodo di grazia*". In esecuzione del piano di smobilizzo la SGR sta, quindi, perseguendo tutte le possibilità di dismissione del patrimonio del Fondo.

Tenendo conto delle caratteristiche del portafoglio immobiliare e delle attuali condizioni del mercato, fino ad oggi è stata sviluppata una strategia di dismissione basata, in via prioritaria, sulle vendite di singoli immobili. La modalità di vendita in "blocco", ovvero tramite il raggruppamento di due o più immobili in un portafoglio, potrebbe diventare un'alternativa alla vendita dei singoli cespiti poiché, soprattutto nel corso dell'ultimo anno, nel mercato si sono registrate un certo numero di transazioni di questo tipo.

La SGR continua pertanto la ricerca di potenziali acquirenti interessati agli immobili, incontrando i maggiori gruppi di consulenza immobiliare italiani e internazionali, oltre ad aver affidato mandati



di vendita ad agenti di intermediazione che operano sul territorio locale e operatori istituzionali per tutti gli immobili del portafoglio del Fondo.

Si segnala che, a causa del perdurare della crisi economica, il processo di dismissione pianificato è rallentato dal numero limitato di acquirenti attivi nel mercato immobiliare italiano che operano in un contesto caratterizzato da un'offerta di prodotto elevata.

Dall'avvio del Fondo sono stati ceduti 17 immobili per un corrispettivo complessivo di circa Euro 384,7 milioni di cui 9, dall'avvio della liquidazione, per un corrispettivo complessivo di Euro 207,3 milioni circa.

Indirizzo		Tipologia	Superficie (sqm)	Data di Vendita	Prezzo di Vendita (Euro)
MILANO	Via Isonzo	Uffici	5.082	2004	13.530.000
MILANO	Via San Prospero	Uffici	8.740	2005	52.000.000
SAN GIULIANO M.se (MI)	Via Po 5, A	Logistica	62.000	2007	21.562.200
SAN GIULIANO M.se (MI)	Via Po 5, B	Logistica	42.000	2007	11.437.800
MESTRE (VE)	Via Sansovino 3,5,7,9	Uffici	7.736	2008	10.700.000
MODENA	Via dello sport n° 50	Retail	14.992	2009	39.015.000
ROMA	Via M. Pandolfi de Rinaldis 14/16	Retail	10.256	2010	25.021.651
HOCHSTADT (D)	Am Aischpark 9	Logistica	7.125	2010	4.252.500
ROMA	Via Colombo 416	Uffici	18.268	2011	52.400.000
BOLOGNA	Via Larga Ipermercato	Retail	12.740	2011	31.334.376
VALENCIENNES (F)	Interporto di Valenciennes	Logistica	31.405	2011	16.250.000
GENOVA	Via Fieschi *	Uffici	15.879	2012	11.700.000
PARIGI	Rue Vivienne	Uffici	4.144	2012	28.800.000
BRUXELLES	Parc Seny	Uffici	13.996	2012	21.320.000
LA LOUVIERE	Gazeley - La Louviere	Logistica	6.028	2012	4.100.000
VELIZY VILLACOUBLAY (F)	47-53 Avenue de L'Europa	Uffici	10.250	2013	5.200.000
BOLOGNA	Galleria "Via Larga"	Retail	7.413	2014	36.129.305
Totale			<b>278.054</b>		<b>384.752.832</b>

\* E' stata venduta la parte relativa agli spazi ad uso ufficio. La superficie adibita ad autorimessa è ad oggi ancora detenuta dal Fondo

Nel corso dell'anno è proseguita l'attività finalizzata alla ricerca della ottimizzazione dei risultati di gestione del portafoglio del Fondo, sotto il profilo della situazione locativa, degli interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria sugli immobili, nonché della verifica di opportunità per la dismissione di cespiti.

In data 28 febbraio 2014, sono state vendute la Galleria del centro commerciale "ViaLarga" di Bologna e la partecipata Pal.Mira S.r.l. per un corrispettivo complessivo di circa Euro 32,1 milioni a due società del gruppo Nordiconad Soc. Coop.

Alla data del 30 giugno 2014, il valore di mercato complessivo degli immobili posseduti dal Fondo in Italia e all'estero risulta pari a Euro 112.410.000, contro un costo storico di acquisto degli stessi di Euro 171,6 milioni con un decremento di valore del 34,5% (Euro 59,2 milioni).

Più in particolare, il valore di mercato dei cespiti posseduti in Italia è pari a 107,6 milioni, mentre il residuo immobile detenuto all'estero ha un valore di circa 4,8 milioni di Euro.



La tabella seguente riassume alla data del 30 giugno 2014 le principali caratteristiche del portafoglio di immobili in capo al Fondo e alla società immobiliare estera controllata:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (mq lordi)	Prezzo di acquisto	Valore di mercato al 30.06.2014	Incremento Valore (%) sul Prezzo di acquisto	Conduttore principale
28/12/2001	Deposito logistico	Villanova di Albenga (SV)	20.238	11.994.903	8.035.000	-33,01%	Non locato
30/11/2000	Uffici	Palazzi "L" e "G" a Rozzano - Milanofiori	22.334	23.184.238	11.305.000	-51,24%	Conduttori vari
26/05/2001	Uffici	Via Mario Bianchini, 60 – Roma	6.799	15.782.016	9.210.000	-41,64%	Convatec
26/09/2001	Uffici	Via Bernina, 12 – Milano	11.879	33.018.410	27.720.000	-16,05%	Non locato
24/06/2005	Uffici	Via Fieschi Genova	5.086	5.908.806	2.910.000	-50,75%	Conduttori vari
17/09/2003	Centro commerciale	Gallarate (Va)	4.693	15.223.737	14.710.000	-3,37%	Conduttori vari
27/12/2001	Uffici	Via Enrico Mattei, 102 – Bologna	18.602	23.123.839	11.185.000	-51,63%	Conduttori vari
10/11/2001	Uffici	Centro Direzionale Colleoni - Agrate Brianza (MI) – Palazzo Liocorno	17.246	21.075.466	16.685.000	-20,83%	Conduttori vari
29/03/2007	Uffici	Centro Direzionale Colleoni - Agrate Brianza (MI) – Palazzo Pegaso	4.815	7.414.730	5.800.000	-21,78%	Conduttori vari
<b>TOTALE ITALIA</b>			<b>111.692</b>	<b>156.726.146</b>	<b>107.560.000</b>	<b>-31,37%</b>	

<b>Immobili esteri</b>							
31/10/2005	Logistica	Pagny (Francia)	24.022	14.850.000	4.850.000	-67,34%	Non locato
<b>TOTALE ESTERO</b>			<b>24.022</b>	<b>14.850.000</b>	<b>4.850.000</b>	<b>-67,34%</b>	

<b>TOTALE GENERALE</b>			<b>135.714</b>	<b>171.576.146</b>	<b>112.410.000</b>	<b>-34,48%</b>	
------------------------	--	--	----------------	--------------------	--------------------	----------------	--

Il Fondo ha perseguito in via prioritaria il rimborso dei finanziamenti attivi sul portafoglio. Ad oggi, il Fondo non ha quindi posizioni debitorie in essere.

### **3. La ratio della proposta di modifica del regolamento di gestione del Fondo**

#### *3.1 Le finalità dell'intervento legislativo*



Come chiarito nell'ambito dei relativi lavori parlamentari, la motivazione dell'intervento normativo che ha portato all'introduzione dell'istituto della Proroga Straordinaria «*risiede nella necessità di evitare che numerose operazioni di dismissione pubbliche e private, in un lasso di tempo circoscritto, possano determinare una crisi del mercato immobiliare, stanti le perduranti negative condizioni di mercato*».

Come già osservato, infatti, nel marzo del 2013 dall'associazione italiana dei gestori del risparmio (Assogestioni) nel *position paper "Fondi immobiliari destinati al pubblico retail: gestione della fase di liquidazione"*, nei prossimi anni un elevato numero di fondi immobiliari quotati giungerà a scadenza, riversando sul mercato circa 5 miliardi di Euro di attivi immobiliari che, nell'attuale congiuntura economica, difficilmente potranno essere assorbiti dal mercato.

Sempre secondo l'Associazione di categoria, tale circostanza comporta la difficoltà di procedere al completamento dei piani di dismissione dei fondi interessati entro il termine di durata dei medesimi, a meno di incorrere in perdite tali da comprometterne il rendimento finale.

### 3.2 *L'opportunità di introdurre nel Regolamento del Fondo la possibilità di fare ricorso alla Proroga Straordinaria*

#### 3.2.1 *Lo scenario macroeconomico e immobiliare*

L'Italia sta attraversando il terzo anno consecutivo di recessione anche se a fine 2014 il Pil dovrebbe calare soltanto dello 0,3%, rispetto al -1,8% dell'anno prima e al -2,4% del 2012. Più che una recessione, l'Italia sta conoscendo un periodo di stagnazione economica che dovrebbe perdurare per i prossimi due anni, con dei rischi geopolitici che rendono la ripresa piuttosto incerta. La stagnazione si rifletterà sull'andamento dell'inflazione attesa vicino allo zero, sulla crescita quasi nulla dell'occupazione e su una disoccupazione che dovrebbe restare sui livelli elevati. Pertanto, una bassa fiducia dei consumatori e la necessità di incrementare i risparmi ridotti con la crisi limiteranno l'effetto del taglio delle tasse sui consumi. L'accesso al credito limitato e la debole crescita delle esportazioni ridurranno ogni miglioramento degli investimenti. Gli obiettivi del Governo in termini di deficit rimangono molto ambiziosi, anche se il deficit primario resterà alto e i tassi di interesse bassi. Questo dovrebbe favorire una leggera diminuzione del debito pubblico. Un importante banco di prova aspetta il Governo con le riforme che vuole introdurre e che sono in discussione nel Parlamento.

Tuttavia, la situazione economica è caratterizzata da una elevata volatilità che si riflette nelle previsioni economiche. Per esempio, le previsioni, a fine 2014, dei tre indicatori PIL, inflazione e tasso Euribor a tre mesi sono costantemente peggiorate negli ultimi due anni; pertanto, anche le previsioni per la fine del 2015 e del 2016 che comunque già indicano dei valori molto contenuti potrebbero essere riviste ancora al ribasso.

Tabella 1: Variazione delle previsioni per il valore a fine 2014

%	set-14	mag-14	feb-14	nov-13	set-13	giu-13	mar-13	nov-12	ott-12
<b>PIL</b>	-0.3	0.3	0.6	0.3	0.5	0.2	0.3	0.7	0.9
<b>Inflazione</b>	0.2	0.4	0.5	0.9	1.3	1.3	1.3	1.7	1.7
<b>Euribor 3M</b>	0.1	0.25	0.1	0.1	0.2	0.15	0.15	0.5	0.25

Fonte: BNPP Research

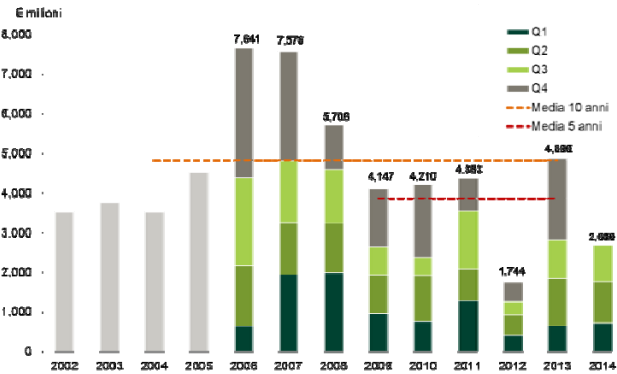
In questo contesto economico, i fondamentali del mercato immobiliare europeo dovrebbero migliorare nei prossimi trimestri, in maniera parallela al ritorno della crescita economica in



Europa. Tuttavia, l'aumento atteso del rendimento dei titoli di stato, in particolare di quelli tedeschi, dovrebbe impattare negativamente sui rendimenti immobiliari.

### Andamento degli investimenti in Italia

Soltanto per gli immobili prime<sup>1</sup> situati nei Paesi core<sup>2</sup>, l'aumento atteso dal monte canone non sarà sufficiente a 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<sup>3</sup>. Infatti, i rendimenti per questa tipologia di immobili (asset secondari e mercati non principali<sup>4</sup>) si attestano ai massimi storici come conseguenza della situazione economica.



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

Nel mercato italiano, contrariamente all'andamento dell'economia, l'attività nel terzo trimestre è stata sostenuta e vicina a quella dello stesso periodo del 2013. Il mercato ha superato la crisi della fine del 2011 e del 2012 e dovrebbe raggiungere nuovamente i livelli annuali del 2013. Infatti, le transazioni già chiuse in ottobre e quelle in negoziazione avanzata fanno stimare un volume di circa € 2 miliardi nel quarto trimestre. L'attività del mercato viene stimolata dagli investitori esteri che continuano a guardare all'Italia con forte interesse. Tuttavia, non vi è al momento abbastanza prodotto disponibile per cui si osserva una forte competizione per i prodotti di qualità in vendita. Gli investitori esteri stanno vendendo a nuovi players internazionali, mentre gli investitori italiani non sono molto attivi come compratori, ma nemmeno come venditori.

I due prodotti principali del mercato italiano sono uffici e commerciale. Dall'inizio dell'anno, la tendenza osservata l'anno scorso prosegue: gli investimenti in uffici e in immobili commerciali hanno rappresentato circa il 30% e il 46%, rispettivamente. Quello che è cambiato è la composizione della parte residua. L'anno scorso vi era stata l'importante e atipica transazione del Qatar che era subentrato nel progetto di Porta Nuova a Milano rilevando quote importanti del progetto. Inoltre, erano state registrate maggiori transazioni alberghiere. Quest'anno, non vi è stata nessuna transazione atipica mentre si è osservato un aumento delle transazioni nella logistica. Le transazioni alberghiere sono inferiori rispetto al 2013 ma alcune importanti sono in chiusura nel quarto trimestre.

Gli investitori sembrano privilegiare il settore commerciale rispetto agli uffici grazie a una maggiore offerta di questi prodotti. Negli uffici, l'ammontare dello sfitto è troppo elevato e la riduzione dei canoni non sembra ancora finita: il rischio locativo appare elevato. Nel commerciale, date le previsioni al momento leggermente migliori per i consumi rispetto alla creazione di occupazione, gli investimenti in questa tipologia di prodotti appaiono migliori, ossia meno rischiosi. Pertanto, gli immobili commerciali, se ben locati e posizionati, risultano un prodotto più

<sup>1</sup> Immobile di alto standing, ben posizionato e con una buona situazione locativa.

<sup>2</sup> Sono i Paesi considerati più stabili e sicuri: in Europa sono la Germania, la Francia e il Regno Unito.

<sup>3</sup> Immobili diversi da quelli *prime*, ossia in zone di mercato meno prestigiose e con contratti di locazione meno sicuri.

<sup>4</sup> Sono i paesi non-core, ossia che presentano una situazione di rischio maggiore e una minore stabilità.



interessante per gli investitori. Infine, è questa tipologia di prodotto che viene preferita dagli investitori internazionali.

Le transazioni in prodotti commerciali più significative dall'inizio dell'anno sono state la vendita degli immobili Carrefour che facevano parte del portafoglio pan-europeo per un valore stimato in € 216 milioni e del Centro Commerciale Fiumara di Genova per circa € 170 milioni. Nel settore uffici, le transazioni più importanti sono state la vendita per circa € 140 milioni di una parte del portafoglio Calvino, sei uffici comprati da Cerberus dal fondo Atlantic 2 - Berenice gestito da IdeaFimit, e la vendita dell'immobile in Via Santa Margherita a Milano affittato a Credit Suisse comprato dal Qatar per circa € 115 milioni.

In generale, una tendenza che si osserva è il ritorno delle grandi transazioni sia come single asset che come portafoglio. In media, le transazioni degli ultimi due anni si situano intorno ai € 40 milioni, mentre i portafogli raggiungono i € 120 milioni. Questo mostra che al momento esiste un elevato livello di liquidità nel mercato italiano. La forte competizione su alcuni prodotti, in particolare gli uffici in location prime hanno fatto diminuire i rendimenti prime dello 0,15% a Milano e dello 0,20% a Roma. Questa tendenza sembra dover continuare, almeno per i prodotti prime. Infatti, la poca offerta di questi immobili e il forte interesse che riscontrano fanno stimare un'ulteriore diminuzione dello 0,10% nei prossimi mesi, tornando così sui livelli del 2012. I prodotti non prime, in particolare se sfitti o da ristrutturare, continueranno ad avere difficoltà nel trovare un compratore in quanto considerati troppo rischiosi e potranno essere venduti soltanto con dei rendimenti elevati.

### *3.2.2 La situazione del Fondo*

Il portafoglio residuo del Fondo, costituito da dieci immobili, è caratterizzato sia da una dimensione complessiva (Euro 112 mln) in linea con il valore medio delle transazioni di portafoglio e da un valore medio contenuto (circa Euro 12 mln). Il rendimento medio lordo è pari al 3,6%.

Il portafoglio è composto da uffici (per il 70%), una galleria commerciale e un deposito logistico, localizzati nel nord Italia, oltre ad un deposito logistico ubicato in Francia. Per la specificità degli immobili e la loro localizzazione il portafoglio incontra alcune difficoltà di commercializzazione. Il perdurare della crisi economica e il numero limitato di acquirenti attivi nel mercato immobiliare italiano, che operano in un contesto caratterizzato da un'offerta di prodotto molto elevata, hanno rallentato il processo di dismissione pianificato.

Pertanto, in un mercato dominato, come già evidenziato, da una notevole incertezza, nel quale vi sono solo timidi segnali di miglioramento, è particolarmente difficile gestire le attività di vendita soprattutto in riferimento alla definizione delle tempistiche e delle aspettative di prezzo.

Sebbene, sulla base dell'attuale termine di scadenza del Fondo, vi siano ulteriori due anni per completare le attività di vendita, stante le caratteristiche del mercato degli investimenti e delle specificità del portafoglio residuo, potrebbe essere importante segnalare ai potenziali investitori che si sta operando senza stringenti vincoli temporali anche al fine di poter gestire al meglio le negoziazioni e le eventuali inaspettate complicazioni che potrebbero sorgere.

Pertanto, si ritiene opportuno, nell'esclusivo interesse dei partecipanti, anche al fine evitare di incorrere in gravi perdite connesse ad una accelerazione dell'attività di vendita in un mercato poco ricettivo, procedere con la convocazione dell'Assemblea dei Partecipanti perché questa possa esprimersi circa l'inserimento, nel Regolamento del Fondo, della facoltà, per il Consiglio di Amministrazione della SGR, di deliberare la c.d. "Proroga Straordinaria" nel caso in cui, all'approssimarsi dell'attuale scadenza del termine di durata (i.e. 31 dicembre 2016) lo stesso non avesse ancora raggiunto la completa liquidazione.

## **4. La proposta di modifica del Regolamento del Fondo**





In considerazione di quanto precede, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha quindi deliberato di proporre all'Assemblea dei Partecipanti del Fondo l'adozione delle modifiche regolamentari necessarie ai fini della previsione della possibilità di fare ricorso alla Proroga Straordinaria.

In primo luogo, si rende necessario procedere all'introduzione del seguente articolo:

**Art. 2-bis Proroga straordinaria della durata del fondo**

Come stabilito con delibera dell'Assemblea dei Partecipanti del 15 dicembre 2014 e del Consiglio di Amministrazione del 17 dicembre 2014, la SGR può, con delibera motivata dell'Organo amministrativo e con parere conforme dell'Organo di controllo, nell'esclusivo interesse dei partecipanti, prorogare, in via straordinaria, il termine di durata del Fondo successivamente alla proroga deliberata ai sensi del paragrafo 4 dell'articolo precedente per un periodo massimo non superiore a 2 anni (la "Proroga Straordinaria").

Durante la Proroga Straordinaria:

(i) l'attività di gestione è finalizzata, esclusivamente, al completamento dell'attività di smobilizzo degli investimenti. In tale attività sono ricompresi anche gli interventi di valorizzazione e riqualificazione degli attivi patrimoniali, ove necessari a incrementarne il presumibile valore di realizzo e a condizione che tali interventi abbiano un orizzonte temporale non superiore al termine finale di durata del Fondo, come prorogato;

(ii) la misura della provvigione di gestione, su base annuale, di cui all'articolo 9.1.1 del presente Regolamento, è ridotta di due terzi;

(iii) è fatto divieto di prelevare dal Fondo le provvigioni di incentivo di cui all'articolo 14.7 del presente Regolamento;

(iv) è fatto obbligo di distribuire ai partecipanti, con cadenza almeno semestrale, la totalità dei proventi netti realizzati, fermo restando il rispetto delle obbligazioni assunte dal Fondo.

Le determinazioni assunte con riguardo alla Proroga Straordinaria della durata del Fondo devono essere comunicate, tempestivamente, alla Banca d'Italia e alla Consob, nonché ai partecipanti al Fondo con le modalità previste per la pubblicazione del valore della quota, mediante pubblicazione sul sito *internet* della SGR e su almeno due quotidiani a diffusione nazionale. Le determinazioni sono trasmesse, senza indugio, alla società di gestione del mercato e ad almeno due agenzie di stampa.

In considerazione dell'introduzione del precedente articolo, si rende inoltre necessario provvedere alla seguente ulteriore modifica di coordinamento, evidenziata nella tabella seguente.

<b>Art. 4.5.2. Utilizzo dei proventi della gestione.</b>	
<b>TESTO VIGENTE</b>	<b>TESTO MODIFICATO</b>
<p>I proventi, come sopra definiti, da distribuire annualmente, vengono determinati, compatibilmente con le previsioni di redditività complessiva del fondo, dal Consiglio di Amministrazione della SGR, che illustra nel rendiconto di gestione i criteri a tal fine adottati.</p> <p>I proventi non distribuiti sono reinvestiti nel Fondo.</p>	<p><b><u>Fatto salvo quanto previsto dall'articolo 2-bis del presente Regolamento, <del>il</del></u></b> proventi, come sopra definiti, da distribuire annualmente, vengono determinati, compatibilmente con le previsioni di redditività complessiva del fondo, dal Consiglio di Amministrazione della SGR, che illustra nel rendiconto di gestione i criteri a tal fine adottati.</p>



	I proventi non distribuiti sono reinvestiti nel Fondo.
--	--

## 5. L'eventuale adozione della Proroga Straordinaria

Le modifiche al Regolamento che vengono sottoposte all'Assemblea dei Partecipanti del Fondo non comportano, di per sé, la scelta della SGR di avvalersi della Proroga Straordinaria. In tal senso, a fronte dell'approvazione di tali modifiche, che non potranno essere sottoposte al vaglio dei quotisti successivamente al prossimo 31 dicembre, la SGR non sarà in alcun modo vincolata a fare ricorso a tale ulteriore proroga.

Nell'ipotesi in cui la SGR riuscisse a concludere profittevolmente lo smobilizzo delle attività del Fondo prima della scadenza del "*periodo di grazia*", le nuove previsioni regolamentari non osterebbero, infatti, alla liquidazione del Fondo.

Le modifiche regolamentari presentate all'Assemblea dei Partecipanti sono esclusivamente volte a consentire alla SGR di potersi avvalere della Proroga Straordinaria qualora ne venga rilevata l'opportunità prima della scadenza del "*periodo di grazia*". Ogni decisione in ordine al concreto ricorso alla Proroga Straordinaria sarà, in tal senso, assunta dal Consiglio di Amministrazione della SGR solamente prima di tale termine.

Tale delibera sarà adottata tenendo in considerazione la situazione del Fondo, i risultati ottenuti dall'attività di dismissione posta in essere durante il "*periodo di grazia*" e lo stato del mercato immobiliare. La delibera dovrà essere in ogni caso assunta nell'esclusivo interesse dei partecipanti e con la finalità esclusiva di completare lo smobilizzo degli *asset* del Fondo.