



ERACLE FONDO IMMOBILI STRUMENTALI

RELAZIONE DI GESTIONE AL 31 dicembre 2024

Generali Real Estate S.p.A. - Società di Gestione del Risparmio
Sede Legale: Via Machiavelli, 4 – 34132 Trieste
Cap. Soc. Euro 6.732.889 i.v.
Inscr. Reg. delle Imprese di Trieste n. 01106260324
Autorizzata allo svolgimento dei Servizi di Gestione del Risparmio
Iscritta nell'Albo delle società di gestione del risparmio nella Sezione FIA al n. 90
Società unipersonale soggetta alla direzione e al coordinamento di Generali Real Estate S.p.A.

INDICE

1. Relazione degli amministratori	1
1.1 L'andamento del mercato immobiliare	1
1.1.1 I fondi immobiliari in Italia e all'estero	1
1.1.2 Il mercato immobiliare di riferimento.....	38
1.2 Dati descrittivi del Fondo.....	50
1.3 L'andamento del Fondo al 31 dicembre 2024	58
1.4 Variazione del valore di mercato del portafoglio.....	68
1.5 Analisi delle variazioni del NAV (Net Asset Value).....	70
1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2024	71
1.7 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione	73
1.8 Operatività posta in essere su strumenti finanziari derivati	73
1.9 Rapporti con le società del Gruppo.....	74
2. Situazione Patrimoniale	75
3. Sezione Reddittuale.....	77
4. Nota integrativa.....	79
4.1 Parte A – Andamento del valore della quota	79
4.2 Parte B – Le attività, le passività ed il valore complessivo netto.....	84
Sezione I – Criteri di valutazione.....	84
Sezione II – Le Attività.....	89
Sezione III – Le Passività.....	103
Sezione IV – Il valore complessivo netto	105

Sezione V – Altri dati patrimoniali	107
4.3 Parte C – Il risultato economico al 31 dicembre 2024	108
Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazione e altri strumenti finanziari	108
Sezione II – Beni immobili	108
Sezione III – Crediti	109
Sezione IV – Depositi bancari	109
Sezione V – Altri beni.....	109
Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari	109
Sezione VII – Oneri di gestione.....	111
Sezione VII.2 – Remunerazioni	113
Sezione VIII – Altri ricavi e oneri	117
Sezione IX – Imposte	118
4.4 Parte D – Altre informazioni.....	118

1. Relazione degli amministratori

1.1 L'andamento del mercato immobiliare

1.1.1 I fondi immobiliari in Italia e all'estero¹

I fondi immobiliari nei principali Paesi europei

Il 2024 è stato un anno denso di avvenimenti che stanno incidendo sull'andamento dell'economia mondiale e sui mercati immobiliari, caratterizzati da una capacità di riassetamento molto maggiore che nel recente passato.

La vittoria elettorale di Trump, così inaspettata secondo l'opinione pubblica europea e così prevista dalle borse mondiali, è solo il più mediatico dei fatti avvenuti in dodici mesi, da considerarsi tra i più intensi dal secondo dopoguerra. Dalle complesse elezioni europee con le difficoltà dell'asse franco-tedesco nell'elaborare una condivisa politica economica, estera e militare, all'andamento della guerra in Ucraina, al conflitto Israele-Palestinese e la più ampia crisi in medio oriente che ha influito sulle rotte di navigazione nel mar Rosso portando all'aumento dei costi di trasporto, alla definitiva uscita della Francia dai territori africani, dopo anni di golpe in Mali, Burkina Faso e Niger, all'allargamento dei Brics, alla vittoria del governo Modi in India, ogni fatto viene interpretato come possibilità dei governi, delle organizzazioni e delle imprese di approfittare di questa fase di trasformazioni delle relazioni internazionali e delle strutture nazionali per affermare il proprio ruolo.

A fine novembre 2024, dopo due settimane di negoziati, l'assemblea plenaria della Cop29 di Baku ha approvato il nuovo obiettivo di finanza climatica dell'Accordo di Parigi con l'intesa sull'aumento degli aiuti climatici ai Paesi in via di sviluppo. Il sostegno economico passerà gradualmente dai 100 miliardi di dollari annuali attuali ai 300 miliardi annuali nel 2035.

Con minore risalto ma altrettanta importanza strategica, Cop29 ha anche approvato gli standard per la creazione di crediti di carbonio ai sensi dell'articolo 6.4 dell'Accordo di Parigi, che permetterà agli Stati di investire in progetti di decarbonizzazione all'estero, con la garanzia di un mercato internazionale del carbonio operante sotto la supervisione delle Nazioni Unite, come risposta al probabile aumento della domanda di crediti.

¹ Fonte: dati Scenari Immobiliari: I Fondi Immobiliari in Italia e all'estero (Aggiornamento Giugno 2025)

Inoltre, la cooperazione economica e finanziaria internazionale con il G7 e il G20 ha affrontato temi strategici quali le questioni economiche e finanziarie globali, inclusa l'economia immobiliare, la circolarità economica, la crescita sostenibile, la sicurezza energetica, la gestione della transizione verde e degli impatti climatici, a cui fanno riferimento due nuovi quadri, il primo con opzioni non vincolanti per le strategie di mitigazione nazionali e internazionali (Finance Track Menu of Policy Options for a Just Transition), il secondo (High-Level Framework for Public-Private Insurance Programmes against Natural Hazards) finalizzato a ridurre il deficit di protezione assicurativa contro i rischi naturali attraverso partenariati pubblico-privati con le parti interessate, per migliorare l'adattamento agli eventi catastrofici. A questi si aggiungono la riforma delle istituzioni finanziarie internazionali e il sostegno ai Paesi altamente indebitati. In relazione a quest'ultimo tema il G7 si è detto favorevole a un efficace rifinanziamento dell'Associazione Internazionale per lo Sviluppo della Banca Mondiale (IDA) entro la fine del 2025, con un pacchetto di politiche e finanziamenti ma non si è pronunciato sul superamento della soglia dei 100 miliardi di dollari, come proposto dalla Banca Mondiale, e dei 120 miliardi di dollari attesi dalle organizzazioni africane.

Nel 2024 la crescita globale è continuata con andamento moderato e risultati disomogenei. Nei Paesi avanzati, l'economia ha mostrato indicatori in espansione, spinta principalmente dagli Stati Uniti, sostenuta da un aumento degli investimenti nei settori tecnologico e manifatturiero e da una robusta dinamica dei consumi privati, favorita da un buon andamento dell'occupazione e dall'apprezzamento dei titoli azionari.

Nell'area dell'euro e nel Regno Unito, la crescita è stata più contenuta. In Giappone, l'attività economica ha ristagnato a causa del lieve calo dei consumi, della debole dinamica degli investimenti fissi e del contributo negativo della domanda estera.

Nelle economie emergenti, la crescita ha rallentato leggermente, pur mantenendo tassi elevati. L'India ha mostrato l'espansione del prodotto più ampia, mentre in Cina la domanda interna è stata frenata dalla crisi del settore immobiliare e dalla fiducia dei consumatori, sebbene le esportazioni abbiano accelerato.

L'inflazione nelle principali economie avanzate ha continuato a diminuire rispetto ai picchi del biennio 2022-23, avvicinandosi agli obiettivi delle Banche centrali e creando le condizioni per una normalizzazione della politica monetaria nella seconda metà dell'anno, da parte della Banca Centrale Europea, della Bank of England e infine della Federal Reserve. In particolare, la Bce ha disposto otto riduzioni dei tassi di interesse ufficiali a partire da giugno 2024, quarto taglio da inizio 2025, portando il tasso sui depositi al 2% con decorrenza dall'11 giugno 2025, il tasso sulle

operazioni di rifinanziamento principali al 2,15% e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale al 2,4%, riflettendo una crescente fiducia nella stabilità dell'inflazione a livelli controllabili. Negli Stati Uniti, dove l'inflazione di fondo è diminuita più lentamente, la banca centrale ha allentato le condizioni monetarie con maggiore gradualità. I tassi di interesse a lungo termine sono rimasti elevati.

Questi sviluppi, insieme al deprezzamento del dollaro, riflettono le preoccupazioni degli investitori riguardo alle possibili ripercussioni di un conflitto commerciale prolungato e a un ulteriore deterioramento delle finanze pubbliche statunitensi. In questo scenario, i prezzi dell'oro hanno raggiunto nuovi massimi storici, confermando il suo ruolo di bene rifugio. Il prezzo del Brent ha registrato un aumento nella prima parte del 2024 a causa dei rischi geopolitici, per poi stabilizzarsi e scendere bruscamente nei primi mesi del 2025 a causa della domanda più debole e dell'aumento dell'offerta. L'aumento della produzione energetica europea da fonti rinnovabili e nucleare ha contribuito al calo della domanda dei permessi di emissione di Co2, con conseguente riduzione dei loro prezzi.

Il Giappone, al contrario di Europa e Stati Uniti, ha visto un rialzo dell'inflazione che ha indotto la banca centrale ad aumentare i tassi di interesse per la prima volta in quasi due decenni.

Tra i paesi emergenti, Brasile e Turchia hanno mantenuto politiche monetarie restrittive per contenere un'inflazione ancora alta, mentre in Cina, nonostante le misure espansive della banca centrale, i prezzi sono rimasti deboli, con un'inflazione al consumo praticamente nulla sin dall'inizio del 2023.

Nel settore della finanza internazionale e delle materie prime nel 2024 le condizioni sui mercati finanziari globali si sono mantenute distese, i mercati azionari statunitensi hanno beneficiato degli utili e del dinamismo delle imprese tecnologiche, con apprezzamenti anche in altre economie avanzate ed emergenti.

I rendimenti dei titoli pubblici sono saliti nelle economie avanzate, mentre sono diminuiti in Cina e India.

Nel 2024, l'espansione dell'economia negli Stati Uniti è stata favorita dal buon andamento dell'occupazione che ha contribuito alla robusta dinamica dei consumi privati. Il numero di occupati ha continuato a espandersi, circa +1%, nell'area dell'euro.

La crescita dell'occupazione è stata sostenuta in Spagna, più moderata in Francia e in Italia e contenuta in Germania. L'incremento si è concentrato principalmente nei settori delle costruzioni e dei servizi, in particolare quelli legati all'informazione e comunicazione e al turismo. Ha interessato i contratti a tempo indeterminato, che sono meno sensibili all'andamento congiunturale. Il tasso di

occupazione nell'area dell'euro si è attestato al 70,5% in media d'anno nel 2024 (rispetto al 70% nel 2023).

I primi mesi del 2025 hanno messo in discussione una situazione complessivamente positiva, con forte aumento dell'incertezza sulle politiche commerciali e sul futuro delle relazioni internazionali, in particolare a causa di un orientamento di maggiore chiusura da parte della nuova amministrazione statunitense che ha modificato le prospettive di crescita dell'economia globale. Secondo le stime del Fondo monetario internazionale, l'attività economica globale nel 2025 si ridurrà più del previsto, principalmente per l'aumento delle barriere commerciali e l'incertezza sulle politiche economiche globali, che potrebbero portare a una diminuzione degli investimenti e dei flussi commerciali e finanziari internazionali. Le previsioni di crescita globale sono riviste a circa il 3% nel medio termine, anche a causa della modificazione della domanda, prima di tutto all'invecchiamento della popolazione, e della frammentazione degli scambi che limitano la diffusione dell'innovazione. Qualora la situazione dovesse perdurare o le tensioni lungo linee geopolitiche dovessero intensificarsi, le stime indicano una contrazione del commercio mondiale di circa il 10%.

In questo contesto il mese di giugno 2025 si è aperto con una nuova modifica di posizione sul fronte dei dazi, nuovo irrigidimento con Cina e Regno Unito e stallo con l'Europa. La politica commerciale aggressiva americana, culminata nel "Liberation Day" del 2 aprile, con la perdita degli indici azionari, in particolare del S&P 500 nei due giorni successivi, le vendite di titoli del tesoro americano, passivi recuperati in un secondo tempo dai mercati, poi continuata con la scelta di una moratoria di novanta giorni, fa attualmente e momentaneamente riferimento a una tariffa base generalizzata del 10%, aliquota cinque volte superiore alla precedente, aderente alle regole dell'Organizzazione mondiale del commercio. Ma questi argomenti, che riempiono le analisi sull'evoluzione della governance globale, considerando solo una parte dei cambiamenti strutturali che gli Stati Uniti si pongono, sintetizzabili nel riassetto della bilancia dei pagamenti del Paese, attuabile con la riduzione degli afflussi di capitale finanziario internazionale, con il migliorando della posizione patrimoniale verso l'estero degli Usa (conseguente a una diminuzione di diecimila miliardi di dollari negli ultimi cinque anni) e riducendo al contempo il disavanzo commerciale.

Altro argomento è il livello di indebitamento federale conseguente alla crisi finanziaria globale innescato da ripetute emergenze e al maggiore permissivismo fiscale che rischia di diventare una fonte di instabilità politica ed economica a livello nazionale.

La situazione sopra descritta ha accompagnato il mercato immobiliare globale e nazionale che ha mostrato andamenti distinti nei diversi territori nel 2024 e nei primi mesi del 2025. A livello mondiale, l'attività nel settore delle costruzioni è lievemente diminuita ma il comparto real estate ha reagito ed è attesa una svolta grazie alle prospettive di un periodo meno turbolento dopo le sfide dell'ultimo triennio.

In Italia, il mercato immobiliare è tornato a espandersi con un'accelerazione dei prezzi superiore all'inflazione al consumo. La riduzione dei tassi di interesse ha stimolato la domanda di mutui, soprattutto nella seconda parte dell'anno grazie a un miglioramento delle condizioni di finanziamento per famiglie e imprese.

Nel 2024 il fatturato realizzato dai cinque principali Paesi europei è stato di oltre 942 miliardi di euro, in crescita di 3,5% rispetto ai dodici mesi precedenti. Si stima di un ulteriore consolidamento per il 2025 con volumi che superano i 991 miliardi di euro.

La Germania continua a rappresentare oltre un terzo dei volumi complessivi con 314,2 miliardi di euro; si conferma al secondo posto la Francia con 214 miliardi di euro. Anche nel 2024 l'Italia registra la crescita maggiore (+ 6,6%) seguita dalla Spagna (+ 6,4%); i loro fatturati ammontano rispettivamente a 151,9 e 117 miliardi di euro. Le stime per il 2025 sono di una crescita diffusa oltre il 5% ad eccezione della Germania con il 3,8%.

In riferimento ai prezzi degli immobili per ogni comparto, sempre guardando ai dati relativi ai cinque Paesi, durante il 2024 l'unico risultato sotto l'1% ha interessato il comparto residenziale.

Terziario e logistica sono i due mercati più performanti con una variazione annua rispettivamente del 2,6% e del 2,7%. Le previsioni per il 2025 rimangono prudenti ma positive, grazie anche alla prospettiva di un migliore quadro finanziario e congiunturale.

Gli investimenti nel settore immobiliare europeo hanno superato, nel corso del 2024, i 180 miliardi di euro, con un incremento del 3% rispetto ai 175 miliardi di euro rilevati nel 2023. Il volume di capitali allocati nell'ultimo trimestre è cresciuto di circa il 60% su base annua grazie alle positive dinamiche mostrate da quasi tutti i Paesi europei. Tali andamenti rialzisti sono stati guidati dalla costante crescita di interesse mostrata dagli investitori a seguito della decisione della Banca Centrale Europea (Bce) di tagliare i tassi di interesse, dal progressivo miglioramento dei principali indicatori di mercato (repricing), dalle transazioni di grandi dimensioni supportate dall'allentamento delle condizioni di accesso al credito e dalla maggiore disponibilità di nuova offerta immobiliare messa sul mercato da parte di fondi aperti europei chiamati a soddisfare richieste di rimborso dei quotisti.

Gli importanti cambiamenti intercorsi relativamente ai tassi di interesse negli ultimi anni hanno avuto un impatto significativo sul

mercato residenziale del vecchio continente. Dopo due anni di cali consecutivi, la seconda parte del 2024, ha mostrato i primi segnali di stabilizzazione dei volumi. Tuttavia, con un totale di quasi quaranta miliardi di euro, il volume supera i risultati del 2023 (37,2 miliardi di euro), ma rimane inferiore del 30% rispetto a quanto registrato nel 2020 e nel 2021.

L'interesse degli investitori per il settore residenziale continuerà nel 2025, trainato dai solidi fondamentali della domanda, dalla crescente urbanizzazione, dalle difficoltà di accessibilità economica e dalle rigide condizioni dei mutui che rafforzeranno la domanda di immobili in affitto, sostenendo una stabilizzazione

dei tassi di occupazione e una crescita costante dei canoni di locazione. La media dei cinque principali paesi registra un lieve incremento dei prezzi (0,3%). Il calo più evidente ha riguardato la Francia (-3,5%), segue la Germania (-2,8%). In campo positivo Spagna, Uk e Italia.

L'incertezza che ha pervaso le economie dei principali mercati europei ha continuato a pesare sulle reali performance della domanda degli uffici anche nel corso del 2024, restituendo un take-up allineato al livello raggiunto nell'anno precedente (prossimo agli otto milioni di metri quadrati). Il tasso complessivo di vacancy in Europa si è attestato nel 2024 poco sotto il 9%, mostrando però un aumento in mercati contraddistinti da una crescente divergenza tra offerta e domanda. Il mercato è stato dominato da investitori privati e sviluppatori domestici, nonostante l'aumento nel corso del secondo semestre del 2024 delle attività di scambio riconducibili a immobili di grandi dimensioni da parte di stakeholder istituzionali. Resta solido l'interesse per le opportunità value-add legate al riposizionamento di asset di qualità, alla transizione ecologica da brownfield a green building e alla conversione di spazi terziari dismessi, sottoutilizzati o degradati in residenze, alberghi o servizi urbani.

La media europea vede una crescita del 2,6%. La media dei cinque principali Paesi registra un incremento dei prezzi del 2,6%. In campo positivo le cinque big europee con Uk e Spagna in testa, rispettivamente a 4,1% e 4%.

Gli investimenti nel comparto immobiliare retail hanno raggiunto nel corso del 2024 i trenta miliardi di euro, in linea con quanto rilevato nel 2023. Questo risultato è dovuto al consolidamento delle tendenze di mercati quali Regno Unito, Germania e Francia e dell'accresciuto appeal di Spagna e Italia. Nei Paesi dell'Europa meridionale gli investimenti, così come le attività di vendita al dettaglio, sono storicamente, culturalmente e "climaticamente" trainati dalle performance di strutture commerciali all'aperto e di negozi, mentre i Paesi nordici e quelli dell'Europa centrale e orientale sono maggiormente influenzate dalle dinamiche che vedono protagonisti gli shopping center. I centri commerciali sono tornati sotto la lente

degli investitori, soprattutto se ben posizionati, moderni e capaci di garantire flussi di cassa costanti e rendimenti migliori rispetto a quelli delle altre asset class.

Anche le principali high street del Continente sono state interessate, nel corso del 2024, da una serie di importanti transazioni. Parigi e Milano guidano la classifica con le transazioni di avenue Champs-Elysees (1,77 miliardi di euro) e via Monte Napoleone (1,3 miliardi di euro), riflesso dei risultati raggiunti dal settore del lusso nonostante il calo della domanda e dei livelli di spesa da parte della clientela asiatica che, nel caso del Fondaco dei Tedeschi di Venezia, ha comportato la cessazione delle attività prevista per il prossimo mese di giugno.

Nel corso del 2025 i volumi degli investimenti retail potrebbero crescere di circa il 20% e superare i 35 miliardi di euro.

La domanda europea di spazi per la logistica è risultata debole nel corso del 2024, con livelli di assorbimento complessivi inferiori a quanto registrato nel 2019 e, nei Paesi in cui tali livelli sono cresciuti, gli andamenti sono riconducibili a progetti di consolidamento e di espansione o di trasferimento in nuove strutture.

I volumi di investimento complessivi sono riusciti, a fine 2024, a superare i 41 miliardi di euro (una variazione del 25% rispetto al 2023). Ancora una volta Regno Unito (13,5 miliardi di euro) e Germania (sette miliardi di euro) hanno concentrato quasi la metà dell'allocazione di capitali a livello continentale, la Francia, grazie a un rimbalzo degli investimenti, ha raggiunto e superato i 4,5 miliardi di euro nonostante l'instabile contesto politico ed economico e il rallentamento della domanda. L'Olanda ha chiuso il 2024 a quota 3,5 miliardi di euro, mentre la Polonia, con 1,3 miliardi di euro di investimenti nel comparto, prosegue nel suo percorso di consolidamento della logistica quale asset class preferita dagli investitori attivi sul mercato. I processi di repricing in corso hanno aiutato il mercato europeo della logistica a trovare, seppur in maniera moderata, nuove dinamiche di crescita nella quasi totalità dei mercati. La mancanza di nuovi sviluppi e il basso livello di vacancy, nonostante l'indebolimento della domanda, continuano a sostenere la crescita dei canoni prime, aumentati in media del 2% rispetto al 2023. La fase espansiva dei rendimenti prime sembra essersi arrestata e stabilizza nel corso del 2024 grazie al rientro dell'inflazione a livelli contenuti e al raggiungimento dei livelli massimi di ritorno da parte dei titoli di Stato a lungo termine.

Il patrimonio dei fondi quotati, fondi non quotati e reit continua ad aumentare e alla fine del 2024 ha raggiunto, a livello globale, 4.810 miliardi di euro, con un incremento del 3,4% su base annua. La composizione tipologica, sostanzialmente invariata al netto di lievi

aggiustamenti, conferma la supremazia dei reit con una concentrazione di circa il 76% del patrimonio complessivo.

Tra i fondi immobiliari, i quotati rappresentano nel mondo meno del 2% dei veicoli di investimento immobiliare, mentre continua a consolidarsi la quota di mercato dei fondi non quotati, attestatasi oltre il 22% (in crescita sia come peso sul totale sia come valore di oltre trentacinque miliardi di euro).

Nel 2024 la fase espansiva dei veicoli del vecchio continente rallenta sebbene siano cresciuti numericamente e in termini di patrimonio. Complessivamente sono operativi 2.007 fondi e 258 reit, con un patrimonio complessivo pari a 1.650 miliardi di euro (3,1% di incremento). Il peso dei veicoli europei sul patrimonio complessivo nel mondo rimane stabile in termini percentuali (34,3%), ma cresce in volume e conferma il ciclo positivo degli ultimi anni. I reit europei rappresentano il 33,5% (554 miliardi di euro) del patrimonio totale gestito nel vecchio continente, mentre il mercato continua a essere guidato dai fondi non quotati, che pesano per 64% e rappresentano circa un quarto del patrimonio globale. Il patrimonio dei fondi continua ad essere diviso tra investimenti core, il mondo dei portafogli pragmatici, con buona occupazione, discreti rendimenti, canoni a mercato, e il mondo degli investimenti value-added, che diventano immobili prime, di alta qualità, con eccellente localizzazione e elevati canoni prospettici. Entrambi possono godere di cash flow solidi e del sostegno di contratti di lungo periodo.

Andamento e Prospettive

Permangono le incertezze sull'andamento del sistema economico globale. La politica sui dazi, promossa dall'amministrazione Trump, rischia di ridurre il Pil globale da uno a due punti, con effetti sui consumi delle famiglie e una riduzione significativa dei commerci mondiali. Anche le tensioni politiche e le guerre in corso aggravano lo scenario di fondo, generando un clima di insicurezza. Nonostante tutte queste premesse gli investitori tornano a guardare con maggiore interesse gli investimenti nel comparto immobiliare, aiutati dal ribasso dell'inflazione che rende attraenti i rendimenti del settore non residenziale.

Il fatturato realizzato nel 2024 dai cinque principali Paesi europei (UK compreso anche se non più facente parte della Ue) è stato di oltre 942 miliardi di euro, in crescita di 3,5% rispetto ai dodici mesi precedenti e si stima un ulteriore consolidamento per il 2025 con volumi che superano i 991 miliardi di euro.

La Germania continua a rappresentare oltre un terzo dei volumi complessivi con 314,2 miliardi di euro; si conferma al secondo posto la Francia con 214 miliardi di euro. Anche nel 2024 l'Italia registra la crescita maggiore (più 6,6%) seguita dalla Spagna (6,4%); i loro fatturati ammontano rispettivamente a 151,9 e 117 miliardi di euro. Le stime per il 2025 sono di una crescita diffusa oltre il 5% ad

eccezione della Germania con il 3,8%. La Germania è il Paese più rappresentativo del mercato immobiliare europeo. In controtendenza diminuiscono i prezzi delle residenze, se il 2023 si era chiuso con una variazione negativa di oltre nove punti

percentuali, nel 2024 il decremento si è ridotto di due terzi (-2,8%); 2,9% la stima di crescita per il 2025. Crescono dell'1,2% i prezzi degli uffici e di 4,4% quelli della logistica; meno consistente, ma sempre in campo positivo, la crescita del commerciale (1,4%).

La Francia chiude il 2024 con una crescita del 2,4%. Le quotazioni medie degli uffici e degli spazi della logistica sono state registrate al rialzo (rispettivamente 2,3% e 3%). Per il 2025 si attende una crescita più sostenuta (5,1%). Positivi gli andamenti in tutti i mercati, in particolare quello della logistica (+3%); unica eccezione il residenziale che vede una contrazione dei prezzi del 3,5%.

Si confermano tutte positive le variazioni prezzi dei vari comparti in Spagna, in particolare residenziale e uffici hanno quotazioni al rialzo rispettivamente 3,2% e 4%. Diffusa la crescita anche nel 2025, comparti privilegiati quello del lavoro (4%) e del living (4,2%). La ripresa dei fatturati è stata di 6,4% a 117 miliardi di euro. La stima per il 2025 è di un ulteriore consolidamento (6%) a 124 miliardi di euro.

Il mercato immobiliare UK aveva registrato nel 2023 un fatturato rivisto al ribasso (-3,7%) su base annua, nel 2024 la tendenza si è nuovamente invertita: una crescita del 2,5% porta il fatturato a 145 miliardi di euro; ancora più sostenuta la stima per l'anno in corso (6,2%). Tutte in campo positive le variazioni dei prezzi dei vari comparti, più significative quelle degli uffici (oltre quattro punti percentuali) e della logistica (2,7%).

Anche in Italia, come per la Spagna, le variazioni dei prezzi sono state tutte positive, residenziale e logistica in testa.

Permangono le incertezze sull'andamento del sistema economico globale; le tensioni politiche e le guerre in corso aggravano lo scenario di fondo, generando un clima di insicurezza. Diffusa una crescente instabilità e una tendenza alla riduzione del patrimonio gestito; tuttavia, le attese per il 2025 sono di una decisa crescita nei principali otto Paesi, a fine 2024, ha sfiorato i 927 miliardi di euro, con una flessione di quasi due punti percentuali rispetto ai volumi riuniti nell'anno precedente. In dieci anni il valore del patrimonio gestito è raddoppiato.

Il numero dei veicoli è aumentato di 34 unità, passando da 1.973 a 2.007, un risultato trainato dalla crescita dei fondi aperti tedeschi, delle Opci francesi e dei fondi italiani. Se i risultati del 2023 apparivano sostanzialmente in linea con quelli dell'anno prima, il 2024 è stato caratterizzato da un diffuso segno negativo, la tenuta complessiva dei volumi, sebbene in flessione, è imputabile alle buone performance di Olanda, Italia e Spezialfond tedeschi.

Se Lussemburgo e le Scpi francesi sono riuscite a contenere sotto il 2% la riduzione dei loro portafogli, una contrazione ben più evidente ha riguardato principalmente la Gran Bretagna e in misura minore i fondi aperti tedeschi, le Opci francesi e la Svizzera.

La dimensione media del patrimonio dei fondi immobiliari europei in dodici mesi è passata da 478 milioni di euro a 462 milioni di euro, una contrazione di oltre 3% sul 2023. Il dato medio è poco rappresentativo delle differenze del settore perché condizionato al ribasso dal valore limitato dei fondi italiani e al rialzo dalle punte dei fondi aperti tedeschi, degli strumenti olandesi e dei puts inglesi che oscillano in un range che va da circa 1.250 milioni di euro a circa 2.150 milioni di euro.

I fondi immobiliari britannici registrano un Nav in diminuzione con un patrimonio di 51,3 miliardi di euro, in perdita del 13,3% rispetto al 2023.

Tornano a crescere i fondi olandesi, con due veicoli in più (passano da 28 a 30 unità) e un patrimonio che sfiora i 55 miliardi di euro. Continua la tendenza alla diminuzione dei veicoli lussemburghesi, che perdono quattordici unità, riuscendo a contenere la flessione sotto l'1%, e quasi 133 miliardi di euro di patrimonio.

Positivo il trend di crescita dei fondi italiani con un Nav di 6,6% più alto rispetto al 2023 a 121,5 miliardi di euro e un numero di veicoli operativi in espansione, passati dai 640 ai 675.

Nonostante il rallentamento dovuto alla contrazione delle masse gestite dei fondi tedeschi per investitori privati, complessivamente il peso dell'industria immobiliare dei fondi aperti tedeschi (Spezialfonds per gli investitori istituzionali e Publikumsfonds per investitori privati) si conferma il più consistente nel patrimonio gestito del vecchio continente, rappresentandone oltre il 30% del valore dei portafogli

immobiliari e oltre il 12% del numero complessivo dei veicoli.

Il patrimonio immobiliare dei fondi immobiliari aperti tedeschi nella sua totalità sfiora i 285 miliardi di euro (nel 2023 ammontava a oltre 291 miliardi di euro), in contrazione sui dodici mesi precedenti di 2,4%. Fondi immobiliari (pubblici e riservati) tedeschi si confermano pertanto al primo posto per maggiore patrimonio gestito tra gli otto Paesi europei presi a riferimento. In dieci anni (dal 2015) il patrimonio è diventato 1,5 volte più corposo nei fondi aperti, poco meno del triplo per i fondi riservati.

Un posto di rilievo spetta alla Francia: il patrimonio francese forma circa un quarto del totale europeo, imputabile per circa il 13% alle Opci. Il 2024 non è stato un anno positivo per le Scpi. Il numero complessivo delle Scpi è salito di nove unità, raggiungendo quota 225; la capitalizzazione a dicembre 2024 è scesa a 88,6 miliardi di euro, un decremento di quasi 2%. Le Opci sono cresciute

numericamente (quattro veicoli in più), in flessione il valore del patrimonio pari a 119,6 miliardi di euro.

La Germania continua a dominare la classifica dei Paesi europei con i fondi riservati in testa, seguita da Lussemburgo, fondi aperti tedeschi, Italia e Opci francesi.

I fondi aperti tedeschi, che sfiorano i 2,2 miliardi di euro, si confermano i veicoli più grandi, per patrimonio medio. Seguono i fondi olandesi con oltre 1,8 miliardi di euro, i fondi britannici con oltre i 1,2 miliardi di euro, la Svizzera con oltre un miliardo di euro e i fondi riservati tedeschi a oltre 800 milioni di euro.

L'Italia continua ad avere le strutture più piccole, con un Nav medio di 180 milioni di euro, mentre nei restanti Paesi il Nav medio varia dai 290 milioni di euro delle Opci ai 442 milioni di euro del Lussemburgo.

Nella top ten dei fondi più importanti per valore di patrimonio compaiono ben sette fondi aperti tedeschi, due francesi e uno svizzero, con un patrimonio variabile tra i 4,7 miliardi di euro di Primovie e i 18,5 miliardi di euro di Deka Immobilien Europa, che conferma il podio per il quarto anno consecutivo. Scende al terzo posto Hausinvest, con i suoi 16,1 miliardi di euro di patrimonio, sorpassata da UniImmo: Deutschland con un volume di masse gestite pari a 16,15 miliardi di euro. Le dieci società leader, complessivamente, gestiscono un patrimonio di oltre 106 miliardi di euro, che rappresenta circa il 12% del totale europeo. Il rendimento dei fondi è influenzato da una molteplicità di fattori, quali l'andamento economico e immobiliare locale, la politica di investimenti e dismissioni delle singole società, la fase di vita dei fondi, l'ingresso sul mercato di nuovi strumenti e, soprattutto, l'incidenza fiscale e il livello di indebitamento. La performance dei fondi europei si attesta intorno al 2,7%, aumentata di cinquanta punti base rispetto ai dodici mesi precedenti; il motivo è da rintracciarsi nei rendimenti migliorativi di alcuni Paesi.

La Gran Bretagna si conferma sul gradino più alto tra le big del vecchio continente; segue l'Olanda con un valore quasi raddoppiato su base annua. La Svizzera, che nel 2023 aveva registrato una performance in flessione, torna a crescere e si attesta al 2,8%.

In Germania la flessione del rendimento dei fondi riservati penalizza il valore complessivo dei veicoli tedeschi. In Francia le performance di Scpi e Opci hanno registrato andamenti contrastanti, la performance negativa delle Opci ha spinto verso il basso il valore. I fondi italiani si caratterizzano per performance contenute.

Le società di gestione continuano a preferire per oltre il 60% i fondi diversificati. Uffici e retail formano meno del 18% degli oltre duemila veicoli europei. Rimane stabile il peso dei fondi immobiliari dedicato agli immobili residenziali (8,8%), asset class premiata dall'attuale

congiuntura e dalle nuove esigenze di spazio. Il mercato residenziale europeo ha continuato a beneficiare di una vasta gamma di asset class appetibili per gli investitori in cerca di diversificazione e flussi di reddito stabili. Il comparto residenziale, dalle forme tradizionali alle asset class alternative (social housing, senior living, student housing, co-living), sostenuto da una forte domanda demografica, continua a riscuotere più interesse da parte degli investitori, ma rimane una quota limitata dell'asset allocation dei fondi in quasi tutti i Paesi.

All'interno del settore residenziale, il multifamily continua a dominare, rappresentando quasi due terzi del volume totale degli investimenti, gli alloggi per studenti hanno progressivamente aumentato la loro quota, arrivando a rappresentare il 20% del totale. Grazie ai criteri Esg, l'edilizia residenziale convenzionata ha registrato un aumento delle transazioni, mentre le residenze per anziani e l'assistenza hanno registrato un calo a causa delle normative vigenti.

L'interesse degli investitori per il settore residenziale continuerà nel 2025, trainato dai solidi fondamentali della domanda, dalla crescente urbanizzazione, dalle difficoltà di accessibilità economica e dalle rigide condizioni dei mutui che rafforzeranno la domanda di immobili in affitto, sostenendo una stabilizzazione dei tassi di occupazione e una crescita costante dei canoni di locazione.

Gli uffici si confermano il core business di un elevato numero di veicoli in termini di superficie. Nello scorso anno gli uffici hanno rappresentato il 41% delle superfici immobiliari gestite. Resta solido l'interesse per le opportunità value-add legate al riposizionamento di asset di qualità, alla transizione ecologica da brownfield a green building e alla conversione di spazi terziari dismessi, sottoutilizzati o degradati in residenze, alberghi o servizi urbani.

Gli immobili della logistica riuniscono quote di mercato in crescita, anche se il loro peso sul totale dei fondi specializzati europei è ancora limitato (un ottavo delle superfici complessive). L'interesse verso questo comparto come strategia di investimento per i fondi è trainato dalle attuali necessità. La domanda europea di spazi per la logistica, riflettendo il clima di incertezza economica e le ridotte dinamiche di crescita delle principali economie del Continente, è risultata debole nel corso del 2024, con livelli di assorbimento complessivi inferiori a quanto registrato nel 2019 e, nei Paesi in cui questi livelli sono cresciuti, tali andamenti sono riconducibili a progetti di consolidamento e di espansione o di trasferimento in nuove strutture. I centri commerciali sono tornati sotto la lente degli investitori, soprattutto se ben posizionati, moderni e capaci di garantire flussi di cassa costanti e rendimenti migliori rispetto a quelli delle altre asset class. Anche le principali high street del Continente sono state

interessate, nel corso del 2024, da una serie di importanti transazioni. I centri commerciali si stavano trasformando da luoghi per lo shopping ad ambienti di intrattenimento grazie all'inserimento di food court e servizi alla persona; lo sviluppo di punti vendita innovativi sarà dunque la conseguenza di un processo, non tanto di ridimensionamento fisico, ma di attivazione di funzioni e servizi commerciali puntuali, lineari o polari che siano, contemporaneamente, peculiari e specialistici e sinergici e integrati rispetto ai rapporti sociali, economici e territoriali esistenti all'interno del contesto di riferimento.

Il retail vede il proprio peso stabilizzarsi. Il settore, come presenza fra il patrimonio gestito dei fondi, è interessato da profondi cambiamenti strutturali e continua ad essere indebolito dall'accelerazione verso l'e-commerce e dalla crescente domanda di spazi innovativi. Ad esso sono dedicati circa il 7% dei fondi europei, gli immobili gestiti rappresentano quasi il 17,3% delle superfici totali. La ripresa del mercato degli investimenti retail prevista alla fine del 2023 si è progressivamente realizzata nel corso del 2024 anche se con livelli di dinamicità ridotti rispetto a quanto stimato. Il perdurare dell'incertezza rispetto all'andamento dei valori immobiliari, la carenza di prodotti adeguati alle esigenze e alle strategie degli investitori e la dilatazione dei tempi correlati ai processi di vendita sono risultati tra i principali fattori che hanno contribuito al rallentamento del mercato.

L'Europa occidentale continua ad attrarre i principali player e a concentrare la quota più consistente (65,8%) del patrimonio dei fondi immobiliari europei in termini di superfici, insieme all'Europa orientale (11%) forma circa il 78%.

Rallentamento delle attività di investimento e cautela hanno continuato a dominare il 2024: le dimensioni del mercato e la liquidità hanno influenzato la scelta delle città europee in cui orientare gli investimenti. Una delle cause più significative di questo ridimensionamento è imputabile al disallineamento di prezzo tra acquirenti e venditori. La liquidità, in un momento di instabilità dei mercati finanziari come quello attuale e alla luce delle prospettive macroeconomiche turbolente, risulta fondamentale. Per tale motivo le transazioni immobiliari, si sono concentrate nelle città capaci di offrire liquidità, connettività e stabilità politica, prediligendo Regno Unito e Irlanda, ma considerando Francia e Paesi nordici altrettanto validi; suscitano meno interesse i mercati orientali e la Germania.

D'altro canto, se Londra e Parigi sono ritenute meno rischiose, gli investimenti verso mercati più contenuti come Copenaghen, Monaco o Zurigo sono comunque considerati stabili. Ma a orientare i player nella scelta della localizzazione più adatta per i propri investimenti è anche l'approccio settoriale. Ad esempio, le città secondarie (da Firenze, a Malaga, piuttosto che Valencia o Bristol) risultano più

attraenti per il comparto residenziale in tutti i suoi sub settori. La scelta della location più idonea all'insediamento di nuovi asset logistici ricade sulle aree ad alta densità di popolazione e con maggiore ricchezza, inserite in contesti dotati di un solido sistema infrastrutturale. La logistica dell'ultimo miglio resta sempre una prerogativa delle grandi metropoli. Il comparto degli uffici privati predilige invece mercati secondari.

Le prime dieci posizioni descrivono le scelte di cautela che gli operatori stanno compiendo: i capitali vengono infatti indirizzati verso centri considerati economicamente solidi e fortemente connessi, capaci in caso di necessità di rendere liquido il patrimonio nel breve termine. Londra e Parigi si confermano i mercati più grandi del vecchio continente. Città come Madrid e Milano, con prospettive di crescita economica sostenuta, sono state premiate dagli investitori e il loro posizionamento nella classifica è migliorato rispetto ai dodici mesi precedenti; di contro le città tedesche hanno perso terreno. Un'attenzione particolare viene rivolta a città con potenziale di crescita ancora inespresso come le città nordiche o Roma. Il dinamismo londinese ha sempre esercitato un certo appeal nei confronti degli investitori internazionali: Londra mantiene la sua posizione al vertice per il quarto anno consecutivo come città favorita in Europa per gli investimenti grazie alla sua capacità di adattamento che le consente di conservare valore nel lungo periodo e generare redditi elevati. Il suo appeal è sostenuto dalla sua riconoscibilità di mercato ampio e solido, caratterizzato da immobili di alta qualità e rispondenti ai più recenti criteri di sostenibilità. Se fino all'anno scorso Parigi era considerata l'unica rivale della capitale londinese in Europa, nel 2024 non riesce a mantenere il secondo gradino del podio e perde una posizione, superata da Madrid. La capitale francese resta comunque attrattiva: gli investimenti trainati dagli imminenti Giochi Olimpici sono riusciti a contenere gli effetti negativi dell'instabilità politica, ridando slancio ad un mercato comunque solido. Altro fattore rilevante è l'autonomia energetica che le deriva dalla produzione di energia nucleare (la Francia è l'unico Paese al mondo ad avere una percentuale di produzione così elevata) e che le consente di contribuire ad una minore impronta di carbonio. Tra le principali città spagnole, Madrid recupera un altro posto e si posiziona al secondo gradino del podio confermandosi uno dei luoghi più interessanti per investire in Europa, grazie soprattutto ai suoi importanti sviluppi immobiliari. È una città in rapida crescita, una meta turistica privilegiata, ha una popolazione stabile, attira immigrati e studenti. La sua forza è da rintracciare anche in una solida crescita economica e in un sistema infrastrutturale efficiente. Barcellona invece perde una posizione ed esce dalla top ten a causa dell'instabilità politica e della difficile regolamentazione degli affitti. La capitale portoghese, nonostante le dimensioni contenute del

mercato, offre ritorni interessanti e in tal modo attira l'attenzione delle società internazionali in espansione. Nel 2023 ha recuperato tre posizioni, raggiungendo l'ottavo posto in classifica, il 2024 l'ha vista perdere due posizioni, ma è riuscita a confermarsi nella top ten. Berlino mantiene il quarto posto; analogamente alla capitale, anche la maggior parte delle altre città

tedesche mostrano modesti segni di ripresa. Amsterdam, perde una posizione e si colloca al sesto posto; rimane molto attraente per la sua forte economia e per la vivibilità dei suoi quartieri.

Il livello di vacancy in uffici, residenziale e logistica si mantiene relativamente basso. Milano perde una posizione (settimo posto, era al decimo nel 2022) ma continua a offrire ampie prospettive di sviluppo e si contraddistingue per vitalità e ricchezza. I gestori dispongono di una vasta gamma di immobili in settori emergenti (spazi per il tempo libero, residenziale e rsa). Roma, stabile al diciannovesimo posto, resta marginale rispetto alle altre grandi città europee. Le prospettive di buone opportunità di investimento sono rinviate ad una fase più matura del mercato.

Permangono difficoltà legate alle crisi politiche e alle guerre in corso, ma il quadro economico e, soprattutto, il costo del denaro sono in deciso miglioramento. Tra gli operatori è tornato l'ottimismo, cresciuto nel corso del 2024 e previsto in consolidamento per il 2025 nonostante le continue minacce globali di natura commerciale. Il 2024 verrà ricordato come il punto di svolta che segna la fine del ciclo negativo che ha interessato transazioni, valori e capitali nell'ultimo biennio e per l'anno in corso è ipotizzata la ripresa di tutti i mercati. Con l'avvio del processo di stabilizzazione dei tassi da parte della Bce, rilevato già a partire dal secondo trimestre dell'anno, gli investitori, seppur con cautela, sono tornati a movimentare i principali mercati d'Europa: gli investimenti nel settore immobiliare tornano ad offrire un interessante potenziale di rendimento.

Il Pil italiano, nonostante il perdurare di criticità relative ai principali fattori economici del Paese (crescita, inflazione, occupazione, consumi interni, esportazioni), proseguirà nella sua fase espansiva, con dinamiche progressivamente crescenti del settore manifatturiero e calanti di quello terziario, anche nel corso del biennio. Il mercato degli investimenti in Italia, dopo la forte battuta d'arresto del 2023 con i volumi più bassi dal 2015, si è dimostrato per il 2024 resiliente, grazie alla stabilità del sistema Paese e alle indicazioni positive riguardo il costo del denaro (dovute al progressivo taglio dei tassi d'interesse e alla stabilizzazione dei rendimenti), nonostante le tensioni geopolitiche persistenti e la pressione esercitata dal mercato del debito. Il volume degli investimenti ha raggiunto quota 10,1 miliardi di euro con proiezioni che rimangono altrettanto ottimistiche anche per il 2025, che suggeriscono una ulteriore crescita del settore, le stime ipotizzano il raggiungimento della soglia di 11,45 miliardi di

euro con un tasso di crescita del fatturato immobiliare di 6,8%. Il fatturato del mercato immobiliare ha sfiorato i 152 miliardi di euro, con un incremento del 6,6% sul 2023. Le prospettive per il corrente anno sono migliori degli altri grandi Paesi europei, con un incremento del 6,8%. Anche in Italia sarà un anno di cambiamento del clima generale, da prudenza a lieve ottimismo. Ancora una volta il comparto residenziale ha confermato il ruolo da protagonista e nel 2024 il suo fatturato di 123,7 miliardi di euro risulta in crescita del 5,7% rispetto al 2023. Diffuso l'andamento positivo anche negli altri comparti in termini di variazione, ma contenuto in riferimento ai fatturati generati: il segmento industriale e logistico ha chiuso il 2024 con 5,55 miliardi di euro, il mercato degli uffici ha registrato un fatturato globale di sei miliardi di euro; nel comparto commerciale i volumi complessivi hanno superato gli 8,2 miliardi di euro. Gli investimenti istituzionali nell'immobiliare italiano sono cresciuti di oltre il 55% rispetto al 2023 e hanno superato la soglia dei dieci miliardi di euro. La ripresa ha coinvolto tutti i principali settori, in particolare il retail, il ricettivo e i settori alternativi. Le prospettive per il 2025 si confermano positive. Ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse dovrebbero infatti alimentare la vivacità del mercato e orientare gli investimenti core nei mercati consolidati e stimoleranno l'attività d'investimento degli investitori value-add anche nei mercati emergenti. In merito alle diverse asset class, il comparto retail ha assorbito volumi pari a circa 2,6 miliardi di euro, oltre un quarto degli investimenti complessivi, classificandosi quindi come il comparto preferito dagli investitori.

Gli uffici riacquistano appeal e riuniscono circa il 23% dei capitali, un volume di 2,3 miliardi di euro, con operazioni concentrate soprattutto nei principali mercati di Milano e Roma.

La logistica ha totalizzato nel 2024, 1,75 miliardi di euro investiti, circa il 17,3% del totale. In termini di volumi di investimento segue il comparto living (675 milioni di euro nel 2024) con il 6,7% del volume che ha riguardato prevalentemente nuovi sviluppi residenziali, con Milano al centro dell'interesse degli investitori. Un comparto che potenzialmente mostra tutte le caratteristiche per continuare a crescere, vista la carenza di prodotto rispetto a una domanda che è sempre maggiore, sia nel build to rent e build to sell, sia nelle varie forme di residenzialità collettiva come student e senior housing. Tornando al consuntivo generale 2024, rimane sempre protagonista la Lombardia (e in particolare Milano) che raccoglie il 60% degli impieghi, in leggero aumento rispetto al 2023 quando la regione raccoglieva il 57%.

I fondi immobiliari nei principali paesi Europei

Fondi immobiliari francesi

Il mercato immobiliare francese ha restituito nel corso del 2024 una stabilizzazione dei volumi. Instabilità politica, legge di bilancio, finanze pubbliche, hanno trascinato la quota del bond decennale sopra il 3% aumentando il costo del debito e peggiorando la situazione finanziaria di società, famiglie e Stato.

Nell'incertezza che pervade il contesto globale, una concreta possibilità di ripresa è stata posticipata al 2026, nonostante i segnali positivi rilevati in questi primi mesi del 2025. Il 2024 ha restituito una stabilizzazione delle allocazioni immobiliari a quota 18,5 miliardi di euro e una loro concentrazione in operazioni opportunistiche e a valore aggiunto nonostante alcuni fondi siano tornati a cercare rendimenti sicuri in mercati selettivi, ristretti e costosi.

Al fine di costruire portafogli più resilienti, gli investitori hanno continuato nel percorso di diversificazione degli asset seguendo megatrend di lungo periodo indipendenti da cicli economici e dall'elevata instabilità geopolitica e incertezza economica accettando nel breve termine più bassi livelli di rendimento. La logistica ha suscitato, nonostante il calo dei consumi, un notevole interesse nei confronti degli operatori finanziari (cinque miliardi di euro di investimenti) grazie alla solidità dei principali indicatori immobiliari, al completamento della fase di repricing e a rendimenti primari in contrazione. Il clima economico non ha

giovato al comparto retail, con un mercato concentrato su high street, retail park e grande distribuzione alimentare.

Il mercato residenziale, nonostante un'offerta quantitativamente sufficiente, ha scontato rendimenti non allineati alle aspettative degli investitori, mentre le residenze per studenti hanno sofferto della carenza di prodotti in offerta sul mercato e quelle per anziani scontano ancora modelli operativi non favorevoli se non addirittura non sostenibili.

Il bilancio 2024 delle Scpi conferma, da un lato, l'elevata stabilità del tasso di distribuzione medio di poco superiore al 4,5% e, dall'altro, maschera una realtà ben più complessa: per le società più datate, il rischio di avvitarci in una spirale negativa fatta di mancati afflussi, pochi acquisti di nuovi asset, nessun miglioramento dei rendimenti e mancanza di afflussi; per le nuove società, la raccolta di grandi volumi di capitali provenienti da risparmiatori attirati da rendimenti medi del 9% circa. Anche il 2024 si è caratterizzato per un ulteriore calo della raccolta fondi annuale, passata dai 6,75 miliardi di euro del 2023 ai 3,9 miliardi euro del 31 dicembre.

Le performance delle Opci, entrate in territorio negativo nel 2022, anche nel 2024 non hanno fornito alcun segnale che possa far presagire una inversione di tendenza. Il deflusso destinato al pubblico ha raggiunto i due miliardi di euro, in rallentamento rispetto ai tre miliardi di euro del 2023. Tali dinamiche hanno contribuito al calo del 3,5% registrato nel 2024, in miglioramento rispetto al -8% del

2023 grazie al minor deprezzamento della componente dell'indice relativa al capitale, "salita" al -5%. Il valore del patrimonio immobiliare delle Opci si è infatti stabilizzato nel corso del 2024, ad eccezione degli asset direzionali che hanno proseguito nel loro processo di repricing.

Fondi immobiliari tedeschi

Fondi aperti

Una crescente instabilità e una tendenza alla riduzione del patrimonio gestito confermano per il secondo anno consecutivo la fase calante dei fondi immobiliari aperti tedeschi: un'inversione di tendenza che vede l'ammontare complessivo delle masse gestite, dopo anni di crescita, ridursi a 122,5 miliardi di euro, in flessione di sessanta punti base rispetto ai dodici mesi precedenti; aumenta invece di undici unità il numero dei veicoli.

Molti fondi immobiliari hanno subito pesanti perdite nel 2024, anche se il peggio sembra ormai passato e i rendimenti tornano ad aumentare. Un contesto di mercato sfidante, caratterizzato da tassi di interesse in crescita, inflazione e costi di costruzione più elevati sono solo alcuni dei fattori che hanno causato significativi deflussi di capitale a testimonianza dell'incertezza degli investitori e una diminuzione del patrimonio complessivo dei fondi, dopo anni di andamenti positivi. Ma ad alimentare ulteriormente questi deflussi è stato il crollo delle azioni del fondo UniImmo Wohnen. A metà dello scorso anno il fondo ha dovuto

rettificare il valore di diversi asset del suo portafoglio a causa del crollo dei prezzi delle case, il loro valore effettivo risultava inferiore a quello dichiarato in bilancio. Di conseguenza, molti investitori del fondo hanno venduto le loro azioni in borsa, dando il via a una vera e propria ondata di vendite e disdette. Nonostante questo rallentamento il peso dell'industria immobiliare dei fondi aperti tedeschi nel suo complesso (Spezialfonds per gli investitori istituzionali e Publikumsfonds per investitori privati) si conferma

il più consistente nel patrimonio gestito del vecchio continente, rappresentandone oltre il 30% del valore dei portafogli immobiliari e oltre il 12% del numero complessivo dei veicoli. Il patrimonio immobiliare dei fondi immobiliari aperti tedeschi nella sua totalità sfiora i 285 miliardi di euro (nel 2023 ammontava a oltre 291 miliardi di euro); la variazione sui dodici mesi precedenti è pari a -2,4%. I fondi immobiliari (pubblici e riservati) tedeschi si confermano pertanto al primo posto per maggiore patrimonio gestito tra gli otto Paesi europei presi a riferimento. In dieci anni (dal 2015) il patrimonio è diventato 1,5 volte più corposo nei fondi aperti, poco meno del triplo per i fondi riservati. Il ridimensionamento del patrimonio dei veicoli tedeschi è imputabile essenzialmente al calo del volume di transazioni nel mercato immobiliare innescato

dall'aumento dei tassi d'interesse: la riduzione degli afflussi di capitale è da imputare all'effetto combinato delle minori liquidità degli investitori per l'elevato tasso di inflazione e al rinnovato appeal dei depositi vincolati o delle obbligazioni a causa degli elevati tassi d'interesse.

Il 2024 è stato quindi un anno difficile per i fondi immobiliari aperti e i dati del primo semestre del 2025 confermano la tendenza al ribasso dei volumi degli scambi e dei deflussi di capitali, al punto che l'Autorità federale di vigilanza finanziaria (BaFin) ha ipotizzato che alcuni fondi potrebbero essere esposti a problemi di liquidità. I gestori patrimoniali dovranno quindi amministrare in modo efficiente e affidabile le riserve di liquidità (orientandosi verso segmenti fondamentalmente solidi) e ribilanciare i portafogli immobiliari per mantenere competitivi i fondi in termini di rendimenti rispetto ad altre tipologie di investimento alternativi. Tra i fattori che interferiscono con l'attività dei fondi immobiliari, rallentandola, il debole sviluppo economico. Tutti i comparti del real estate risentono del minore afflusso di capitali e della minore propensione all'acquisto: dal retail alla logistica (nonostante il vantaggio derivante dai cambiamenti strutturali quali l'e-commerce e il nearshoring) agli spazi del lavoro.

Il focus degli investimenti dei principali players, pur all'insegna della cautela, continua ad essere rappresentato dal residenziale e dalla logistica, mentre gli uffici perdono ancora terreno, anche perché i conduttori richiedono sempre più spesso locazione di spazi flessibili. L'aumento dei tassi d'interesse ha generato un impatto particolarmente negativo sull'edilizia residenziale, riducendo l'offerta di prodotto e alimentando conseguentemente il rincaro degli affitti. Lo squilibrio tra domanda crescente e offerta insufficiente di alloggi determinerà un aumento dei canoni e conseguentemente un beneficio crescente per gli investitori. Di contro retail, hotel e data center si confermano collocamenti proficui. Gli investitori restano invece molto selettivi nella scelta degli uffici, pur non escludendo la conversione degli spazi per il lavoro in alloggi o data center. Gli uffici ad alta efficienza e ben posizionati continueranno ad essere richiesti, mentre per gli immobili più vecchi sarà difficile tenere il passo con le esigenze del mercato. In crescita l'interesse per il food/specialist retail e il settore life science/sanitario.

Per l'anno in corso si stimano prezzi stabili per la logistica, in crescita per il segmento del residenziale di pregio, mentre restano sotto pressione i prezzi degli uffici.

Le prospettive per il 2025 sono incoraggianti: dopo una fase difficile, il mercato immobiliare mostra segnali di una lenta ripresa. L'avvio di un nuovo ciclo immobiliare e potenziali cambiamenti nella normativa per i fondi immobiliari aperti soprattutto in termini di energie rinnovabili, generano ottimismo.

L'ipotesi di una fase di ripresa con l'avvio di un nuovo ciclo immobiliare porta con sé la possibilità di investimenti anticiclici. Gli investimenti effettuati in una fase del ciclo in cui i prezzi si stanno appena stabilizzando possono rivelarsi particolarmente redditizi nel lungo termine. I dati storici dimostrano che le strategie di investimento anticicliche possono generare rendimenti più elevati nel lungo termine.

Tenuto conto che i fondi aperti non sono prodotti volti a massimizzare il rendimento a breve termine, bensì un investimento a lungo termine per stabilizzare un portafoglio (ad esempio grazie ad un tasso di occupazione costante), quello attuale risulta un buon momento per investire in questi veicoli. I fondi tedeschi, ancora una volta, si rivelano quindi una buona opportunità di investimento, perché capaci di attutire efficacemente gli shock economici e le turbolenze di mercato. In passato avevano reagito alle crisi finanziarie del 2008 e del 2011 grazie alle normative nazionali e agli strumenti di controllo e la gestione dei rischi. Tra gli elementi che impattano sulla redditività dei portafogli immobiliari, ad esempio, il tasso di occupazione degli immobili. Al primo semestre del 2024 la maggior parte dei fondi è riuscita a conservare tassi di occupazione elevati (anche se in lieve diminuzione (93,6 % contro 93,7% del 2023) grazie alla solvibilità dei conduttori, mantenersi economicamente solida grazie a coefficienti di liquidità sufficientemente elevati e indici di indebitamento per lo più bassi. Inoltre, la detenzione minima legale e i termini di preavviso rappresentano un'importante protezione da deflussi di fondi a breve termine. Il persistere di elevati livelli dei tassi d'interesse ha determinato una riduzione degli afflussi di capitale generando pressioni al ribasso sul settore immobiliare; nel corso del 2024 questo trend si è accentuato. Il tasso di occupazione medio dei fondi immobiliari aperti, ponderato in base al valore di mercato, nel 2023 ha superato il 95%, nel 2022 era 94,2%, confermando la solidità dei veicoli tedeschi. Basti pensare che nel 2011, quando i fondi risentivano ancora delle conseguenze della crisi finanziaria, il tasso medio di occupazione era solo del 91,8%. Questo parametro ha una grande influenza sulla performance di un fondo ed è quindi uno degli indicatori chiave da tenere monitorato. Gli immobili sfitti non solo non generano reddito da locazione, ma comportano anche costi aggiuntivi, ad esempio per la ristrutturazione e la commercializzazione. Una gestione oculata prevede di mantenere a un livello elevato il tasso di occupazione: un valore pari o superiore al 98% può già ritenersi (a causa della fluttuazione naturale dei conduttori) full occupancy. L'indicizzazione nei contratti di locazione del comparto retail consente ai gestori di aumentare i canoni in linea con l'inflazione; l'applicazione di questa modalità ha avuto un effetto positivo sulla valutazione dei

fondi. I gestori dei principali fondi non vedono attualmente alcun rischio immediato di sospendere il rimborso dei certificati di quote per i loro fondi. Essi utilizzano gli strumenti a loro disposizione per fornire la liquidità necessaria alle richieste di rimborso degli investitori nel fondo. Anche i rischi derivanti dal finanziamento del debito sono limitati (30% in relazione al volume del valore di mercato possibile +10% in relazione al patrimonio del fondo, che può essere preso in prestito con breve preavviso). Solo i fondi più giovani utilizzano questi limiti. A differenza degli anni precedenti, la liquidità non ha più un impatto negativo sui rendimenti dei fondi. L'aumento dei tassi d'interesse ha fatto sì che i depositi a vista o a termine spesso utilizzati dai fondi possano generare rendimenti adeguati. L'inversione di tendenza dei tassi di interesse ha quindi avuto un effetto positivo sui rendimenti dei fondi in questo momento. I fornitori di fondi immobiliari aperti hanno dovuto far fronte a un numero crescente di rimborsi di quote. Questi pagamenti agli investitori hanno messo a dura prova la liquidità nel 2024 e continueranno a farlo

nell'anno in corso. Per evitare che gli indici di liquidità si riducano troppo, molti fondi si sono trovati costretti a vendere immobili riducendo il loro patrimonio. Alcuni fondi hanno già venduto con successo immobili nel 2022 e 2023 per generare liquidità. Anche se non si possono escludere sospensioni dei rimborsi individuali in futuro, la maggior parte dei fondi dovrebbe essere in grado di far fronte ai flussi di cassa in uscita dalle proprie disponibilità quest'anno.

Nel 2025, in un contesto ancora dominato dall'incertezza e caratterizzato da sfide importanti, la maggior parte dei fondi dovrebbe mantenere tassi di occupazione a livelli elevati grazie alla solvibilità dei conduttori, mantenersi economicamente solidi grazie a coefficienti di liquidità sufficientemente alti e indici di indebitamento per lo più bassi. Inoltre, la detenzione minima legale e i termini di preavviso proteggono da deflussi di fondi a breve termine. Continua a diminuire la performance media dei fondi immobiliari aperti, passa dal 2,2% a 1,6% rispetto ai dodici mesi precedenti, portandosi ben al di sotto della media degli ultimi anni (2,6% nel 2022, nel 2021 era in media del 2%, nel 2020 era pari al 2,4% contro il 2,9% del 2019). Tuttavia, fondi ben gestiti come Deka-ImmobilienEuropa, WestInvest InterSelect, WestInvest ImmoValue e HausInvest continuano a mostrare rendimenti stabili compresi tra il 2-3%. La maggior parte dei fondi immobiliari aperti ha peggiorato il suo rendimento su base annua, tra i più rilevanti Deka Immobilien Europa, UniImmo: Deutschland e HausInvest.

Fino alla crisi finanziaria del 2008, gli investitori professionali in particolare avevano utilizzato i fondi, per il loro rendimento elevato, come strumento per accumulare liquidità, ma questa anomalia aveva

portato a una grave crisi del settore negli anni successivi poiché gli strumenti venivano ritirati più velocemente di quanto tali veicoli fossero in grado di liquidare il loro patrimonio. In quel periodo diciotto fondi immobiliari aperti con un patrimonio di circa ventisei miliardi di euro hanno dovuto essere chiusi per ragioni di liquidità e successivamente liquidati con gravi perdite, comprese tra il dieci e il 40%, per gli investitori

privati. Una situazione del genere non è oggi ipotizzata. L'introduzione di periodi minimi di detenzione di due anni e preavviso di un anno introdotti nel 2013 sono due delle ragioni principali della stabilità di liquidità dei fondi e della loro attrattività per gli investitori a lungo termine, al punto che il problema attuale è l'eccessiva liquidità: grandi capitali vengono versati nei fondi con la conseguente contrazione del rendimento. Solo chi ha investito prima del 2013 può ritirare fino a trenta mila euro per semestre senza sottostare alle tempistiche obbligatorie di giacenza dei capitali. Del resto, i fondi hanno una liquidità sufficiente tale da costituire una riserva nel caso in cui diversi investitori ritirassero contemporaneamente i propri capitali.

I fondi immobiliari aperti tedeschi, nonostante i veicoli siano più severamente regolamentati dal legislatore rispetto al passato e siano considerati molto prudenti, presentano ancora naturalmente dei rischi: in condizioni di mercato avverse, non appena le riserve di liquidità scendono al di sotto del 5% del patrimonio immobiliare, il fondo può essere sospeso o chiuso a causa di risorse insufficiente. Ciò avviene per evitare che, in caso di emergenza, la cessione delle quote debba essere effettuata a condizioni sfavorevoli o che gli investitori a lungo termine siano danneggiati da prelievi affrettati di capitale. Per gli investitori risulta pertanto sempre più complesso trovare opportunità di investimento con un rapporto rischio-rendimento sufficientemente attraente e, nel caso riescano a trovare un veicolo interessante per gestire la propria liquidità, possono procedere all'acquisto di azioni solo in fasi (strategia definita "cash stop" o "cash call").

Chi acquista quote di fondi immobiliari aperti beneficia sia del reddito da locazione che di eventuali incrementi di valore degli immobili, oltre alla remunerazione della liquidità. Il rendimento complessivo aggregato deriva dalla somma del rendimento netto da locazione del patrimonio detenuto dai fondi (mediamente del 3% per i fondi immobiliari aperti) e dall'eventuale incremento di valore. Nel periodo compreso tra il 2013 e il 2019 i prezzi sono aumentati più velocemente dei canoni e quindi il rendimento locativo è progressivamente sceso fino a toccare la soglia del 4%. L'ulteriore calo significativo nel 2020 e nel 2021 è dovuto alla pandemia del coronavirus. Negozi e hotel si sono trovati costretti a chiudere l'attività o richiedere il differimento del canone. Tale meccanismo ha messo sotto pressione gli utili e il rendimento degli affitti è diminuito

notevolmente. Nel 2022 l'aumento del rendimento è stato determinato dalla revoca o rallentamento delle misure messe in atto durante la pandemia e dall'aumento dell'inflazione. Nel 2023 il rendimento locativo netto oscillava nel range compreso tra il 2- 4,8%; il valore medio si è attestato al 3,8 %. Diversi veicoli hanno visto migliorare il loro rendimento netto per effetto di un incremento del tasso di occupazione e della riduzione dei costi di

gestione del fondo. Nel 2024 i costi di gestione sono stati rivisti al rialzo, in particolare per l'applicazione dei criteri Esg.

Le quote dei fondi immobiliari aperti tedeschi, nonostante i periodi di detenzione, possono essere negoziate, su base giornaliera, in modo molto flessibile su diverse borse valori. Il prezzo delle azioni non si basa sul controvalore effettivo, il valore patrimoniale netto, ma esclusivamente sulla domanda e sull'offerta; infatti, a seconda della situazione di mercato, sono previsti supplementi o sconti sul valore intrinseco delle quote del fondo. I fondi immobiliari aperti si trovano in una situazione difficile: dalla metà del 2023 i deflussi hanno superato gli afflussi, questa condizione si traduce in una riduzione del patrimonio. Il difficile contesto di mercato, interessanti investimenti alternativi e sorprendenti svalutazioni di portafoglio stanno mettendo sotto

pressione i fondi tedeschi. In questo contesto di mercato il rapporto di liquidità dei fondi aperti tedeschi è diminuito, mentre il rapporto di indebitamento è aumentato. Nel corso del 2024, i gestori dei fondi immobiliari aperti, si sono trovati per la prima volta dal 2006, ad affrontare deflussi netti di capitali per un ammontare di oltre 600 milioni di euro. Nel biennio precedente il mercato dei veicoli tedeschi, nonostante il Covid, si era rivelato solido in termini di nuovi afflussi di capitale con un volume di 6,3 miliardi di euro nel 2021 e 7,3 miliardi di euro nel 2020. I deflussi netti dai fondi immobiliari aperti rimangono elevati. Per reperire liquidità, alcuni fondi hanno dovuto vendere immobili e registrare perdite di prezzo. Tuttavia, il calo del numero di dismissioni offre

speranza di un cambio di tendenza. Ulteriori deflussi netti di cassa sono ipotizzabili nell'anno in corso. Le norme sui periodi minimi di detenzione (ventiquattro mesi) e di preavviso (dodici mesi) introdotte nel 2013 avevano avuto un effetto stabilizzante e non erano stati registrati significativi deflussi di capitali per riscatti di certificati azionari o cancellazioni da parte degli investitori. I gestori dei fondi si sono adattati alla situazione attuale. Il periodo di preavviso di dodici mesi facilita la pianificazione della liquidità. Questa circostanza risulta insolita, tenuto conto che da diversi lustri la raccolta netta è sempre stata positiva e crea un campanello d'allarme per la gestione della liquidità dei fondi, anche se al momento i rapporti di liquidità si mantengono stabili. Il motivo va rintracciato nella

concorrenza di alternative di investimento più remunerative ma soprattutto per la politica dei tassi di interesse della Bce.

Se negli ultimi anni l'attenzione si era focalizzata sul contenimento delle riserve di liquidità per evitare che tali capitali aumentassero troppo (il rapporto di liquidità era al 15,7% nel 2022, 15,2% nel 2021 e al 17,2% nel 2020), l'obiettivo attuale si è capovolto, ovvero si agisce per fornire liquidità sufficiente per pagare i rendimenti delle azioni degli investitori. Il rapporto di liquidità sul patrimonio totale dei fondi immobiliari è leggermente diminuito nel 2024: il valore medio si attesta al 14,6% (nel 2023 era 15,1%). La liquidità detenuta complessivamente dai fondi, nel 2024, ammonta a 17,3 miliardi di euro, in relazione al valore di mercato degli immobili del fondo, ciò corrisponde ad un rapporto di indebitamento medio del 14,6% (un livello comparabile al triennio precedente e superiore alla quota minima prevista per legge pari al 5%). Un livello relativamente basso si traduce in una riduzione del profilo di rischio dei fondi. Per fare un confronto, alla fine del 2009, il rapporto di indebitamento era superiore al 30%, ben al di sopra del livello attuale. Prima dell'introduzione della legge a protezione degli investitori, i fondi immobiliari aperti potevano contrarre prestiti fino al 50% del valore di mercato degli immobili detenuti; questo valore è stato ridotto al 30% per i prestiti a lungo termine, al 10% per quelli a breve termine. Per i ventisei fondi analizzati, il range dei rapporti di liquidità varia dal 5,5% di Quadoro Sustainable Real Estate Europe Private al 24,7% di Kgal Immosubstanz. Deko-Immobilien Metropolen (da 32,2% a 21%), UniInstitutional German Real Estate (da 11,7% a 9,4%) e Realinvest europa (da 18,4% a 10%) hanno registrato un forte calo degli indici di liquidità. Rispetto alla tendenza generale, sei fondi sui 26 analizzati, hanno registrato nel 2024 un aumento del coefficiente di liquidità. Questo aumento è stato particolarmente significativo per Leading cities invest (19,1%) e UniImmo: Global (17,7%), con una variazione del 7,6% e del 6,1%.

Il contenimento della riduzione dell'indice di liquidità è la dimostrazione della capacità dei fondi di soddisfare le richieste di rimborso degli investitori, quindi è chiaramente un segnale positivo. Nel 2024 l'aumento dei deflussi è riconducibile a tre motivi principali: gli investimenti a basso rischio (come le obbligazioni) si sono rivelati più attrattivi dei fondi aperti per il più elevato livello dei tassi d'interesse; le difficoltà di alcuni fondi hanno creato un diffuso senso di incertezza nel settore e infine i mercati immobiliari hanno subito un netto rallentamento. La combinazione di questi fattori ha quindi indotto gli investitori a riscattare le quote dei fondi piuttosto che effettuare nuove iniezioni di capitali. Nel complesso quindi i fondi aperti tedeschi sono riusciti a gestire i deflussi di cassa contenendo la riduzione

delle proprie liquidità. Molti immobili sono stati venduti per riunire capitali e soddisfare le richieste di rimborso degli investitori, in alcuni casi i fondi sono stati costretti a vendere a sconto. La svalutazione dei portafogli unita alla vendita di immobili finanziati con capitale proprio ha quindi determinato l'aumento del rapporto di indebitamento. Alla fine del 2024 era del 18,1%, dodici mesi prima era 16,4%. Il limite per legge del rapporto di leva finanziaria al 30% sta avendo un impatto significativo. Il moderato ricorso al debito per gli investimenti immobiliari garantisce la stabilità ed impedisce un eccessivo indebitamento pur limitando il margine di manovra dei fondi. Nel complesso, tuttavia, è ragionevole che i fondi non siano autorizzati ad aumentare ulteriormente il loro rischio ricorrendo a ulteriori prestiti, anche se, per legge, è possibile contrarre prestiti aggiuntivi fino al 10% del patrimonio netto del fondo per garantire la liquidità a breve termine. Nel breve periodo non si ipotizza una riduzione della leva, ma piuttosto una certa stabilità.

Le prospettive per il 2025 sono di rendimenti stabili a un livello elevato e afflussi di capitali contenuti per effetto dell'incertezza sulla classificazione del rischio dei veicoli conseguente alla sentenza del tribunale sul fondo Unilmmo: Wohnen Zbi. La gestione delle riserve di liquidità continuerà a rappresentare il fulcro dell'attività dei gestori dei fondi; non si possono quindi escludere singole sospensioni di rimborso dei fondi, anche se per l'anno in corso, la maggior parte dei fondi dispone di riserve di liquidità tali da poter soddisfare quasi tutti i rimborsi ricorrendo

eventualmente all'uso di strumenti aggiuntivi di gestione della liquidità (vendita di immobili in portafoglio). Nonostante le difficoltà contingenti, i fondi aperti tedeschi continuano a rappresentare un investimento a lungo termine interessante e un'allocazione di attività stabile, in termini di valore, difficilmente subiscono fluttuazioni significative rispetto a obbligazioni, azioni o reit immobiliari e sono un rifugio relativamente sicuro anche in caso di turbolenza del mercato.

Una peculiarità vincente dei fondi comuni di investimento aperti tedeschi è la diversificazione: asset classes performanti come il residenziale, la logistica e gli uffici possono compensare i risultati negativi di comparti meno attraenti per gli investitori. Ulteriore appeal deriva dalla sapiente combinazione di tipologie di utilizzo, classe dimensionale degli investimenti e distribuzione geografica.

Nuove opportunità di investimento per i fondi immobiliari aperti potrebbero essere rappresentate dalle energie rinnovabili, un duplice vantaggio sia per i fondi e gli investitori che per la società, un significativo contributo alla protezione del clima e al raggiungimento degli obiettivi climatici, oltre che un tornaconto

economico. I rendimenti del comparto delle energie rinnovabili risultano più attraenti rispetto a quello degli immobili tradizionali e

migliorano la diversificazione dei portafogli. La rapidità con cui si arriverà all'attuazione della regolamentazione e semplificazione delle procedure saranno fattori fondamentali per sfruttare al meglio l'enorme potenziale di questa tipologia di investimento.

Nei fondi aperti si conferma la tendenza basata sulla concentrazione di buona parte dei volumi in alcune funzioni e una sempre maggiore diversificazione per la restante parte di patrimonio: torna a crescere (più novanta punti base) il peso degli uffici sul volume complessivo dei portafogli e si attesta al 55%; gli spazi per il lavoro, insieme al retail, rappresentano poco più di tre quarti del patrimonio gestito complessivo.

Segno meno per il retail che passa dal 22,2% al 20,9%. Si conferma una lieve crescita per il comparto alberghiero (7,9%) dopo anni di andamento al ribasso. L'industriale, dopo l'elevato differenziale di crescita del biennio 2021/2022, rimane stabile. Migliora di trenta punti base il residenziale (passa dal 5% al 5,3%) e conferma il crescente consenso fra i fondi immobiliari avviatosi nell'ultimo lustro. Consapevoli che l'efficienza energetica e la rispondenza alle tematiche Esg risultano sempre più preponderanti, continua l'analisi della composizione in termini di vetustà degli immobili in portafoglio nei fondi aperti tedeschi. I fattori Environmental, Social e Governance volti alla verifica e all'implementazione della sostenibilità economica, sociale, ambientale e di governance, riflettono i principi della Corporate Social Responsibility (Csr) per l'adozione di una politica aziendale che sappia armonizzare gli obiettivi economici con quelli sociali e ambientali del territorio di riferimento in un'ottica di sostenibilità, e stanno diventando nel Paese i principali driver che condizioneranno gli investimenti in ambito real estate.

Gli immobili costruiti da meno di cinque anni rappresentano solo il 14,5% (un anno fa era il 15,8%, nel 2022 era 16,2% e nel 2021 il 16,5%). La quota di immobili costruiti da meno di dieci anni sfiora il 13%; gli immobili ricompresi nelle fasce vent'anni e oltre i venti anni riuniscono quasi equamente 51,3% della totalità dei beni, nei dodici mesi precedenti ne rappresentava oltre il 47,3% e nel 2022 era 4%. Rispetto alla classe dimensionale degli immobili per valore di mercato, il 41% è costituito da beni con un valore superiore ai 200 milioni di euro (nel 2023 era 39,7%, nel 2022 e nel 2021 era rispettivamente 38,8% e 37%); si riduce a 18,1% invece il range compreso tra 50 e 100 milioni di euro (la precedente rilevazione su base annua era 26,4%). Si dimezza quasi rispetto ai dodici mesi precedenti la quota (16,9%) nel range successivo compreso tra i 100 e i 150 milioni di euro.

La distribuzione geografica degli asset per valore di mercato dei fondi immobiliari aperti si concentra per il 44,2% in Germania (+5,9%), in particolare il 24,3% nelle principali città tedesche (era 20,9%), il

6,4% in città secondarie (era 6,3% nel 2023 e 5,9% nel 2022). Lievemente diminuita la presenza in Francia (passa da 10,2% a poco meno del 10%) e un ulteriore 22,1% in altri paesi europei (-6% su base annua), in Uk continuano a essere gestiti poco più di un decimo della totalità degli immobili (in linea con i dati del biennio precedente), nei Paesi extraeuropei sono localizzati il 13,5% degli asset (stabili rispetto ai dodici mesi precedenti).

Fondo riservati

Il mercato immobiliare tedesco resta sotto pressione: nel 2025 i fondi aperti tedeschi dovranno affrontare numerose sfide e la ripresa dell'attività di mercato sarà solo moderata. Il contesto economico non è esattamente positivo e il contesto finanziario rimane difficile. L'ulteriore convergenza delle aspettative di prezzo tra acquirenti e venditori, unita alla stabilizzazione delle condizioni di finanziamento, aumenterà la propensione a investire. Tuttavia, la disponibilità di capitale per gli investitori rimane limitata. Inoltre, molti investitori hanno esaurito la loro allocazione immobiliare. Un altro fattore limitante è la mancanza di incentivi. I rendimenti dei titoli di Stato sono relativamente interessanti, quindi gli investitori si sentono poco spinti ad investire in alternative. I rendimenti iniziali dei titoli prime si sono stabilizzati nel corso del 2024. Gli immobili ad uso ufficio e logistico si attestano attualmente intorno al 4,5%, mentre gli edifici commerciali in posizioni privilegiate si attestano intorno al 4%. Seppur più lentamente rispetto agli anni precedenti, anche nel 2024, il segmento dei fondi immobiliari aperti tedeschi nel suo complesso, Spezialfonds per gli investitori istituzionali e Publikumsfonds per investitori privati, continua a crescere trainato dalle buone performance dei fondi riservati.

Il volume complessivo del loro patrimonio immobiliare sfiora i 285 miliardi di euro e registra una variazione negativa del 2,45% sui dodici mesi precedenti. Nonostante questo rallentamento, il peso dell'industria immobiliare dei fondi aperti tedeschi nel suo complesso (Spezialfonds e Publikumsfonds) si conferma il più consistente nel patrimonio gestito del vecchio continente, rappresentandone oltre il 30% del valore dei portafogli immobiliari e oltre il 12% del numero complessivo dei veicoli. Il mercato tedesco degli investimenti immobiliari continua a presentare un quadro ambivalente, pieno di sfide, dinamico, ma con sviluppi positivi: gli afflussi di capitali verso Spezialfonds, uno strumento aperto solo agli investitori professionali in Germania, hanno registrato una stagnazione nel 2024, poiché gli investitori istituzionali tedeschi sono passati a investimenti diretti verso attività a minor rischio.

Secondo il rapporto annuale sul mercato dei fondi tedesco di Investment Funds Association (Bvi), lo scorso anno gli afflussi verso Spezialfonds sono rimasti in linea con quelli del 2023, mentre gli

investitori cercavano opportunità con tassi di interesse in aumento. Gli Spezialfonds non sono tuttavia immuni alle interferenze negative del mercato e la loro raccolta netta, è diminuita ma sono riusciti a mantenere afflussi di cassa netti, comunque, positivi (circa 8,8 miliardi di euro) se confrontati con i risultati degli anni precedenti. Nel 2022 gli afflussi avevano superato i 15 miliardi di euro, ma nel 2021 il loro valore ammontava a circa 14,1 miliardi di euro e nel 2020 superava di poco i 10 miliardi di euro. Va anche ricordata l'eccezionalità degli afflussi del periodo compreso tra il 2015 e il 2022, la media a lungo termine si aggira su poco più di undici miliardi di euro. Gli afflussi di capitali hanno riguardato prevalentemente i fondi esistenti destinando le risorse a investimenti mirati, piuttosto che scommettere sul lancio di fondi nuovi. I numeri conseguiti dai fondi immobiliari speciali confermano il ruolo consolidato che tali veicoli svolgono nell'allocazione dei capitali degli investitori istituzionali, soprattutto in una fase di mercato che continua ad essere associata a rischi elevati.

Per il secondo anno consecutivo i fondi aperti tedeschi vedono diminuire il loro patrimonio, questo rallentamento consolida ulteriormente il divario dei riservati tedeschi su quelli aperti. Nel 2011 il patrimonio dei fondi immobiliari aperti tedeschi era quattro volte quello dei riservati. Se il 2023 si era chiuso con un valore dei portafogli immobiliari di oltre 160 e circa 131 miliardi di euro rispettivamente per i riservati e gli aperti, nel 2024 i patrimoni si sono attestati a 161,8 e 122,5 miliardi di euro.

Al primo trimestre dell'anno in corso tale divario si è ulteriormente accentuato: i riservati hanno raggiunto un patrimonio di oltre 162,6 miliardi di euro contro i 120 miliardi di euro dei fondi aperti. Il patrimonio dei fondi riservati tedeschi è cresciuto di 0,8 punti percentuali rispetto ai dodici mesi precedenti, nel 2022 la variazione era stata a doppia cifra. Il numero dei veicoli resta stabile a 194, determinando una crescita del patrimonio medio da 827 a 834 milioni di euro.

I fondi immobiliari riservati sono costituiti e gestiti da una società di gestione degli investimenti (società di gestione di Oicvm e/o Aifm), per conto degli investitori che partecipano al fondo attraverso l'emissione di titoli di investimento, detti anche quote di fondi. Questi investimenti sono generalmente emessi e rimborsati su base continuativa. La società di gestione, denominata Master-Kvg, è autorizzata e controllata dall'Autorità federale di vigilanza finanziaria tedesca (BaFin) e autorizzata ai sensi della legge tedesca sugli investimenti.

Gli investitori sono coinvolti solo nel rispettivo fondo immobiliare e non nella società di investimento, per tale motivo le società possono gestire un numero qualsiasi di veicoli. I fondi riservati possono essere istituiti per un unico grande investitore o per una molteplicità di

investitori, anche se di solito il numero degli investitori è limitato. Questa peculiarità dei fondi speciali ne costituisce un punto di forza. Nonostante l'attuale situazione economica, un ritiro di grandi volumi è molto improbabile perché gli investitori dovrebbero sostenere loro stessi le perdite di valore derivanti da eventuali "vendite forzate". Poiché l'investitore è noto alla società del fondo, può invece discutere individualmente e attuare una procedura adeguata alla situazione specifica. Eventuali rischi di liquidità sono quindi di fatto limitati. Il modello Master-Kvg è interessante per i gestori patrimoniali internazionali perché consente di gestire un fondo di investimento tedesco senza costituire una società di gestione tedesca; tale piattaforma di investimento è anche molto utilizzata dagli investitori istituzionali teutonici, principalmente compagnie assicurative, che dispongono già di un fondo riservato tedesco. Il modello Master-LAMal fornisce a tali investitori uno strumento utile per eleggere i gestori patrimoniali migliori o preferiti per ciascuna delle loro classi di attività. Gli investitori internazionali, la maggior parte dei quali non dispone di una società di gestione tedesca, per effetto della crisi finanziaria e di liquidità attuali, si sono quasi completamente ritirati dai fondi aperti tedeschi, orientando le proprie scelte di investimento verso i fondi riservati. Dopo un periodo di stagnazione nel biennio 2019/2020, la percentuale di investitori esteri è tornata ad aumentare raggiungendo un quarto del patrimonio netto dei fondi riservati. Il portafoglio dei fondi riservati tedeschi, di cui oltre il 90% è localizzato all'interno dell'Europa, è costituito per circa il 60% dei volumi complessivi da uffici e retail; una quota consistente è rappresentata dal residenziale, oltre il 16%.

Tra i fondi con focus residenziale, Wertgrund WohnSelect D, lanciato nel 2010, è rivolto a gestori patrimoniali, family office e banche private; ha in portafoglio asset in località tedesche, come Berlino, Bonn, Dresda, Düsseldorf, Frechen, Ingolstadt, Colonia, Lipsia, Münster, Troisdorf e Ulm. Il fondo di investimento alternativo pubblico nazionale aperto è gestito da WohnSelect Kapitalverwaltungsgesellschaft. Wertgrund WohnSelect D nei prossimi anni integrerà la sua attuale strategia, focalizzata esclusivamente su immobili residenziali tedeschi già esistenti, acquisendo anche progetti di sviluppo in località consolidate.

Tra i suoi obiettivi futuri (anche se l'attività in tal senso è stata avviata già a partire dal 2020) si trova destinare una quota significativa delle unità residenziali di nuova costruzione al segmento dei canoni calmierati. Il portafoglio immobiliare del fondo comprende attualmente oltre duemila unità residenziali con una superficie abitabile complessiva di circa 122 mila mq e 108 unità commerciali con circa diciassette mila metri quadrati di superficie utilizzabile. A marzo 2024 è stato lanciato Wertgrund MarktChancen (Wohnen), un nuovo Fia pubblico nazionale come complemento strategico di

Wertgrund WohnSelect D. Il fondo investirà inizialmente in immobili tedeschi di nuova costruzione, la cui età non dovrà essere superiore a tre anni, nonché in progetti di sviluppo e terreni non edificati per i propri progetti di sviluppo. Dopo aver costruito un portafoglio immobiliare ampiamente diversificato, l'attenzione sarà rivolta alla generazione di redditi da locazione regolari e all'apprezzamento del capitale a lungo termine.

Nella selezione di progetti di sviluppo e terreni non edificati da acquisire, la società pone particolare attenzione alla garanzia che questi immobili si inseriscano nel portafoglio esistente del fondo una volta completati. I criteri per questo, così come per l'acquisizione degli immobili stessi, includono la loro redditività sostenibile, una struttura equilibrata degli inquilini e la diversificazione per posizione, dimensioni e utilizzo. Gli usi commerciali sono possibili, ma non rappresentano il focus dell'investimento.

Fondi immobiliari inglesi

In un contesto economico contraddistinto dal rallentamento della crescita e da forti incertezze globali, la Banca d'Inghilterra a maggio 2025 ha abbassato i tassi d'interesse di un quarto di punto, come previsto dai mercati, portandoli al 4,25%. Si tratta del quarto taglio del tasso policy (Bank Rate) dall'estate scorsa. La decisione è stata motivata dal calo dell'inflazione - che è scesa al 2,6% a marzo - e dal rallentamento della crescita degli ultimi dati macroeconomici. La Banca d'Inghilterra prevede che nel terzo trimestre l'inflazione possa aumentare temporaneamente raggiungendo il 3,5%, a causa dei picchi dei prezzi dell'energia, per poi ridursi nuovamente e iniziare una discesa graduale. Sul fronte della crescita, le prospettive restano contenute: si stima un incremento dell'1% nel 2025 e dell'1,25% nel 2026, segnale di una ripresa ancora fragile. Si prevede che, in assenza di eventi imprevisti, la Banca d'Inghilterra effettuerà altri tre interventi al ribasso entro la fine dell'anno, portando potenzialmente i tassi al 3,75-3,5%. Immediata la reazione dei mercati dopo il taglio dei tassi d'interesse: il Ftse 100 e la sterlina hanno subito guadagnato terreno. La sterlina ha toccato i massimi sull'euro, mentre i rendimenti dei titoli di stato a dieci anni sono saliti al 4,51%, segnando un incremento di cinque punti base, nella prospettiva di un minor numero di tagli in futuro. La Bank of England ha proceduto con maggiore cautela rispetto alla Bce e alla Federal Reserve, in primis per il timore di alimentare pressioni inflazionistiche persistenti ma anche per l'incertezza legata alle variabili economiche influenzate dalle dinamiche internazionali: un fattore di preoccupazione - ancora connotato da una forte instabilità e mancanza di chiarezza su modalità d'applicazione, metodi di calcolo e tempistiche d'azione - resta l'impatto dei dazi imposti dall'amministrazione Trump sugli scambi commerciali e sulle catene di approvvigionamento globali, che

potrebbero generare un'impennata dei prezzi. A fine maggio si registra una fase nervosa delle trattative: l'attenzione del mercato è concentrata su una sentenza della corte statunitense che ha bloccato molti dei dazi applicati dal presidente Trump, creando nuova incertezza sulla politica commerciale globale. Parallelamente, nel Regno Unito, il Segretario agli Affari Jonathan Reynolds spinge per accelerare un accordo commerciale con gli Stati Uniti, con tagli dei dazi sui beni britannici ancora in attesa dell'approvazione da parte del presidente americano. La sentenza della corte potrebbe influenzare il contesto, anche se il suo impatto sull'accordo non è ancora ben definito. Nel frattempo, il governo britannico ha proposto nuove regole che richiedono ai fondi pensione di investire in maniera più consistente nei mercati privati e nei progetti locali, puntando a 27,5 miliardi di sterline in nuovi investimenti. Il piano, che include il raggruppamento di 1,3 trilioni di sterline in attività pensionistiche, al momento sta incontrando resistenze da parte dei gestori di fondi che lo avvertono come un conflitto nei confronti degli interessi dei clienti. I fattori esogeni ed endogeni che interessano gli ambiti economici, politici e sociali influenzano inevitabilmente il mercato immobiliare britannico.

I dati di febbraio 2025 evidenziano il delicato equilibrio all'interno del mercato immobiliare del Regno Unito: prezzi delle case, dopo l'incremento dello 0,6% di gennaio, sono scesi dello 0,1% a febbraio 2025 deludendo le aspettative di incremento dello 0,5%. La crescita annuale rimane al 2,9% invariata rispetto a gennaio, contro attese per un incremento del 3,1%. Il mercato ha inoltre registrato nei primi mesi del 2025 una accelerata per la sottoscrizione di nuovi mutui prima delle modifiche della Stamp Duty Land Tax; inevitabilmente la domanda si è progressivamente contratta con l'avvicinarsi della scadenza di aprile, non essendoci più i tempi necessari per concludere la compravendita. Sebbene la crescita dei prezzi delle case abbia nel complesso rallentato, l'attività di mercato rimane forte e paragonabile ai livelli pre-pandemia, dimostrando una resilienza tra gli acquirenti che è stata evidente di fronte a costi di prestito più elevati. Mentre queste sfide di accessibilità persistono, la continua carenza di offerta di alloggi unita a una domanda sostenuta suggerisce che i prezzi degli immobili continueranno a salire nel 2025, anche se a un ritmo più contenuto rispetto al 2024.

Ulteriore fattore i cui effetti incidono sul comparto è rappresentato dalla normativa fiscale. Nel Regno Unito, a partire dal 6 aprile 2025, è stato abolito il regime "Res Non Dom" influenzando le dinamiche del mercato immobiliare e degli investimenti, che prevede l'eliminazione graduale del regime fiscale dei non-dom, ossia dei residenti del Regno Unito la cui residenza permanente - o domicilio - è al di fuori del Paese ai fini fiscali. Prima della sua attuazione, tali

soggetti potevano risiedere nel Regno Unito senza essere tassati sui propri redditi prodotti all'estero. La riforma stabilisce che a partire dall'aprile 2025, per i primi quattro anni dopo il trasferimento nel Regno Unito, le persone fisiche potranno usufruire di tale regime ma se rimarranno oltre questo periodo, saranno soggetti alla stessa tassazione degli altri residenti. A coloro che detenevano lo status di non-dom è stato concesso un periodo di transizione di due anni durante il quale saranno incoraggiati a trasferire tali importi nel sistema britannico. Si stima che l'eliminazione dello status di non-dom possa generare un gettito di 2,7 miliardi di sterline l'anno entro il biennio 2028-2029.

Le criticità prodotte dall'andamento altalenante degli indicatori economici si ripercuotono inevitabilmente sul comparto dei fondi immobiliari inglesi che al 31 dicembre 2024 mostrano Nav in contrazione con flessioni a due cifre. Attivi 41 fondi immobiliari (nove in meno rispetto a fine 2023, complice il trend di sospensioni, chiusure e acquisizioni di fondi in difficoltà da parte di fondi immobiliari più solidi), con un patrimonio complessivo di 53 miliardi di euro, in contrazione del 13,3% sul 2023 quando si erano registrati poco più di 59 miliardi di euro, decremento che raggiunge il 17,2% se il confronto è tra valori espressi in

sterline, quasi 42,6 miliardi di sterline nel 2024 rispetto al 2023 quando si erano registrati quasi 51,5 miliardi di sterline, per effetto del puro cambio valuta. In lieve crescita (5,7%) la dimensione media del patrimonio che è passato da 1,18 miliardi di euro nel 2023 a 1,25 miliardi nel 2024 percentuale che si riduce

allo 0,9% se il confronto è tra valori espressi in sterline (1,03 miliardi di sterline raggiunti nel 2023 a 1,04 miliardi di sterline del 2024).

La categoria predominante si conferma quella dei fondi bilanciati che conta 24 veicoli attivi (due in meno rispetto al 2023), nella quale si concentra circa il 57% del Nav totale, con un patrimonio complessivo del valore di quasi 29,4 miliardi di euro e un lieve decremento di circa il 5% rispetto al 2023. Si conferma la tenuta positiva dei fondi long income, oltre il 26% del Nav totale, la cui strategia punta alla realizzazione di rendimenti più elevati: dieci veicoli (uno in meno rispetto al 2023) e un patrimonio complessivo di quasi 13,5 miliardi di euro, in flessione (oltre il 16%) rispetto al 2023.

Seguono i fondi specializzati che contribuiscono al 17% del Nav totale, pari a oltre 8,6 miliardi di euro, in netta flessione rispetto al 2023 (-34%) e sette veicoli attivi. La riduzione del numero di veicoli è in parte motivata da alcune chiusure registrate nel corso dell'anno: a giugno Lothbury ha confermato la liquidazione del fondo immobiliare aperto britannico Lothbury Property Trust da 850 milioni di sterline di patrimonio, decisione motivata dalle mutevoli esigenze di investimento dei regimi pensionistici a prestazione definita. Mentre, con effetto dal 27 settembre, Grosvenor Group Limited ha

deciso di sciogliere il suo fondo Grosvenor London Office Fund. Si assisterà invece nel secondo semestre 2025 agli sviluppi generati dalla decisione presa da Legal & General Group di modificare la politica di investimento del Fondo Legal & General Property Fund per consentire al veicolo di investire una percentuale maggiore del proprio patrimonio in asset globali legati alla proprietà, come i fondi comuni di investimento immobiliare (Reit). Questo cambiamento consentirà al Fondo di modificare l'attuale composizione del portafoglio riducendo la propria esposizione diretta al settore immobiliare del Regno Unito, dall'80% al tipico 45%, e aumentando la propria esposizione indiretta al settore immobiliare globale tramite Reit.

Il patrimonio dei primi dieci fondi immobiliari della Gran Bretagna al 31 dicembre 2024 si attesta a poco più di 28,5 miliardi di euro, con un decremento del 7,3% rispetto al 2023 quando erano stati raggiunti quasi 31 miliardi di euro, flessione che si rafforza attestandosi all'11,5% se i valori vengono espressi in sterline (quasi 23,7 miliardi di sterline a fine 2024 rispetto agli oltre 26,7 del 2023). Confermati seppure con ordine leggermente differente i veicoli presenti sul podio a fine 2023: M&G Secured Property Income Fund, fondo long income, viene scalzato dal primo posto della classifica e si posiziona in terza posizione registrando una flessione del Nav espresso in euro del 4,5% (del 8,9% se espresso in sterline).

Il fondo bilanciato Legal & General Managed Property Fund, guadagnando una posizione, diventa il veicolo di maggiori dimensioni con un patrimonio di oltre 4,5 miliardi di euro, con un incremento a due cifre sull'anno precedente (21,7% rispetto ai poco più di 3,7 miliardi di euro del 2023), crescita che si riduce al 16,1% se i valori sono espressi in sterline. Il fondo investe in uffici, immobili commerciali, industriali e residenziali localizzati nel Regno Unito. Il portafoglio immobiliare diretto è concentrato

prevalentemente nel settore industriale (40,3%) seguito da quello degli uffici (15%), degli hotel (12,5%), del leisure (7,6%), del retail extraurbano (7,5%), del Build to Rent residenziale (7,1%), del self-storage (4,7%), dei supermercati (3,3%) e infine del retail nelle High Street (1,9%). Il Fondo partecipa al rating Gresb, lo standard globale per il benchmarking Esg e reporting per le società immobiliari quotate, fondi di proprietà privata, sviluppatori e investitori che investono direttamente nel settore immobiliare, che quindi permette di misurare come le tematiche Esg siano complessivamente integrate nella gestione e nelle pratiche di aziende e fondi.

Segue, al secondo posto, il bilanciato Royal London Uk Real Estate Fund che guadagna un gradino nella classifica con un patrimonio di poco più di quattro miliardi di euro (quasi 3,7 miliardi di euro a fine 2023) registrando una crescita del 10,5% (5,4% se i valori sono

espressi in sterline). Il fondo investe nei principali settori immobiliari del Regno Unito, con l'obiettivo di consolidare un portafoglio bilanciato con una forte attenzione agli asset di prima qualità a Londra e nell'area Sud-Est.

I rendimenti dei primi dieci fondi immobiliari britannici si collocano complessivamente sul 4,7% (con un range variabile fra il 3,4 e il 5,5%), in lieve flessione rispetto al dato del 4,9% registrato nel 2023. L'asset allocation nel corso del 2024 ha subito alcune variazioni. In leggera contrazione le quote di superfici dedicate alla residenza e quelle ad uso commerciale (per entrambe intorno al -4%), che si attestano rispettivamente al 22% (23% nel 2023) e al 35% (36,5% nel 2023). Una lieve crescita (2,7%) interessa la quota dedicata agli uffici che passa dal 18,5% del 2023 al 19%. Segue la percentuale di spazi dedicati alla logistica/industriale che passa dal 14,5% del 2023 al 15,5% a fine 2024, confermando l'interesse per gli immobili di tipo industriale sostenuti da solidi fondamentali in materia di locazione grazie alla costante domanda di spazi per lo stoccaggio delle merci richiesto dall'e-commerce. L'incremento maggiore (13,3%) lo registra la componente relativa agli spazi dedicati alle funzioni specializzate nei servizi, dalle infrastrutture agli spazi per la ricerca, fino a quelli per il tempo libero che registrano l'8,5% (7,5% nel 2023). In un contesto di politiche monetarie in evoluzione e incertezze globali, per gli investitori, nel formulare previsioni future, è fondamentale adottare un approccio prudente e diversificato. La situazione attuale fotografa un'economia britannica in affanno, colpita dalle preoccupazioni per il programmato aumento delle tasse per i datori di lavoro, dal rischio di una guerra commerciale globale indotta dal Presidente Trump e dall'aumento dei costi. Il debito pubblico si colloca al 101,8% del Pil, in crescita rispetto all'85,7% nel 2019. Da inizio 2025, il Paese ha assistito a due fasi di picchi del costo dell'indebitamento, il secondo dei quali è avvenuto dopo l'ufficializzazione della nuova politica commerciale Usa. Tale circostanza ha indotto il Governo britannico ad una ancora più attenta politica di risanamento dei conti, ritenuta la condizione essenziale per una nuova fase di crescita economica sostenuta. A fine marzo sono stati annunciati

tagli al welfare e riforme strutturali a sostegno delle finanze pubbliche, oltre ad essere confermate l'incremento della spesa per la difesa, che salirà al 2,5% del Pil entro il biennio 2029-2030: una serie di misure drastiche per risanare le finanze pubbliche del Regno Unito, rese fragili dall'aumento dei costi di indebitamento e dalla crescita economica stagnante causata dall'incertezza globale. Nella dichiarazione di primavera - alla luce delle previsioni di crescita per il 2025 formulate dall'Ufficio per la responsabilità di bilancio - il governo aveva evidenziato come senza un intervento immediato sarebbe fallito l'obiettivo di pareggio di bilancio entro il biennio

2029-2030. Il piano include tagli profondi al welfare, riduzioni dei fondi per Whitehall e un aumento degli investimenti in infrastrutture e difesa, con l'obiettivo di trasformare un buco da 4,1 miliardi di sterline (4,9 miliardi di euro) in un surplus da 9,9 miliardi di sterline (11,8 miliardi di euro) entro cinque anni. Tra le misure più controverse: il taglio del 50% delle indennità sanitarie legate al credito universale, il congelamento delle stesse e una riforma del sistema

dei pagamenti per le disabilità, che dovrebbe lasciare senza sussidi 370 mila persone attualmente beneficiarie e impedire in futuro l'accesso ai fondi ad altri 430 mila cittadini. Il risultato dovrebbe condurre ad un impatto medio negativo di 4.500 sterline (5.388 euro) l'anno per i soggetti coinvolti, mentre oltre 3,2 milioni di famiglie perderanno in media 1.720 sterline (2.059 euro) l'anno, con circa 250 mila persone a rischio povertà relativa entro il biennio 2029-2030. La Dichiarazione di bilancio esplicita, inoltre alcune proposte di riforme urbanistiche che dovrebbero contribuire a far crescere il Pil del Regno Unito dello 0,4% nel prossimo decennio, nello specifico dovrebbero aumentare il Pil dello 0,2% entro il biennio 2029-2030, ovvero 6,8 miliardi di sterline aggiuntive, e dello 0,4% nei prossimi dieci anni, con un impatto di ulteriori 15,1 miliardi di sterline. A sostegno di queste previsioni, la revisione al rialzo delle stime di crescita economica realizzate dall'Obr a partire dal 2026: più 1,9% nel 2026, più 1,8% nel 2027, più 1,7% nel 2028 e più 1,8% nel 2029.

Ad integrazione a quanto prospettato a fine marzo, a maggio il Governo ha annunciato l'arrivo di ulteriori 113 miliardi di sterline (134 miliardi di euro) di investimenti ottenuti dalla revisione della spesa pubblica che rappresenterà inoltre una risposta ai mercati, dimostrando la volontà del Regno Unito di investire nella crescita e nell'occupazione, contribuendo ad attrarre investimenti privati. La manovra si pone come obiettivo la costruzione di catene di approvvigionamento nel Paese: la sanità e la difesa saranno i settori che riceveranno maggiori fondi. Sono inoltre previsti nuovi investimenti a lungo termine per la costruzione di carceri e la realizzazione della centrale nucleare di Sizewell. Alla luce delle dinamiche in atto, diventa complesso formulare un'ipotesi sull'andamento del comparto dei fondi immobiliari nel medio-lungo periodo. Nonostante il Regno Unito abbia rappresentato per anni uno dei principali paesi finanziari a livello mondiale - sostenuto dal settore dei servizi, dalle strutture di governance, dal solido diritto societario, dalla dimensione del mercato e dal ruolo di Londra come hub finanziario globale - non può rimanere indenne dalle criticità indotte dalle turbolenze presenti a livello locale e internazionale, in un contesto geopolitico e commerciale sempre più complesso.

Ulteriore criticità è rappresentata dal fermento che attraversa la Gran Bretagna a livello politico. Il 17 luglio 2024 si è insediato, dopo

quattordici anni di guida conservatrice, il nuovo governo laburista, con un programma che ha confermato il Manifesto elettorale il cui obiettivo di rilanciare radicalmente la Gran Bretagna partendo dalla ricostruzione della fiducia nei confronti delle istituzioni pubbliche e in particolare del governo. È stato introdotto un disegno di legge che obbliga il governo a chiedere un parere indipendente dell'Obr su ogni provvedimento fiscale o di spesa che valga oltre l'1% del Pil britannico, inserendo il cosiddetto "fiscal lock", una sorta di vincolo esterno sui provvedimenti di spesa del governo. Tra i vari intenti espressi nel programma, attenzione è stata riservata al rilancio dei legami tra Uk e Ue, e proprio il 19 maggio, al primo summit dallo strappo di Brexit, è stato siglato l'accordo tra Regno Unito e Unione Europea che si traduce in passi avanti sostanziali nei rapporti bilaterali dopo lunghi negoziati.

Ulteriore elemento d'instabilità è rappresentato dal partito Reform, che intende sostituire i Tories come partito di opposizione e ambisce ad essere al potere entro il 2029, portando alla fine del tradizionale duopolio laburisti-conservatori. Se nel 2024 le elezioni politiche che hanno portato al governo il Labour di Keir Starmer avevano rappresentato un referendum contro i conservatori, ora l'elettorato deluso dai laburisti si rivolge all'unica alternativa rimasta, ossia la destra populista. Certamente a sostegno gioca il fatto che l'immigrazione, uno tra i temi cardine del programma di Reform, è tornata ad essere una delle preoccupazioni principali degli elettori ma in realtà si tratta di un'onda lunga che arriva da lontano, dai quasi vent'anni successivi alla crisi finanziaria che ha dato l'avvio al deterioramento delle condizioni di vita della popolazione, in particolare della classe lavoratrice; un disagio manifestatosi in modo concreto nel 2016, con il voto in favore della Brexit, al quale la classe politica non ha fornito una vera risposta.

Fondi Immobiliari Italiani

Il comparto dei fondi immobiliari italiani continua a crescere in modo sostenuto; il suo peso sul resto dei veicoli europei ammonta a oltre il 13%. Sulla base dei dati delle semestrali e delle indicazioni dei gestori, il Nav a fine 2024 ha raggiunto 121,5 miliardi di euro, con un incremento del 6,6% sull'anno precedente. La crescita ha riguardato prevalentemente i fondi chiusi riservati agli investitori professionali. Il patrimonio immobiliare detenuto direttamente dai 675 fondi attivi arriva a 139 miliardi di euro, con un incremento del 6,1% sul 2023. Le previsioni per il 2025 sono per un incremento del Nav del 5,3% e del patrimonio del 5%, il numero dei veicoli potrebbe raggiungere le 700 unità.

L'indebitamento del sistema fondi pari a 59 miliardi di euro è in lieve flessione prossimo al 43% di incidenza sul patrimonio. La performance (Roe), pur rappresentando la media di realtà molto

diversificate, è scesa di dieci punti base a 1,8%.

Come riportato sul “Rapporto sulla stabilità finanziaria” del mese di aprile 2025 di Banca D’Italia, “A differenza della maggior parte dei fondi europei, in base alla vigente normativa quelli italiani sono costituiti in forma chiusa e non sono quindi soggetti al rischio di liquidità derivante da elevate richieste di rimborso. Il rischio che alla scadenza le valutazioni del portafoglio immobiliare dei fondi divergano in modo significativo dai valori di mercato si conferma ridotto”.

L’asset allocation del patrimonio gestito italiano ha visto variare il peso dei vari comparti: in crescita il residenziale e il ricettivo.

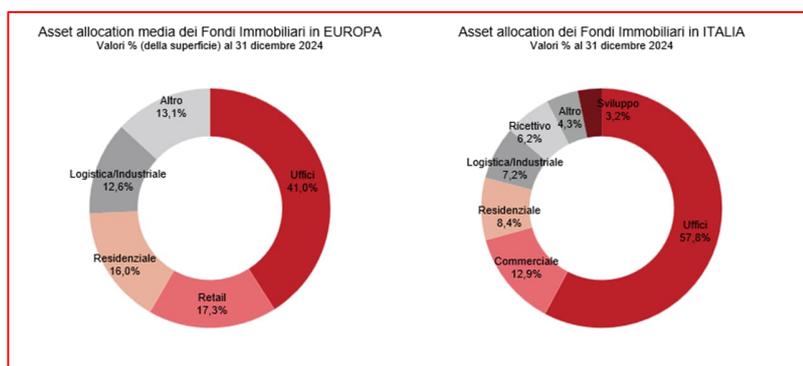
Le prospettive per il 2025, sulla base delle indicazioni raccolte tra le Sgr, sono di un cauto ottimismo, con incremento delle masse gestite e diversificazione dei portafogli rispetto alla composizione attuale. Sono stati rilevati i dati relativi alle Sgr partecipanti al Gruppo di Lavoro. La stima del fatturato complessivo delle Sgr nazionali ammonta a 420 milioni di euro nel 2024, con circa 1.220 addetti (di cui 600 donne e 620 uomini).

Attualmente il patrimonio ammonta a 139 miliardi di euro detenuto da 60 Sgr e 675 fondi immobiliari. Le prime venticinque Sgr per numero di fondi immobiliari gestiti possiedono circa 650 veicoli, oltre il 97% del totale.

Il valore del patrimonio medio per le società di gestione è di oltre 2,3 miliardi di euro, rispetto ai 12 mesi precedenti il dato è stato rivisto al rialzo (oltre 6%) per effetto del consolidamento nel patrimonio gestito di nuove società e veicoli; ma se si considerano le prime venticinque Sgr che detengono la quasi totalità dei fondi, il patrimonio medio delle Sgr vale 2,4 volte (oltre 5,5 miliardi di euro).

Secondo quanto riportato sul “Rapporto sulla stabilità finanziaria” del mese di aprile 2025 di Banca D’Italia, “Gli investitori nei fondi istituiti nel 2024 sono stati quasi esclusivamente italiani (40%) e dell’area dell’euro (50%), soprattutto imprese non finanziarie e altri fondi”.

Gli acquisti nel corso dell’anno sono stati pari a 2,3 miliardi di euro (in diminuzione di oltre quattro punti percentuali su base annua) a fronte di 1,5 miliardi di euro di dismissioni (stabili rispetto all’anno precedente). Nell’ambito delle acquisizioni risulta in crescita l’interesse per il ricettivo, stabili o in lieve calo gli altri comparti; le dismissioni hanno interessato soprattutto gli uffici (complessivamente oltre il 45% degli scambi).



Fonte: dati Scenari Immobiliari

1.1.2 Il mercato immobiliare di riferimento

Quadro macroeconomico²

Quadro generale

Nella riunione del 5 giugno 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In particolare, la decisione di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ovvero il tasso con il quale il Consiglio direttivo orienta la politica monetaria, si è basata sulla valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria.

L'inflazione si attesta attualmente intorno all'obiettivo del 2% a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. Nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche, formulate a giugno 2025 dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, l'inflazione complessiva si collocherebbe in media al 2% nel 2025, all'1,6% nel 2026 e al 2% nel 2027. Rispetto alle proiezioni di marzo 2025, le revisioni al ribasso di 0,3 punti percentuali per il 2025 e il 2026 riflettono principalmente le ipotesi di prezzi dell'energia inferiori e di un rafforzamento dell'euro. Gli esperti si attendono che l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare si porti in media al 2,4% nel 2025 e all'1,9% nel 2026 e nel 2027, sostanzialmente invariata da marzo.

Per quanto riguarda la crescita del PIL in termini reali, secondo gli esperti si collocherebbe in media allo 0,9% nel 2025, all'1,1% nel 2026 e all'1,3% nel 2027. La proiezione di crescita invariata per il 2025 riflette un andamento nel primo trimestre più vigoroso rispetto alle attese, associato a prospettive più deboli per il resto dell'anno. Secondo le proiezioni, seppure l'incertezza relativa alle politiche

² Fonte: Bollettino Economico BCE 4/2025

commerciali graverebbe sugli investimenti delle imprese e sulle esportazioni, soprattutto nel breve termine, l'incremento degli investimenti pubblici in difesa e infrastrutture sosterrà sempre più la crescita nel medio periodo. L'aumento dei redditi reali e un mercato del lavoro robusto consentiranno alle famiglie di spendere di più. Insieme a condizioni di finanziamento più favorevoli, ciò dovrebbe aumentare la capacità di tenuta dell'economia agli shock mondiali. In un contesto di elevata incertezza, gli esperti dell'Eurosistema hanno inoltre analizzato alcuni dei meccanismi attraverso cui politiche commerciali differenti potrebbero influire su crescita e inflazione, sulla base di scenari alternativi formulati a scopo illustrativo. Tali scenari saranno pubblicati unitamente alle proiezioni degli esperti sul sito Internet della BCE. In questa analisi di scenario, un ulteriore acuirsi delle tensioni commerciali nei prossimi mesi determinerebbe livelli di crescita e di inflazione inferiori a quelli dello scenario di base delle proiezioni. Al contrario, se le tensioni commerciali dovessero risolversi con esito favorevole, la crescita e, in misura minore, l'inflazione sarebbero superiori rispetto allo scenario di base.

Secondo la maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo, l'inflazione si attesterebbe stabilmente intorno all'obiettivo del 2% a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. La dinamica salariale, seppur ancora elevata, continua a mostrare un'evidente moderazione e i profitti ne stanno parzialmente assorbendo l'impatto sull'inflazione. Si sono attenuati i timori che l'accresciuta incertezza e la risposta volatile dei mercati alle tensioni commerciali di aprile avrebbero avuto un effetto restrittivo sulle condizioni di finanziamento.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sul suo obiettivo del 2% a medio termine. Soprattutto nelle attuali condizioni caratterizzate da eccezionale incertezza, l'orientamento di politica monetaria adeguato sarà definito seguendo un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono adottate di volta in volta a ogni riunione. Le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di interesse saranno basate sulla sua valutazione delle prospettive di inflazione, considerati i nuovi dati economici e finanziari, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

Attività economica

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'economia è cresciuta dello 0,3% nel primo trimestre del 2025. Il tasso di disoccupazione, al 6,2% ad aprile, è al livello più basso dall'introduzione dell'euro, mentre

l'occupazione è aumentata dello 0,3% nel primo trimestre dell'anno, in base alla stima rapida.

Le prospettive per la crescita economica dell'area dell'euro sono offuscate dalle tensioni commerciali e dall'elevata incertezza a livello mondiale. Considerando l'intero anno 2025, tali effetti sarebbero in parte compensati da un'attività economica più vigorosa del previsto nel primo trimestre, che probabilmente riflette almeno in parte l'anticipo delle esportazioni effettuato in previsione di dazi più elevati.

Nel medio periodo l'attività economica sarebbe sostenuta dalle nuove misure di bilancio annunciate di recente. Lo scenario di base delle proiezioni di giugno 2025 ipotizza che i dazi statunitensi sui beni dell'UE, saliti al 10%, rimangano in vigore nell'intero orizzonte temporale di proiezione. Unitamente all'elevata incertezza sulle politiche commerciali e al recente apprezzamento dell'euro, i dazi più elevati incideranno sulle esportazioni, sugli investimenti e, in misura minore, sui consumi

dell'area dell'euro. Per contro, i nuovi stanziamenti pubblici per infrastrutture e difesa, soprattutto in Germania, dovrebbero stimolare la domanda interna dell'area a partire dal 2026. Nel complesso, permangono i presupposti per un rafforzamento della crescita del PIL dell'area nell'orizzonte temporale di proiezione. In particolare, l'aumento dei salari reali e dell'occupazione, condizioni di finanziamento meno restrittive, soprattutto per effetto delle recenti decisioni di politica monetaria, e un recupero della domanda esterna più avanti nel periodo di riferimento dovrebbero, congiuntamente, sostenere una graduale ripresa. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2025, le prospettive per la crescita del PIL non sono state riviste per l'anno in corso, giacché dati più recenti migliori del previsto sarebbero ampiamente compensati dagli effetti delle tensioni commerciali e dall'apprezzamento dell'euro. Le tensioni commerciali e il rafforzamento del cambio hanno invece determinato una revisione al ribasso della crescita per il 2026, mentre il tasso indicato per il 2027 resta invariato.

In linea con le proiezioni formulate a giugno 2025, i dati desunti dalle indagini segnalano nel complesso prospettive più deboli nel breve termine. Nonostante il rafforzamento del settore manifatturiero, sostenuto anche dall'anticipo degli scambi in vista dell'aumento dei dazi, il settore dei servizi, maggiormente orientato verso l'interno, registra un rallentamento. Ci si attende che l'aumento dei dazi e il rafforzamento dell'euro rendano più difficili le esportazioni delle imprese e che l'elevata incertezza gravi sugli investimenti.

Al tempo stesso, diversi fattori sostengono la capacità di tenuta dell'economia e dovrebbero stimolare la crescita nel medio periodo. Il vigore del mercato del lavoro, l'incremento dei redditi reali, la solidità dei bilanci del settore privato e le condizioni di finanziamento

più favorevoli, anche grazie ai passati tagli dei tassi di interesse decisi dal Consiglio direttivo, dovrebbero nell'insieme aiutare i consumatori e le imprese a far fronte alle ripercussioni di un contesto mondiale variabile. Le misure annunciate di recente per maggiori investimenti in difesa e infrastrutture dovrebbero inoltre promuovere la crescita.

Nell'attuale contesto geopolitico è ancora più urgente che le politiche strutturali e di bilancio accrescano la produttività, la competitività e la capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro. L'iniziativa della Commissione europea denominata Bussola per la competitività rappresenta un piano di azione concreto, le cui proposte, tra cui quelle sulla semplificazione, andrebbero attuate prontamente.

In questo contesto rientra il completamento dell'Unione dei risparmi e degli investimenti, secondo una tabella di marcia chiara e ambiziosa. È inoltre importante definire rapidamente il quadro legislativo da applicare in vista della possibile introduzione di un euro digitale. I governi dovrebbero assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche in linea con il quadro della governance economica dell'UE, nonché dare priorità alle riforme strutturali e agli investimenti strategici volti a favorire la crescita.

Inflazione

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a maggio l'inflazione sui dodici mesi è scesa all'1,9%, dal 2,2% di aprile. L'inflazione relativa alla componente energetica si è mantenuta al -3,6%, mentre quella dei beni alimentari è salita al 3,3%, dal 3% del mese precedente. L'inflazione dei beni è rimasta invariata allo 0,6%, mentre quella dei servizi è scesa al 3,2%, dal 4% di aprile. L'impennata dell'inflazione dei servizi di aprile è riconducibile principalmente al rincaro maggiore delle attese dei servizi di viaggio nel periodo delle vacanze pasquali.

Le misure dell'inflazione di fondo suggeriscono in prevalenza che l'inflazione si stabilizzerà durevolmente sull'obiettivo del 2% a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. Il costo del lavoro registra una graduale moderazione, come indicato dai dati aggiornati sui salari contrattuali e dai dati nazionali disponibili sul

costo del lavoro per dipendente. L'indice salariale della BCE segnala un ulteriore rallentamento delle retribuzioni contrattuali nel 2025, mentre le proiezioni formulate a giugno 2025 indicano una flessione della crescita salariale su un livello inferiore al 3% nel 2026 e nel 2027. Se da un lato i prezzi dell'energia più contenuti e il rafforzamento dell'euro esercitano pressioni al ribasso sull'inflazione nel breve periodo, dall'altro lato nel 2027 l'inflazione dovrebbe tornare in linea con l'obiettivo.

Le aspettative di inflazione a breve termine dei consumatori sono aumentate ad aprile 2025, probabilmente di riflesso alle notizie relative alle tensioni commerciali.

Tuttavia, le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continuano ad attestarsi prevalentemente intorno al 2%, sostenendo la stabilizzazione dell'inflazione intorno all'obiettivo del Consiglio direttivo.

L'inflazione complessiva, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), resterà probabilmente al di sotto del 2% nel breve periodo, ma dovrebbe tornare all'obiettivo nel medio termine. Secondo gli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione si ridurrebbe nel corso del 2025 e raggiungerebbe il minimo dell'1,4% nel primo trimestre del 2026, per poi riportarsi al 2% nel 2027. La diminuzione dell'inflazione complessiva nel corso del 2025 sarebbe in parte riconducibile a tassi negativi dell'inflazione per i beni energetici, a seguito del recente calo dei corsi petroliferi e dei prezzi all'ingrosso del gas naturale. Ci si aspetta che l'inflazione resti negativa per la componente energetica fino al 2027, quando entreranno in vigore nuove misure di mitigazione del cambiamento climatico nell'ambito del nuovo sistema dell'UE per lo scambio di quote di emissione (ETS2).

Dopo un temporaneo incremento nel secondo trimestre del 2025, l'inflazione dei beni alimentari si dovrebbe ridurre, portandosi leggermente al di sopra del 2% nel 2027. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe registrare una diminuzione, riconducibile alla componente dei servizi, via via che si esauriscono gli effetti degli aggiustamenti di prezzo ritardati per alcune voci, si attenuano le pressioni salariali e il calo delle quotazioni energetiche si trasmette lungo la catena di formazione dei prezzi. La crescita salariale continuerebbe a mostrare un profilo discendente con il venir meno delle spinte al

recupero delle passate perdite di reddito reale. Assieme a una ripresa della crescita della produttività, ciò dovrebbe determinare un rallentamento significativo del costo del lavoro per unità di prodotto. Le pressioni esterne sui prezzi, riflesse nei prezzi all'importazione, rimarrebbero moderate nell'ipotesi che l'UE mantenga invariate le proprie politiche tariffarie, a fronte di alcune spinte al ribasso derivanti dall'apprezzamento dell'euro e dal calo dei prezzi delle materie prime energetiche negli ultimi mesi. Rispetto alle proiezioni di marzo 2025, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste al ribasso di 0,3 punti percentuali per il 2025 sia per il 2026, per effetto di ipotesi di prezzi più bassi delle materie prime energetiche e del rafforzamento dell'euro, mentre non vi sono state correzioni per il 2027.

Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica restano orientati verso il basso. Un ulteriore acuirsi delle tensioni commerciali su scala mondiale e le incertezze a queste associate potrebbero indebolire la crescita

dell'area dell'euro frenando le esportazioni e comprimendo gli investimenti e i consumi. Un deterioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari potrebbe determinare condizioni di finanziamento più stringenti e maggiore avversione al rischio, nonché ridurre la propensione di imprese e famiglie agli investimenti e ai consumi. Le tensioni geopolitiche, come la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente, rimangono fra le principali fonti di incertezza. Per contro, un rapido allentamento delle tensioni commerciali e geopolitiche potrebbe migliorare il clima di fiducia e stimolare l'attività.

Un ulteriore incremento della spesa per difesa e infrastrutture, insieme a riforme intese a migliorare la produttività, contribuirebbe inoltre alla crescita.

Le prospettive di inflazione nell'area dell'euro sono più incerte del consueto, per effetto della volatilità dello scenario delle politiche commerciali a livello mondiale.

Quotazioni energetiche in diminuzione e un euro più forte potrebbero esercitare ulteriori pressioni al ribasso sull'inflazione. Questo effetto potrebbe rafforzarsi se dazi più elevati inducessero una minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro e un reindirizzamento delle esportazioni verso l'area da parte di paesi con eccesso di capacità produttiva. Le tensioni commerciali potrebbero determinare maggiore volatilità e avversione al rischio nei mercati finanziari, gravando sulla domanda interna e riducendo quindi l'inflazione. Per contro, la frammentazione delle catene di approvvigionamento mondiali potrebbe determinare un'ascesa dell'inflazione spingendo al rialzo i prezzi all'importazione e accrescendo i vincoli di capacità nell'economia interna. Anche un incremento della spesa per la difesa e le infrastrutture potrebbe far aumentare l'inflazione nel medio termine. I fenomeni meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica, potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari oltre le aspettative.

Condizioni finanziarie e monetarie

Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del 17 aprile 2025 i tassi di interesse privi di rischio sono rimasti sostanzialmente invariati. I corsi azionari sono aumentati e i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti, per effetto di notizie più positive riguardo alle politiche commerciali a livello mondiale e della maggiore propensione al rischio su scala globale.

Le passate riduzioni dei tassi di interesse decise dal Consiglio direttivo continuano a rendere meno oneroso l'indebitamento societario. Il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti alle imprese è sceso al 3,8% ad aprile, dal 3,9% di marzo.

Il costo dell'emissione di titoli di debito sul mercato è rimasto invariato al 3,7%. I prestiti bancari alle imprese hanno continuato a

espandersi gradualmente, passando da un tasso di incremento sui dodici mesi del 2,4% a marzo al 2,6% ad aprile, mentre l'emissione di obbligazioni societarie è rimasta contenuta. Il tasso di interesse medio sui nuovi mutui ipotecari si è mantenuto al 3,3% ad aprile, mentre la crescita dei mutui è aumentata all'1,9.

In linea con la sua strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha condotto una valutazione approfondita dei nessi tra la politica monetaria e la stabilità finanziaria. Se da un lato le banche dell'area dell'euro mantengono la loro capacità di tenuta, dall'altro i rischi per la stabilità finanziaria più in generale rimangono elevati, soprattutto per effetto delle politiche commerciali molto incerte e variabili su scala mondiale. La politica macroprudenziale resta la prima linea di difesa contro l'accumularsi di vulnerabilità finanziarie, rafforzando la capacità di tenuta e preservando lo spazio macroprudenziale.

Decisioni di politica monetaria

I tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale, sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati ridotti rispettivamente al 2, al 2,15 e al 2,4%, con effetto dall'11 giugno 2025.

I portafogli del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica si stanno riducendo a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

Il mercato immobiliare italiano ³

Investimenti

I volumi d'investimento del commercial real estate italiano nel 2024 sono stati pari a 9,9 miliardi di euro, segnando un aumento del 47% rispetto ai risultati dello scorso anno. A questo risultato hanno contribuito i 3,6 miliardi di euro del quarto trimestre, in crescita del 23% rispetto allo stesso periodo del 2023.

I processi di repricing, avviati a seguito degli aumenti dei tassi d'interesse della BCE, hanno creato ottimi entry point per gli investitori. Il ritorno di questi ultimi è stato rafforzato dall'inizio del processo di normalizzazione delle politiche monetarie della BCE, interrompendo i processi di price discovery e stabilizzando i rendimenti nei mercati primari delle principali asset class. Le prospettive per il commercial real estate italiano nel 2025 sono molto positive. Si prevede che ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse e una

³ Fonte: Report CBRE Q4_2024

costante vivacità del mercato degli occupier favoriranno il ritorno degli investitori core nei mercati consolidati e stimoleranno l'attività d'investimento degli investitori value-add nei mercati emergenti.

Infine, si osserva un crescente interesse per l'Operational Real Estate, che offre agli investitori opportunità di diversificazione in prodotti d'investimento strategici, grazie a macro-trend di lungo periodo e a un'alta innovazione tecnologica.

Nel Q4 2024, il mercato **Retail** è stato la principale asset class per volumi d'investimento, superando un miliardo di euro e registrando una crescita del 140% YoY, per un totale di 2,9 miliardi da inizio anno. Questo successo è stato trainato dall'interesse per il segmento grocery e dal ritorno di grandi ticket nei segmenti out-of-town, oltre a diverse operazioni high street nelle principali città italiane.

Gli **Hotels** si sono posizionati come la seconda asset class per volumi d'investimento nel 2024, con 2,1 miliardi di euro, in aumento del 36% YoY. Nel Q4 2024, gli investitori value-add hanno mostrato una crescente fiducia nel settore, in particolare nei mercati leisure e nelle città d'arte. Gli investimenti core rimangono ancora limitati, anche se la disponibilità di capitali verso queste operazioni sta progressivamente aumentando. Dopo la rapida ripresa del post-pandemia, la crescita dei prezzi medi per camera nei mercati principali si sta progressivamente normalizzando, e il sentiment degli operatori rimane positivo, anche nei mercati meno maturi.

Anche il mercato **Office** torna a crescere, segnando un aumento del 55% rispetto ai risultati del 2023, per un totale di 1,9 miliardi di euro, di cui 590 milioni nel quarto trimestre. L'interesse degli investitori rimane ancora molto concentrato sulle location primarie, dove le buone performance in termini di take up dei mercati occupier continuano a supportare investimenti value-add. Inoltre, la stabilizzazione dei rendimenti e gli ottimi entry point offerti dal mercato stanno progressivamente riportando anche i capitali core.

Il mercato **Industrial & Logistics** ha chiuso il 2024 con un leggero rialzo rispetto al 2023, totalizzando 1,6 miliardi di euro. Nonostante il miglioramento del sentiment degli investitori, favorito da un ravvicinamento delle aspettative di prezzo tra venditori e potenziali

acquirenti, l'indebolimento della pipeline di investimenti osservato durante il 2023 ha contribuito a contenere la ripresa dei volumi d'investimento. Anche la fisiologica normalizzazione della domanda di spazi a uso logistico da parte degli end-user, dopo il forte aumento registrato durante e post pandemia, non ha influito sulle intenzioni degli investitori, che continuano a considerare questo mercato un'opportunità.

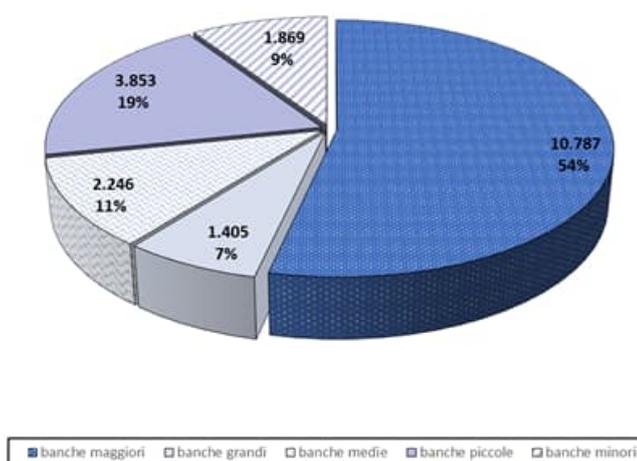
Il settore **Living** si chiude con volumi d'investimento in linea con quelli dello scorso anno, pari a 715 milioni di euro, un risultato influenzato dalla limitata disponibilità di prodotto core income producing. L'attività si concentra principalmente sul value-add, dove si continua ad acquistare immobili esistenti da convertire, riqualificare e frazionare. L'appetito degli investitori nei confronti del mercato Living rimane forte, sostenuto da una competizione limitata per prodotti di qualità, in grado di rispondere a un panorama sempre più diversificato di esigenze degli end-user, come studenti, giovani lavoratori, lavoratori in trasferta e anziani. In particolare, gli investitori riportano un interesse crescente nel settore dello Student Housing, dove si assiste a un'intensa attività di sviluppi.

Nel settore **Alternative** si registra una flessione dei volumi d'investimento riconducibile al rallentamento del settore Healthcare, mentre le altre asset class hanno visto aumenti significativi delle transazioni guidati dalla ricerca di nuovi equilibri tra rischio e rendimento supportati da ottime performance operative. In totale nel 2024 sono state registrate operazioni per 440 milioni di euro investiti (in calo del 22% rispetto allo scorso anno) caratterizzate da una grande diversificazione delle tipologie di asset oggetto d'investimento (incluso infrastrutture, self storage, terreni per sviluppi in data centre, healthcare). Questo risultato segnala il consolidamento degli investimenti alternativi nel commercial real estate italiano e l'ampliamento dell'universo investibile dei settori Operational Real Estate (OPRE).

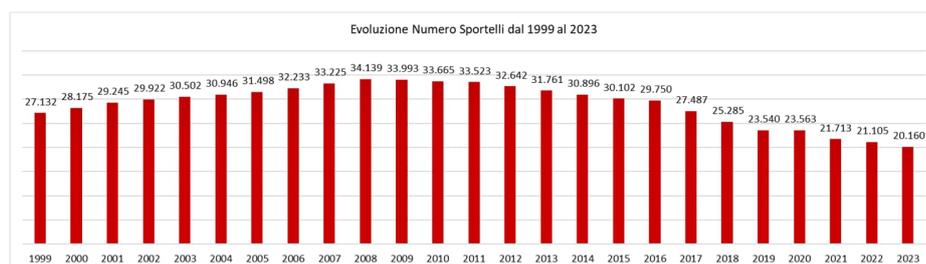
Il mercato immobiliare degli sportelli bancari

Nel corso dei primi sei mesi de2024 (aggiornamento dati al 30 giugno 2024) si è riscontrata la chiusura di circa 163 sportelli bancari. A livello statistico le chiusure registrate risultano 62, ma il dato è alterato dalle 101 aperture operate, in modo pressoché uniforme sul territorio

nazionale, con l'eccezione di alcune zone del Sud, da Banca Private Cesare Ponti. Procede pertanto la tendenza alla riduzione del numero di sportelli, in nome della ricerca di razionalizzazione e contenimento, attraverso la chiusura vera e propria di punti vendita, tramite la cessione e/o dismissione degli sportelli stessi. Si segnala che il 54% delle banche italiane e filiali italiane di banche estere sono appartenenti alle banche di maggiori dimensioni



Fonte: Banche ed Istituzioni Finanziarie: articolazione territoriale – Banca d'Italia, 31 dicembre 2023

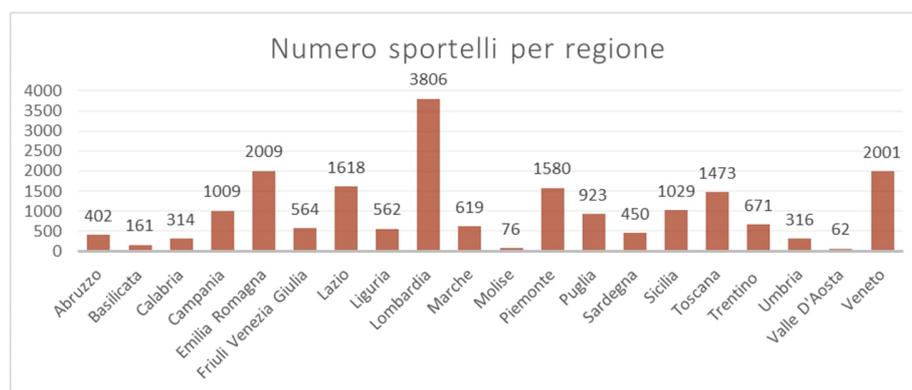


Fonte: Elaborazione su dati <http://www.tuttitalia.it/banche>

Confrontando i numeri con quelli del 2023 si delinea un andamento non omogeneo tra le diverse aree del Paese. Le regioni più colpite sono Emilia Romagna (- 4,9%), Sardegna (- 3,6%), Valle D'Aosta (- 7,5 %), e Umbria (- 4%).

Nella tabella successiva è riportata la distribuzione territoriale per Regione degli sportelli operanti:

Città	Variazione % ultimo anno	2023	2024
Abruzzo	-1,2%	407	402
Basilicata	-3,0%	166	161
Calabria	0,0%	314	314
Campania	-3,0%	1040	1009
Emilia Romagna	-4,9%	2113	2009
Friuli Venezia Giulia	-1,6%	573	564
Lazio	-2,8%	1664	1618
Liguria	0,2%	561	562
Lombardia	-2,2%	3891	3806
Marche	-2,2%	633	619
Molise	-2,6%	78	76
Piemonte	-2,8%	1626	1580
Puglia	-1,2%	934	923
Sardegna	-3,6%	467	450
Sicilia	-1,2%	1042	1029
Toscana	-2,6%	1512	1473
Trentino	0,0%	671	671
Umbria	-4,0%	329	316
Valle D'Aosta	-7,5%	67	62
Veneto	-3,5%	2073	2001

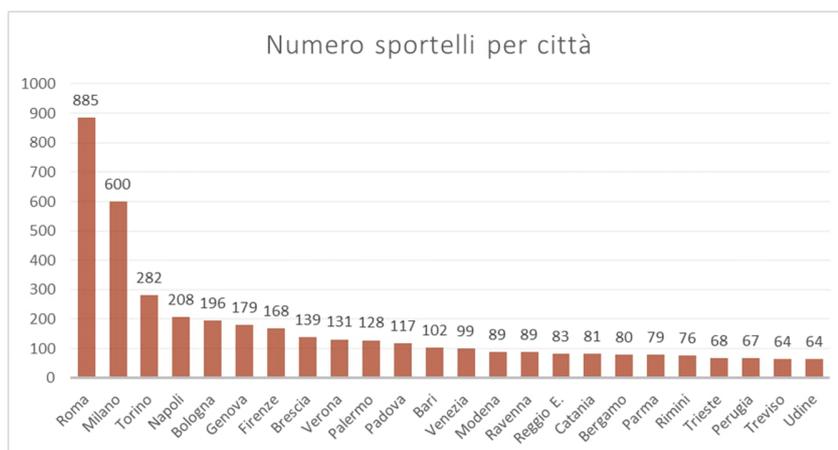


Fonti: elaborazione su dati [Banche ed Istituzioni Finanziarie: articolazione territoriale – Banca d'Italia, 31 marzo 2023](#)

Analizzando le singole città, la presenza di sportelli ha ovviamente il maggior peso numerico nelle due principali città italiane, Roma (885) e Milano (600), seguite con un grande divario anche da città di notevoli dimensioni.

Il grafico successivo riporta la classifica delle prime 24 città.

Città	Variazione % ultimo anno	2023	2024
Roma	-3,2%	914	885
Milano	-3,2%	620	600
Torino	-1,4%	286	282
Napoli	-1,0%	210	208
Bologna	-2,0%	200	196
Genova	-3,2%	185	179
Firenze	-1,8%	171	168
Brescia	0,7%	138	139
Verona	-2,2%	134	131
Palermo	-2,3%	131	128
Padova	-4,1%	122	117
Bari	-3,8%	106	102
Venezia	-1,0%	100	99
Modena	3,5%	86	89
Ravenna	0,0%	89	89
Reggio E.	-1,2%	84	83
Catania	0,0%	81	81
Bergamo	0,0%	80	80
Parma	-3,7%	82	79
Rimini	-1,3%	77	76
Trieste	-1,4%	69	68
Perugia	-6,9%	72	67
Treviso	-1,5%	65	64
Udine	1,6%	63	64



Fonte: elaborazione su dati <http://www.tuttitalia.it/banche>

1.2 Dati descrittivi del Fondo

Il Fondo Eracle

Il Fondo Eracle – Fondo Immobili Strumentali (di seguito “Fondo”) è un Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso riservato a investitori qualificati, istituito in data 3 giugno 2008 con delibera del Consiglio di Amministrazione, e gestito da Generali Real Estate SGR S.p.A., di seguito “SGR”. Il 21 novembre 2008 la Banca d’Italia ha approvato il Regolamento del Fondo.

La durata del Fondo è fissata, salvo il caso di liquidazione anticipata del Fondo ai sensi del paragrafo C.7 del Regolamento del fondo ovvero di proroga del termine di durata del Fondo, in 25 anni a decorrere dalla data di efficacia dell’apporto, con scadenza alla data di chiusura del primo esercizio annuale successivo alla scadenza del venticinquesimo anno dalla suddetta data di efficacia.

In data 28 novembre 2008 la società Immobiliare BP S.r.l. (di seguito “Apportante”), appartenente al Gruppo Banco Popolare, ha conferito 456 immobili a destinazione d’uso prevalentemente “agenzie bancarie” e ha sottoscritto n. 1.273 quote di Classe A, aventi valore nominale unitario pari ad Euro 250.000,00 e complessivo di Euro 318.250.000; inoltre la società Banco Popolare Società Cooperativa, appartenente al Gruppo Banco Popolare ha sottoscritto, mediante conferimento in denaro, n. 1 quota di Classe B, avente valore nominale di Euro 1.

Contestualmente all'apporto, il Fondo ha perfezionato un contratto di finanziamento per un importo massimo complessivo pari a Euro 446.886.500, dei quali Euro 337.380.543 mediante accolti liberatori del debito già contratto dall'Apportante con il contratto di finanziamento stipulato in data 14 novembre 2008 tra l'Apportante, la SGR, in nome e per conto del Fondo, e BNP Paribas SA, Succursale di Milano, Intesa Sanpaolo S.p.A., Unicredit Corporate Banking S.p.A., Banca Popolare di Lodi S.p.A. e Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese S.p.A..

L'efficacia dell'apporto era condizionata al mancato esercizio da parte della Pubblica Autorità, nei termini di legge, del diritto di prelazione di cui all'art. 60 del D. Lgs. 42/2004 conseguente ai vincoli insistenti su 20 complessi immobiliari o immobili.

Conseguentemente, al fine di poter dare luogo all'emissione di tutte le n. 1.273 Quote di Classe di A l'Apportante, con efficacia dalla data di apporto e subordinatamente alla condizione sospensiva del medesimo mancato esercizio del diritto di prelazione, aveva messo a disposizione del Fondo disponibilità liquide per complessivi Euro 67.250.000, pari al valore degli Immobili Vincolati al netto dell'Indebitamento Finanziario relativo agli Immobili Vincolati medesimi.

Dette disponibilità liquide, pertanto, sono rimaste presso il Fondo soltanto sino a quando uno ad uno i singoli Immobili Vincolati sono diventati via via di titolarità del Fondo, e sino a quando, conseguentemente, il Fondo ha assunto mediante accollo il relativo debito (pari ad Euro 95.047.457).

Il giorno 25 febbraio 2009, mediante atto notarile, è stata effettuata la constatazione di avveramento della condizione sospensiva relativa a 15 dei 20 complessi immobiliari che al 31 dicembre 2008 risultavano sottoposti a condizione sospensiva. In particolare, l'Apportante e la SGR hanno dato atto e riconosciuto che si è verificata, con effetto retroattivo alla data dell'atto di apporto, la condizione sospensiva cui era sottoposto l'atto di apporto con riferimento agli immobili vincolati. Nello specifico entro i termini di legge dal ricevimento della denuncia di cui all'art. 59 D. Lgs. 42/2004, non è stato esercitato il diritto di prelazione come previsto dall'art. 61 del citato D. Lgs. 42/2004 e pertanto i predetti immobili, aventi un valore di apporto pari a Euro 135,8 milioni, sono diventati di titolarità del Fondo con effetto retroattivo e sono entrati nella disponibilità dello stesso.

Il giorno 28 settembre 2009, mediante atto notarile, è stata effettuata la constatazione di avveramento della condizione sospensiva relativa ai rimanenti 5 dei 20 complessi immobiliari che al 31 dicembre 2008 risultavano sottoposti a condizione sospensiva. In particolare, l'Apportante e la SGR, hanno dato atto e riconosciuto che si è verificata, con effetto retroattivo alla data dell'atto di apporto, la condizione sospensiva cui era sottoposto l'atto di apporto con riferimento agli immobili vincolati. Nello specifico entro i termini di legge dal ricevimento della denuncia di cui all'art. 59 D. Lgs. 42/2004, non è stato esercitato il diritto di prelazione come previsto dall'art. 61 del citato D. Lgs. 42/2004 e pertanto i predetti immobili, aventi un valore di apporto pari a Euro 26,5 milioni, sono divenuti di titolarità del Fondo con effetto retroattivo e sono entrati nella disponibilità dello stesso.

Conseguentemente, il Fondo ha restituito all'Apportante Euro 67.250.000, pari al valore degli Immobili Vincolati al netto dell'Indebitamento Finanziario relativo agli Immobili Vincolati medesimi, messi a disposizione in sede di apporto, al fine di poter dare luogo all'emissione di tutte le n. 1.273 Quote di Classe di A.

Dal lancio del Fondo si sono verificati importanti mutamenti sia nel settore bancario (con la riduzione sia delle filiali che dei profitti del settore), sia nello stesso mercato immobiliare, rendendo necessario aggiornare la strategia del Fondo, al fine di allineare le esigenze e gli obiettivi dei quotisti, degli istituti finanziatori e del Gruppo Banco BPM in qualità di conduttore. Con queste motivazioni gli organi deliberativi del Fondo e della SGR hanno approvato nel luglio 2020 il nuovo piano strategico del Fondo, il quale prevede maggiore flessibilità in termini di attività di asset management e di dismissione del portafoglio rispetto al piano originario del 2008. La revisione strategica del portafoglio ha previsto la suddivisione del patrimonio del Fondo in quattro gruppi, dove, a fronte di una richiesta del conduttore di flessibilità su alcuni immobili, è stato ottenuto l'allungamento contrattuale con stabilizzazione su una parte consistente del portafoglio sia in termini di valore di mercato sia in termini di canone contrattuale.

A fronte della revisione contrattuale e del piano strategico del Fondo, l'Assemblea dei Partecipanti del Fondo in data 29 luglio 2020 ha approvato alcune modifiche regolamentari tra cui, le principali sono:

- eliminazione Lock-Up sino al 15esimo anno;
- eliminazione dei Limiti alla vendita e alla locazione;

- modifica della Commissione Fissa e della Commissione di Incentivo.

Alla data della presente Relazione di Gestione, il patrimonio del Fondo è costituito da 354 immobili per un valore di mercato di Euro 519,2 milioni.

Si riportano di seguito le caratteristiche principali del patrimonio.

Tabella 1: Il Fondo Eracle in sintesi

Periodo di riferimento		31-dic-08	30-giu-09	31-dic-09	30-giu-10	31-dic-10	30-giu-11	31-dic-11	30-giu-12	31-dic-12	30-giu-13
Patrimonio Immobiliare	n.	436	451	456	456	456	456	456	456	456	456
Superficie lorda complessiva	m ²	349.934	389.683	403.339	403.339	403.339	403.339	403.339	403.339	403.339	403.339
Distribuzione geografica		Nord (86%)	Nord (85%)	Nord (86%)							
Valore di mercato degli immobili	€mln	588,9	726,8	755,3	768,1	771,9	775,7	780,0	768,8	759,8	758,1
Valore cassa per immobili vincolati	€mln	67,3	11,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Costo storico*	€mln	588,4	724,2	750,7	750,9	751,2	751,2	751,4	751,5	751,8	752,0
Debito ipotecario	€mln	340,5	420	435,5	435,5	435,5	435,8	436,0	436	436,0	436,2
Debito totale	€mln	340,5	420	435,5	435,5	435,5	435,8	436	436	436,0	436,2
Loan to value (LTV)		57,8%	57,8%	57,7%	56,7%	56,4%	56,2%	55,9%	56,7%	57,4%	57,2%
Loan to cost (LTC)		57,9%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%
LTV medio**										57,7%	57,8%
Net Asset Value	€mln	320,2	334,9	336,6	348,1	354,5	361,0	367,8	358,2	350,8	353,5
Valore nominale delle quote di classe A	€quota	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000
Valore nominale della quota di classe B	€quota	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Periodo di riferimento		31-dic-13	30-giu-14	31-dic-14	30-giu-15	31-dic-15	30-giu-16	31-dic-16	30-giu-17	31-dic-17	30-giu-18
Patrimonio Immobiliare	n.	456	456	456	456	456	456	455	455	455	455
Superficie lorda complessiva	m ²	403.339	403.339	403.339	403.339	403.339	403.339	402.852	402.852	402.852	402.852
Distribuzione geografica		Nord (86%)	Nord (85%)	Nord (85%)							
Valore di mercato degli immobili	€mln	751,9	748,3	743,0	744,2	744,6	744,8	746,8	750,2	754,1	758,7
Costo storico*	€mln	752,0	753,0	753,5	753,5	753,8	754,0	753,8	754,0	754,3	754,6
Debito ipotecario	€mln	436,6	435,0	432,8	425,0	424,5	421,3	418,1	414,7	410,4	406,2
Loan to value (LTV)		58,1%	58,1%	58,3%	57,1%	57,0%	56,6%	56,0%	55,3%	54,4%	53,5%
Loan to cost (LTC)		58,1%	57,8%	57,4%	56,4%	56,3%	55,9%	55,5%	55,0%	54,4%	53,8%
LTV medio**		58,1%	58,0%	57,8%	56,7%	56,7%	56,2%	55,7%	55,1%	54,4%	53,7%
Net Asset Value	€mln	351,6	364,1	358,8	350,6	357,8	351,2	355,9	361,6	368,1	376,0
Valore nominale delle quote di classe A	€quota	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000
Valore nominale della quota di classe B	€quota	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Periodo di riferimento		31-dic-18	30-giu-19	31-dic-19	30-giu-20	31-dic-20	30-giu-21	31-dic-21	30-giu-22	31-dic-22	30-giu-23
Patrimonio Immobiliare	n.	455	455	455	455	455	454	442	433	417	407
Superficie lorda complessiva	m ²	402.852	402.852	402.814	402.814	402.814	402.666	356.200	354.200	349.427	337.881
Distribuzione geografica		Nord (85%)									
Valore di mercato degli immobili	€mln	765,1	771,5	752,0	740,9	697,5	681,9	665,2	660,1	638,6	625,9
Costo storico*	€mln	755,0	755,4	756,3	756,4	756,7	755,9	744,6	733,7	721,5	715,4
Debito ipotecario	€mln	401,9	397,7	393,4	382,8	370,0	364,1	340,1	323,5	307,9	295,7
Loan to value (LTV)		52,5%	51,5%	52,3%	51,7%	53,0%	53,4%	51,1%	49,0%	48,2%	47,2%
Loan to cost (LTC)		53,2%	52,6%	52,0%	50,6%	48,9%	48,2%	45,7%	44,1%	42,7%	41,3%
LTV medio**		52,9%	52,1%	52,2%	51,1%	50,9%	50,7%	48,2%	46,4%	45,3%	44,1%
Net Asset Value	€mln	385,6	395,5	378,6	382,9	353,6	349,7	343,4	347,1	342,4	342,1
Valore nominale delle quote di classe A	€quota	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000
Valore nominale della quota di classe B	€quota	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Periodo di riferimento		31-dic-23	30-giu-24	31-dic-24							
Patrimonio Immobiliare	n.	397	385	354							
Superficie lorda complessiva	m ²	337.881	373.183	352.727							
Distribuzione geografica		Nord (92%)	Nord (75%)	Nord (93%)							
Valore di mercato degli immobili	€mln	575,4	553,9	519,2							
Costo storico*	€mln	666,5	644,63	607,04							
Debito ipotecario	€mln	251,7	231,8	201,6							
Loan to value (LTV)		43,8%	41,9%	38,8%							
Loan to cost (LTC)		37,8%	36,0%	33,2%							
LTV medio**		40,5%	38,7%	35,8%							
Net Asset Value	€mln	340,3	337,5	337,4							
Valore nominale delle quote di classe A	€quota	250.000	250.000	250.000							
Valore nominale della quota di classe B	€quota	1	1	1							

* Il Costo storico degli immobili è pari al valore di apporto incrementato delle capex.

** Il LTV medio è il rapporto tra il debito in essere e la media tra il costo storico (come sopra definito) ed il valore di mercato degli immobili.

Distribuzione geografica

In termini di valore di mercato, il 93% del portafoglio è situato nel Nord Italia, 5% al Centro, il 2% circa al Sud ed il residuo 1% in Sicilia. Il 69% degli immobili è situato nelle province di Verona, Torino, Roma, Novara, Modena e Milano.

Struttura del finanziamento

La destinazione d'uso prevalente è sportello bancario (il 71%), mentre il 26% è costituito da sedi bancarie del Gruppo Banco Popolare, circa il 3% è inutilizzato.

Il Fondo Eracle ha un indebitamento complessivo pari al 38,8% del valore di mercato al 31 dicembre 2024.

Tale grado di indebitamento è coerente con l'obiettivo di contenere i rischi di natura finanziaria garantendo, comunque, un ritorno dell'investimento adeguato per l'investitore.

In data 28 novembre 2008 il Fondo Eracle, tramite atto di accollo liberatorio contestuale all'apporto, è diventato parte di un contratto di finanziamento ipotecario, pari complessivamente a Euro 447 milioni, con controparti di primario *standing*, che prevede le seguenti linee di credito:

- *Tranche A* – Euro 435 milioni relativa al finanziamento degli immobili;
- *Tranche Capex* – Euro 10 milioni relativa al finanziamento delle manutenzioni straordinarie sugli immobili;
- *Tranche Liquidity* – Euro 2 milioni per supportare le esigenze finanziarie generali del Fondo.

Il contratto di finanziamento prevedeva, per gli ammontari delle *tranche* utilizzate, un tasso pari all'Euribor 3 mesi più *spread*.

Il contratto di finanziamento sottoscritto nel 2008 è scaduto il 28 novembre 2015, successivamente all'esercizio da parte del Fondo dell'opzione di estensione di 2 anni dalla data di scadenza originaria (28 Novembre 2013), previo parere favorevole del Comitato Consultivo del Fondo riunitosi in data 11 giugno 2013 e approvazione del Consiglio di Amministrazione della SGR del 27 giugno 2013.

In vista della scadenza del contratto di finanziamento e al fine di garantire la continuità gestionale del Fondo, nel corso dell'ultimo trimestre 2014 la SGR aveva avviato le attività volte a finanziare il Fondo stesso, contattando, in primo luogo, l'attuale pool delle banche finanziatrici costituito da BNP, Banco Popolare, Banca IMI, Unicredit e MPS.

Previo parere favorevole del Comitato Consultivo del Fondo, riunitosi in data 26 febbraio 2015, e approvazione del Consiglio di Amministrazione della SGR del 27 febbraio 2015, in data 24 aprile

2015 la SGR e le banche BNP, Banco Popolare, Unicredit e MPS hanno sottoscritto una *mandate letter* con allegato il *term sheet* della nuova operazione di finanziamento per un importo massimo concesso pari a Euro 435 milioni, con durata 5 anni (scadenza a novembre 2020) e piano di ammortamento pari a circa il 10% del valore complessivo dell'ammontare tasso d'interesse variabile pari a Euribor 3M + *spread* e le seguenti linee di credito:

- *Tranche A* – Euro 424,5 milioni relativa al finanziamento degli immobili;
- *Tranche Capex* – Euro 10,0 milioni relativa al finanziamento delle manutenzioni straordinarie sugli immobili.

In data 15 luglio 2015 è stato quindi sottoscritto il contratto di finanziamento in linea con quanto concordato nel *term sheet*, ed in data 27 novembre 2015 è stato rimborsato il finanziamento scaduto ed è stata erogata la nuova *Tranche A*.

A seguito dell'approvazione da parte del Comitato Consultivo del Fondo, riunitosi in data 19 giugno 2015, e del Consiglio di Amministrazione della SGR in data 23 giugno 2015, la SGR ha inoltre avviato le attività volte alla modifica della strategia di copertura in essere (Interest Rate Cap - CAP) che prevedeva un *cap rate* pari a 4,74% con scadenza dicembre 2024, non più coerente con le caratteristiche del nuovo finanziamento e con le nuove condizioni di mercato. In data 22 gennaio 2016 è stato stipulato con le banche finanziatrici, mediante un processo di gara competitiva invitando anche banche terze, un IRS *forward starting* con caratteristiche economiche/tecniche coerenti con quelle del nuovo finanziamento sottostante e fino a scadenza del contratto (27 novembre 2020). In data 24 marzo 2016, la SGR ha proceduto all'*unwinding* del CAP precedentemente in essere per il periodo in cui è efficace l'IRS (31 marzo 2016 – 27 novembre 2020).

Alla luce dei mutamenti avvenuti negli ultimi anni nel settore bancario e della scadenza contrattuale del finanziamento in essere la società di gestione nel 2020 ha avviato un processo di re-engineering del Fondo, che ha riguardato il Regolamento, l'Accordo Quadro con Banco BPM, e il finanziamento. Previo parere favorevole del Comitato Consultivo del Fondo, riunitosi in data 28 luglio 2020, e approvazione del Consiglio di Amministrazione della SGR del 30 luglio e del 24

settembre 2020, in data 27 novembre 2020 la SGR e le banche BNP Paribas, Banco BPM, Unicredit, Intesa Sanpaolo e il veicolo di cartolarizzazione SPV PROJECT 2005 (il “Nuovo Pool”) hanno sottoscritto il nuovo contratto di finanziamento per un importo pari a Euro 370 milioni, con durata 4 anni + opzione di estensione di 1 ulteriore anno e piano di ammortamento pari a circa il 18% del valore complessivo dell’ammontare, tasso d’interesse variabile pari a Euribor 3M con floor a zero + margine pari a 310 bps.

Alla data del 31 dicembre 2024, il Fondo ha in essere un finanziamento con BNP Paribas, Banco BPM, Unicredit, Intesa Sanpaolo e SPV Project 2005 per un importo residuo pari a Euro 201,57 milioni, esteso per 1 ulteriore anno fino a 27 novembre 2025. Il finanziamento ha un margine di 310 bps. Il rischio di tasso è mitigato dal contratto di cap, stipulato a novembre 2024, con strike pari a 3%.

Alla data del 31 dicembre 2024, il finanziamento del Fondo è pari a Euro 201,57 milioni: sono state eseguite vendite nel corso dell’esercizio 2024, che hanno determinato un rimborso del finanziamento di c. €24.6 milioni. Il Fondo ha altresì provveduto al regolare ammortamento del finanziamento, pari a €5.5 milioni.

Linee guida per la gestione immobiliare

Le linee di gestione del Fondo sono basate sulle seguenti tre aree di attività.

Gestione Immobiliare

L’attività di gestione immobiliare si sostanzia nella gestione degli incassi da locazione e nel mantenimento dello stato qualitativo degli immobili del portafoglio attraverso opportuni interventi di manutenzione straordinaria.

Tenuto conto delle caratteristiche del Portafoglio immobiliare di proprietà e del relativo profilo di rischio/rendimento, l’attività in questione è orientata essenzialmente a mantenere stabile il rendimento del Fondo nel medio/lungo termine.

A seguito della rimozione del lock up period e della rinegoziazione del master lease originario, l’attività del Fondo si focalizzerà sulla

progressiva dismissione degli asset vacant e non più strategici per il Fondo.

Gestione Finanziaria

Tale attività si pone l'obiettivo di migliorare la *performance* complessiva del Fondo per i sottoscrittori agendo sulle seguenti leve:

- ricorso all'indebitamento finanziario ed utilizzo di strumenti finanziari derivati con finalità di copertura per neutralizzare il rischio legato alla variazione dei tassi di interesse;
- politica dei proventi volta a distribuire il 100% dei proventi derivanti dall'attività del Fondo, salvo diversa delibera da parte del Consiglio di Amministrazione della SGR.

Per il finanziamento e la strategia di *hedging* si rimanda a quanto descritto nel paragrafo "struttura del finanziamento".

Movimenti di capitale

Nel corso del periodo non vi sono stati aumenti né rimborsi di capitale.

Informativa ai sensi dei Regolamenti SFDR e Tassonomia dell'UE

Gli investimenti sottostanti il presente prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili.

Altre informazioni

A partire dal 28 settembre 2018, a seguito della cessione di ramo d'azienda da parte di Banco BPM S.p.A. a favore di BNP Paribas Securities Services S.c.A., l'incarico di Depositario è affidato a quest'ultimo soggetto.

Per l'attività di gestione del patrimonio del Fondo, la SGR ha affidato i servizi di gestione degli immobili a BP Property Management S.C.r.l. (già BPVN Immobiliare S.r.l.), società appartenente al Gruppo Banco Popolare ed incaricata delle attività di gestione immobiliare per le unità locate all'inquilino Banco BPM, tenuto conto della pluriennale esperienza professionale e della conoscenza già acquisita sul portafoglio immobiliare, e al fine di assicurare una continuità nella

gestione del portafoglio immobiliare stesso. Tale contratto di property e project management è stato perfezionato in data 28 novembre 2008. A seguito del rilascio delle unità da parte dell'inquilino Banco BPM, il Banco BPM ha evidenziato alla SGR che i servizi di property management possono essere da essi prestati in relazione ai soli immobili del portafoglio immobiliare del Fondo di cui Banco BPM abbia la detenzione o comunque il godimento e nei quali venga prestata attività bancaria, in conformità al quadro regolamentare vigente ed allo statuto sociale del Banco BPM secondo cui, oltre all'esercizio dell'attività bancaria, possono essere compiute da una banca le sole "operazioni strumentali o comunque connesse al raggiungimento dello scopo sociale di un ente bancario". La SGR, in seguito ad una gara effettuata sul mercato, previo parere favorevole del Comitato Consultivo del Fondo e del Consiglio di Amministrazione della SGR, ha affidato il servizio di property management per le unità non locate all'inquilino Banco BPM a Yard S.p.A.. Tale contratto di property è attivo dal 1° maggio 2022 ed è stato perfezionato in data 19 luglio 2022.

L'incarico per lo svolgimento dei servizi operativi, applicativi e infrastrutturali di cd. *fund administration* è stato affidato a SGS – Società Gestione Servizi Banco Popolare S.p.A, società appartenente al Gruppo Banco Popolare, in regime di outsourcing, tenuto conto della sua qualità professionale. Dal mese di luglio 2009 al 28 settembre 2018 l'attività è stata svolta dalla società Banco Popolare Società Cooperativa.

A partire dal 28 settembre 2018, a seguito della cessione di ramo d'azienda, l'attività di *fund administration* è stata trasferita alla società BNP Paribas SA – Succursale Italia (ex BNP Paribas Securities Services S.c.A.).

La revisione della Relazione di Gestione del Fondo è svolta dalla società di revisione KPMG S.p.A. per gli esercizi 2021-2029, come deliberato dal Consiglio di Amministrazione della SGR riunitosi in data 25 marzo 2021.

L'incarico di Esperto Indipendente è stato affidato alla società PRAXI S.p.A. con scadenza all'approvazione della Relazione di Gestione del Fondo al 31 dicembre 2026.

1.3 L'andamento del Fondo al 31 dicembre 2024

In applicazione delle linee di gestione del Fondo prima descritte si riportano i risultati ottenuti al 31 dicembre 2024.

La gestione immobiliare

Attività di locazione

Alla data della presente Relazione di Gestione l'intero portafoglio immobiliare risulta locato a Banco BPM ad eccezione di 74 unità immobiliari di cui 73 sfitte ed una locata da Agosto 2023 al Nuovo Circolo degli Scacchi. In data 16 ottobre 2020 è stato sottoscritto un nuovo Accordo Quadro con Banco BPM con il quale GRE SGR S.p.A. e Banco BPM si sono impegnate a (i) risolvere consensualmente il Contratto di Locazione precedente; (ii) stipulare dei nuovi contratti di locazione riconducibili a tre diverse fattispecie di seguito riepilogate (stipulati in data 27 novembre 2020). L'Accordo Quadro sottoscritto stabilisce la suddivisione del portafoglio in tre cosiddetti "Gruppi" cui corrispondono i contratti di locazione poi stipulati:

- un contratto di locazione relativo ad immobili che risultano attualmente occupati e destinati a filiali bancarie (Primo Gruppo), avente durata di 12 anni, con decorrenza dal 1/01/2021 e scadenza il 31/12/2032, e con rinnovo tacito di sei anni in sei anni, salvo che una delle parti non comunichi all'altra disdetta almeno 12 mesi prima della relativa scadenza, in conformità a quanto previsto negli articoli 28 e 29 della Legge 392/1978;
- un contratto di locazione relativo ad immobili che risultano attualmente occupati e destinati a filiali bancarie (Secondo Gruppo), avente durata di 6 anni con decorrenza dal 01/01/2022 e scadenza il 31/12/2026, e con rinnovo tacito di sei anni in sei anni, salvo che una delle parti non comunichi all'altra disdetta almeno 12 mesi prima della relativa scadenza, in conformità a quanto previsto negli articoli 28 e 29 della Legge 392/1978;
- i seguenti contratti di locazione relativi agli immobili attualmente occupati e adibiti a sedi del Banco BPM e/o di altre società del Gruppo Banco BPM (Terzo Gruppo): (a) un contratto di locazione relativo all'immobile sito in Roma, piazza del Gesù; (b) un contratto di locazione relativo alla porzione immobiliare adibita a sede bancaria, sita in Torino, piazza San Carlo, e (c) un contratto di locazione relativo agli ulteriori immobili del Terzo Gruppo diversi dagli immobili indicati nelle precedenti lettere (a) e (b). I contratti di cui al punto (b) e (c) sopra hanno durata di 12 anni, con decorrenza dal 01/01/2021 e scadenza il 31/12/2032, e con rinnovo tacito di sei anni in sei anni, salvo che una delle parti non comunichi all'altra disdetta almeno 12

mesi prima della relativa scadenza, in conformità a quanto previsto negli articoli 28 e 29 della Legge 392/1978. Il contratto di cui al punto (a) è stato rescisso e a partire da gennaio 2022 è stato sottoscritto un nuovo contratto di locazione avente durata di 6 anni e scadenza il 31/12/2028, e con rinnovo tacito di sei anni in sei anni, salvo che una delle parti non comunichi all'altra disdetta. E' inoltre prevista una break option rolling per Fondo Eracle con 6 mesi di preavviso a partire dal 1/1/2022 e break option rolling con efficacia a partire dal 24° mese da parte del Banco BPM con 6 mesi di preavviso, il canone di locazione a regime è altresì stato adeguato al canone di mercato attuale ed è stato introdotto uno step rent sino al 24° mese in linea con gli incentivi di mercato.

Gli Immobili appartenenti al Primo Gruppo, al Secondo Gruppo e al Terzo Gruppo sono di seguito congiuntamente denominati come "Immobili Locabili". Il canone di locazione che dovrà essere corrisposto da Banco BPM per i singoli Immobili Locabili rimarrà invariato rispetto al contratto di locazione precedente, fatto salvo per gli immobili del Primo Gruppo e per gli immobili del Terzo Gruppo con riferimento ai quali saranno previsti importi inferiori, nella misura del 10%, di quelli attualmente dovuti.

Riguardo al diritto di recesso da ciascun Nuovo Contratto di Locazione, nel Nuovo Accordo Quadro è previsto quanto segue:

- con riferimento agli immobili del Secondo Gruppo, alla conduttrice sarà riconosciuto il diritto di recedere contratto con efficacia a decorrere dal 31 dicembre 2023, con preavviso di almeno 12 mesi;
- in relazione alla porzione immobiliare adibita a sede bancaria, sita in Torino, piazza San Carlo, alla conduttrice sarà riconosciuto il diritto di recedere dal rispettivo contratto con efficacia a decorrere dal 31 dicembre 2026, con preavviso di almeno 12 mesi;
- in merito a tutti gli immobili Locabili, sarà inoltre previsto un «regime di flessibilità», in base al quale la conduttrice avrà il diritto di recedere da ciascun Nuovo Contratto di Locazione, con riferimento a uno o più degli Immobili Locabili che ne formano oggetto – fintanto che e nei limiti in cui il predetto recesso non determini, nell'anno durante il quale lo stesso debba produrre effetto (l'«Anno di Riferimento»), una riduzione superiore al 10% del canone complessivo dovuto per l'insieme degli Immobili Locabili ai sensi dei Nuovi Contratti di Locazione che siano efficaci alla data in cui la relativa comunicazione di recesso sia inviata (il "Massimale") – con efficacia a decorrere: - dal 1° gennaio 2028, previa apposita comunicazione da inviarsi alla Locatrice a mezzo lettera raccomandata a/r ovvero PEC entro il 1° gennaio 2027, e/o - dal 1°

gennaio 2030, previa apposita comunicazione da inviarsi alla Locatrice a mezzo lettera raccomandata a/r ovvero PEC entro il 1° gennaio 2029. In relazione al regime di flessibilità è stato altresì stabilito che:

a) qualora in un determinato Anno di Riferimento, la conduttrice non abbia esercitato o abbia esercitato il recesso in misura inferiore al Massimale, il Massimale per l'Anno di Riferimento successivo si accrescerà in misura Fondo Eracle Relazione degli amministratori 40 corrispondente alla porzione di Massimale non esercitata in precedenza;

b) a fronte dell'esercizio del diritto di recesso nell'ambito del regime di flessibilità, la conduttrice sarà tenuta a corrispondere, entro la data in cui il predetto recesso debba avere esecuzione, un corrispettivo pari al 50% dell'ammontare del canone residuo che, con riferimento all'Immobile Locabile e/o agli Immobili Locabili in relazione al/ai quale/quale il diritto recesso sia esercitato, sarebbe dovuto fino alla successiva scadenza del rispettivo Nuovo Contratto di Locazione, così come aggiornato di anno in anno in ragione delle variazioni percentuali positive dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo stimate, con cadenza triennale, dalla Banca d'Italia, attualizzato al tasso del 7% annuo. In particolare, ove il periodo locativo residuo – in relazione al quale tale calcolo debba essere effettuato – sia superiore ad un triennio, per gli anni successivi al terzo si prenderà in considerazione la variazione percentuale positiva che, nell'ambito della suddetta stima, sia prevista con riferimento al terzo anno.

Il conduttore nel corso del 2023 ha inviato disdetta di n. 1 contratto (Roma – Piazza del Gesù) il cui preavviso era stato concordato essere di 6 mesi. L'efficacia è dal 31/12/2023.

In data 31/08/2023 è stato ripreso in consegna l'immobile di Roma-Piazza del Gesù e contestualmente è stato consegnato al Nuovo Circolo degli Scacchi, il quale ha sottoscritto un nuovo contratto di locazione della durata 9+9 con validità dalla data di consegna degli spazi.

Il 31/12/2023 sono stati riconsegnati 28 immobili appartenenti al Secondo Gruppo per i quali la conduttrice aveva esercitato la break option.

In data 18/05/2024 le parti hanno sottoscritto un accordo relativo allo scioglimento per mutuo consenso degli effetti della locazione dell'unità di Mede (BP1339), appartenente al Primo Gruppo, con

effetti a decorrere dalla data stessa, a causa di un incendio all'unità soprastante la filiale che ha reso inagibile l'utilizzo dei locali condotti in locazione dalla banca.

Al 31 dicembre 2024 il totale degli affitti ammonta ad Euro 43,20 milioni.

Interventi di manutenzione

Nel corso dell'esercizio 2024 sono stati effettuati dal Fondo interventi di manutenzione strutturale straordinaria sugli immobili per un importo complessivo pari a Euro 549.060. Gli altri interventi di manutenzione straordinaria sono per contratto a carico del Conduttore.

Gestione degli investimenti e disinvestimenti

La gestione del Fondo Eracle non comprende l'effettuazione di nuovi investimenti, ma è focalizzata sul perseguimento della migliore redditività del portafoglio in essere e alla progressiva dismissione degli asset vacant e non più strategici per il Fondo.

Nel periodo sono state cedute un totale di 44 unità per un controvalore complessivo di Euro circa 44,5 milioni, realizzando una minusvalenza complessiva di Euro 1,6 milioni. Tra di esse si segnalano di seguito le vendite più rilevanti:

- Verona, Corso di Porta Nuova 4 ad un prezzo complessivo di Euro 8,6 milioni realizzando una minusvalenza complessiva pari a Euro 0,04 milioni.
- Roma, via Campo Marzio 69 ad un prezzo complessivo di Euro 5,8 milioni.
- Sanremo, via Carli 9 – via Roma 45 ad un prezzo complessivo di Euro 3,3 milioni realizzando una plusvalenza di Euro 0,05 milioni.
- Desenzano del Garda, Piazza Matteotti 1 ad un prezzo complessivo di Euro 2,3 milioni realizzando una minusvalenza di Euro 0,2 milioni.
- Chivasso, via Torino 70 ad un prezzo complessivo di Euro 2,2 milioni realizzando una minusvalenza di Euro 0,1 milioni.

La gestione finanziaria

Contratto di finanziamento

Alla data della presente Relazione di Gestione, la posizione debitoria complessiva del Fondo Eracle risulta essere pari a Euro 201,57 milioni, pari all'ammontare del finanziamento erogato secondo gli

**Copertura del rischio
tasso**

accordi stipulati il 27 novembre 2020, di cui detto in precedenza, al netto delle rate di ammortamento e ai rimborsi relativi alla dismissione di immobili.

In data 27 novembre 2024, il Fondo ha formalmente esercitato opzione di proroga della durata del contratto di finanziamento fino al 27 novembre 2025. i

Il 9 dicembre 2009 il Fondo aveva sottoscritto 5 contratti CAP con le banche facenti parte del pool del finanziamento, per la copertura dal rischio di oscillazione dei tassi di interesse a partire dal 28 novembre 2013 fino al 15° anno di vita del Fondo. I contratti CAP, prevedevano un nozionale complessivamente pari a Euro 434.885.876, coincidente con il valore nominale iniziale del debito relativamente alle Linee Term.

Al fine di allineare il nozionale dei contratti CAP al valore nominale del debito relativo alle Linee *Tranche A*, che si era ridotto per effetto del piano di ammortamento previsto per il 2014 e 2015 dal contratto di finanziamento in essere fino al 27 novembre 2015, era stata effettuata un'operazione di *unwinding* parziale del nozionale

Successivamente, tenuto conto che la copertura in essere mediante il CAP non era più coerente con le caratteristiche del nuovo finanziamento e con le nuove condizioni di mercato, a seguito dell'approvazione da parte del Comitato Consultivo del Fondo, riunitosi in data 19 giugno 2015, e del Consiglio di Amministrazione della SGR in data 23 giugno 2015, la SGR aveva avviato le attività volte alla modifica della strategia in essere di hedging (Interest Rate Cap - CAP). In particolare, in accordo con gli organi deliberanti della SGR e del Fondo, in data 22 gennaio 2016 è stato stipulato con le banche finanziatrici, mediante un processo di gara competitiva invitando anche banche terze, l'IRS forward starting con caratteristiche economiche/tecniche coerenti con quelle del nuovo finanziamento sottostante fino a scadenza del nuovo contratto. Inoltre, in data 24 marzo 2016, la SGR ha proceduto alla ristrutturazione parziale del CAP attualmente in essere, mediante l'*unwinding* dello stesso per il periodo in cui è stato efficace l'IRS (31 marzo 2016 – 27 novembre 2020), che ha previsto l'incasso in favore del Fondo del valore di mercato della componente di premio del CAP chiuso in anticipo.

In relazione al nuovo contratto di finanziamento, la SGR ad aprile 2022 ha ristrutturato i CAP in essere, mediante la modifica delle condizioni contrattuali riguardanti il nozionale e il cap strike, al fine di allineare lo strumento alle condizioni di mercato e

all'indebitamento esistente. A novembre 2024, a seguito dell'estensione del finanziamento, il Fondo ha sottoscritto un nuovo contratto di cap, con notional che ammortizza e strike al 3%.

A dicembre 2024 la SGR ha preceduto all'unwinding parziale del derivato al fine di allinearlo al relativo ammontare del finanziamento (ad oggi pari a circa Euro 201,57 milioni).

Gestione della liquidità

Il Regolamento del Fondo, prevede la possibilità di investire il patrimonio in strumenti finanziari di breve durata e di pronta e sicura liquidità. Alla data della presente Relazione di Gestione, non sono stati effettuati investimenti della liquidità del Fondo in strumenti di pronta e sicura liquidità.

Il risultato economico

Risultato di periodo

Al 31 dicembre 2024 il Fondo registra un risultato di esercizio positivo pari a Euro 11,22 milioni.

Si rimanda alla Sezione Reddittuale per ulteriori dettagli.

Tabella 2: Sezione reddituale al 31 dicembre 2024

€' 000	31-dic-2024
A. STRUMENTI FINANZIARI	
A1. Partecipazioni	
A1.1 dividendi e altri proventi	
A1.2 utili/perdite da realizzi	
A1.3 plus/minusvalenze	
A2. Altri strumenti finanziari non quotati	
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	
A2.2 utili/perdite da realizzi	
A2.3 plus/minusvalenze	
A3. Strumenti finanziari quotati	
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi	
A3.2 utili/perdite da realizzi	
A3.3 plus/minusvalenze	
A4. Strumenti finanziari derivati	
A4.1 di copertura	
A4.2 non di copertura	
Risultato gestione strumenti finanziari	-
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	
B1. Canoni di locazione e altri proventi	43.196
B2. Utili/perdite da realizzi	(1.568)
B3. Plus/minusvalenze	(10.559)
B4. Oneri per la gestione di beni immobili	(1.226)
B5. Ammortamenti	
B6. Imposta municipale unica	(4.911)
Risultato gestione beni immobili	24.932
C. CREDITI	
Risultato gestione crediti	
D. DEPOSITI BANCARI	
E. ALTRI BENI	
Risultato gestione investimenti	24.932
Risultato lordo della gestione caratteristica	24.932
H. ONERI FINANZIARI	
H1. Interessi passivi su finanziamenti ricevuti	(16.524)
H1.1 su finanziamenti ipotecari	(16.524)
H1.2 su altri finanziamenti	
H2. Altri oneri finanziari	(3.842)
Risultato netto della gestione caratteristica	4.566
I. ONERI DI GESTIONE	(4.417)
I1. Provvigione di gestione SGR	(1.756)
I2. Costo per il calcolo del valore della quota	
I3. Commissioni depositario	(79)
I4. Oneri per esperti indipendenti	(96)
I5. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	
I6. Altri oneri di gestione	(2.485)
L. ALTRI RICAVI ED ONERI	11.066
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	849
L2. Altri ricavi	10.360
L3. Altri oneri	(143)
L4. Altri oneri	
Risultato della gestione prima delle imposte	11.215
M. IMPOSTE	
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	
M2. Risparmio di imposta	
M3. Altre imposte	
Utile/Perdita dell'esercizio	11.215

Risultato economico distribuibile

Al 31 dicembre 2024 il risultato economico distribuibile del Fondo risulta pari ad Euro 140,04 milioni di cui Euro 22,90 milioni relativamente al 2024 (Euro 18,85 milioni se si considera quanto già distribuito nel periodo) ed Euro 121,19 milioni relativi a periodi precedenti.

In conformità al Regolamento di gestione del Fondo il consiglio di amministrazione della Società di Gestione qualora ritenga che sussistano circostanze che rendono non opportuno procedere a distribuire il 100% dei Proventi Distribuibili potrà distribuire gli stessi in minor misura fatta salva diversa e motivata deliberazione dello stesso. Gli eventuali Proventi distribuibili realizzati e non distribuiti in semestri precedenti, al netto delle perdite, concorrono alla formazione dei proventi distribuibili da distribuire nel semestre successivo.

I proventi distribuibili (determinati in conformità a quanto previsto al Paragrafo A.7 del Regolamento) al 31 dicembre 2024 risultano pari ad Euro 22,90 milioni (Euro 18,85 milioni se si considera quanto già distribuito nel periodo) determinati come segue: dall'utile di periodo per Euro 11,22 milioni, al netto delle plusvalenze e incrementato delle minusvalenze nette non realizzate derivanti dalla valutazione dell'Esperto Indipendente, pari ad Euro 11,28 milioni e dal realizzo delle plusvalenze pregresse pari ad Euro 0,40 milioni. Tale risultato è riconducibile principalmente alla cassa generata dall'attività di locazione del Fondo oltre che dalle vendite verificatesi nell'esercizio.

Nel corso del periodo sono stati distribuiti proventi per un totale di Euro 10 milioni dell'utile distribuibile relativo al 31 dicembre 2023 secondo quanto deliberato dal Consiglio di Amministrazione della SGR che si è riunito in data 30 gennaio 2024 ed Euro 4,04 milioni dell'utile distribuibile relativo al 30 giugno 2024 secondo quanto deliberato dal Consiglio di Amministrazione della SGR che si è riunito in data 30 luglio 2024.

Di seguito si indicano i proventi distribuibili dal Fondo per il periodo che intercorre dalla data di apporto alla data di riferimento della Relazione di Gestione.

Tabella 3: Proventi distribuibili per il periodo 28 novembre 2008 - 31 dicembre 2024*

€'000	Valore
Utili del periodo	305.298
28 nov 2008 - 31 dic 2008	1.920
1 gen 2009 - 31 dic 2009	30.426
1 gen 2010 - 31 dic 2010	41.635
1 gen 2011 - 31 dic 2011	33.856
1 gen 2012 - 31 dic 2012	3.405
1 gen 2013 - 31 dic 2013	18.680
1 gen 2014 - 31 dic 2014	23.930
1 gen 2015 - 31 dic 2015	34.128
1 gen 2016 - 31 dic 2016	20.952
1 gen 2017 - 31 dic 2017	36.202
1 gen 2018 - 31 dic 2018	41.006
1 gen 2019 - 31 dic 2019	16.952
1 gen 2020 - 31 dic 2020	(24.913)
1 gen 2021 - 30 giu 2021	(3.933)
1 lug 2021 - 31 dic 2021	3.674
1 gen 2022 - 30 giu 2022	12.450
1 lug 2022 - 31 dic 2022	(3.489)
1 gen 2023 - 30 giu 2023	3.079
1 lug 2023 - 31 dic 2023	4.123
1 gen 2024 - 30 giu 2024	7.196
1 lug 2024 - 31 dic 2024	4.019
Plusvalenze non realizzate	(141.577)
28 nov 2008 - 31 dic 2008	(490)
1 gen 2009 - 31 dic 2009	(4.115)
1 gen 2010 - 31 dic 2010	(16.425)
1 gen 2011 - 31 dic 2011	(8.567)
1 gen 2012 - 31 dic 2012	(7.288)
1 gen 2013 - 31 dic 2013	(1.170)
1 gen 2014 - 31 dic 2014	(808)
1 gen 2015 - 31 dic 2015	(7.990)
1 gen 2016 - 31 dic 2016	(8.047)
1 gen 2017 - 31 dic 2017	(8.855)
1 gen 2018 - 31 dic 2018	(12.291)
1 gen 2019 - 31 dic 2019	(8.968)
1 gen 2020 - 31 dic 2020	(1.644)
1 gen 2021 - 30 giu 2021	(24.999)
1 lug 2021 - 31 dic 2021	(10.100)
1 gen 2022 - 30 giu 2022	(6.489)
1 lug 2022 - 31 dic 2022	(191)
1 gen 2023 - 30 giu 2023	(1.731)
1 lug 2023 - 31 dic 2023	(311)
1 gen 2024 - 30 giu 2024	(10.882)
1 lug 2024 - 31 dic 2024	(215)
Minusvalenze non realizzate	254.457
28 nov 2008 - 30 giu 2010	-
1 lug 2010 - 31 dic 2010	12
1 gen 2011 - 31 dic 2011	849
1 gen 2012 - 31 dic 2012	22.433
1 gen 2013 - 31 dic 2013	9.654
1 gen 2014 - 31 dic 2014	10.589
1 gen 2015 - 31 dic 2015	6.983
1 gen 2016 - 31 dic 2016	6.619
1 gen 2017 - 31 dic 2017	2.061
1 gen 2018 - 31 dic 2018	1.991
1 gen 2019 - 31 dic 2019	23.434
1 gen 2020 - 31 dic 2020	56.472
1 gen 2021 - 30 giu 2021	40.037
1 lug 2021 - 31 dic 2021	16.020
1 gen 2022 - 30 giu 2022	3.463
1 lug 2022 - 31 dic 2022	13.337
1 gen 2023 - 30 giu 2023	10.268
1 lug 2023 - 31 dic 2023	7.851
1 gen 2024 - 30 giu 2024	16.175
1 lug 2024 - 31 dic 2024	6.207
Minusvalenze non realizzate relative a semestri precedenti al 30.06.2012	5.592
Plusvalenze realizzate periodi precedenti	2.379
1 gen 2021 - 31 dic 2021	1.813
1 gen 2022 - 30 giu 2022	35
1 lug 2022 - 31 dic 2022	-
1 gen 2023 - 30 giu 2023	-
1 lug 2023 - 31 dic 2023	135
1 gen 2024 - 30 giu 2024	-
1 lug 2024 - 31 dic 2024	396
Totale distribuito 28 nov 2008 - 31 dic 2024	426.150
<i>di cui distribuito:</i>	
1 gen 2009 - 31 dic 2009	27.741
1 gen 2010 - 31 dic 2010	20.000
1 gen 2011 - 31 dic 2011	21.000
1 gen 2012 - 31 dic 2012	18.000
1 gen 2013 - 31 dic 2013	9.800
1 gen 2014 - 31 dic 2014	43.099
1 gen 2015 - 31 dic 2015	19.927
1 gen 2016 - 31 dic 2016	23.894
1 gen 2017 - 31 dic 2017	23.527
1 gen 2018 - 31 dic 2018	23.643
1 gen 2019 - 31 dic 2019	12.153
1 gen 2021 - 31 dic 2021	18.756
1 gen 2022 - 31 dic 2022	4.527
1 gen 2023 - 30 giu 2023	6.000
1 lug 2023 - 31 dic 2023	10.000
1 gen 2024 - 30 giu 2024	4.042
Totale distribuito 28 nov 2008 - 31 dic 2024	286.108
Totale potenzialmente distribuibile al 31 dicembre 2024	140.041
Numero quote classe A in circolazione	1.273
Numero quote classe B in circolazione**	1

* per gli esercizi precedenti a quello in corso, i dati sono esposti su base annuale anzichè semestrale per una visione di maggiore sintesi

** Le quote di classe B non hanno diritto di partecipare alla distribuzione dei proventi

La politica dei proventi

Il Regolamento del Fondo stabilisce che i proventi distribuibili siano distribuiti ai Partecipanti, con cadenza almeno semestrale, in misura pari al 100% degli stessi, fatta salva diversa e motivata deliberazione del Consiglio di Amministrazione della SGR. Inoltre, è facoltà della SGR procedere alla distribuzione dei proventi distribuibili anche con cadenza infrasemestrale. Gli eventuali proventi distribuibili realizzati e non distribuiti in semestri precedenti, al netto delle eventuali perdite, concorrono alla formazione dei proventi da distribuire nel semestre successivo.

Ai sensi di quanto previsto dal Regolamento del Fondo, il Consiglio di Amministrazione della SGR, che si è riunito in data 26 giugno 2025, ha deliberato l'approvazione della presente Relazione di Gestione e di rinviare la distribuzione dei proventi.

1.4 Variazione del valore di mercato del portafoglio

Al 31 dicembre 2024 il valore di mercato del patrimonio immobiliare del Fondo è pari a Euro 519,2 milioni, secondo la valutazione redatta dall'Esperto Indipendente alla data di riferimento della Relazione di Gestione.

Con riferimento al valore degli immobili sotto riportati, la Relazione di Gestione si discosta dalla valutazione dell'Esperto indipendente, in considerazione dei contratti preliminari firmati e/o le proposte vincolanti accettate il cui prezzo è inferiore al valore espresso dallo stesso e nel caso di contratto rogitato, qualora risulti sia inferiore sia superiore al valore espresso dall'Esperto, seppur ritenuto congruo dallo stesso. In particolare, come da tabella seguente:

Comune	Indirizzo	Marketi Value	Prezzo di vendita
		31.12.2024 Esperto Indipendente	
Sant'Ambrogio di Valpolicella	Via Valpolicella, 6 Fraz, Domegliara	550.000	510.000
Soave	Corso Vittorio Emanuele, 35	690.000	700.000
Inverio	Largo Alpini, 25	180.000	200.000
Fossano	Via Cavour, 7	210.000	220.000
Imperia	Via Agnesi	24.000	27.000
Roma	Piazza del Gesù, 49	15.480.000	15.650.000
Moretta	Via Torino, 61	210.000	223.000
Cassolnovo	Via Lavatelli, 15	60.000	80.000
Nogara	Via P. Sterzi, 13	380.000	355.000
Milano	Via Ponte Seveso, 20	1.870.000	1.620.000
Trevezuolo	Piazza R. Bolognese Trevenzoli, 9	160.000	150.000
Verona	Via Montorio, 62	460.000	400.000
Catania	Via XX Settembre, 41	1.250.000	1.125.000
Borgo San Dalmazio	Via Lovera, 75	250.000	221.000
Caraglio	Piazza Martini della Libertà	230.000	205.000
Cinisello Balsamo	Via Libertà, 101	1.200.000	1.075.000
Racconigi	Piazza Roma, 6	230.000	196.000
Borghetto Santo Spirito	Via 4 novembre	239.000	200.000
Cordignano	Piazza Italia, 135	230.000	205.000

Il decremento di €56,13 milioni rispetto al valore di mercato del 31 dicembre 2023, è dovuto:

- alla svalutazione del portafoglio immobiliare a seguito della valutazione dell'Esperto Indipendente per Euro 11,28 milioni;
- all'incremento del valore di carico degli immobili a fronte di lavori di manutenzione straordinaria per Euro 0,55 milioni;
- alle dismissioni intervenute per Euro 46,12 milioni;
- all'utile da realizzo per Euro 0,73 milioni.

Tabella 4: Variazione del valore di mercato del portafoglio

	Valore mkt inizio semestre	Valore apporto immob. Svincolati 25/02/2009	Valore apporto immob. Svincolati 28/09/2009	Vendite	Lavori di manutenz. straord.	Plusvalenza da rivalutaz.	Minusvalenza da rivalutaz.	Utile e perdite da realizzi	Valore mkt fine semestre	% Variaz. Valore mkt
€'000										
Apporto	588.381								588.381	
31-dic-08	588.381					490			588.871	0,08%
30-giu-09	588.871	135.783				2.149			726.804	23,42%
31-dic-09	726.804		26.514			1.965			755.283	3,92%
30-giu-10	755.283				166	12.635			768.084	1,69%
31-dic-10	768.084				19	3.790	(12)		771.882	0,49%
30-giu-11	771.882				309	4.027	(552)		775.666	0,49%
31-dic-11	775.666				230	4.539	(476)		779.960	0,55%
30-giu-12	779.960				115	3.743	(15.018)		768.800	-1,43%
31-dic-12	768.800				324	3.545	(12.829)		759.840	-1,17%
30-giu-13	759.840				168	570	(2.508)		758.070	-0,23%
31-dic-13	758.070				376	600	(7.146)		751.900	-0,81%
30-giu-14	751.900				620	550	(4.820)		748.250	-0,49%
31-dic-14	748.250				260	258	(5.769)		743.000	-0,70%
30-giu-15	743.000				219	7.558	(6.547)		744.230	0,17%
31-dic-15	744.230				324	432	(436)		744.550	0,04%
30-giu-16	744.550				163	4.530	(4.492)		744.750	0,03%
31-dic-16	744.750			(20)	644	3.517	(2.126)		746.765	0,27%
30-giu-17	746.765				298	4.186	(1.073)		750.175	0,46%
31-dic-17	750.175				231	4.669	(989)		754.087	0,52%
30-giu-18	754.087				314	5.140	(858)		758.683	0,61%
31-dic-18	758.683				433	7.151	(1.132)		765.135	0,85%
30-giu-19	765.135				401	6.888	(890)		771.535	0,84%
31-dic-19	771.535			(30)	920	2.080	(22.545)		751.960	-2,54%
30-giu-20	751.960				90	115	(11.286)		740.879	-1,47%
31-dic-20	740.879				321	1.530	(45.186)		697.544	-5,85%
30-giu-21	697.544			(1.000)	385	24.999	(40.037)		681.891	-2,24%
31-dic-21	681.891			(12.076)	1.315	10.100	(16.020)		665.210	-2,45%
30-giu-22	665.210			(8.682)	497	6.489	(3.463)		660.051	-0,78%
31-dic-22	660.051			(8.678)	361	191	(13.337)		638.588	-3,25%
30-giu-23	638.588			(4.680)	528	1.731	(10.268)		625.898	-1,99%
31-dic-23	625.898			(43.503)	518	311	(7.851)		575.373	-8,07%
30-giu-24	575.373			(16.524)	314	10.884	(16.175)		553.872	-3,74%
31-dic-24	553.872			(29.592)	231	215	(6.207)	726	519.246	-6,38%

1.5 Analisi delle variazioni del NAV (Net Asset Value)

Alla data del 31 dicembre 2024 il valore del NAV registra una diminuzione pari a 0,83%, passando da Euro 340,27 milioni al 31 dicembre 2023 a Euro 337,44 milioni alla data di riferimento della Relazione di Gestione. Tale variazione è attribuibile:

- per -3,32% alla svalutazione netta del valore di mercato degli immobili pari a Euro 11,28 milioni;
- per +6,73% al risultato distribuibile pari a Euro 22,90 milioni.
- per -4,13% alla distribuzione dei proventi pari a Euro 14,04 milioni;
- per -0,12% al realizzo delle plusvalenze pregresse pari a Euro 0,40 milioni.

Il valore della quota di classe A passa da Euro 267.295,15 al 31 dicembre 2023 a Euro 265.074,92 al 31 dicembre 2024. Il valore nominale dell'unica quota di classe B è pari a Euro 1 e, come previsto dal Regolamento del Fondo, non dà diritto alla distribuzione di proventi della gestione.

Tabella 5: Variazioni del NAV

€'000	31-dic-08	30-giu-09	31-dic-09	30-giu-10	31-dic-10	30-giu-11	31-dic-11	30-giu-12	31-dic-12	30-giu-13	31-dic-13	30-giu-14	31-dic-14	30-giu-15
Valore iniziale														
Valore II apporto	318.250													
Variazioni in aumento :														
- sconto all'apporto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- utile distribubile di periodo	1.429	12.572	13.739	12.599	12.623	13.045	13.093	6.764	11.786	12.693	14.472	16.766	16.945	17.147
- plusvalenze / minusvalenze da valutazione	490	2.149	1.965	12.635	3.778	3.506	4.212	(5.861)	(9.284)	(1.938)	(6.546)	(4.270)	(5.510)	1.011
Variazioni in diminuzione:														
- distribuzione proventi	-	0	(14.001)	(13.739)	(10.000)	(10.000)	(10.500)	(10.500)	(10.000)	(8.000)	(9.800)	0	(16.766)	(26.333)
- rimborso quote														
NAV a fine periodo	320.170	334.891	336.595	348.089	354.490	361.042	367.846	358.249	350.751	353.506	351.632	364.127	358.797	350.621
Num. quote	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273
Delta NAV rispetto al periodo precedente		4,60%	0,51%	3,41%	1,84%	1,83%	1,88%	-2,61%	-2,09%	0,79%	-0,53%	3,55%	-1,46%	-2,28%
Valore contabile quota	251.508	263.072	264.411	273.440	278.468	283.615	288.960	281.421	275.531	277.695	276.223	286.039	281.851	275.429
Valore nominale quota	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000
€'000	31-dic-15	30-giu-16	31-dic-16	30-giu-17	31-dic-17	30-giu-18	31-dic-18	30-giu-19	31-dic-19	30-giu-20	31-dic-20	30-giu-21	31-dic-21	30-giu-22
Valore iniziale														
Valore II apporto	350.621	357.846	351.153	355.870	361.573	368.124	375.961	385.636	395.541	378.558	382.938	353.646	349.713	343.392
Variazioni in aumento :														
- sconto all'apporto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- utile distribubile di periodo	15.974	4.452	15.073	14.738	14.670	15.282	15.423	15.783	15.635	15.551	14.364	11.105	11.406	9.460
- plusvalenze / minusvalenze da valutazione	(4)	37	1.390	3.113	3.681	4.282	6.018	5.999	(20.465)	(11.171)	(43.656)	(15.038)	(5.920)	3.026
- plus. Realizzate periodi precedenti													(1.813)	(35)
Variazioni in diminuzione:														
- distribuzione proventi	(8.746)	(11.182)	(11.746)	(12.148)	(11.800)	(11.727)	(11.767)	(11.876)	(12.153)	0	0	0	(9.994)	(8.762)
- rimborso quote														
NAV a fine periodo	357.846	351.153	355.870	361.573	368.124	375.961	385.636	395.541	378.558	382.938	353.646	349.713	343.392	347.081
Num. quote	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273
Delta NAV rispetto al periodo precedente	2,96%	-1,87%	1,34%	1,60%	1,81%	2,13%	2,57%	2,57%	-4,29%	1,16%	-7,65%	-1,11%	-1,81%	1,07%
Valore contabile quota	281.104	275.847	279.552	284.032	289.178	295.335	302.934	310.716	297.375	300.816	277.805	274.716	269.750	272.648
Valore nominale quota	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000
€'000	31-dic-22	30-giu-23	31-dic-23	30-giu-24	31-dic-24									
Valore iniziale														
Valore II apporto	347.081	342.444	342.144	340.267	337.462									
Variazioni in aumento :														
- sconto all'apporto	-	-	-	-	-									
- utile distribubile di periodo	9.657	11.617	11.797	12.487	10.407									
- plusvalenze / minusvalenze da valutazione	(13.146)	(8.538)	(7.540)	(5.291)	(5.991)									
- plus. Realizzate periodi precedenti			(135)		(396)									
Variazioni in diminuzione:														
- distribuzione proventi	(1.147)	(3.380)	(6.000)	(10.000)	(4.042)									
- rimborso quote														
NAV a fine periodo	342.444	342.144	340.267	337.462	337.462									
Num. quote*	1.273	1.273	1.273	1.273	1.273									
Delta NAV rispetto al periodo precedente	-1,34%	-0,09%	-0,55%	-0,82%	-0,01%									
Valore contabile quota	269.006	268.770	267.295	265.092	265.075									
Valore nominale quota	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000									

*Il valore esposto non considera l'unica quota di classe B, la quale ha un valore contabile e nominale pari ad Euro 1.000

1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2024

Dopo il 31 dicembre 2024 è proseguito il piano di dismissione degli immobili del Fondo, con la vendita di 13 unità per un controvalore complessivo pari a circa Euro 19,4 milioni.

Tra le altre, si segnala la vendita dell'immobile sito a Roma, piazza del Gesù 49, ad un prezzo complessivo di circa Euro 15,7 milioni, e il cui perfezionamento, trattandosi di immobile vincolato, è soggetto a condizione sospensiva, con relativo atto di avveramento previsto entro fine luglio 2025.

Nel corso dei primi sei mesi del 2025, sono stati sottoscritti 3 contratti preliminari di vendita e 8 proposte vincolanti, per un valore

complessivo pari a circa Euro 6,7 milioni. I prezzi di cessione risultano sostanzialmente in linea con la valutazione dell'Esperto Indipendente (Praxi) al 31 dicembre 2024, evidenziando uno scostamento medio pari a - 1,36%.

Contestualmente all'approvazione del presente documento, il Consiglio di Amministrazione riunitosi in data 26 giugno 2025 prende atto e approva i valori di mercato del portafoglio immobiliare aggiornati al 30 giugno 2025. La valutazione, redatta dall'esperto indipendente Praxi, risulta sostanzialmente allineata a quella riferita al 31 dicembre 2024. Si rileva un marginale decremento di valore, inferiore al 2,5% sull'intero portafoglio, coerente con le attuali dinamiche di mercato che continuano a privilegiare i centri storici di città ad elevata liquidità, quali Milano e Roma, rispetto a località secondarie. Si precisa che tale aggiornamento valutativo non ha impatto sul risultato al 31 dicembre 2024, il quale - si rammenta - non prevede distribuzioni di proventi.

Si segnala che la SGR ha avviato un tavolo negoziale con il pool di banche finanziatrici per definire termini e condizioni del rifinanziamento del debito outstanding del Fondo, derivante dal contratto di finanziamento ipotecario sottoscritto in data 27 novembre 2020 e in scadenza al 27 novembre 2025 (il "Contratto di Finanziamento").

Anche ai fini del detto rifinanziamento si segnala peraltro quanto segue:

- in data 26 giugno 2025, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato il business plan del Fondo (per il quale, in conformità con il regolamento di gestione del Fondo, verrà richiesto il parere del Comitato Consultivo), che tiene conto:

i) della rinegoziazione in corso del rifinanziamento del debito del Fondo, i cui elementi economici, giuridici e di durata avranno impatto diretto sul business plan stesso);

ii) della trattativa in corso con il conduttore Banco BPM per la rinegoziazione e l'estensione dei contratti di locazione e dell'accordo quadro in essere. Le intese ad oggi raggiunte, sia pure ancora non formalizzate, prevedono un'estensione della durata del contratto di locazione delle unità "long term", con una prima scadenza contrattuale al 2037 e una seconda scadenza al 2043 (rispetto all'attuale scadenza al 2032). Tale rimodulazione contrattuale genererebbe canoni di locazione aggiuntivi rispetto all'attuale configurazione contrattuale, che già oggi garantisce flussi di cassa adeguati alla gestione ordinaria del Fondo, nonché di far fronte agli obblighi derivanti dal nuovo contratto di finanziamento (come ipotizzato sulla base delle interlocuzioni con le banche). Pertanto, anche in caso di

prolungamento delle trattative con le controparti bancarie (con relativa estensione del Contratto di Finanziamento per un periodo non inferiore a 12 mesi) non si rilevano criticità in merito alla sostenibilità dei futuri flussi di cassa. Si evidenzia che le unità “long term” rappresentano oltre l’80% del patrimonio immobiliare del Fondo sia in termini di valore di mercato sia in termini di ricavi da canoni di locazione;

- in data 23 giugno 2025 la SGR ha ricevuto una comfort letter, sottoscritta da ciascuna delle banche del pool, attestante lo stato le discussioni in corso con la SGR al fine di definire i termini e le condizioni del rifinanziamento del debito, con l’obiettivo di raggiungere un accordo entro la scadenza di novembre 2025;

- è proseguita la progressiva dismissione degli asset in portafoglio, secondo quanto previsto dal piano vendite. Le vendite effettuate hanno avuto luogo a prezzi sostanzialmente in linea con i valori di mercato al 31 dicembre 2024, come da valutazione dell’Esperto Indipendente.

Alla luce delle esperienze pregresse e delle prassi già adottate (tra cui il rifinanziamento dello stesso debito nel 2020 mediante la sottoscrizione del Contratto di Finanziamento attualmente in essere), nonché dello standing del pool bancario coinvolto e della solida relazione con la SGR, non si rilevano ad oggi elementi ostativi o preclusioni alla positiva conclusione dell’operazione di rifinanziamento né alla possibilità di un’estensione di almeno 12 mesi della scadenza attualmente prevista dal Contratto di Finanziamento.

1.7 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione

Il Fondo è focalizzato sulla gestione del portafoglio immobiliare con l’obiettivo di generare rendimenti ordinari ricorrenti nel medio/lungo termine e sulla progressiva dismissione degli asset vacant e non più strategici per il Fondo.

1.8 Operatività posta in essere su strumenti finanziari derivati

Alla data di riferimento della presente Relazione di Gestione il Fondo detiene strumenti finanziari derivati come descritto nel paragrafo “1.3 L’andamento del Fondo al 31 dicembre 2024 - Copertura tassi di interesse”.

1.9 Rapporti con le società del Gruppo

Tutte le operazioni poste in essere con società del Gruppo di appartenenza della SGR sono regolate a condizioni di mercato.

I principali rapporti posti in essere con società facenti capo al Gruppo Generali sono riepilogati di seguito.

Assicurazioni

La SGR ha stipulato, in nome e per conto del Fondo, una polizza assicurativa “all risk” con la società Generali Italia, facente parte del Gruppo.

L'Amministratore Delegato
(Nunzio Laurenziello)

2. Situazione Patrimoniale

ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2024		Situazione al 31/12/2023	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR				
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	519.246.000	95,95%	575.373.000	96,33%
B1. Immobili dati in locazione	519.246.000	95,95%	575.373.000	96,33%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
E.1 Oneri Pluriennali				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	21.419.956	3,96%	17.776.833	2,98%
F1. Liquidità disponibile	21.419.956	3,96%	17.776.833	2,98%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITÀ	469.273	0,09%	4.172.203	0,70%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	97.374	0,02%	3.729.444	0,62%
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre	371.899	0,07%	442.759	0,07%
TOTALE ATTIVITÀ	541.135.229	100,00%	597.322.036	100,00%

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 31/12/2024	Situazione al 31/12/2023
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	201.570.403	251.733.777
H1 Finanziamenti ipotecari	201.570.403	251.733.777
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
M. ALTRE PASSIVITÀ	2.124.448	5.321.536
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	915.342	1.176.120
M2. Debiti di imposta	17.071	6.004
M3. Ratei e risconti passivi		1.675.675
M4. Altre	1.192.035	2.463.737
TOTALE PASSIVITÀ	203.694.851	257.055.313
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	337.440.378	340.266.723
NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE	1.274,00	1.274,00
quote classe A	1.273,00	1.273,00
quote classe B	1,00	1,00
Valore unitario delle quote classe A	265.074,923	267.295,147
Valore unitario delle quote classe B	1,000	1,000
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	11.030	7.368

Il valore nominale dell'unica quota di classe B è pari a €1 e, come previsto dal Regolamento del Fondo, non dà diritto alla distribuzione dei proventi della gestione.

Il titolare della quota di classe B, la società Banco Bpm, avrà titolo di percepire esclusivamente il valore nominale della quota di classe B in sede di liquidazione del Fondo. La quota di classe B non è cedibile a terzi.

3. Sezione Reddituale

	Situazione al 31/12/2024		Situazione al 31/12/2023	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 dividendi e altri proventi				
A1.2 utili/perdite da realizzi				
A1.3 plus/minusvalenze				
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili/perdite da realizzi				
A2.3 plus/minusvalenze				
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili/perdite da realizzi				
A3.3 plus/minusvalenze				
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	24.932.189		22.893.128	
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	43.195.980		45.563.832	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	(1.567.835)		(348.300)	
B3. PLUS/MINUSVALENZE	(10.558.805)		(16.077.374)	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	(1.225.699)		(935.199)	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTA SUGLI IMMOBILI	(4.911.452)		(5.309.831)	
Risultato gestione beni immobili		24.932.189		22.893.128
C. CREDITI				
C1. Interessi attivi e proventi assimilati				
C2. Incrementi/decrementi di valore				
Risultato gestione crediti				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. Interessi attivi e proventi assimilati				
E. ALTRI BENI				
E1. Proventi				
E2. Utile/perdita da realizzi				
E3. Plusvalenze/minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		24.932.189		22.893.128

	Situazione al 31/12/2024		Situazione al 31/12/2023	
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1 Risultati realizzati				
F1.2 Risultati non realizzati				
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
F3. LIQUIDITÀ				
F3.1 Risultati realizzati				
F3.2 Risultati non realizzati				
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI P.C.T. E ASSIMILATE				
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
Risultato lordo della gestione caratteristica		24.932.189		22.893.128
H. ONERI FINANZIARI	(20.366.113)		(22.694.060)	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	(16.523.714)		(18.595.609)	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	(16.523.714)		(18.595.609)	
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	(3.842.399)		(4.098.451)	
H2.1 Commissioni su finanziamento	(3.842.399)		(4.098.451)	
Risultato netto della gestione caratteristica		4.566.076		199.068
I. ONERI DI GESTIONE	(4.416.986)		(3.913.954)	
I1. Provvigione di gestione SGR	(1.756.243)		(1.969.620)	
I2. Costo per il calcolo del valore della quota				
I3. Commissioni depositario	(79.266)		(80.558)	
I4. Oneri per esperti indipendenti	(96.147)		(130.600)	
I5. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I6. Altri oneri di gestione	(2.485.330)		(1.733.176)	
L. ALTRI RICAVI ED ONERI	11.066.104		10.916.890	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	849.187		588.289	
L2. Altri ricavi	10.360.404		10.369.752	
L3. Altri oneri	(143.487)		(41.151)	
L4. Altri ricavi od oneri da arrotondamenti				
Risultato della gestione prima delle imposte		11.215.194		7.202.004
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte				
Utile/perdita dell'esercizio		11.215.194		7.202.004

4. Nota integrativa

4.1 Parte A – Andamento del valore della quota

Valore della quota

In data 28 novembre 2008, mediante l'atto di apporto di 456 immobili e contestualmente di accollo del debito pari ad Euro 432 milioni, il Fondo Eracle inizia la propria operatività con un valore nominale della quota pari a Euro 250.000,000.

Alla data della presente Relazione di Gestione il valore della quota di classe A risulta essere pari a Euro 265.074,92 registrando un incremento rispetto alla data di costituzione del Fondo di Euro 15.074,92 pari al 6,03%, riconducibile principalmente alla porzione dei proventi non distribuiti dalla data di avvio dell'operatività del Fondo.

Il valore nominale dell'unica quota di classe B è pari a Euro 1 e, come previsto dal Regolamento del Fondo, non prevede il diritto alla distribuzione dei proventi della gestione. Il titolare della quota di classe B, la società Banco Bpm, avrà titolo di percepire esclusivamente il valore nominale della quota di classe B in sede di liquidazione del Fondo. La quota di classe B non è cedibile a terzi.

Tabella 6: Andamento del valore della quota di classe A

€	Valore complessivo netto del Fondo	Numero di quote classe A	Valore unitario delle quote classe A
Atto di apporto	318.250.000	1.273	250.000,000
31 dicembre 2008	320.169.814	1.273	251.508,102
30 giugno 2009	334.891.128	1.273	263.072,371
31 dicembre 2009	336.594.671	1.273	264.410,581
30 giugno 2010	348.089.108	1.273	273.439,991
31 dicembre 2010	354.490.239	1.273	278.468,373
30 giugno 2011	361.041.592	1.273	283.614,762
31 dicembre 2011	367.846.171	1.273	288.960,072
30 giugno 2012	358.249.054	1.273	281.421,095
31 dicembre 2012	350.750.908	1.273	275.530,957
30 giugno 2013	353.505.659	1.273	277.694,940
31 dicembre 2013	351.632.319	1.273	276.223,346
30 giugno 2014	364.127.421	1.273	286.038,822
31 dicembre 2014	358.796.580	1.273	281.851,202
30 giugno 2015	350.621.450	1.273	275.429,262
31 dicembre 2015	357.845.590	1.273	281.104,156
30 giugno 2016	351.152.914	1.273	275.846,751
31 dicembre 2016	355.869.755	1.273	279.552,046
30 giugno 2017	361.572.978	1.273	284.032,190
31 dicembre 2017	368.123.859	1.273	289.178,209
30 giugno 2018	375.961.191	1.273	295.334,793
31 dicembre 2018	385.635.618	1.273	302.934,499
30 giugno 2019	395.541.484	1.273	310.716,012
31 dicembre 2019	378.558.267	1.273	297.374,914
30 giugno 2020	382.938.149	1.273	300.815,513
31 dicembre 2020	353.645.666	1.273	277.804,921
30 giugno 2021	349.712.870	1.273	274.715,529
31 dicembre 2021	343.392.195	1.273	269.750,349
30 giugno 2022	347.080.868	1.273	272.647,971
31 dicembre 2022	342.444.302	1.273	269.005,735
30 giugno 2023	342.144.194	1.273	268.769,987
31 dicembre 2023	340.266.723	1.273	267.295,148
30 giugno 2024	337.462.480	1.273	265.092,286
31 dicembre 2024	337.440.378	1.273	265.074,924

Principali eventi

Il valore della quota di classe A passa da Euro 267.295,15 al 31 dicembre 2023 a Euro 265.074,92 al 31 dicembre 2024. In proposito si rimanda a quanto trattato in relazione al punto 1.5 - Analisi delle variazioni del NAV.

Distribuzione dei proventi

La modalità di distribuzione dei proventi conseguiti dal Fondo a favore dei Partecipanti in proporzione alle quote possedute è disciplinata nel Regolamento, paragrafo B.2 “Proventi, risultati di gestione e modalità di ripartizione”. Ai sensi di quanto previsto dal Regolamento, sono considerati proventi distribuibili “i proventi al netto delle Plusvalenze non Realizzate nel periodo di riferimento, ed incrementati in misura pari alle Minusvalenze non

Realizzate nel medesimo periodo e delle Minusvalenze non Realizzate nei semestri precedenti che non hanno incrementato i Proventi Distribuibili già distribuiti, fermo restando che, nel caso in cui il valore dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni e degli altri beni detenuti dal fondo, considerati a livello complessivo, sia inferiore al valore di apporto e/o acquisizione dei medesimi, i Proventi di Gestione siano calcolati al netto delle Minusvalenze Non Realizzate considerate a livello complessivo rispetto a detto valore di apporto e/o acquisizione.” Gli eventuali proventi distribuibili realizzati e non distribuiti in semestri precedenti, al netto delle eventuali perdite, concorrono alla formazione dei Proventi Distribuibili da distribuire nel semestre successivo.

Ai sensi di quanto previsto dal Regolamento del Fondo, il Consiglio di Amministrazione della SGR, che si è riunito in data 26 giugno 2025, ha deliberato l’approvazione della presente Relazione di Gestione e di rinviare la distribuzione dei proventi.

Gestione dei rischi

Sistemi di gestione dei rischi utilizzati

Al fine di individuare e gestire le diverse tipologie di rischio a cui è sottoposto il FIA, la SGR ha sviluppato un modello di analisi dei rischi che stima in maniera quali-quantitativa il livello di rischio partendo dall’analisi dei seguenti fattori di rischio: finanziario, credito e di controparte, liquidità e di mercato, operativo. A queste categorie si aggiunge una categoria di “altri rischi” che ricomprende fattori non ricompresi nei precedenti.

Nel dettaglio i suddetti fattori di rischio ricomprendono:

- **Rischi di mercato:** macro-categoria di rischio che si occupa di quantificare i rischi potenziali del FIA derivanti da fattori endogeni o esogeni con potenziale impatto sulle performance finanziarie dei fondi/ investimenti.
- **Rischio di Credito e di Controparte:** macro-categoria di rischio che si occupa di misurare il rischio di possibili perdite derivanti dall’inadempienza o dal mancato adempimento delle controparti del FIA e rischi derivanti dalla relativa concentrazione dei flussi di cassa sia nei confronti delle principali controparti che settoriale. L’analisi dei rischi di credito/ controparte include il rischio di variazione del merito di creditizio.
- **Rischio di Liquidità e di Mercato:** macro-categoria di rischio che analizza la capacità del FIA di onorare gli impegni assunti nei

confronti degli enti finanziatori e dei propri sottoscrittori in considerazione della liquidabilità delle proprie attività e delle condizioni di mercato, valutandone il rischio anche in scenari avversi.

- **Rischio Operativo:** macro-categoria che comprende il rischio di perdite derivanti da inadeguati o inefficienti processi, personale (es. errori umani) e sistemi interni (es. inefficienze o malfunzionamenti dei sistemi informativi) o da eventi esterni
- **Rischio di sostenibilità:** macro-categoria che comprende il rischio di eventi o condizioni di tipo ambientale, sociale o di governance che potrebbero avere ripercussioni negative sull'investimento nel Fondo.

Profilo di rischio del FIA

L'ultimo profilo di rischio stimato del FIA disponibile alla data della presente Relazione di Gestione, secondo quanto sopra esposto, si colloca nella macro-categoria identificata come rischio medio.

Rispetto dei limiti (motivazioni e misure correttive adottate in caso di sforamento)

Tenuto conto dell'ultimo controllo semestrale svolto, non risulta violato alcun limite normativo o regolamentare.

Sensitivity del FIA ai principali rischi sostanziali

L'analisi di scenario (sensitivity) dei principali fattori di rischio a cui il FIA è esposto è stata condotta dalla SGR per quanto riguarda il rischio di liquidità e di mercato.

- **Stress test di Liquidità**
Analisi di scenario dell'ultimo Business Plan approvato dal CDA, al fine di evidenziare l'impatto della variazione delle assunzioni del piano sul flusso di cassa del FIA a sei mesi / un anno in condizioni normali ed eccezionali. Gli input sottoposti all'analisi di scenario sono a titolo esemplificativo e non esaustivo i flussi di liquidità generati dall'incasso dei canoni in essere al netto della morosità alla data di riferimento, l'incasso da eventuali rogiti programmati, l'eventuale rimborso di capitale e/o distribuzioni previste.

- Stress test di Mercato
Analisi di sensitivity al fine di evidenziare l'impatto di variazioni delle assumption sulle performance attese del FIA. Gli input sottoposti all'analisi di scenario sono a titolo esemplificativo e non esaustivo i canoni di locazione e/o ERV e i valori di disinvestimento degli asset.

Principali rischi

I principali fattori di rischio connessi all'investimento immobiliare, riguardano:

- rischio di mercato;
- rischio di liquidità;
- rischio di concentrazione;
- rischio di controparte: merito di credito delle controparti, nel processo di compravendita di immobili e nel processo di gestione delle locazioni (solvibilità dei tenant);
- rischio di tasso d'interesse, dovuto alle oscillazioni del tasso di interesse sul finanziamento;
- rischio di sostenibilità – ESG;
- altri rischi: variazioni della normativa di riferimento, mancato ottenimento delle autorizzazioni necessarie, ritardi o interruzioni nell'esecuzione dei lavori appaltati, interruzioni o ritardi nell'attività svolta dal gestore sociale, oneri ambientali imprevisti, eventi di natura eccezionali non coperti da polizze assicurative, azioni legali o tributarie passive, altri rischi operativi legati alla gestione degli attivi o rischi legati all'utilizzo della leva finanziaria.
- rischio di rifinanziamento dovuto alla durata del finanziamento attualmente in essere inferiore alla vita del Fondo;
- Monitoraggio del rischio tenant.

Rischio di finanziamento

Nel mese di novembre 2024 è stato esteso il finanziamento del Fondo per un ulteriore anno fino al 2025. Coerentemente è stato rinnovato per un ulteriore anno il contratto di copertura (CAP) del parametro Euribor. Per ulteriori dettagli si rimanda al paragrafo "1.2 Dati descrittivi del Fondo – Struttura del finanziamento".

Copertura tassi di interesse

Il Fondo ha posto in essere dei contratti di Interest Rate Cap a copertura del rischio di oscillazione del tasso d'interesse del finanziamento con diverse controparti di primario standing. Per ulteriori dettagli si rimanda al paragrafo "1.3 L'andamento del Fondo al 31 dicembre 2024 – La gestione finanziaria".

Copertura assicurativa degli immobili

Con riferimento alla copertura assicurativa degli immobili in data 20 novembre 2008 è stata stipulata una polizza assicurativa "*all risk*" per tutti gli immobili di proprietà del Fondo, con Generali Italia, già Ina Assitalia S.p.A.. La polizza è rinnovabile tacitamente di anno in anno.

Monitoraggio del rischio tenant

La stretta connessione dei ricavi del Fondo con la controparte unico conduttore società Immobiliare BP S.r.l., appartenente al Gruppo Banco BPM porta a prestare attenzione alla performance del Gruppo Banco BPM; l'analisi del rischio di credito del conduttore tiene conto sia degli ultimi rating ufficiali sia delle analisi circa le morosità storiche ed in essere.

4.2 Parte B – Le attività, le passività ed il valore complessivo netto

Sezione I – Criteri di valutazione

La presente Relazione di Gestione è stata redatta in ottemperanza alle disposizioni dettate dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successivi aggiornamenti, ed è conforme ai principi contabili italiani di generale accettazione. La Relazione di Gestione del Fondo si compone della Situazione Patrimoniale, della Sezione Reddittuale e della presente Nota Integrativa; inoltre, è corredata dalla Relazione degli Amministratori.

La Relazione di Gestione è redatta in unità di Euro senza cifre decimali, se non diversamente specificato, e mette a confronto i dati al 31 dicembre 2024 con i dati al 31 dicembre 2023 per quanto riguarda la Situazione Patrimoniale e la Sezione Reddittuale.

La Relazione di Gestione è stata redatta nel presupposto della continuità gestionale del Fondo, prendendo a riferimento un arco temporale di almeno 12 mesi.

I criteri di valutazione adottati, immutati, rispetto alla Relazione di Gestione al 31 dicembre 2023, sono di seguito in dettaglio riepilogati.

Valutazione sulla continuità aziendale

Alla data del 31 dicembre 2024, il Fondo detiene un finanziamento concesso da un pool di banche finanziatrici per un importo pari a €201,5 milioni, con scadenza prevista nel corso del mese di novembre 2025.

Alla data di redazione della presente Relazione di Gestione, la liquidità che si prevede possa essere disponibile per il rimborso del finanziamento, secondo i termini contrattuali attualmente vigenti, non risulta sufficiente. Per tale motivo, gli Amministratori della SGR hanno avviato interlocuzioni con gli istituti finanziatori, finalizzate a rinegoziare le principali condizioni del contratto di finanziamento e a riequilibrare i flussi di cassa prospettici del Fondo. Come riportato anche nel paragrafo “Parte D – Altre informazioni” della Nota Integrativa, tali interlocuzioni non risultano ancora definite alla data di redazione della presente Relazione di Gestione. In tale contesto gli Amministratori della SGR hanno rilevato l’esistenza di un’incertezza significativa che può far sorgere dubbi significativi in merito alla valutazione della capacità del Fondo di operare secondo il presupposto della continuità aziendale. Tuttavia, gli Amministratori ritengono fondata la ragionevole aspettativa di poter raggiungere un accordo con il pool bancario, sulla base delle seguenti considerazioni: (i) gli istituti finanziatori hanno già manifestato formalmente, tramite la sottoscrizione di una comfort letter, la volontà di procedere con un’operazione di rifinanziamento del Fondo; (ii) il portafoglio immobiliare del Fondo è prevalentemente composto da immobili

locari a un primario istituto finanziario (Banco BPM), con contratti a medio/lungo termine, in scadenza nel 2032, che garantiscono flussi di cassa prevedibili; (iii) nel corso dell'esercizio 2025 è proseguita l'attività di dismissione di immobili non locati o residuali, che ha consentito una riduzione dell'indebitamento complessivo per circa €26 milioni rispetto al 31 dicembre 2024 (la leva finanziaria risulta pertanto oggi pari a circa il 31% del totale delle attività del Fondo).

Sulla base di quanto sopra esposto, gli Amministratori della SGR ritengono sussistano le condizioni per proseguire l'operatività del Fondo in un'ottica di continuità aziendale.

Immobili

Gli immobili sono iscritti al valore indicato dalla relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente, ai sensi dell'art. 16, comma 5 del Decreto Ministeriale 5 marzo 2015, n. 30 e del Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successivi aggiornamenti. La valutazione di tutti gli investimenti immobiliari del Fondo formulata dall'Esperto Indipendente è stata effettuata mediante l'adozione del metodo finanziario reddituale e del metodo comparativo, in base alle assunzioni dell'Esperto Indipendente del Fondo. Fanno eccezione di #22 immobili, di seguito riportati, per i quali il valore esprime il prezzo di vendita così come risulta dai rogiti, dai preliminari firmati e/o le proposte vincolanti accettate, il cui prezzo è differente (in alcuni casi anche inferiore) rispetto al valore espresso dall'Esperto, seppur ritenuto congruo da quest'ultimo. Nel dettaglio:

COMUNE	INDIRIZZO	Stima Market Value 31-12-2024 (€)	Prezzo di vendita (Rogito-Preliminare-Proposta vincolante)
MONTECCHIA DI CROSARA	VIA ROMA, 6	240.000	240.000
SOAVE	CORSO VITTORIO EMANUELE,35	690.000	700.000
VERONA	VIA MONTORIO,62	460.000	400.000
INVORIO	LARGO ALPINI,25	180.000	200.000
BORGO SAN DALMAZZO	VIA LOVERA,75	250.000	221.000
CARAGLIO	PIAZZA MARTIRI LIBERTA'	230.000	205.000
FOSSANO	VIA CAVOUR,7	210.000	220.000
IMPERIA	VIA AGNESI	24.000	27.000
ROMA	PIAZZA DEL GESU',49	15.480.000	15.650.000
MORETTA	VIA TORINO,61	210.000	223.000

VERBANIA	VIA RUGA,24	750.000	750.000
BAVENO	PIAZZA DANTE,7	520.000	520.000
CASSOLNOVO	VIA LAVATELLI,15	60.000	80.000
CATANIA	VIALE XX SETTEMBRE,41	1.250.000	1.125.000
CINISELLO BALSAMO	VIA LIBERTA',101	1.200.000	1.075.000
SANT'AMBROG IO DI VALPOLICELL A	VIA VALPOLICELLA, 6- FRAZ. DOMEGLIARA	550.000	510.000
NOGARA	VIA P.STERZI,13	380.000	355.000
TREVENZUOLO	PIAZZA R. BOLOGNESE TREVENZOLI, 9	160.000	150.000
MILANO	VIA PONTE SEVESO,20	1.870.000	1.620.000
RACCONIGI	PIAZZA ROMA,6	230.000	196.000
BORGHETTO SANTO SPIRITO	BORGHETTO SANTO SPIRITO VIA 4 NOVEMBRE,24	239.000	200.000
CORDIGNANO	PIAZZA ITALIA, 135	230.000	205.000

Le elaborazioni dei valori sono avvenute tramite la creazione di un database, che alimentato da opportune informazioni, tra cui anche formule matematiche e logiche, ha consentito di generare, per ogni singolo immobile, le rispettive schede valutative.

Le metodologie valutative ed i *format* adottati dall'Esperto Indipendente risultano essere in linea sia con la prassi internazionale, secondo quanto indicato dalle *Guidance Notes* dettate dall'*International Valuation Standards Committee*, sia con quanto prescritto dalle Autorità competenti in merito ai criteri di valutazione per le operazioni di costituzione dei Fondi Immobiliari ad Apporto, in particolare con il Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successivi aggiornamenti.

Altre attività

I crediti sono iscritti al valore di presumibile realizzo, determinato rettificando il valore nominale con l'appostazione eventuale di un fondo svalutazione crediti per coprire il rischio di inesigibilità degli stessi.

I ratei e i risconti attivi sono contabilizzati per garantire il rispetto del criterio della competenza temporale nella rilevazione delle poste della Sezione Reddittuale.

Le altre attività e i crediti sono valutati in base al presumibile valore di realizzo.

Altre passività

Le altre passività sono iscritte al loro valore nominale, rappresentativo del valore di presumibile estinzione.

I ratei e risconti passivi sono contabilizzati per garantire il rispetto del criterio della competenza temporale nella rilevazione delle poste della Sezione Reddittuale.

Il debito IVA è iscritto al valore nominale e riflette la posizione fiscale del Fondo.

Costi e Ricavi

I costi e i ricavi sono contabilizzati secondo il principio della competenza economica e dell'inerenza all'attività del Fondo.

I ricavi derivanti dalla locazione di immobili sono contabilizzati quando maturati, sulla base del criterio della competenza temporale, seguendo le indicazioni contrattuali di riferimento; nel caso in cui i contratti prevedano periodi di locazione gratuita oppure una scalettatura temporale del canone, la contabilizzazione del ricavo è effettuata sulla base delle indicazioni formali del contratto.

Emissione e rimborsi di quote

Le nuove emissioni quote così come i rimborsi, sono effettuate con riferimento a l'ultima valutazione del fondo – che esprime il valore corrente dei beni del Fondo, individuato con riferimento ai criteri di valutazione sopra espressi, inteso quale presumibile prezzo al quale detti beni possono essere realizzati alla data cui la valutazione si riferisce – eventualmente post distribuzione proventi.

Sezione II – Le Attività

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Tale voce non è movimentata.

II.2 Strumenti finanziari quotati

Tale voce non è movimentata.

II.3 Strumenti finanziari derivati

Tale voce non è movimentata.

II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Di seguito è riportata la composizione degli Immobili di proprietà del Fondo di cui parte condotti in locazione e parte rilasciati per cui sfitti.⁴:

Tabella 7: Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo

⁴ Nella colonna “Ipotecche” della tabella 8 viene indicato l’importo del debito residuo in linea capitale sul finanziamento del contratto (tranche A), ai sensi di quanto stabilito dal Provvedimento della Banca d’Italia del 19 gennaio 2015 e successivi aggiornamenti. Inoltre, nella tabella in questione è riportata la seconda scadenza dei contratti di locazione.

N.	DESCRIZIONE E UBICAZIONE	DESTINAZIONE D'USO PREVALENTE	ANNO DI COSTRUZ.	SUPERFIC. LORDA (mq)	Canone €	Tipo	Scadenza	Locatario	Gruppo	COSTO STORICO *	IPOTECHE	
					2024	Contratto	Contratto					
CAMPANIA												
1	BENEVENTO	PIAZZA SANTA SOFIA 1	Agenzia bancaria	ante 1967	2.598	312.686	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	4.210.507	3.909.282
2	NAPOLI	VIA GIUNTAI NUOVI 34	Agenzia bancaria	1960	426	-	-	-	-	-	2.525.604	1.367.215
3	NAPOLI	VIA COLLI AMINEI 279	Agenzia bancaria	1968	1.377	216.873	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.940.942	2.755.794
EMILIA ROMAGNA												
4	BAGNOLO IN PIANO	VIA GRAMSCI 1	Agenzia bancaria	1960	401	52.187	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	685.701	555.431
5	CAMPOGALLIANO	VIA RISORGIMENTO 0.13	Agenzia bancaria	1974	575	77.696	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	991.290	822.466
6	CARPI	VIA BERENGARIO 22	Agenzia bancaria	1964	1.445	237.256	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	3.311.345	2.872.289
7	CARPI	VIA GIOVANNI XXIII 33C	Agenzia bancaria	1973	950	125.596	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.474.986	1.506.073
8	CARPINETI	VIA CRISPI 26/A	Agenzia bancaria	ante 1967	275	24.569	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	299.928	202.946
9	CASALGRANDE	VIA S. LORENZO 22/B - FRAZ. SALV.	Agenzia bancaria	1993	395	63.265	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	855.835	694.289
10	CASTELFRANCO EMILIA	CORSO MARTIRI 22	Agenzia bancaria	1968	526	77.701	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.049.222	950.642
11	CASTELNUOVO DI SOTTO	VIA GRAMSCI 50	Agenzia bancaria	1961	647	70.777	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	847.384	737.015
12	CASTELNUOVO NE' MONTI	VIA ZANUSSI 11/E	Agenzia bancaria	ante 1967	278	40.776	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	549.450	494.299
13	CASTELNUOVO RANGONE	VIA ZANUSSI 11/E	Agenzia bancaria	1984	1.081	169.026	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	2.122.309	1.249.720
14	CAVRIAGO	VIA DELLA REPUBBLICA 1	Agenzia bancaria	1964	371	68.297	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	949.625	811.784
15	CIANO DENZA	PIAZZA G. MATTEOTTI 31	Agenzia bancaria	1973	264	40.613	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	480.907	384.529
16	COLLAGNA	VIA ROMA 34	Agenzia bancaria	1963	240	41.373	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	536.167	299.078
17	CORREGGIO	PIAZZA GARIBOLDI 2/A	Agenzia bancaria	1960	707	91.776	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.313.763	1.078.818
18	FABBRICO	CORSO ROMA 39	Agenzia bancaria	1957	618	69.744	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	808.699	598.157
19	FIORANO MODENESE	PIAZZA BACHELET 3	Agenzia bancaria	1965	2.588	333.442	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	4.428.146	4.123.009
20	FIUMALBO	VIA CAPITANO A. COPPI 5	Agenzia bancaria	ante 1967	248	29.055	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	381.571	405.992
21	FORLÌ	CORSO DELLA REPUBBLICA 169	Agenzia bancaria	1986	410	74.979	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.068.997	790.427
22	FORMIGINE	PIAZZA DE GASPERI 8	Agenzia bancaria	1980	896	125.352	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.699.395	1.474.029
23	FRASSINORO	VIA ROMA 69	Agenzia bancaria	ante 1967	236	30.958	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	370.902	256.353
24	GATTICCI	PIAZZA CERVI 19 FRAZ. PRATICE LLO	Agenzia bancaria	1960	232	45.935	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	599.186	448.618
25	GUALTIERI	PIAZZA BENTIVOGLIO 13	Agenzia bancaria	ante 1967	708	77.646	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.014.953	982.686
26	GUASTALLA	VIA GONZAGA 10/C	Agenzia bancaria	1958	457	87.150	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	1.124.260	807.916
27	LAMA MOCCIGNO	VIA NAZIONALE GIARDINI 191	Agenzia bancaria	1985	385	41.041	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	529.333	555.431
28	LIGONCCHIO	VIA BAGNOLI 14	Agenzia bancaria	ante 1967	163	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	315.900	181.583
29	MARANELLO	VIA CLAUDIA EST. 102	Agenzia bancaria	1970	531	99.343	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.352.475	1.185.632
30	MEDOLLA	VIA ROMA 138	Agenzia bancaria	1955	206	26.077	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	307.691	267.034
31	MIRANDOLA	PIAZZA COSTITUENTE 80	Agenzia bancaria	ante 1967	869	107.324	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.458.256	1.420.622
32	MODENA	VIA EMILIA OVEST 394	Agenzia bancaria	1972	5.177	354.368	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	5.016.192	4.663.759
33	MODENA	VIA GIARDINI 470A	Agenzia bancaria	1972	1.790	232.952	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.948.547	3.247.137
34	MODENA	VIA MONDATORA 11-19	SE DE	1914	6.308	722.914	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 3	10.423.470	11.995.179
35	MODENA	VIA MONDATORA 14	Agenzia bancaria	ante 1967	4.099	693.455	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	9.898.033	10.061.851
36	MODENA	VIA SERVI 5 - VIA CANALINO 64	SE DE	ante 1967	3.574	540.227	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 3	8.320.144	8.833.493
37	MODENA	VIA SERVI 68	SE DE	ante 1967	1.434	153.773	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 3	2.316.033	2.424.671
38	MODENA	VIA TORRAZZI 8	Agenzia bancaria	1973	1.544	213.434	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.754.015	2.851.926
39	MODENA	VIA GIARDINI 314/B	Agenzia bancaria	1967	474	-	-	-	-	-	1.020.577	811.784
40	FRAZ. SAN DAMASO (MO)	VIA DELLE GINESTRE 100	Agenzia bancaria	1984	494	60.427	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	859.909	566.113
41	MONTECCHIO EMILIA	PIAZZA CAUVOUR 1	Agenzia bancaria	1968	599	103.520	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.472.714	1.292.446
42	NONANTOLA	VIALE DELLE RIMEMBRANZE 42	Agenzia bancaria	1980	898	117.969	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	1.387.156	1.078.818
43	NOVI DI MODENA	VIA CHIESA SUD 23 - FRAZ. ROVERETO	Agenzia bancaria	ante 1967	386	43.169	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	506.952	256.353
44	PARMA	VIA GARIBOLDI 73A	Agenzia bancaria	1985	1.574	258.119	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	3.786.027	3.385.994
45	POVILLO	VIA DON BOSCHI 14	Agenzia bancaria	1973	805	85.497	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	968.195	737.015
46	REGGIO EMILIA	VIA GONZAGA 70A ANG. VIA 9 MARTIRI	Agenzia bancaria	1974	1.845	91.056	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	447.404	491.343
47	REGGIO EMILIA	VIA EMILIA ALL. ANGELO 5	Agenzia bancaria	ante 1967	961	220.539	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	3.037.474	2.448.980
48	REGGIO EMILIA	VIA ROMA 4/A ANG. VIA EMILIA S. PIETRO	Agenzia bancaria	1960	7.157	1.055.938	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	15.545.198	13.864.419
49	REGGIOLO	VIA MATTEOTTI 68	Agenzia bancaria	1961	814	53.507	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	813.261	662.245
50	RUBIERA	PIAZZA GRAMSCI 4/A	Agenzia bancaria	1966	623	87.120	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.168.814	1.046.774
51	RUSSI	CORSO FARINI 3 ANGOLO PIAZZA DANTE	Agenzia bancaria	ante 1967	1.022	98.349	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.452.626	1.057.456

N.	DESCRIZIONE E UBICAZIONE	DESTINAZIONE D'USO PREVALENTE	ANNO DI COSTRUZ.	SUPERFIC. LORDA (Mq)					Gruppo	COSTO STORICO *	IPOSTICHE
						Tipologia Contratto	Scadenza Contratto	Localit�			
52	SAN FELICE SUL PANARO	VIA MAZZINI 23	1967	296	28.901	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	358.990	209.760
53	SAN POLO DENZA	VIA GRAMSCI 1	1965	270	57.715	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	794.634	672.926
54	SAN POSSIDONIO	PIAZZA ANDREOLI 5	ante 1967	204	24.208	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	367.620	299.078
55	SAN PROSPERO	VIA BRANDOLI 54A-	1929	126	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	230.890	149.539
56	SASSUOLO	VIA MAZZINI 15 ANG VIA FAROSI	ante 1967	948	168.455	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.338.915	1.933.328
57	SOLIERA	VIA GRANDI 137	1988	1.226	114.950	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.501.196	1.206.995
58	VETTO	VIA VAL D'ENZA 38	1973	263	19.179	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	209.836	106.814
59	ZUCCA	VIA TESI 1071- VIA DELLA PINETA, 6	ante 1967	485	45.987	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	634.227	544.750
FRIULI VENEZIA GIULIA											
60	PORDENONE	VIA MAZZINI	1987	596	126.187	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.875.607	1.538.117
61	SPILIMBERGO	PIAZZA S.ROCCO,1	1963	1.077	158.607	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.213.202	2.061.504
LAZIO											
62	ROMA	LARGO PRENESTE 26	1958	607	144.430	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.981.094	1.805.152
63	ROMA	VIA EZZIOV DE GRACCHI,156	ante 1967	233	195.742	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.925.401	2.996.784
64	ROMA	PIAZZA DEL GESU' 49	ante 1967	2.028	550.000	Affitto	30/09/2032	ASSOCIAZIONE	N.A.	130.057.402	13.371.957
65	ROMA	VIALE CASTELLO DELLA MAGLIANA,38	1982	1.630	300.691	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	4.079.865	3.556.896
LIGURIA											
66	ARCOLA	VIA VALENTINI 179	1990	110	14.142	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	160.243	138.858
67	VARAZZE	CORSO MATTI EOTTI 5	1954	190	43.683	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	606.041	587.475
68	GENOVA	VIA CANTORE 32	1931	1.261	86.802	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.203.079	1.303.127
69	GENOVA	VIA SABOTINO 12	1941	241	37.927	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	519.718	534.569
70	GENOVA	VIA BALBI 30742R	1955	370	-	-	-	-	-	128.458	495.299
71	GENOVA	VIA DON G.VERITA 903R	ante 1967	369	42.109	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	617.919	491.343
72	GENOVA	VIA ALDO MANUZZO,38R	1970	606	90.577	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.537.803	1.367.215
73	IMPERIA	PIAZZA ROSSINI 2-VIA DON ABBO IL SANTO	1971	1.723	236.357	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	3.220.057	2.542.166
74	IMPERIA	VIA AGNESI	1990	16	2.634	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	36.981	29.908
75	LA SPEZIA	CORSO C. CAVALIERI,111-119	1930	442	147.437	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.136.974	1.986.735
76	LA SPEZIA	VIALE S. BARTOLOMEO 199C	1956	121	20.422	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	351.860	277.716
77	SAVONA	PIAZZA DIAZ 41-VIA PALEOCAPA,18	1956	2.905	358.960	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	5.114.527	4.723.166
78	ALBISOLA SUPERIORE	PIAZZA S.CATERINA,39	1970	269	42.873	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	488.951	480.662
79	BORGHETTO SANTO SPIRITO	VIA 4 NOVEMBRE,24	1970	643	-	-	-	-	-	573.890	352.485
80	VENTIMIGLIA	VIA DELLA STAZIONE,10	ante 1967	369	-	-	-	-	-	1.903.800	491.143
81	ALBENGA	VIA MARTIRI LIBERTA' 57	ante 1967	771	143.354	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.132.533	1.623.568
LOMBARDIA											
82	BRESCIA	VIA MARTIRI LIBERTA' 7	1977	305	-	-	-	-	-	426.231	202.946
83	BRUGHERIO	PIAZZA CESARE BATTISTI,18	ante 1967	337	65.933	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	905.397	715.652
84	CANDIA LOMELLINA	VIA DE REALI 2	ante 1967	217	-	-	-	-	-	373.867	128.716
85	CANTU'	VIA CORBETTA,1	1960	718	134.700	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.846.091	1.463.348
86	CASSOLNOVO	VIA LAVATELLI 15	ante 1967	126	19.927	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	223.866	106.814
87	CASTEL GOFFREDO	PIAZZALE VITTORIA,13	1992	272	42.364	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	539.147	384.529
88	CAVRIANA	VIA PORTA ANTICA,65	ante 1967	444	46.073	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	679.853	544.750
89	CILAVEGNA	VIA GRAMSCI-MATTEOTTI	1959	473	-	-	-	-	-	529.329	363.167
90	CINISELLO BALSAMO	VIA LIBERTA' 101	1972	850	176.823	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	2.430.272	1.441.985
91	CONFIVENZA	PIAZZA REPUBBLICA,89	ante 1967	275	-	-	-	-	-	327.290	128.176
92	CESANO MADERNO	CORSO C. LIBERTA' 42	1974	755	92.148	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.162.123	972.005
93	DORNO	PIAZZA S.ROCCO 15	1970	341	44.797	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	508.293	352.485
94	FRASCAROLO	VIA VITI VENE 102	1987	410	-	-	-	-	-	376.456	44.888
95	GALLARATE	PIAZZA GARIBOLDI,47	1987	3.841	453.718	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	6.796.024	7.102.111
96	GAMBOLO'	PIAZZA CAVOUR,1709	1960	464	-	-	-	-	-	514.012	437.936
97	GARLASCO	PIAZZA GARIBOLDI,1	1982	337	53.588	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	751.344	651.564
98	GAVIRATE	VIA XXV APRILE,3	1920	279	33.587	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	439.752	320.441

N.	DESCRIZIONE E UBICAZIONE	DESTINAZIONE D'USO PREVALENTE	ANNO DI COSTRUZ.	SUPERFIC. LORDA (Mq)				COSTO STORICO *	IPOTECHE		
						Tipologia Contratto	Scadenza Contratto			Localitario	Gruppo
99	SOTTO PIAZZA GRAMSCI,4	Agenzia bancaria	1978	339	48.222	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	634.908	566.133
100	GORLA MINORE VIA ROMA,42	Agenzia bancaria	1989	270	49.042	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	658.378	544.750
101	GRAVELLONA LOMELLINA VIA ROBBECCHI,1	Agenzia bancaria	1968	345	28.094	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	366.959	341.804
102	GROPELLO CAIROLI VIA LIBERTÀ,92	Agenzia bancaria	1963	357	-	-	-	-	Gruppo 2	540.121	459.299
103	GUANZATE PIAZZA PARTIGIANI,18	Agenzia bancaria	ante 1967	294	55.670	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	699.250	534.069
104	INDENO OLONA VIA PORRO,99	Agenzia bancaria	1975	473	62.170	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	840.545	672.926
105	LAVENO MOMBELLO PIAZZA VITT. VENETO,5	Agenzia bancaria	1975	567	90.273	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.162.175	929.279
106	LEGNANO CORSO C. ITALIA,52	Agenzia bancaria	1970	1.654	-	-	-	-	-	2.328.747	1.174.951
107	LISSONE VIA LORETO,66/68	Agenzia bancaria	1981	352	-	-	-	-	-	541.928	309.760
108	LOMELLO PIAZZA DELLA REPUBBLICA,39	Agenzia bancaria	ante 1967	174	24.175	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	322.277	277.716
109	LONATE POZZOLO VIA ROMA - P.S.M.D'ANGELI,1	Agenzia bancaria	1987	254	27.434	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	300.803	170.902
110	MAGENTA GALLERIA DEI PORTICI,1/3	Agenzia bancaria	1935	773	-	-	-	-	-	1.716.819	950.642
111	MALNATE PIAZZA XXV APRILE,7	Agenzia bancaria	1979	840	77.909	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.034.702	811.784
112	MARIANO COMENSE PIAZZA T.MANLIO,19	Agenzia bancaria	1978	684	103.799	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.405.146	1.228.358
113	MEDE CORSO C. ITALIA,25	Agenzia bancaria	ante 1967	333	44.551	-	-	-	Gruppo 1	625.940	544.750
114	MEZZANA BIGLI VIA ROMA,32	Agenzia bancaria	1976	198	-	-	-	-	-	278.404	117.495
115	MILANO VIALE ABRUZZI,96	Agenzia bancaria	1982	1.389	891.000	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	12.498.071	15.616.164
116	MILANO VIA PONTE SEVESSO,20	Agenzia bancaria	ante 1967	496	159.569	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	2.150.163	3.118.960
117	MILANO VIALE REGINA GIOVANNA,25	Agenzia bancaria	ante 1967	426	146.706	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.303.895	2.862.607
118	MILANO VIA ARNABOLDI V.LE CERTOSA,51/53	Agenzia bancaria	1960	654	147.747	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.164.755	2.862.607
119	MILANO VIA ARIOSTO,10A	Agenzia bancaria	ante 1967	586	198.063	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	3.216.216	4.603.671
120	MONTIRONE PIAZZA MANZONI,25	Agenzia bancaria	ante 1967	243	34.426	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	440.846	373.848
121	MORTARA VIA JOSTI,9	Agenzia bancaria	ante 1967	1.417	128.934	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.622.008	1.506.073
122	PALESTRO VIA XXVI APRILE,23-25	Agenzia bancaria	1935	221	-	-	-	-	-	295.380	149.539
123	PAVIA PIAZZA DELLA VITTORIA, 7	Agenzia bancaria	1968	928	254.610	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	3.663.879	3.364.632
124	PIEVE DEL CAIRO VIA BERZOBENZONI,2	Agenzia bancaria	1959	417	375.79	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	594.292	427.255
125	ROBBIO VIA VITT. VENETO,16/17	Agenzia bancaria	ante 1967	517	56.943	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	851.973	627.956
126	SAMARATE VIA V.VENETO,7-11	Agenzia bancaria	1977	267	-	-	-	-	-	278.920	96.132
127	SAN DONATO MILANESE VIA BRUXELLES, B/C - LE TORRI LOMBARDE	Agenzia bancaria	1998	228	45.074	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	634.703	747.696
128	SAN GIORGIO DI LOMELLINA PIAZZA CORTI,22	Agenzia bancaria	ante 1967	200	-	-	-	-	-	288.967	128.716
129	SAN GIORGIO DI MANTOVA VIA LE GNAHESE, 10	Agenzia bancaria	1983	1.544	57.821	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	616.178	566.133
130	SANNAZZARO DE' BURGONDI VIA SAFI,38 V CAIROLI,45	Agenzia bancaria	1966	447	71.880	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	897.395	459.299
131	SANTIRANA VIA CAVOUR,247	Agenzia bancaria	1970	138	20.402	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	220.869	181.583
132	SESTO CALENDE VIA ROMA,14-16	Agenzia bancaria	1996	556	80.798	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.094.058	1.132.225
133	SESTO SAN GIOVANNI VIA FIRENZE,24	Agenzia bancaria	1996	661	167.016	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.529.880	2.221.725
134	SOMMA LOMBARDO VIA MILANO,23	Agenzia bancaria	1988	418	51.173	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	710.055	726.333
135	TROMELLO VIA BISCALDI,24	Agenzia bancaria	1987	138	-	-	-	-	-	238.948	106.814
136	TURBIGO VIA ALLEA COMUNALE,1	Agenzia bancaria	1990	430	-	-	-	-	-	473.870	299.078
137	VARESE VIA VOLTA,4	Agenzia bancaria	1935	1.403	185.259	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.553.301	2.819.882
138	VOLTA MANTOVANA VIALE DISORGIMENTO,30	Agenzia bancaria	1972	383	60.112	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	755.507	608.838
139	ZEME PIAZZA MATTEOTTI,2	Agenzia bancaria	1960	288	-	-	-	-	-	324.346	138.858
MARCHE											
140	MACERATA VIA GARIBOLDI, 46	Agenzia bancaria	ante 1967	862	-	-	-	-	-	1.903.113	1.025.412
PIEMONTE											
141	ACQUI TERME VIA CARDUCCI A.C DANTE 4	Agenzia bancaria	1939	1.048	107.801	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.301.904	939.961
142	AGRATE CONTURBIA VIA VISCIONI,2	Agenzia bancaria	1958	146	-	-	-	-	-	109.448	42.225
143	ALBA CORSO C.ROMA,14C	Agenzia bancaria	1939	1.085	150.783	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	3.028.578	1.709.019
144	ALESSANDRIA CORSO C.ROMA,13/37	Agenzia bancaria	1980	4.911	480.899	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	6.523.174	6.088.381
145	ALICE CASTELLO PIAZZA CASTELLO,6	Agenzia bancaria	1977	401	38.357	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	421.039	288.397
146	ANDORNO MICCA VIA GALLIARI,197	Agenzia bancaria	1929	849	-	-	-	-	-	935.328	662.245
147	ARBORIO VIA UMBERTO I - 123125	Agenzia bancaria	1961	893	25.301	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	486.884	245.672
148	ASTI CORSO CALIFERIO,30/31/33	Agenzia bancaria	1966	1.581	275.879	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	3.724.858	3.567.578
149	BANNO ANZINO VIA MONTE ROSA,11 FRAZ.PONTEGRANDE	Agenzia bancaria	1996	163	-	-	-	-	-	160.380	75.839
150	BARGE VIA DE NINA,2	Agenzia bancaria	1966	244	24.569	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	274.856	234.990
151	BASSIGIANA VIA DELLA VITTORIA,11	Agenzia bancaria	1975	333	-	-	-	-	-	341.922	213.627
152	BAVENO PIAZZA DANTE,7	Agenzia bancaria	ante 1967	358	72.624	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	902.796	672.926
153	BELLINZAGO NOVARESE VIA LIBERTÀ,141	Agenzia bancaria	1968	211	19.299	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	241.412	245.672

N.	DESCRIZIONE E UBICAZIONE	DESTINAZIONE D'USO PREVALENTE	ANNO DI COSTRUZ.	SUPERFIC. LORDA (Mq)					COSTO STORICO *	IPOTECHE	
						Tipologia Contratto	Scadenza Contratto	Localit�			Gruppo
154	BIANDRATE VIA MATTEOTTI,14	Agenzia bancaria	ante 1967	336	31.049	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	397.455	277.716
155	BIANZE VIA ISARDI V.M.DAZEGLIO 17	Agenzia bancaria	1963	385	-	-	-	-	-	240.723	103.699
156	BIELLA PIAZZA R. GUALINO 3/A	Agenzia bancaria	2003	467	73.017	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	954.859	1.024.049
157	BOCA VIALE PARTIGIANI 5	Agenzia bancaria	1973	298	-	-	-	-	-	437.008	170.902
158	BORGO DALE VIA ROMA 8	Agenzia bancaria	ante 1967	554	36.714	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	450.632	320.441
159	BORGO SAN DALMAZZO VIA LOVERA,75	Agenzia bancaria	1971	383	43.859	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	504.951	448.618
160	BORGO TICINO VIA VIT. EMANUELE, 25	Agenzia bancaria	1968	231	26.342	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	336.695	363.167
161	BORGO VERCELLI VIA TORQUATO TASSO 23	Agenzia bancaria	ante 1967	312	24.634	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	301.544	299.078
162	BORGOLAVEZZARO VIA RUNA 1	Agenzia bancaria	1968	477	24.025	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	270.081	245.472
163	BORGOMANERO CORSO S. CARIBALDI, 59	Agenzia bancaria	1967	1.984	242.613	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	3.345.498	3.809.200
164	BORGOSIESIA PIAZZA MAZZINI 16	Agenzia bancaria	1957	2.243	197.336	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.468.722	2.061.504
165	BRA PIAZZA C. ALBERTO,45	Agenzia bancaria	1963	1.234	209.511	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.859.259	2.403.308
166	BURONZO VIA MAZZINI,30	Agenzia bancaria	1975	422	-	-	-	-	-	376.576	106.814
167	CALAMANDRANA VIA ROMA,5759	Agenzia bancaria	1970	218	-	-	-	-	-	188.324	85.451
168	CASERI PIAZZA DANTE, 29/31	Agenzia bancaria	1967	308	33.931	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	423.430	373.848
169	CANELLI VIA ROMA,7	Agenzia bancaria	1941	761	55.115	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	688.565	737.015
170	CANNOBIO VIA UMBERTO I -46	Agenzia bancaria	ante 1967	737	119.864	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	1.500.902	1.420.622
171	CARAGLIO PIAZZA MARTIRI LIBERTA'	Agenzia bancaria	1975	360	39.749	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	505.007	437.426
172	CARMAGNOLA PIAZZA S. MARTIRI 2	Agenzia bancaria	1953	433	55.524	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	733.962	747.696
173	CARPIGNANO SESIA VIA DANTE 23	Agenzia bancaria	1976	319	47.167	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	544.539	363.167
174	CASALE MONFERRATO VICOLO CARAVALDOSSI,81	Agenzia bancaria	1946	1.973	187.255	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.271.455	2.018.779
175	CASTAGNOLLE DELLE LANZE PIAZZA S. BARTOLOMEO,8	Agenzia bancaria	ante 1967	175	19.494	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	221.197	213.629
176	CASTELLAMONTE VIA EDUC,43	Agenzia bancaria	1957	134	26.328	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	338.553	288.397
177	CASTELLAZZO BORMIDA VIA XXV APRILE,35	Agenzia bancaria	1957	415	-	-	-	-	-	263.250	117.495
178	CASTELLEZZO SOPRA TICINO VIA XXV APRILE,41	Agenzia bancaria	1972	554	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	712.030	672.926
179	CAVALLERMAGGIORE VIA XXIV MAGGIO,13	Agenzia bancaria	ante 1967	232	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	225.407	234.990
180	CERANO PIAZZA LIBERTA, 10	Agenzia bancaria	1988	262	27.829	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	495.284	234.990
181	CEVA PIAZZA GARDOLFI,19	Agenzia bancaria	1965	438	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	406.385	373.848
183	CHIERI VIA S. DOMENICO,21223	Agenzia bancaria	ante 1967	288	111.758	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	1.556.847	1.516.755
183	CHIUSA DI PESIO PIAZZA VITTORIO VENETO,10	Agenzia bancaria	ante 1967	237	-	-	-	-	-	313.477	149.539
184	CIGLIANO CORSO UMBERTO,81	Agenzia bancaria	1973	297	28.488	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	368.654	267.034
185	CIRI'E' PIAZZA S. GIOVANNI,1	Agenzia bancaria	1955	1.071	126.320	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.778.291	1.762.426
186	COGGIOLA VIA ROMA,115	Agenzia bancaria	1954	593	50.997	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	568.518	502.024
187	CORNELIANO DALBA PIAZZA COTTOLINGO,36/38	Agenzia bancaria	ante 1967	138	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	216.196	224.309
188	CORTEMELIA VIA CAVOUR, 15 P.ROMA,11	Agenzia bancaria	1966	268	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 1	223.524	117.495
189	COSSATO VIA MAZZINI,9/C	Agenzia bancaria	1970	391	31.900	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	417.608	256.353
190	CRESCENTINO PIAZZA GARIBOLDI,2223	Agenzia bancaria	ante 1967	183	18.216	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	232.850	192.265
191	CREVAQUORE VIA DON F. CAMPI,54	Agenzia bancaria	1967	447	-	-	-	-	-	316.503	149.539
192	CRODO VIA PELLANDA 5	Agenzia bancaria	1975	254	28.785	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	356.899	288.397
193	DEMONTE STR. MONF. ES. 2 P. SPADA,19	Agenzia bancaria	ante 1967	235	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	286.430	234.990
194	DOGLIANI PIAZZA UMBERTO I -7	Agenzia bancaria	1960	246	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	293.655	245.472
195	DOMODOSSOLA VIA F. LLI DI DIO,13	Agenzia bancaria	1968	2.056	278.940	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	3.827.288	3.241.127
196	BORNERO PIAZZA MARCONI,10	Agenzia bancaria	ante 1967	249	26.231	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	287.995	277.716
197	FARA NOVARESE PIAZZA PORZIO VERENINO,12	Agenzia bancaria	1971	136	22.006	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	266.311	149.539
198	FONATANETTO PO CORSO C. MONTANO,40	Agenzia bancaria	ante 1967	179	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	185.708	134.585
199	FOSSANO VIA CAVOUR,7	Agenzia bancaria	1968	260	42.634	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	500.811	384.529
200	GALLIATE VIA GRAMSCI,9	Agenzia bancaria	1988	1.009	92.702	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.181.941	1.217.676
201	GATTINARA CORSO VALSESIA,120	Agenzia bancaria	1977	523	54.027	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	611.721	534.669
202	CHEMME VIA NOVARA, 38	Agenzia bancaria	1987	426	41.947	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	469.812	437.936
203	GOZZANO VIA DANTE 84	Agenzia bancaria	ante 1967	642	68.384	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	831.171	544.750
204	GRAVELLONA TOCE CORSO C.ROMA,36	Agenzia bancaria	1975	579	64.848	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	832.439	704.970
205	GRIGNASCO PIAZZA CACCIAMI, 12	Agenzia bancaria	1972	285	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	498.295	320.441
206	INVORIO LARGO AL PINI 25	Agenzia bancaria	1976	361	50.666	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	581.355	224.309
207	IVREA PIAZZA DEL TEATRO,11	Agenzia bancaria	ante 1967	662	72.499	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	954.279	939.961
208	LIVORNO FERRARIS PIAZZA C. FERRARIS,18	Agenzia bancaria	ante 1967	362	34.000	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	372.426	170.902
209	MATHI PIAZZA CAPOROSI,22	Agenzia bancaria	ante 1967	545	39.338	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	463.165	416.573
210	MOMBARUZZO VIA STAZIONE, 21	Agenzia bancaria	1951	469	-	-	-	-	-	161.487	64.088
211	MOMO VIA MAGISTRINI,3	Agenzia bancaria	1967	185	18.621	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	214.055	170.902
212	MONCALVO PIAZZA C. ALBERTO,28	Agenzia bancaria	1973	337	28.028	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	368.692	331.122

N.	DESCRIZIONE E UBICAZIONE	DESTINAZIONE D'USO PREVALENTE	ANNO DI COSTRUZ.	SUPERFIC. LORDA (Mq)					COSTO STORICO *	IPOSTECHE	
						Tipo Contratto	Scadenza Contratto	Locatario			Gruppo
213	MORETTA VIA TORINIAI	Agenzia bancaria	1958	728	27.754	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	234.258	245.872
214	MOSSO VIA ROMA,49	Agenzia bancaria	1953	1.040	41.093	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	789.415	384.526
215	MURISENGO VIA UMBERTO I-37	Agenzia bancaria	1975	455	37.682	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	455.295	459.299
216	NIZZA MONFERRATO VIA ROMA,13	Agenzia bancaria	1949	914	51.362	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	712.418	651.564
217	NOVARA VIA S.GAUDENTIO,1921	SE DE	ante 1967	4.199	389.306	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 3	5.372.512	5.981.567
218	NOVARA VIA PIER LOMBARDO,1	SE DE	ante 1967	471	61.920	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 3	862.169	865.191
219	NOVARA VIA ANTONELLI,2	SE DE	1995	2.622	173.850	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 3	2.487.760	2.264.451
220	NOVARA PIAZZA GARIBOLDI,1-2-3	SE DE	ante 1967	9.890	799.692	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 3	11.238.083	12.279.488
221	NOVARA VIA NEGRONI,11	Agenzia bancaria	1988	11.509	1.390.285	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	19.315.723	18.745.805
222	NOVARA PIAZZA GRAMSCI,3-6	Agenzia bancaria	2000	3.261	565.257	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	7.272.680	6.355.415
223	NOVARA VIA ANDREA COSTA,5	Agenzia bancaria	1926	1.057	145.793	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.060.359	1.911.965
224	NOVARA CORSO C.TRIESTE,28-V DE AMICIS	Agenzia bancaria	1978	683	87.106	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	1.029.552	897.235
225	NOVARA CORSO C.RISORGIMENTO,69	Agenzia bancaria	1987	385	80.645	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	999.020	704.970
226	NOVARA VIA ARSENTI,10	Agenzia bancaria	1970	565	71.574	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	444.452	875.972
227	NOVARA CORSO C.XXIII MARZO,177/A	Agenzia bancaria	1980	389	44.936	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	597.982	469.980
228	NOVI LIGURE CORSO C.MARENCO,87	Agenzia bancaria	1957	1.226	-	-	-	-	-	1.347.735	1.100.181
229	OCCIEPPO SUPERIORE VIA PER GRAGLIA,10	Agenzia bancaria	1985	76	-	-	-	-	-	90.766	32.044
230	OCCIMIANO VIA V.EMANUELE II-41	Agenzia bancaria	1959	237	-	-	-	-	-	176.741	53.407
231	OLEGGIO VIA BOURNE,15	Agenzia bancaria	1961	1.085	131.887	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.782.722	1.623.568
232	OMEGNA PIAZZA BELTRAMI I-V DE ANGELI,1	Agenzia bancaria	1951	855	121.937	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.575.933	1.324.490
233	ORICA PIAZZA DELLA LIBERTÀ,13	Agenzia bancaria	1970	262	-	-	-	-	-	203.121	128.176
234	ORNAVASSO VIA ALFREDO DI DIOI,1	Agenzia bancaria	1977	467	62.099	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	737.256	480.662
235	PIEDIMULERA VIA PALLAZZO,43	Agenzia bancaria	1972	263	29.095	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	392.088	320.441
236	PONTESTURA CORSO C.ITALIA,25	Agenzia bancaria	1972	147	-	-	-	-	-	198.304	128.176
237	QUARONA CORSO C.ROLANDI,66	Agenzia bancaria	1989	255	25.855	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	280.824	181.583
238	RACCONIGI PIAZZA ROMA,6	Agenzia bancaria	1960	414	34.151	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	374.670	331.122
239	RIVARA CORSO C.OLLIANI,30	Agenzia bancaria	ante 1967	268	-	-	-	-	-	283.001	267.034
240	RIVAROLO CANAVESE CORSO C.TORINO,64	Agenzia bancaria	ante 1967	1.051	90.285	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.184.822	1.245.853
241	ROSARIO VIA TORINO,94/A	Agenzia bancaria	1983	454	-	-	-	-	-	357.637	277.716
242	ROCCAFORTE MONDOVI VIA ROMA,13	Agenzia bancaria	1968	250	-	-	-	-	-	302.515	256.353
243	ROMAGNANO SESIA CORSO C.GARIBOLDI,7	Agenzia bancaria	1948	670	77.799	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	900.256	758.377
244	ROMENTINO VIA CONTI CACCIA,4	Agenzia bancaria	1923	226	18.865	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	208.215	192.265
245	SALLIZZO PIAZZA CAVOUR,5	Agenzia bancaria	1941	1.533	164.473	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 2	2.380.585	2.381.946
246	SAN GERMANO MERCHELLE VIA CAVOUR,9-11	Agenzia bancaria	ante 1967	290	-	-	-	-	-	133.047	40.884
247	SAN SALVATORE MONFERRATO PIAZZA MAZZINI,6-7	Agenzia bancaria	1919	331	56.886	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	686.749	662.245
248	SANTA MARIA MAGGIORE VIA ROSSE,171,75	Agenzia bancaria	1970	426	67.981	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	891.028	576.794
249	SANTHIA CORSO C.NUOVA ITALIA,129	Agenzia bancaria	ante 1967	923	68.306	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	946.188	811.784
250	SAVIGLIANO CORSO C.ROMA,13	Agenzia bancaria	1954	745	77.122	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	982.449	1.057.456
251	SERRAVALLE SCRIVIA VIA BERTHOUD,210	Agenzia bancaria	1964	359	37.081	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	411.058	341.804
252	SETTIMO TORINESE VIA ROMA,9/A	Agenzia bancaria	ante 1967	496	64.083	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	880.603	854.510
253	SIZZANO VIA MAZZINI,16	Agenzia bancaria	1968	126	-	-	-	-	-	278.817	149.559
254	SOSTEGNO VIA ROMA,2	Agenzia bancaria	1965	217	-	-	-	-	-	150.535	82.247
255	SPIGNO MONFERRATO CORSO C.ROMA,81	Agenzia bancaria	1940	387	-	-	-	-	-	337.265	245.672
256	SUNO VIA MATTEOTTI,80	Agenzia bancaria	1978	416	23.316	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	258.026	213.627
257	SUSA PIAZZA EUROPA,2	Agenzia bancaria	ante 1967	314	-	-	-	-	-	453.999	416.573
258	TORINO PIAZZA S.CARLO V.XX SE TT EMBRE, 42	Agenzia bancaria	1951	11.880	1.997.783	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	0	0
259	TORINO PIAZZA S.CARLO V.XX SE TT EMBRE, 42	Sedi Bancarie	1951	8.714	2.885.878	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 3	75.044.638	90.180.810
260	TORINO VIA SACCHI,58	Agenzia bancaria	1975	325	-	-	-	-	-	700.337	704.970
261	TORINO CORSO C.GIULIO CESARE,41	Agenzia bancaria	1957	302	-	-	-	-	-	640.102	566.113
262	TORINO VIA VANCHIGLIA,27	Agenzia bancaria	1965	593	82.563	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.148.241	1.409.941
263	TORINO CORSO C.R.MARGHERITA,195,BIS	Agenzia bancaria	ante 1967	461	51.710	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	686.459	801.103
264	TORINO VIA DANTE DI NANNI,100	Agenzia bancaria	ante 1967	575	74.269	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.051.604	1.014.730
265	TORINO LARGO GIACCHINO,106	Agenzia bancaria	1962	349	43.863	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	561.362	598.157
266	TORINO VIA VENTIMIGLIA,196-ANG	Agenzia bancaria	1961	534	93.146	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.000.143	758.377
267	TORINO VIA GEMIGNO,13-ANG. VIA CHANOUX	Agenzia bancaria	1963	338	51.008	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	709.121	737.015
268	TORINO PIAZZA CHIRONI,6	Agenzia bancaria	1961	527	66.867	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	927.283	1.036.093
269	TORNACO PIAZZA DELLA CHIESA,3	Agenzia bancaria	1968	324	-	-	-	-	-	182.914	160.221
270	TORTONA PIAZZA LUGANO-ANG.V.VERDI	Agenzia bancaria	ante 1967	1.207	166.568	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.299.228	1.844.931
271	TRECATTE PIAZZA CAVOUR,2	Agenzia bancaria	2004	725	66.361	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	866.657	822.466
272	TRINO CORSO ITALIA,73	Agenzia bancaria	ante 1967	613	38.627	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	657.785	427.255
273	TRIVERO CENTRO ZIGNA,35/B	Agenzia bancaria	ante 1967	246	-	-	-	-	-	288.266	128.176

N.	DESCRIZIONE E UBICAZIONE	DESTINAZIONE D'USO PREVALENTE	ANNO DI COSTRUZ.	SUPERFIC. LORDA (Mq)				Gruppo	COSTO STORICO *	IPOTECHE
						Tipologie Contratto	Scadenza Contratto			
274	IRONZANO VERCELLESE	CORSO C. V. EMANUELE, 134	1962	287	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	234.579	224.309
275	WALDUGGIA	PIAZZA G. FERRARI, 8	ante 1967	422	35.583	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	400.943	245.072
276	VALENZA	VIA LE GA LOMBARDA, 57	ante 1967	1.479	76.239	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	920.955	801.103
277	VALLE MOSSO	VIA SELLA, 110	ante 1967	476	-	-	-	-	366.500	112.154
278	VARALLO	CORSO C. ROMA V. DURIO, 2	ante 1967	970	61.516	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	738.336	640.882
279	VARALLO POMBIA	VIA MARTIRI DELLA LIBERT�, 21	1964	511	22.677	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	289.801	277.716
280	VARZO	VIA PIERI, 1	ante 1967	137	-	-	-	-	192.603	85.451
281	VERBANIA	VIA RUGA, 24	ante 1967	518	104.848	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	1.350.484	1.014.730
282	VERCELLI	PIAZZA ZUMAGLINO, 21	1961	4.003	312.671	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	4.135.952	3.909.382
283	VERZUOLO	CORSO C. RE. UMBERTO I, 1	1963	197	20.468	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	226.587	245.672
284	VESPOLATE	PIAZZA MARTIRI LIBERT�, 12	1919	247	-	-	-	-	268.955	224.309
285	VILLADOSSOLA	VIA BIANCHI NOVELLO, 2	1970	420	59.068	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	861.238	512.706
286	VOCOGNA	VIA NAZIONALE, 30/B	1964	385	-	-	-	-	305.724	128.176
SICILIA										
287	CATANIA	VIA PRINC. NICOLA, 43A	1970	333	-	-	-	-	926.942	384.529
288	CATANIA	VIALE XX SETTEMBRE, 41	1960	492	128.440	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	1.762.998	1.431.304
289	GRAVINA DI CATANIA	VIA G. MARCONI, 12	1978	145	27.010	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	359.592	363.167
290	PALESRMO	VIA MESSINA, 17	1980	305	-	-	-	-	1.124.314	1.217.676
TOSCANA										
291	FOLLONICA	PIAZZA XXIV MAGGIO, 2	1969	422	38.710	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	491.243	555.431
292	FIACCIA MARITTIMA	PIAZZA CAVOUR, 8	1979	938	67.032	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	719.228	694.289
293	ROVERETO	CORSO ROSMINI, 10	1971	434	55.190	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	818.702	1.004.049
VALLE D'AOSTA										
294	CHATILLON	VIA PELLISSIER, 17/A	1972	363	43.192	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	516.910	299.078
295	MORGE X	PIAZZA MAGGIORE FAVRE, 2	1973	151	26.220	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	350.300	341.804
296	VERRES	VIA CADUTI LIBERT�, 24	1965	197	32.312	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	360.498	384.529
VENETO										
297	ARZIGNANO	CORSO C. MAZZINI, 25	1968	3.563	332.971	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	4.667.146	3.952.107
298	ARZIGNANO	VIA ROMA, 14 FRAZ. TEZZE	ante 1967	849	81.495	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	1.194.103	726.333
299	BOVOLONE	VIA GARIBOLDI, 10	1971	611	57.289	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	691.777	726.333
300	BUSSOLENGO	PIAZZA XXVI APRILE, 1	1995	633	87.524	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	1.180.995	1.068.137
301	CAPRINO VERONESE	VIA G. SANDRI, 4	1987	430	53.682	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	709.384	715.652
302	CASTEL DAZZANO	PIAZZA VIOLINI NOGAROLA, 12/A	1994	649	97.255	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	692.157	651.564
303	CASTELNUOVO DEL GARDA	PIAZZA ANGELINI, 33	1980	376	36.431	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	572.859	502.024
304	CEREA	PIAZZA MATTEOTTI, 27	ante 1967	598	50.945	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	704.567	534.069
305	COLOGNA VENETA	CORSO GUA. 80 ANG. VIA PAPESSO	ante 1967	1.142	67.246	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	888.091	822.466
306	CONEGLIANO	VIA XI FEBBRAIO, 7	1986	814	188.695	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	2.771.538	2.403.308
307	CORDIGNANO	PIAZZA ITALIA, 135	ante 1967	308	40.227	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	462.960	352.485
308	DOLCE	VIA BRENINERO, 207 FRAZ. PERI	1985	182	16.736	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	194.485	224.309
309	FELTRE	VIA ROMA, 2/B	ante 1967	573	116.206	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	1.638.462	1.292.444
310	GREZZANA	VIA ROMA, 26	1962	887	78.699	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	971.612	972.005
311	ISOLA DELLA SCALA	VIA GARIBOLDI, 10	1955	532	47.221	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	549.001	459.299
312	LEGNAGO	VIA ROMA, 33	1960	530	75.786	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	1.066.570	1.057.456
313	LONIGO	VIA C. BATTISTI, 11	ante 1967	615	106.181	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	1.286.276	961.323
314	MINERBE	VIA MARCONI, 26	1954	586	28.266	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	363.820	352.485

N.	DESCRIZIONE E UBICAZIONE	DESTINAZIONE D'USO PREVALENTE	ANNO DI COSTRUZ.	SUPERFIC. LORDA (Mq)				COSTO STORICO *	IPOTECHE			
					Tipo Contratto	Scadenza Contratto	Localit�					
315	MONTECCHIA DI CROSARA	VIA ROMA, 6	1947	388	29.350	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 2	368.919	373.848	
316	MOZZEGANE	VIA DON BRENZONI,10	1974	296	33.479	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	415.206	395.211	
317	NEGRAR	VIA MAZZINI, 13	1945	397	41.647	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	580.030	608.838	
318	NOGARA	VIA P. STERZI,13	1972	401	36.017	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	440.432	416.573	
319	PESCANTINA	VIA C.A.DALLA CHIESA,3	1988	649	58.137	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	784.698	843.828	
320	PORTOGRUARO	VIA MARTIRI LIBERTA', 88	ante 1967	741	115.124	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.739.368	1.399.260	
321	SAN BONIFACIO	CORSO VENEZIA,75	1957	742	93.482	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.322.997	1.164.269	
322	SAN GIORGIO IN ROSCO	VIA VALSUSIANA, 203	2005	362	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 2	480.491	427.205	
323	SAN GIOVANNI LUPATOTO	PIAZZA UMBERTO I,4	ante 1967	1.044	139.563	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.009.869	1.498.338	
324	SAN GIOVANNI LUPATOTO	PIAZZA DE GASPERI, 30-FRAZ. RALDON	ante 1967	447	35.864	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	457.833	555.431	
325	SAN MARTINO BUON ALBERGO	PIAZZA DEL POPOLO, 19	1968	385	44.521	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	614.599	630.201	
326	SAN MARTINO BUON ALBERGO	VIALE DEL LAVORO,39A	1985	322	51.407	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	696.578	630.201	
327	SAN MICHELE AL TAGLIAMENTO	VIA MARANGO, 20	1957	388	-	-	-	IST. CRED.	Gruppo 1	435.720	202.946	
328	SAN PIETRO IN GARIANO	VIA ROMA,7	1959	303	35.597	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	459.071	469.980	
329	SANGUINETTO	PIAZZA DELLA VITTORIA,17	1970	222	28.929	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	347.324	320.441	
330	SANTAMBROGIO DI VALPOLICE	VIA VALPOLICELLA, 6-FRAZ. DOMEGLIARA	1964	716	64.326	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	821.676	798.157	
331	SOAVE	CORSO VITTORIO EMANUELE, 35	1959	298	54.260	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	757.143	737.015	
332	SONA	VIA XXVI APRILE, 2 - FRAZ. LUGAGNANO	1967	392	58.934	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	821.748	715.652	
333	TREVENZUOLO	PIAZZA R. BOLONIENE TREVENZOLI, 9	1963	221	25.617	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	286.242	256.353	
334	TREVISO	VIA CANOVA,16	1984	835	186.133	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.924.521	3.001.445	
335	VENEZIA	VIA CADUCCIO,43C - MESTRE	ante 1967	609	151.897	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.267.570	2.072.186	
336	VENEZIA	VIA CANNAREGIO,1906-SAN LEONARDO	ante 1967	388	161.110	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.520.449	3.225.774	
337	VENEZIA	VIA ROSSAROL, 34 - MESTRE	1963	215	44.938	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	643.135	576.794	
338	VERONA	VIA BRENNERO,5	1968	286	38.123	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	505.228	512.706	
339	VERONA	CORSO MILANO 4/A	1955	449	78.699	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.106.638	1.281.764	
340	VERONA	VIA SANTA TERESA, 83	1963	1.117	90.797	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.221.695	1.239.039	
341	VERONA	VIA MANTOVANA, 87	1973	1.362	103.965	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.400.341	3.409.941	
342	VERONA	VIA F. R. MORANDO, 17	1972	1.534	165.516	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.236.005	1.976.054	
343	VERONA	VIA BONZANINI,10	1972	2.728	192.115	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2479.171	2.713.068	
344	VERONA	VIA VITTORIO DELLA VITTORIA, 3	1946	384	47.199	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	754.501	651.564	
345	VERONA	VIA MAMELLI, 154 ANG. VIA SABOTINO,1/A	1973	549	86.417	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	1.226.370	1.303.127	
346	VERONA	VICOLO CONVEN TINO,3 - VIA ANFITEATRO	SEDE	ante 1967	687	132.666	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 3	1.921.458	2.008.098
347	VERONA	VIALE FRANCIA ANGVIA DELL'INDUSTRIA	SEDE	1962	357.578	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 3	5.211.412	4.742.528	
348	VERONA	VIA IV NOVEMBRE, 48	1964	592	136.785	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	2.005.970	2.446.034	
349	VERONA	VIA MONTORIO,62	1988	561	52.918	Affitto	31/12/2026	IST. CRED.	Gruppo 2	920.840	576.794	
350	VERONA	VIA S.COSIMO,10 ANG.VIA ZAMBELLI, 26	SEDE	1973	5.674	687.309	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 3	9.788.610	11.300.890
351	VERONA	VIA SCALZI, 16	1988	1.716	227.770	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	3.267.554	3.247.137	
352	VERONA	VIA MEUCCL,5	SEDE	1985	42.968	2.712.759	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	35.652.989	36.444.836
353	VERONA	VIA GARIBINI, 2	SEDE	1991	8.635	453.904	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 3	6.888.074	5.870.665
354	ZEVIO	PIAZZA S. TOSCANA, 20 ANG. VIA CAVOUR	ante 1967	108	40.588	Affitto	31/12/2032	IST. CRED.	Gruppo 1	752.748	673.026	
				352.727	40.288.823					607.038.125	584.079.764	

La tabella che segue riporta la redditivit  degli immobili suddivisa per fasce di scadenza contrattuale:

Tabella 8: redditivit  dei beni immobiliari del Fondo dati in locazione per scadenze dei contratti di locazione o revisione dei canoni

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Importo dei canoni					%
	Valore dei beni immobili	Locazione non finanziaria (a)	Locazione finanziaria (b)	Importo totale (c=a+b)		
Fino a 1 anno	0	2.886.231	-	2.886.231	6,7%	
Da oltre 1 a 3 anni	73.708.000	8.246.892	-	8.246.892	19,1%	
Da oltre 3 a 5 anni					0,0%	
Da oltre 5 a 7 anni					0,0%	
Da oltre 7 a 9 anni	429.785.000	32.041.931	-	32.041.931	74,2%	
Oltre 9 anni					0,0%	
A) Totale beni immobili locati	503.493.000	43.175.054	-	43.175.054	100%	
B) Totale beni immobili non locati	15.753.000					
TOTALE	519.246.000					

La seguente tabella riporta il prospetto dei cespiti disinvestiti dal Fondo dall'avvio delle operazioni alla data della presente Relazione di Gestione.

Tabella 9: Prospetto dei cespiti disinvestiti dal Fondo (dall'avvio dell'operatività del Fondo alla data della Relazione)

Cespiti Disinvestiti	Quantità (Mq)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generali	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo acquisto		Data	Ricavo di vendita			
NOVI DI MODENA PIAZZA I MAGGIO, 28 ANG. VIA MARCONI	487	28/11/2008	865.214	20.000	23/11/2016	20.000	543.911	60.012	(361.315)
PORZIONE SOTTOTETTO RIVAROLO CANAVESE CORSO TORINO, 64 (TO)	38	28/11/2008	30.000	30.000	14/10/2019	30.000	0	0	0
SIRMIONE PIAZZA CASTELLO, 3	147	28/11/2008	1.199.263	1.000.000	03/06/2021	1.401.164	903.965	568.806	537.060
MILANO PIAZZA NAPOLI, 38	508	28/11/2008	1.719.595	1.070.000	01/07/2021	1.070.000	1.317.414	122.087	545.732
BACENO PIAZZA ALDO MORO, 19	250	28/11/2008	266.442	114.000	21/07/2021	114.000	238.222	14.940	70.840
SANTO STEFANO BELBO VIA ROMA, 18	133	28/11/2008	188.087	70.000	22/07/2021	70.000	161.661	27.259	16.315
SAN GIOVANNI LA PUNTA ROMA, 263 VIA	192	28/11/2008	440.000	150.000	29/07/2021	170.000	360.272	35.553	54.719
SAN DONA' DI PIAVE C/SO S. TRENTO, 43	282	28/11/2008	594.240	361.000	29/07/2021	370.000	488.140	39.970	223.930
VERONA PIAZZA ERBE, 17	627	28/11/2008	2.577.112	3.853.000	27/09/2021	3.853.000	2.075.213	115.201	3.235.900
SPINEA VIA ROMA, 175	228	28/11/2008	577.825	280.000	27/10/2021	280.000	474.181	31.967	144.389
SAN MARZANO OLIVETO PIAZZA LUIGI EINAUDI, 1	104	28/11/2008	97.512	28.000	28/10/2021	28.000	93.491	16.029	7.950
MILANO VIA FARINI, 72	278	28/11/2008	1.084.094	796.000	05/11/2021	796.000	772.291	47.618	436.579
GENOVA VIA BRIGATA LIGURIA, 1	326	28/11/2008	1.208.106	1.100.000	30/11/2021	1.111.000	990.555	289.612	603.837
PORTOFINO VIA ROMA, 16	134	28/11/2008	1.563.367	2.100.000	30/11/2021	2.050.000	1.213.245	31.866	1.668.012
BOLOGNA VIA UGO BASSI, 11	552	28/11/2008	2.353.221	2.100.000	13/12/2021	1.900.000	1.772.606	115.187	1.204.198
VENEZIA VIA FONDAMENTA S. CHIARA, 515	75	28/11/2008	601.547	520.000	22/12/2021	520.000	449.743	12.190	356.006
MONTEGROSSO D'ASTI VIA XX SETTEMBRE, 173	168	28/11/2008	162.641	80.000	09/03/2022	86.000	121.584	17.849	27.094
LAZISE PIAZZA VITTORIO EMANUELE II, 25	76	28/11/2008	264.821	300.000	21/03/2022	320.000	243.603	11.982	286.800
TORRILE STRADA PROVINCIALE PER GOLESE, 103	99	28/11/2008	167.012	47.000	12/04/2022	50.000	150.969	26.439	7.517
LUMELLOGNO (NO) VIA ALLA CHIESA, 3	181	28/11/2008	167.965	70.000	09/05/2022	75.000	143.208	24.647	25.595
CATANIA VIA VINCENZO GIUFFRIDA, 136	118	28/11/2008	429.743	195.000	17/05/2022	195.000	351.891	28.325	88.822
ORTA SAN GIUGLIO PIAZZA RAGAZZONI, 16	233	28/11/2008	745.300	500.000	30/05/2022	600.000	709.285	111.750	452.235
MILANO VIA LARGA, 23	1.275	28/11/2008	8.558.604	6.800.000	01/06/2022	6.500.000	6.248.581	373.563	3.816.414
VALVERDE C/SO VITTORIO EMANUELE II, 122	132	28/11/2008	282.275	170.000	17/06/2022	165.000	290.045	13.969	158.802

SAN GIOVANNI LUPATOTO VIA CA' NOVA ZAMPIERI, 4	289	28/11/2008	605.401	400.000	12/07/2022	400.000	579.501	50.624	323.477
TORINO VIA MADAMA CRISTINA, 99	562	28/11/2008	839.548	700.000	28/07/2022	700.000	825.880	76.293	610.039
SANT'AGATA LI BATTIATI LARGO BARRIERA, 28	148	28/11/2008	341.232	130.000	29/07/2022	130.000	325.269	30.874	83.163
POZZUOLI VIA G. MATTEOTTI, 29	242	28/11/2008	623.463	370.000	29/07/2022	370.000	541.890	72.128	216.299
BELFIORE VIA ROMA, 28	117	28/11/2008	139.612	88.000	29/07/2022	88.000	153.777	29.962	72.203
ALAGNA VALSESIA PIAZZA R. MARGHERITA, 3	160	28/11/2008	321.934	200.000	16/09/2022	195.000	327.160	44.056	156.170
CASTIGLIONE DELLA PESCAIA VIA DELLA FONTE, 5	382	28/11/2008	909.249	540.000	20/09/2022	540.000	897.058	62.148	465.661
SANT'ANNA DALFAEDO VIA ROMA, 2/A	126	28/11/2008	175.563	150.000	26/09/2022	142.500	176.156	4.590	138.502
FINALE LIGURE VIA G. GARIBALDI, 6	249	28/11/2008	956.128	400.000	28/09/2022	460.000	846.706	108.661	241.917
COURMAYEUR VIA ROMA, 110	352	28/11/2008	2.364.485	1.710.000	29/09/2022	1.620.000	1.837.637	78.147	1.015.005
TRENTO CORSO 3 NOVEMBRE, 72	47	28/11/2008	58.916	40.000	21/10/2022	40.000	50.928	4.223	27.789
SCARLINO VIALE MATTEOTTI, 55	160	28/11/2008	166.534	80.000	25/10/2022	80.000	161.661	20.920	54.207
LIMONE PIEMONTE PIAZZA RISORGIMENTO, 19	285	28/11/2008	799.509	350.000	08/11/2022	315.000	618.624	42.463	91.652
MALCESINE PIAZZA G. MARCONI, 13	359	28/11/2008	651.017	580.000	18/11/2022	555.000	637.081	74.682	466.382
GARDA CORSO ITALIA, 138	427	28/11/2008	455.411	450.000	16/12/2022	500.000	498.105	68.580	474.114
ROMA PIAZZA DANTE, 1	565	28/11/2008	2.314.942	1.850.000	16/12/2022	1.750.000	2.177.381	290.515	1.321.924
ARZIGNANO PIAZZALE PELLIZZARI, 4	368	28/11/2008	854.573	640.000	21/12/2022	680.000	793.743	57.394	561.776
NOALE PIAZZA XX SETTEMBRE, 22	336	28/11/2008	890.821	625.000	12/01/2023	625.000	844.529	21.771	556.937

NAPOLI VIA DEPRETIS, 94/100	266	28/11/2008	2.575.370	1.880.000	30/01/2023	1.980.000	2.479.037	294.351	1.589.316
GENOVA VIA SOTTORIPA, 1A/71R	368	28/11/2008	706.315	505.000	07/02/2023	535.000	776.750	225.222	380.212
TORRI DEL BENACO CORSO DANTE ALIGHIERI, 38	163	28/11/2008	645.387	540.000	24/02/2023	540.000	633.847	24.144	504.316
MONTEFORTE D'ALPONE VIA VITTORIO VENETO, 6	239	28/11/2008	223.793	190.000	13/03/2023	190.000	251.512	35.269	182.450
SAN GIOVANNI ILARIONE VIA ROMA, 11	180	28/11/2008	312.967	180.000	13/03/2023	180.000	328.123	23.484	171.672
SAN GREGORIO DI CATANIA P.ZZA R. MARGHERITA, 5	163	28/11/2008	391.132	200.000	06/04/2023	220.000	282.091	23.387	87.572
VIAGRANDE P.ZZA URNA, 8-10	141	28/11/2008	280.381	200.000	16/06/2023	200.000	318.479	23.097	215.000
FANANO P.ZZA VITTORIA, 22	462	28/11/2008	557.283	360.000	23/06/2023	330.000	605.444	59.825	318.336
REGGIO EMILIA VIA C. CADOPPI, 14C	345	28/11/2008	891.957	560.000	27/09/2023	560.000	888.775	47.629	509.189
SESTRI LEVANTE P.LE STAZIONE, 31-32	349	28/11/2008	1.517.964	790.000	28/09/2023	675.000	1.188.866	59.844	286.058
ROMA VIA LUDOVISI, 46	5409	28/11/2008	40.619.891	38.000.000	03/10/2023	38.000.000	32.835.600	4.139.151	26.076.559
CASORIA VIA PRINCIPE DI PIEMONTE, 51	643	28/11/2008	938.319	650.000	27/11/2023	730.000	1.015.110	85.852	720.939
MANTOVA VIA FILZI, 25	1288	28/11/2008	3.257.247	1.850.000	14/12/2023	1.490.000	3.153.650	414.293	972.109
MANTOVA VIA MAZZINI, 7	73	28/11/2008	393.822	140.000	14/12/2023	120.000	349.901	12.671	63.409
BARDOLINO PIAZZA LENOTTI, 13	244	28/11/2008	614.981	750.000	15/12/2023	770.000	623.432	36.718	741.733
VERONA PIAZZA RISORGIMENTO, 12	339	28/11/2008	714.984	530.000	15/12/2023	490.000	745.300	56.874	463.442
SCANSANO VIA XX SETTEMBRE, 25	157	28/11/2008	153.849	110.000	19/12/2023	110.000	189.359	32.943	112.567
VILLA BARTOLOMEA CORSO FRACCAROLI, 52	182	28/11/2008	386.021	100.000	21/12/2023	90.000	369.704	24.960	48.723

BEINASCO CORSO TORINO, 35	380	28/11/2008	511.962	270.000	04/03/2024	270.000	395.807	175.355	(21.510)
ROMA VIA CAMPO MARZIO, 69	507	28/11/2008	6.299.770	5.800.000	06/03/2024	5.800.000	5.863.407	241.556	5.122.082
CEREA - FRAZIONE CHERUBINE VIA LEOPARDI, 28	102	28/11/2008	159.486	66.000	08/03/2024	70.000	136.967	24.265	23.216
MILANO C/SO DI PORTA TICINESE, 93	205	28/11/2008	1.716.815	1.300.000	19/03/2024	1.300.000	1.497.843	37.392	1.043.636
SAN GIORGIO DEL SANNIO VIA CARDILLI	358	28/11/2008	637.947	310.000	21/03/2024	320.000	723.895	117.834	288.114
MONTEFIORINO PIAZZA FONTANA, 31	308	28/11/2008	342.063	180.000	04/04/2024	180.000	413.442	118.360	133.020
SARNO VIA C. MATTEOTTI, 34	240	28/11/2008	650.815	330.000	03/05/2024	330.000	732.449	30.846	380.788
GIUGLIANO IN CAMPANIA C/SO CAMPANO, 266	575	28/11/2008	811.637	650.000	09/05/2024	650.000	962.603	85.861	715.106
NOLA P.ZZA MARCONI, 13	861	28/11/2008	2.184.665	1.280.000	31/05/2024	1.330.000	2.064.248	260.327	949.256
SANREMO VIA ROMA, 45	1.137	28/11/2008	3.931.414	3.250.000	26/06/2024	3.300.000	4.003.898	228.418	3.144.065
DIANO MARINA P.ZZA M. D. LIBERTA', 4	1.015	28/11/2008	2.184.254	1.600.000	26/06/2024	1.600.000	2.459.761	245.365	1.630.142
CUORGNE' C.SO TORINO, 5	511	28/11/2008	565.572	220.000	27/06/2024	207.000	703.983	186.584	158.827
LESA VIA VITTORIO VENETO, 45	386	28/11/2008	900.155	270.000	28/06/2024	280.000	939.736	114.955	204.626
STRESA VIA PRINCIPE TOMMASO, 26	445	28/11/2008	1.306.990	990.000	28/06/2024	880.000	1.464.292	127.865	909.437
CASTELNUOVO DON BOSCO PIAZZA DANTE, 78	236	28/11/2008	253.544	115.000	01/08/2024	115.000	319.311	40.772	139.995
SANTA MARIA A VICO PIAZZA ROMA	1.105	28/11/2008	1.246.443	790.000	01/08/2024	790.000	1.516.474	78.910	981.122
CATANIA PIAZZA CAVOUR, 34	161	28/11/2008	787.440	265.000	26/09/2024	265.000	629.678	95.407	11.830
PINEROLO PIAZZA TEGAS, 1	600	28/11/2008	1.543.872	950.000	26/09/2024	950.000	1.762.539	151.221	1.017.447
BUTTAPIETRA VAI DANTE ALIGHIERI, 14	231	28/11/2008	297.100	210.000	27/09/2024	210.000	370.734	39.550	244.084
VILLAFRANCA DI VERONA C/SO VITTORIO EMANUELE II, 127	694	28/11/2008	973.776	970.000	27/09/2024	1.000.000	1.086.224	90.060	1.022.388
TREGNAGO PIAZZA SANT'EGIDIO, 15	188	28/11/2008	322.331	210.000	27/09/2024	210.000	373.854	16.358	245.165

PIEVE DI SOLIGO PIAZZA B. VALIER, 4	435	28/11/2008	530.081	240.000	07/10/2024	240.000	582.179	42.683	249.415
ARENZANO CORSO MATTEOTTI, 64-66	609	28/11/2008	1.286.328	1.010.000	29/10/2024	1.010.000	1.479.350	158.761	1.044.261
VALENCIO SUL MINCIO PIAZZA C. ALBERTO, 51	228	28/11/2008	388.390	330.000	30/10/2024	297.000	444.630	23.804	329.436
GENOVA VIA G. D'ANNUNZIO, 31	25	28/11/2008	76.654	57.000	30/10/2024	53.000	78.394	6.884	47.856
MORCONE VIA ROMA, 191/G	995	28/11/2008	373.698	200.000	21/11/2024	200.000	492.896	47.234	271.964
MONDOVI' CORSO STATUTO, 20	975	28/11/2008	957.216	550.000	28/11/2024	550.000	1.218.204	227.788	583.200
RAPALLO VIA DELLA LIBERTA', 1	393	28/11/2008	1.295.898	695.000	28/11/2024	630.000	1.343.346	140.985	536.463
CASTELLANZA VIA DANTE, 4	907	28/11/2008	989.706	502.000	09/12/2024	402.000	938.421	183.518	167.196
SALUGGIA P.ZZA DON SECONDO POLLO, 2/A	1.533	28/11/2008	440.163	115.000	10/12/2024	115.000	500.702	92.246	83.293
CHERASCO VIA VITTORIO EMANUELE, 23	195	28/11/2008	524.799	205.000	10/12/2024	205.000	594.434	34.647	239.988
GENOVA VIA GUGLIELMO OBERDAN, 211	525	28/11/2008	1.400.997	780.000	11/12/2024	780.000	1.558.172	135.217	801.958
MIRANO P.ZZA MARTIRI DELLA LIBERTA', 43	478	28/11/2008	1.059.154	680.000	11/12/2024	680.000	1.231.444	82.019	770.271
VITTORIO VENETO VIALE DELLA VITTORIA, 243	1.176	28/11/2008	2.120.974	1.240.000	11/12/2024	1.240.000	2.243.012	209.612	1.152.426
DESENZANO DEL GARDA PIAZZA MATTEOTTI	365	28/11/2008	2.269.912	2.270.000	13/12/2024	2.270.000	2.359.365	52.636	2.306.817
VERONA VIA PALLADIO, 43	667	28/11/2008	1.086.568	840.000	19/12/2024	715.000	1.239.957	97.510	770.879
BRESCELLO VIA ANTONIO PANIZZI, 1	300	28/11/2008	524.226	280.000	19/12/2024	290.000	583.908	38.778	310.904
CANALE VIA ROMA, 1	510	28/11/2008	421.701	230.000	19/12/2024	240.000	527.754	47.084	298.969
TRENTO VIA SANTA CROCE, 49	1.044	28/11/2008	2.180.867	1.610.000	20/12/2024	1.610.000	2.251.347	89.228	1.591.252
CHIVASSO VIA TORINO, 70	1.449	28/11/2008	3.074.830	2.240.000	20/12/2024	2.240.000	3.307.455	123.431	2.349.194
VERONA CORSO PORTA NUOVA, 4	3.956	28/11/2008	8.717.432	9.110.000	20/12/2024	8.587.000	9.022.853	921.648	7.970.773
SOMMACAMPAGNA VIA OSTERIA GRANDE, 26/A	350	28/11/2008	654.996	550.000	20/12/2024	495.000	769.086	78.893	530.198
RONCO ALL'ADIGE PIAZZA GARIBALDI, 17	610	28/11/2008	363.810	250.000	20/12/2024	213.000	769.086	30.844	587.432
SIRMIONE VIA COLOMBARE, 139	603	28/11/2008	1.659.514	1.370.000	30/12/2024	1.429.000	1.785.503	68.103	1.486.886

II.5 Crediti

Tale voce non è movimentata.

II.6 Depositi bancari

Tale voce non è movimentata.

II.7 Altri beni

Tale voce non è movimentata.

II.8 Posizione netta di liquidità**Tabella 10: Posizione netta di liquidità**

€	31-dic-24
F1 - Liquidità disponibile conti correnti Euro*	21.419.956
Totale	21.419.956
F2 - Liquidità da ricevere per operazioni da regolare Totale	
F3 - Liquidità impegnata per operazioni da regolare Totale	
Totale posizione netta di liquidità	21.419.956

La voce è così composta:

- F1 Liquidità disponibile: pari a Euro 21,42 milioni sui conti correnti presso il Depositario;
- F2 Liquidità da ricevere: non risulta movimentata;
- F3 Liquidità impegnata per operazioni da regolare: non risulta movimentata.

II.9 Altre attività

Di seguito si indica il dettaglio della voce “Altre Attività”.

Tabella 11: Dettaglio "Altre attività"

	31-dic-24
Ratei e risconti attivi:	97.374
Risconti Banca Agente finanziamento	95.219
Risconti attivi diversi	2.155
Altre:	371.899
Crediti diversi v/partecipanti imposta di	153.350
Crediti diversi	137.528
Crediti v/banche	47.610
Crediti v/Erario per IVA	33.411
Totale altre attività	469.273

Sezione III – Le Passività

III.1 Finanziamenti ricevuti

Alla data della Relazione di Gestione risulta in essere un contratto di finanziamento per Euro 201,57 milioni , erogato in data 27 novembre 2020 per Euro 370 milioni e parzialmente rimborsato a seguito delle dismissioni immobiliari avvenute nel 2021, 2022 e 2023.

In data 27 novembre 2020 si è proceduto al rimborso del debito outstanding relativo al contratto di finanziamento siglato nel 2015. Il data 27 novembre 2024, il Fondo ha formalmente esercitato opzione di estensione del finanziamento per un ulteriore anno, fino al 27 novembre 2025.

A tal proposito si rimanda alla sezione -1.2 Dati descrittivi del Fondo - della Relazione degli amministratori.

L'adempimento delle obbligazioni derivanti dal finanziamento è garantito principalmente dall'ipoteca di primo grado sugli immobili che ammonta ad Euro 600 milioni circa e dal pegno su alcuni conti correnti del Fondo.

Tabella 12: Finanziamenti in essere al 31 dicembre 2024

Controparte	Importo concesso (€n)	Importo erogato al netto dei rimborsi (€n)	Durata anni	Forma tecnica	Garanzie rilasciate
BNP Paribas	34.864.865	18.993.851	fino Nov 2025	Finanz. ipotecario m/l termine	Ipotecche di primo grado su immobili;
Unicredit	119.662.162	65.190.136	fino Nov 2025	Finanz. ipotecario m/l termine	pegni su c/c;
ISP	55.810.811	30.404.886	fino Nov 2025	Finanz. ipotecario m/l termine	appendice di vincolo su contratti assicurativi;
BPM	89.662.162	48.846.590	fino Nov 2025	Finanz. ipotecario m/l termine	cessione in garanzia dei crediti derivanti dai contratti di locazione e dai contratti assicurativi.
SPV Project	70.000.000	38.134.941	fino Nov 2025	Finanz. ipotecario m/l termine	
Totale	370.000.000	201.570.403			

III.2 Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate

Alla data della Relazione di Gestione non risultano in essere contratti di pronti contro termine passivi né operazioni di prestito titoli e non ne sono stati posti in essere nel corso del 2024.

III.3 Strumenti finanziari derivati

Per tale voce si rimanda al paragrafo “1.3 L’andamento del Fondo al 31 dicembre 2024 - Copertura tassi di interesse”.

III.4 Debiti verso i partecipanti

Tale voce non è movimentata.

III.5 Altre passività

Tale voce è costituita dalle seguenti passività:

Tabella 13: Dettaglio "Altre passività"

	31-dic-24
Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati:	915.342
Acc. Provv. Matur no liq SGR	875.414
Acc. Provv. Matur no liq Banca Depo	39.928
Debiti di imposta:	17.071
Debiti vs erario per ritenute	17.071
Altre:	1.192.035
Debiti per caparre vendita immobili	240.500
Fatture da ricevere	3.624
Fatture da ricevere da società di revisione	40.011
Fatture da ricevere da esperto indipendente	55.872
Debiti vs condomini	160.683
Debiti vs fornitori	691.345
Totale altre passività	2.124.448

Ai sensi di quanto previsto dal Regolamento del Fondo, l'importo della provvigione di gestione della SGR è calcolato, considerando il valore delle attività del Fondo alla fine del semestre di riferimento (si veda il Paragrafo del Regolamento "B.3.1 Spese a carico del Fondo").

Il debito per la provvigione di gestione per il 2024 è pari a Euro 0,88 milioni.

Il debito per le commissioni relative al servizio svolto dal Depositario per il 2024, pari a Euro 39,93 mila è stato calcolato sul valore netto del Fondo alla data della Relazione di Gestione, al netto delle plusvalenze non realizzate, come previsto dal Regolamento del Fondo.

La voce "Altre", pari a Euro 1,19 milioni, è costituita principalmente da debiti relativi alle seguenti voci:

- Euro 0,24 milioni relativi a caparre per vendita immobili;
- Euro 160,68 mila relativi essenzialmente a spese condominiali e debiti verso fornitori per lavori di manutenzione straordinaria effettuati sugli immobili;
- Euro 691,35 mila relativi a debiti verso fornitori.

Sezione IV – Il valore complessivo netto

Si illustrano di seguito le componenti che hanno determinato la variazione del valore complessivo del Fondo dall'avvio dell'operatività fino alla data della presente Relazione di Gestione.

Tabella 14: Prospetto delle variazioni del valore del Fondo dall'avvio dell'operatività 28/11/2008 fino al 31/12/2024

	Valore (€)	% dei versamenti effettuati
Importo iniziale del Fondo (quote emesse x Prezzo di emissione) *	318.250.001	100,00%
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	318.250.001	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A2. Risultato complessivo della gestione degli strumenti finanziari	(60.460.123)	-19,00%
B. Risultato complessivo della gestione beni immobili	583.349.795	183,30%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti		
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari		
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni		
F. Risultato complessivo della gestione cambi		
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione		
H. Oneri finanziari complessivi	(203.581.493)	-63,97%
I. Oneri di gestione complessivi	(36.670.041)	-11,52%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	22.660.342	7,12%
M. Imposte		
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	-	-
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	286.108.103	89,90%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	305.298.480	95,93%
Valore complessivo netto del Fondo al 31/12/2024	337.440.378	106,03%
Numero quote classe A	1.273	
Numero quote classe B	1	
Totale importi da richiamare	0	
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE	6,29%	

* Si tratta del controvalore delle quote al valore nominale

Il Tasso Interno di Rendimento rappresenta il rendimento complessivo del Fondo, ovvero il tasso di interesse composto annuale relativo al periodo intercorrente tra la data di apporto e la data del 31 dicembre 2024. Tale tasso esprime la potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore nell'ipotesi in cui il patrimonio immobiliare del Fondo fosse liquidato alla data del 31 dicembre 2024 al valore di perizia indicato dall'Esperto Indipendente⁵.

Le quote del Fondo sono detenute interamente da investitori qualificati.

⁵ Tale rendimento è puramente indicativo.

Si precisa che tra gli investitori aderenti al Fondo vi sono soggetti non residenti che detengono complessivamente n. 20 Quote di Classe A del Fondo.

Sezione V – Altri dati patrimoniali

V.1 Impegni assunti dal Fondo a fronte di strumenti finanziari derivati

Al 31 dicembre 2024 il nozionale relativo ai contratti CAP attivi è pari complessivamente a 201,57 milioni.

Di seguito si riporta la stima del valore di mercato dei CAP sulla base del mark to market ricevuto dalle banche.

Controparte	Valore assoluto al 31.12.24	Valore di mercato
Prestazioni su tasso di interessi	210.570.403	12.042
Totale	210.570.403	12.042

V.2 Ammontare delle attività e passività nei confronti di altre società del Gruppo della SGR

Alla data di riferimento della presente Relazione di Gestione le passività nei confronti di Società del Gruppo di appartenenza della SGR sono costituite principalmente dal debito di Generali Real Estate SGR SPA.

V.3 Investimenti in valuta estera

Il Fondo non detiene attività e passività in valuta diversa dall'Euro o beni immobili situati in Paesi diversi dall'Italia.

V.4 Plusvalenze in sospensione di imposta

Tale voce non risulta movimentata.

V.5 Garanzie ricevute

Alla data della presente Relazione di Gestione non risultano garanzie.

V.6 Ipotecche sugli immobili

A garanzia delle obbligazioni derivanti dal contratto di finanziamento ipotecario concesso dalle banche finanziatrici, il Fondo ha concesso un'ipoteca di primo grado sugli immobili, iscritta per la somma complessiva iniziale di Euro 740 milioni, alla data della presente Relazione di Gestione circa pari a €582 milioni, in conseguenza delle vendite realizzate e conseguente restrizione ipotecaria.

4.3 Parte C – Il risultato economico al 31 dicembre 2024

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

Alla data della Relazione di Gestione la voce *A Strumenti finanziari* non presenta alcun saldo.

Sezione II – Beni immobili

Di seguito è rappresentata la composizione delle sottovoci relative al risultato economico delle operazioni sui beni immobili.

Tabella 16: RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO SU BENI IMMOBILI					
	Immobili residenziali	Immobili commerciali	Immobili industriali	Terreni	Altri
1. PROVENTI					43.195.980
1.1 canoni locazione non finanziaria					43.195.980
1.2 canoni locazione finanziaria					
1.3 altri proventi					
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI					(1.567.835)
2.1 beni immobili					(1.567.835)
2.2 diritti reali immobiliari					
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE					(10.558.805)
3.1 beni immobili					(10.558.805)
3.2 diritti reali immobiliari					
4. ONERI PER LA GESTIONE BENI IMMOBILI					(1.225.699)
5. AMMORTAMENTI					
6. IMU/TASI					(4.911.452)
					24.932.189

Sezione III – Crediti

Alla data della Relazione di Gestione le voci C1 e C2 non presentano alcun saldo.

Sezione IV – Depositi bancari

Non vi sono state operazioni nell'esercizio.

Sezione V – Altri beni

Nel esercizio di riferimento non vi sono state componenti economiche originate da altri beni.

Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

Nel esercizio in esame non sono state poste in essere operazioni in divisa.

Nel esercizio in esame non sono state poste in essere operazioni di pronti contro termine, di prestito e assimilate.

La voce “Interessi passivi su finanziamenti ricevuti” presenta un saldo pari a Euro 16,52 milioni. Le forme tecniche a cui si riferiscono sono dettagliate nella tabella 13.

Al 31 dicembre 2024 la voce “Altri oneri finanziari” pari a Euro – 3,84 milioni è dettagliata nella tabella seguente.

Tabella 17: Altri oneri finanziari al 31 dicembre 2024

Altri oneri finanziari	Valore (Euro)
Flussi Irs passivi	(392.364)
Ammortamento Cap	(1.705.063)
Ammortamento oneri pluriennali	(1.639.972)
Spese di agency	(105.000)
Totale	(3.842.399)

Sezione VII – Oneri di gestione

Tabella 18: Costi sostenuti nel periodo

ONERI DI GESTIONE	Importo (migliaia di euro)	Importi complessivamente corrisposti			Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR *			
		Importo €	% sul valore complessivo netto ***	% sul totale attività	% su valore del finanziamento	Importo €	% sul valore complessivo netto ***	% sul totale attività
1) Provvigioni di gestione	1.756	1.756.243	0,52%	0,32%				
Provvigione di base	1.756	1.756.243	0,52%	0,32%				
2) Costo per il calcolo del valore della quota	-		0,00%	0,00%	0,00%			
3) Costi ricorrenti degli OICR in cui il fondo investe	-		0,00%					
4) Compenso del depositario	79	79.266	0,02%	0,01%				
5) Spese di revisione del fondo	63	63.450	0,02%					
6) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	-		0,00%	0,00%				
7) Compenso spettante agli esperti indipendenti	96	96.147	0,03%	0,02%				
8) Oneri di gestione degli immobili **	6.137	6.137.151	1,81%	1,13%	143.977	0,04%	0,03%	
9) Spese legali e giudiziarie	279	279.449	0,08%					
10) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	-		0,00%					
11) Altri oneri gravanti sul fondo:								
totale	2.286	2.285.918	0,67%					
- interessi su depositi cauzionali			0,00%					
- altre	143	142.551	0,04%					
- spese bancarie	1	936	0,00%					
- spese di consulenza	2.142	2.142.431	0,63%					
COSTI RICORRENTI TOTALI								
(Somma da 1 a 11)	10.698	10.697.624	3,15%					
12) Provvigioni di incentivo			0,00%					
13) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari di cui	-							
su titoli azionari	-							
su titoli di debito	-							
su derivati	-							
altri (da specificare)	-							
14) Oneri finanziari per debiti assunti dal fondo	20.366	20.366.113			10,10%			
15) Oneri fiscali di pertinenza del fondo	-	-	0,00%					
TOTALE SPESE								
Somma da 1 a 15	31.064	31.063.737	9,16%					

* Si considerano le società del Gruppo Assicurazioni generali

** L'importo corrisposto a società del Gruppo o della SGR rappresenta il costo dell'assicurazione sugli immobili nei confronti di Generali Italia SpA

*** La % sul valore complessivo netto è calcolata come media del periodo

Ai sensi di quanto previsto dal Regolamento del Fondo, il compenso spettante alla Società di Gestione è rappresentato da una commissione fissa (“Commissione Fissa”) e da una commissione di incentivo (“Commissione di Incentivo”).

La “Commissione Fissa” è pari allo 0,13% su base semestrale (0,26% annuo) del Valore Complessivo delle Attività del Fondo alla fine del semestre di riferimento.

La “Commissione Fissa” viene calcolata alla fine di ciascun semestre sulla base del Valore Complessivo delle Attività, quale risultante dalla Relazione di Gestione annuale o semestrale approvata dal Fondo per tale semestre, e corrisposta alla Società di Gestione in via posticipata, a seguito dell’approvazione di tale Relazione.

La “Commissione di Incentivo” pari a Euro 364,28 mila fa riferimento all’attività svolta dalla SGR in relazione alla cessione di ogni bene immobile del Fondo ed è calcolata nella misura dell’1% (uno per cento) del valore di cessione, fermo restando che la stessa sarà corrisposta alla Società di Gestione soltanto ove la relativa cessione sia perfezionata per un valore pari o maggiore del valore di cessione individuato nel Business Plan Iniziale del Fondo come di tempo in tempo aggiornato.

A seguito del progetto di scissione parziale con conferimento del ramo d’azienda “servizi immobiliari” da parte della SGR a favore di Generali Real Estate S.p.A, con decorrenza 1° ottobre 2019 i servizi di asset management, letting, property management, project management, consulenza supervisione e coordinamento per attività di acquisto e/o vendita degli immobili (frazionata e non) sono svolti da quest’ultima. Si precisa, altresì, che gli accordi economici tra il Fondo e Generali Real Estate S.p.A sono in linea con le condizioni definite in precedenza con la SGR.

Per maggior dettaglio sulle metodologie del calcolo delle commissioni e delle altre tipologie di costi sostenuti dal Fondo si rimanda al Regolamento del Fondo, articolo B.3- Regime delle spese.

Sezione VII.2 – Remunerazioni

Per l'esercizio 2024 il Consiglio di Amministrazione di Generali Real Estate SGR S.p.A. (di seguito, "GRE SGR" o "Società") ha provveduto, con il supporto del Comitato per la Remunerazione, all'elaborazione ed al riesame della Politica di Remunerazione, con successiva approvazione della stessa da parte dell'Assemblea in data 30 luglio 2024.

I principi normativi in materia di politiche di remunerazione sono dettagliati a livello comunitario, nell'Allegato II della Direttiva 2011/61/UE (di seguito, "Direttiva GEFIA") nonché nella Direttiva 2009/65/UE (di seguito, "Direttiva UCITS") e successive modifiche e, a livello italiano, nel Regolamento di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF emanato da Banca d'Italia (di seguito, il "Regolamento" o il "Regolamento di Banca d'Italia"), da ultimo aggiornato il 23 dicembre 2022 ed efficace relativamente alla politica ed ai sistemi di remunerazione approvati successivamente al 1 gennaio 2023.

Il Regolamento di Banca d'Italia ha altresì integrato il principio di neutralità di genere delle politiche di remunerazione, trasponendo anche nel settore del risparmio gestito le linee guida EBA (Guidelines on sound remuneration policies under Directive 2013/36/EU – Par.23-27 - 2 luglio 2021) che prevedono che le politiche di remunerazione siano neutrali rispetto al genere e contribuiscono a perseguire la piena parità di genere.

La descritta disciplina sulle politiche e sulle prassi di remunerazione e incentivazione tiene conto, inoltre, degli orientamenti elaborati in sede europea, tra cui le linee guida dell'ESMA n. 2013/232 del 3 luglio 2013 e n.2016/411 del 31 marzo 2016 in materia di sane politiche retributive rispettivamente a norma della direttiva GEFIA e OICVM e fa proprie le previsioni in tema di integrazione dei rischi di sostenibilità ai sensi del Regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Sustainable Finance Disclosures Regulation – SFDR).

Informazioni di natura quantitativa

Ai sensi di quanto previsto dall'art.107 del Regolamento Delegato (UE) 231/2013 e facendo riferimento al bilancio di esercizio 2023, si segnala che:

- l'organico diretto ed in distacco della Società è composto da n. 47 unità (n. 53 unità al 31/12/24);

- il costo complessivo del personale della SGR, al netto di altre componenti, è pari a Euro 8,11 milioni, di cui Euro 6,31 milioni quale componente fissa ed Euro 1,80 milioni quale componente variabile per l'esercizio 20223

Relativamente al “personale più rilevante”, ovvero il personale la cui attività professionale ha o può avere un impatto rilevante sul profilo di rischio del gestore e/o del fondo, si segnala che si fa riferimento a n.14 unità considerati ai fini della segnalazione dell'Allegato IV.6.2 Sezione VII.3, di cui 8 sono dipendenti della Società il cui costo complessivo aziendale è pari a Euro 1,59 milioni di cui Euro 1,06 milioni per la componente fissa e Euro 0,53 milioni per la componente variabile.

Per la gestione del Fondo Eracle è coinvolta fino a 1 struttura della società espresse in termini di full time equivalent, il cui costo complessivo aziendale è pari al 4,54%, del costo complessivo del personale della SGR. Pertanto, la retribuzione complessiva lorda corrisposta nell'esercizio dal gestore al personale della SGR, incluso il “personale più rilevante” coinvolto nella gestione dello specifico Fondo Eracle, è pari a Euro 0,37 milioni, suddivisa rispettivamente nella componente fissa pari a Euro 0,29 milioni e nella componente variabile pari a Euro 0,08 milioni.

Si segnala inoltre che alla data del 31 dicembre 2024 non è stata corrisposta alcuna commissione di incentivo relativamente al fondo Eracle ad alcun membro del personale.

Informazioni di natura qualitativa circa le modalità di calcolo della remunerazione e altri aspetti

La Politica di Remunerazione di GRE SGR per l'anno 2024, definita coerentemente con le linee guida e le policy interne del Gruppo Generali

(di seguito “Gruppo”) e adeguatamente calibrata rispetto alle caratteristiche e specificità normative e di prassi di settore, si fonda sui seguenti principi che guidano i programmi retributivi e le azioni conseguenti:

- equità e coerenza retributiva rispetto alle responsabilità assegnate e alle capacità dimostrate;
- allineamento alle strategie aziendali, agli asset gestiti e agli investitori e creazione di valore sostenibile di lungo termine per tutti gli stakeholder;
- competitività rispetto alle prassi e alle tendenze di mercato;

- valorizzazione di merito e performance di lungo termine in termini di risultati sostenibili, comportamenti e rispetto dei valori di Gruppo;
- governance chiara e compliance con il contesto regolamentare.

La Politica di Remunerazione di GRE SGR è finalizzata ad attrarre, trattenere e motivare il personale, senza incoraggiare l'assunzione inadeguata di rischi, ed è coerente con gli obiettivi delineati nella strategia aziendale attraverso:

- un corretto bilanciamento tra componente variabile e componente fissa;
- un adeguato collegamento della remunerazione con la performance individuale e della Società stessa;
- un sistema di valutazione della performance coerente con il profilo di rischio definito.

La Politica, inoltre, integra i fattori di sostenibilità ESG, coerentemente con la Politica di Sostenibilità adottata dalla Società ai sensi dell'art. 3 SFDR, con la strategia ESG del Gruppo, con il Piano Obiettivi ESG per il 2024 e con il Piano di azione sui rischi climatici e ambientali, assicurando che i rischi ambientali e climatici ed i più ampi fattori ESG siano integrati nei sistemi di incentivazione ed indirizzino i comportamenti verso gli obiettivi ESG, in linea con il Regolamento di Banca d'Italia e la SFDR.

La Politica di Remunerazione della Società sostiene l'impegno del Gruppo volto a ridurre strutturalmente il *gender pay gap* e a supportare l'ambizione di azzeramento dell'*equal pay gap* nel ciclo strategico 2022-2024. Coerentemente con tale finalità e in linea con il Regolamento e le best practice internazionali, la Società si impegna a promuovere la parità salariale tra donne e uomini, attivando presidi mirati volti a monitorare l'equilibrio di genere, il *gender pay gap* e l'equità retributiva a parità di ruolo.

La struttura retributiva della Società relativa al perimetro Personale Più Rilevante, con differenti pacchetti retributivi e pay-mix in virtù del ruolo di riferimento, è basata sulle seguenti componenti: componente fissa, componente variabile e benefit.

La **retribuzione fissa** remunera il ruolo ricoperto e le responsabilità assegnate, tenendo anche conto dell'esperienza del titolare e delle competenze richieste, oltre alla qualità del contributo espresso nel raggiungimento dei risultati di business. Il peso della retribuzione fissa è tale da remunerare in maniera

adeguata, ad attrarre e trattenere le risorse, e contestualmente deve essere sufficiente a remunerare il ruolo correttamente, anche qualora la componente variabile non dovesse essere erogata a seguito del mancato raggiungimento degli obiettivi individuali, correlati alle performance dei fondi gestiti, della Società o del “Gruppo” Generali Investments Holding (di seguito “Gruppo GIH”), riducendo la possibilità di comportamenti non proporzionati al grado di propensione al rischio proprio dell’azienda.

La **retribuzione variabile** mira ad orientare la performance delle risorse agli obiettivi di business – attraverso il collegamento tra incentivi e obiettivi del Gruppo GIH, Società o Business/Funzione ed individuali sia da un punto di vista quantitativo che qualitativo – e alla creazione di valore su un orizzonte di medio-lungo termine coerentemente con il profilo di rischio definito per la Società. La performance viene valutata su un arco temporale pluriennale e secondo un approccio multidimensionale che tiene conto, a seconda dell’arco di valutazione considerato, dei risultati conseguiti dai singoli individui, di quelli conseguiti dalle strutture in cui gli individui operano e dei risultati dei Fondi gestiti, della Società e del Gruppo GIH nel suo complesso.

Gli obiettivi sono definiti, misurabili e strettamente connessi con il raggiungimento dei risultati economici, finanziari, di sostenibilità e operativi che tengono conto del profilo di rischio della Società.

È stabilito per ciascun soggetto un valore massimo della componente variabile e non è previsto nessun minimo garantito. L’erogazione della componente variabile, per tutto il personale ad eccezione delle funzioni di controllo, è subordinata al raggiungimento di una soglia minima di risultati (gate) a livello di Società.

Per il **Personale Più Rilevante** (ad esclusione delle Funzioni di Controllo) l’erogazione della componente variabile è soggetta a meccanismi di differimento, affinché la remunerazione tenga conto dell’andamento nel tempo dei rischi assunti. Coerentemente con le previsioni regolamentari, è articolata ed adeguatamente bilanciata in una componente monetaria e una componente in strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari sono soggetti ad un adeguato periodo di mantenimento (holding period) destinato ad allineare gli incentivi agli interessi della Società, dei fondi gestiti e degli investitori di tali fondi.

Per quanto riguarda la politica retributiva a favore dei **responsabili, e del personale di livello più elevato delle funzioni di controllo**, gli obiettivi a cui è legata la componente

variabile della remunerazione sono svincolati, compresi i Gates, da qualsiasi indicatore di performance economico finanziaria che potrebbe far insorgere un conflitto di interessi e comunque indipendenti dai risultati conseguiti negli ambiti aziendali soggetti alla loro attività di controllo interno. L'erogazione della componente variabile è soggetta a meccanismi di differimento. La remunerazione delle funzioni di controllo interno è direttamente controllata e verificata dal Consiglio di Amministrazione sentito il parere del Comitato per la Remunerazione.

Il resto del personale è percettore di forme di remunerazione variabile monetaria di breve termine erogata interamente in modalità up-front.

Il Personale della Società può partecipare, qualora ricompreso tra i beneficiari selettivamente identificati sulla base di criteri comuni definiti a livello di Gruppo GIH, al GIH *Long Term Incentive Plan*.

È prevista altresì l'applicazione di condizioni sospensive e di clausole di malus e clawback.

I **benefit** rappresentano una componente sostanziale del pacchetto retributivo come elemento integrativo al pagamento monetario. I benefit si differenziano, sia nel tipo sia nel valore complessivo, sulla base delle previsioni contenute negli accordi nazionali, aziendali e individuali previsti nei differenti territori e della categoria di destinatari.

Per quanto riguarda la politica retributiva a favore dei **componenti dell'organo di controllo**, la politica per tali soggetti prevede la corresponsione di un compenso annuo lordo fisso per tutta la durata del mandato e non sono previste componenti variabili della remunerazione.

Sezione VIII – Altri ricavi e oneri

La voce “Altri ricavi e oneri” presenta un saldo netto positivo pari a Euro 11,07 milioni.

Tabella 19: Altri ricavi e oneri al 31 dicembre 2024

	Importo
Interessi attivi su disponibilità liquide:	849.187
su c/c Euro	849.187
Altri ricavi:	10.360.404
Flussi IRS e Unwind su CAP	10.341.434
Sopravvenienze attive	18.962
Recuperi imposta di bollo	8
Altri oneri:	(143.487)
Rettifica Iva per prorata	(28.689)
Imposta di registro	(2.920)
Spese e commissioni banca	(936)
Sopravvenienze passive	(110.942)
Totale altri ricavi e oneri	11.066.104

Sezione IX – Imposte

Il Fondo non possiede i requisiti previsti dall'art.82, comma 18, d.l.n.112/2008 (c.d. fondi immobiliari "familiari") per l'applicazione dell'imposta patrimoniale dell'1% sul valore netto del fondo.

La tassazione avviene in capo ai partecipanti, al momento della percezione dei proventi, nella misura prevista dal decreto stesso.

4.4 Parte D – Altre informazioni

Come già anticipato nel paragrafo 1.3 L'andamento del Fondo al 31 dicembre 2024 - La gestione finanziaria, il Fondo ha posto in essere dei contratti di *Interest Rate Cap* a copertura del rischio di oscillazione del tasso d'interesse del finanziamento con diverse controparti di primario *standing*.

Il rapporto percentuale tra finanziamenti ricevuti e valore degli immobili a garanzia del finanziamento raggiunto dal Fondo nel corso del periodo, presenta un valore pari a 38,8% .

Il rapporto tra Immobili vincolati ed il totale attivo presenta invece un valore pari a 96% .

Il livello di leva finanziaria utilizzata dal fondo, secondo quanto previsto nell'art. 109 (3) del Regolamento delegato (UE) 231/13 è pari a 1,6 calcolata con il metodo degli impegni.

Si segnala che nel corso del periodo in esame non vi sono state modifiche del livello massimo di leva finanziaria utilizzabile dal fondo e che, nell'ambito degli accordi di leva finanziaria, il Fondo non ha garanzie a suo favore da cedere.

La SGR non percepisce per l'attività di gestione svolta dei proventi diversi dalle commissioni di gestione riconosciute dagli OICR gestiti.

Nel corso dell'esercizio di riferimento non sono stati stipulati contratti di finanziamento per effettuare rimborsi anticipati di quote del Fondo.

Nell'esercizio di riferimento della presente Relazione di Gestione non sono state effettuate operazioni di acquisto, in relazione ai disinvestimenti si rimanda a quanto riportato nel paragrafo "1.2 Dati descrittivi del Fondo – Gestione degli investimenti e disinvestimenti".

Si precisa che la SGR ha adottato, applica e mantiene una politica di gestione che definisce le procedure e le misure da adottare per i rapporti con gli esperti indipendenti.

La SGR, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 29 aprile 2015, ha deciso di attribuire la funzione di valutazione dei beni in cui investono i fondi, ai sensi degli articoli 67 e seguenti del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, alla Funzione di Risk Management e ha provveduto ad aggiornare le procedure operative specificando il ruolo delle funzioni nel processo di valutazione dei beni immobili.

Successivamente, ai sensi della normativa di attuazione della direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (di seguito «AIFMD») Generali Real Estate SGR (di seguito «SGR») ha attribuito la funzione di valutazione dei beni dei fondi gestiti dalla stessa alla funzione di Operations, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 15 dicembre 2023 e ha provveduto ad aggiornare le procedure operative specificando il ruolo delle funzioni nel processo di valutazione dei beni immobili. In particolare, una volta terminata la fase di richiesta/invio ed elaborazione dei dati nonché dei sopralluoghi, gli Esperti Indipendenti provvedono, entro le tempistiche concordate, a presentare alla funzione Fund Management e alla

business unit Valuation una bozza della Relazione di Stima. Il Fund Manager condivide la suddetta bozza con l'Asset Manager. Ciascuna struttura, per gli aspetti di propria competenza, provvede ad analizzare e verificare la bozza.

Il Fund Manager di riferimento comunica in seguito alla business unit Valuation l'esito dei controlli effettuati sui dati e cura l'archiviazione di tutta la documentazione inerente le analisi e verifiche effettuate.

La business unit Valuation analizza la bozza della Relazione di Stima degli Esperti Indipendenti e verifica criticamente:

La coerenza dei metodi di valutazione utilizzati con quanto previsto dalla normativa di riferimento e con i criteri adottati nella precedente valutazione (ove applicabile), ovvero la motivazione sottesa all'adozione di criteri di valutazione differenti;

La completezza e accuratezza della Relazione di Stima sotto il profilo contenutistico;

L'effettivo svolgimento dei sopralluoghi contrattualmente previsti e ogni altra attività di verifica effettuata;

La correttezza del procedimento logico-matematico svolto dagli Esperti Indipendenti;

La complessiva coerenza tra base dati, assunzioni, elaborazioni ed output valutativo;

La coerenza delle principali assunzioni a base della valutazione (ad esempio tasso di attualizzazione, tasso di capitalizzazione, ecc.) con la corrente situazione di mercato e con le caratteristiche specifiche degli immobili oggetto di valutazione;

La congruità dei rendimenti attesi rispetto ai dati di valutazioni precedenti e eventuali offerte vincolanti;

Le eventuali osservazioni e avvertenze che gli Esperti Indipendenti sottopongono alla SGR;

In assoluto, l'assenza di altri evidenti errori e/o inaccuranze.

Al fine di espletare le relative attività di controllo, la business unit Valuation considera e riceve dalla competenti strutture organizzative ogni documento utile alla valutazione degli immobili.

Il Responsabile della business unit Valuation controlla le analisi e le verifiche effettuate sulla bozza della Relazione di Stima degli Esperti Indipendenti e, in presenza di anomalie/ errori sui dati inviati dagli Esperti Indipendenti, laddove necessario, richiede agli esperti ed eventualmente anche all'Asset/ Fund Manager coinvolto, chiarimenti su quanto di competenza, affinché quest'ultimi procedano con i necessari approfondimenti / rettifiche da apportare. La documentazione inerente le analisi/ verifiche effettuate e gli eventuali chiarimenti / modifiche richiesti con i relativi esiti devono essere archiviate a cura del Responsabile della business unit Valuation.

La business unit Valuation predispone il Report di valutazione in merito alla valutazione degli asset immobiliari e sulla revisione critica dei valori prodotti dagli Esperti Indipendenti.

Completate le attività di verifica e condiviso il Report di valutazione con il Responsabile della funzione Risk Management & Valuation, in caso di dubbi / anomalie sui valori prodotti dagli Esperti Indipendenti, il Responsabile della business unit Valuation, informa il Fund Manager di riferimento del Fondo e, in caso di particolari criticità, il Responsabile della funzione Fund Management, al fine di risolvere le criticità emerse.

Il Responsabile della business unit Valuation, infine, previa condivisione con il relativo Responsabile di funzione, esprime una sintesi dell'esito della revisione critica della valutazione e indica il valore che ritiene congruo, che potrebbe discostarsi dal valore fornito dagli Esperti Indipendenti.

Con l'art. 8, comma 9, del c.d. Decreto Sviluppo (Decreto Legge 13 maggio 2011, n. 70, convertito dalla Legge 12 luglio 2011, n. 106) è stato modificato l'art. 32 del Decreto Legge 30 aprile 2010, n. 78 (a sua volta convertito dalla Legge 30 luglio 2010, n. 122), recante misure in materia di "Riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi".

Il Decreto Sviluppo ha confermato che il regime fiscale dei fondi previsto ai fini delle imposte dirette, dell'IVA e delle altre imposte indirette, trova applicazione anche nel caso in cui ci sia un solo partecipante, sempreché quest'ultimo rientri in una delle seguenti categorie di cc.dd. "investitori istituzionali": (a) Stato o ente pubblico; (b) organismi d'investimento collettivo del risparmio; (c) forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria; (d) imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche; (e) intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale; (f) soggetti e patrimoni indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in paesi o territori che consentano uno scambio d'informazioni finalizzato ad individuare i beneficiari effettivi del reddito o del risultato della gestione e sempreché 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 Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917; (g) enti privati residenti in Italia che perseguono esclusivamente le finalità indicate nell'art. 1, comma 1, lett. c-bis) del Decreto Legislativo 17 maggio 1999, n. 153 nonché società residenti in Italia che perseguono esclusivamente finalità mutualistiche; (h) veicoli costituiti in

forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50 per cento dai soggetti indicati nelle precedenti lettere.

Con riferimento al regime fiscale dei partecipanti, residenti in Italia, diversi da quelli rientranti nelle predette categorie “istituzionali”, il Decreto Sviluppo ha introdotto una nuova forma di tassazione per coloro che detengono quote di partecipazione al fondo per una percentuale del patrimonio superiore al 5% (per la determinazione della percentuale di partecipazione si tiene conto non solo delle partecipazioni dirette, ma anche di quelle indirette, detenute tramite società controllate, fiduciarie e per interposta persona). In tal caso, ferma restando l'applicazione del regime fiscale proprio del fondo, è previsto che i redditi conseguiti dal fondo medesimo, rilevati nei rendiconti di gestione redatti al termine di ciascun anno, siano imputati per trasparenza - ancorché non percepiti - ai predetti partecipanti, in proporzione alle rispettive quote di partecipazione. I redditi imputati per trasparenza concorrono alla formazione del reddito complessivo del partecipante.

Per i soggetti “non istituzionali” che possiedono quote di partecipazione ai fondi in misura non superiore al 5%, resta fermo il regime fiscale tipico dei partecipanti ai fondi immobiliari, ossia l'imputazione del reddito ai partecipanti secondo il criterio di cassa, con ritenuta alla fonte nella misura del 26%, applicata - in sede di distribuzione - a titolo d'imposta ovvero d'acconto, a seconda della natura del percettore.

In data 16 dicembre 2011 il Direttore dell'Agenzia delle Entrate ha emanato un Provvedimento avente ad oggetto le modalità di attuazione delle disposizioni contenute nei commi 3-bis, 4, 4-bis e 5 dell'art. 32 del D.L. 78/2010.

Tale Provvedimento ha, fra l'altro, previsto l'obbligo per la società di gestione del risparmio di comunicare, nella propria dichiarazione del sostituto di imposta, i dati relativi ai partecipanti, compresi quelli rientranti nelle categorie espressamente previste dal D.L. 78/2010 (cc.dd. “investitori istituzionali”), che alla data del 31 dicembre di ciascun periodo di imposta detengono una quota di partecipazione nei fondi immobiliari superiore al 5%. Nella medesima sede va, altresì, comunicato l'ammontare dei redditi imputati per trasparenza.

Alla data di riferimento della Relazione di Gestione, non sussistono partecipanti al Fondo cui si applica la sopra indicata forma di tassazione.

Per completezza, va evidenziato che - avuto riguardo agli investitori istituzionali e non istituzionali, non residenti, diversi da

quelli esenti *ex art. 7*, comma 3, del D.L. n. 351/2001 - trova applicazione la ritenuta a titolo d'imposta nella misura del 26% oppure, se residenti in Paesi con i quali è in vigore una Convenzione contro le doppie imposizioni, la minore aliquota convenzionale prevista dall'art. 11 delle convenzioni concluse dall'Italia che siano conformi al modello di Convenzione OCSE.

Le comunicazioni ai partecipanti relative al patrimonio gestito sono soggette ad imposta di bollo.

Per quanto riguarda gli eventi successivi al 31 dicembre 2024 si rimanda alla sezione 1.6 "Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2024" della Relazione degli Amministratori.

L'assemblea dei Partecipanti del Fondo Eracle, riunitasi in data 23 febbraio 2021, ha deliberato in ordine alla costituzione del Comitato Consultivo.

Il Comitato Consultivo è composto dai seguenti membri:

- Dott. Massimiliano Donati (Presidente);
- Dott. Giovanni Sordello,
- Dott. Salvatore Ciccarello;
- Dott. Simone Zanet;
- Dott. Carlo Maria Maggi;

I membri del Comitato Consultivo restano in carica per 3 anni e scadono alla data di approvazione della Relazione di Gestione del Fondo relativo all'ultimo esercizio della loro carica.

Di seguito si riporta il documento allegato alla Relazione di Gestione:

- determinazione del valore di mercato del Patrimonio immobiliare di Eracle – Fondo Immobili Strumentali al 31 dicembre 2024 redatta dall'Esperto Indipendente PRAXI S.p.A..