



## **OPPORTUNITA' ITALIA**

***FIA Immobiliare Italiano di Tipo Chiuso  
destinato alla clientela retail***



## **RELAZIONE SEMESTRALE DI GESTIONE**

**AL 30 GIUGNO 2016**

Redatta per l'ammissione alla quotazione del FIA

## Sommario

---

✓ **Relazione degli amministratori sull'andamento della gestione**

1. Il FIA in sintesi
2. Andamento del mercato immobiliare e dei FIA immobiliari
3. Modifiche normative e regolamentari riguardanti il settore del risparmio gestito e i FIA immobiliari
4. Illustrazione dell'attività di gestione del FIA, delle direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento e delle linee strategiche future
5. Eventi di particolare importanza per il FIA verificatisi nel semestre
6. Aggiornamento sul processo di quotazione del FIA
7. Andamento del NAV e del valore della quota
8. Rapporti intrattenuti nell'arco del semestre con altre società del gruppo di appartenenza della SGR
9. Operatività poste in essere su strumenti finanziari e derivati
10. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre
11. Distribuzione dei proventi e rimborso parziale pro-quota
12. Informativa

✓ **Schede degli immobili del FIA**

✓ **Situazione Patrimoniale**

✓ **Sezione Reddituale**

✓ **Nota Integrativa**

✓ **Estratto della Relazione di stima degli Esperti Indipendenti**

## Relazione degli amministratori sull'andamento della gestione

La Relazione semestrale di gestione al 30 giugno 2016 (la "**Relazione**") del FIA immobiliare di tipo chiuso "Opportunità Italia" ("**OPI**", il "**FIA**" o il "**Fondo**"), gestito da Torre SGR S.p.A. ("**Torre**" o la "**SGR**"), è stata predisposta ai sensi delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., Sezione IA.1.1 "Documentazioni da produrre a seguito della presentazione della domanda di ammissione alla quotazione", Tavola V ("azioni o quote di FIA"), punto 3.00, articolo 1.

Essa è redatta in osservanza di quanto disposto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 recante il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio".

Essa si compone di una Situazione Patrimoniale, della Sezione Reddituale, dalla Nota Integrativa ed è accompagnata dalla presente Relazione degli amministratori.

In allegato è presente l'estratto della relazione di stima degli Esperti Indipendenti del patrimonio del FIA.

### 1) Il FIA in sintesi

Il Consiglio di Amministrazione di Torre ha istituito il FIA ed approvato il Regolamento di gestione in data 30 luglio 2013. A seguito di alcune richieste di chiarimenti da parte della Banca d'Italia nel corso dell'iter istruttorio di approvazione, sono state apportate in data 25 settembre 2013 alcune modifiche al Regolamento medesimo che è stato infine approvato dall'Autorità di Vigilanza con delibera n. 498/2013.

OPI ha avviato la propria operatività in data 27 gennaio 2014 a seguito della sottoscrizione di n. 57.746 quote del valore nominale di Euro 2.500 cadauna, pari complessivamente ad Euro 144.365.000. Di queste, la SGR ha sottoscritto n. 1.133 quote per un investimento complessivo di Euro 2.832.500 ai sensi del Provvedimento Titolo II, capitolo V sezione IV paragrafo 1.

Si riportano di seguito i dati essenziali del FIA.

<b>Data di istituzione</b>	30 luglio 2013
<b>Data di inizio operatività</b>	27 gennaio 2014
<b>Durata del FIA</b>	otto anni a decorrere dalla data di avvio dell'operatività del FIA, con scadenza al 31 dicembre successivo al decorso dell'ottavo anno
<b>Banca depositaria</b>	SGSS S.p.A.
<b>Esperto indipendente</b>	Scenari Immobiliari
<b>Società di revisione</b>	PricewaterhouseCoopers S.p.A.
<b>Fiscalità dei partecipanti</b>	In funzione del periodo di maturazione dei Proventi distribuiti dal FIA e della natura del soggetto percettore
<b>Numero delle quote emesse</b>	57.746
<b>Valore nominale delle quote</b>	€ 2.500,00

<b>Valore iniziale del FIA</b>	€ 144.365.000
<b>Valore unitario delle quote*</b>	€ 2.474,239
<b>Valore complessivo netto del FIA*</b>	€ 142.877.393
<b>Valore di mercato dei beni immobili*</b>	€ 114.600.000
<b>Valore delle partecipazioni*</b>	€ 2.082.758
<b>Valore di mercato degli strumenti finanziari*</b>	€ 12.304.688
<b>Liquidità disponibile*</b>	€ 7.570.923

\*valori riferiti al 30 giugno 2016

## 2) *Andamento del mercato immobiliare e dei FIA immobiliari<sup>1</sup>*

### Lo scenario internazionale

Lo scenario globale è stato scosso dal voto inglese di fine giugno con cui il Regno Unito ha avviato l'uscita dall'Unione Europea. Sull'impatto della "Brexit" si fanno oggi molte stime, ma è ancora troppo presto per avere certezze in merito all'andamento dei mercati internazionali. Al momento si presume che il Pil italiano, così come quello degli altri paesi europei, ne risentirà, con un impatto immediato negativo seppur lieve. Inoltre si stima che i capitali diretti in Gran Bretagna diminuiranno, così come la capacità di Londra di investire all'estero potrebbe essere ridotta, anche per questioni di carattere burocratico e legale.

La situazione prima del voto nel Regno Unito vedeva un'economia globale in crescita, seppure con recenti turbolenze finanziarie che avevano indebolito la ripresa. Per l'eurozona le stime indicavano una crescita del Pil intorno all'1,8% nel 2016, rispetto all'1,5% del 2015. I principali rischi al ribasso sono rappresentati dall'evoluzione dello scenario economico e geopolitico internazionale, oltre che appunto dagli effetti della Brexit.

In Italia l'economia è in crescita, ma il ritmo resta inferiore rispetto alle nazioni concorrenti. Dopo una chiusura del 2015 inferiore all'1%, si prevede un aumento del Pil intorno all'0,8-0,9% annuo nel prossimo biennio. Le proiezioni al 2020 indicano un notevole incremento del volume d'affari nei Paesi più importanti nel prossimo triennio, mentre un ridimensionamento è atteso negli anni successivi, anche perché saranno necessari importanti investimenti per la riqualificazione degli stock.

Il settore residenziale è in crescita nella maggior parte dei Paesi, con prospettive di consolidamento nel 2016. L'attrattiva del residenziale è in aumento anche tra gli investitori istituzionali, per il calo del differenziale di rendimento rispetto ad altri settori e l'impatto della crescita demografica. La domanda è però selettiva e si amplia il divario tra prodotti moderni, ben posizionati, e immobili obsoleti, che vedono crollare domanda e prezzi. In ripresa l'attività edilizia, guidata dalle ristrutturazioni. Il comparto degli uffici mostra un trend ascendente, per il miglioramento dello scenario economico, l'espansione del settore dei servizi e l'aumento della domanda delle società tecnologiche.

È forte la carenza di offerta di spazi di alto livello nelle zone centrali, per l'effetto combinato della polarizzazione della domanda nei Central Business District delle principali città e della scarsa attività edilizia speculativa. Questo comporta da un lato l'aumento dei canoni degli spazi di classe A, e dall'altro lo spostamento di una parte della domanda verso le zone e città di seconda fascia. La fiducia dei consumatori è in aumento ma, nonostante il progresso del volume d'affari, le società commerciali hanno margini operativi

<sup>1</sup> Fonte: Scenari Immobiliari – Sintesi sull'andamento del mercato immobiliare – giugno 2016

sensibilmente inferiori rispetto al passato e, quindi, portano avanti strategie prudenti. Il settore è in fase di trasformazione strutturale, come conseguenza di una serie di fenomeni, tra cui la diffusione dell'e-commerce e la crescita della domanda di spazi innovativi. Le quotazioni sono in aumento nelle zone di lusso, stabili in quelle di medio livello. La crescita più vistosa nel 2016 è attesa nei principali mercati dell'Europa del sud.

Il clima di maggiore fiducia tra le imprese e l'attrattività della logistica come asset class per gli investitori istituzionali guidano la performance del settore, che si sta trasformando per i cambiamenti della catena produttiva e l'ingresso sul mercato di nuovi operatori e capitali. La crescita del settore è frenata dalla forte carenza di offerta, mentre l'attività edilizia speculativa è ancora scarsa, ad esclusione del Regno Unito. L'aumento delle quotazioni nel prossimo biennio dovrebbe essere superiore agli altri comparti. Gli investimenti immobiliari nei settori diversi dal residenziale hanno segnato un forte aumento, grazie alla presenza di una diffusa liquidità e alla scarsa competitività delle altre forme di investimento. Nel 2015 a livello globale si calcola un volume di 750 miliardi di euro, in crescita del 7% rispetto all'anno precedente. Più evidente il progresso dell'Europa che, concentrando quasi il 40% dell'attività globale, ha superato le punte del 2007.

### **Lo scenario italiano**

Nel corso del 2015 il mercato immobiliare italiano ha invertito il ciclo negativo degli ultimi anni e chiude con una crescita complessiva del volume d'affari del 2,7%, grazie al miglioramento del clima economico e a una leggera riduzione della disoccupazione.

Tuttavia, la crescita del mercato italiano continua a essere inferiore rispetto alla media delle nazioni concorrenti, a causa dell'effetto solo parziale delle riforme strutturali e alla scarsa vivacità degli investitori, sia che si tratti di famiglie che di operatori professionali. Le prospettive sono di un incremento intorno al 3,6%, nel 2016. Il peso fiscale rimane alto, anche se la cancellazione a fine anno, dell'Imu e della Tasi sulla prima casa, hanno migliorato le aspettative delle famiglie. Le banche hanno ripreso a erogare mutui, creando le premesse per un potenziamento dei mercati nel 2016. In miglioramento i bilanci delle imprese che, grazie anche al Jobs Act, hanno ripreso ad assumere, con effetti positivi sul mercato sia residenziale che terziario/uffici.

L'Italia attira l'interesse degli investitori immobiliari mondiali e il volume di acquisti, sia diretti che attraverso fondi, è ritornato ai livelli pre-crisi. L'interesse è polarizzato sugli immobili di qualità elevata e sui trophy asset, con forte concentrazione a Milano e Roma, con conseguente riduzione dell'offerta disponibile. La scarsa offerta e la compressione dei rendimenti comportano una crescita dell'attenzione verso le zone di secondo livello, in linea con quanto avviene nel resto dell'Europa. Nelle posizioni secondarie è carente l'offerta di immobili trofeo, mentre predominano asset da valorizzare. La ripresa sta premiando l'innovazione del prodotto e del servizio, con una sempre maggiore concentrazione della domanda sul nuovo. L'evoluzione del mercato italiano non riguarda solo la crescita dei volumi e dei valori, ma si sta affermando un nuovo paradigma, incentrato sulla capacità dell'offerta di rispondere, in termini di qualità e fruibilità degli immobili, alle esigenze della domanda, che si esprimono in seguito alla rapida evoluzione dei modi di abitare, lavorare e produrre. La maggiore sfida dei prossimi anni è la capacità del mercato di rispondere alle nuove richieste nei comparti a maggiore potenziale di sviluppo, quali co-working, housing sociale, residenze universitarie e Rsa. Risulta dunque indispensabile il rinnovamento di un mercato che, rispetto ai Paesi europei più evoluti, ha dimensioni modeste ed è costituito da una percentuale elevata di immobili obsoleti. I driver fondamentali dei prossimi anni saranno i processi di riqualificazione urbana e sostituzione edilizia.

L'evoluzione del mercato comporta anche la crescita e il riposizionamento delle principali società operative nel real estate che nel 2015 si sono orientate verso la Borsa (con le Siiq) o hanno portato avanti cambiamenti organizzativi e societari, con l'obiettivo di un rafforzamento in vista delle sfide dei prossimi anni. Rispetto agli altri Paesi, tuttavia, le società italiane hanno dimensioni ancora ridotte e una limitata presenza sui mercati internazionali.

## IL FATTURATO DEL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO (Mln EURO)

SETTORE	2014	2015	2016*	Var. %	Var. %
				2015/2014	2016/2015
Residenziale	81.000	83.000	86.000	2,5	3,6
Alberghiero	1.900	2.100	2.400	10,5	14,3
Terziario/Uffici	6.000	6.300	6.600	5,0	4,8
Industriale	4.050	4.200	4.150	3,7	-1,2
<i>di cui produttivo/artigianale</i>	<i>100</i>	<i>150</i>	<i>150</i>	<i>50,0</i>	<i>0</i>
<i>di cui logistica</i>	<i>3.950</i>	<i>4.050</i>	<i>4.000</i>	<i>2,5</i>	<i>-1,2</i>
Commerciale	7.950	8.050	8.300	1,3	3,1
<i>di cui Gdo</i>	<i>5.700</i>	<i>5.750</i>	<i>5.900</i>	<i>0,9</i>	<i>2,6</i>
<i>di cui retail</i>	<i>2.250</i>	<i>2.300</i>	<i>2.400</i>	<i>2,2</i>	<i>4,3</i>
<b>Totale fatturato</b>	<b>100.900</b>	<b>103.650</b>	<b>107.450</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>
Seconde case turistiche	3.100	3.200	3.300	3,2	3,1
Box/posti auto	4.100	4.200	4.250	2,4	1,2
<b>Fatturato lordo</b>	<b>108.100</b>	<b>111.050</b>	<b>115.000</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>

\* Stima a fine anno

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

## Il mercato residenziale

Il 2015 ha confermato le aspettative di ripresa delle compravendite, attestandosi su 445 mila unità, con un incremento del 7,2% rispetto all'anno precedente. È un indicatore di ritrovata fiducia verso il mercato residenziale attribuibile al miglioramento dello scenario economico, ma, soprattutto, all'effetto combinato del processo di defiscalizzazione, seppure ancora in fase iniziale, e dell'incremento dei mutui erogati, quasi raddoppiati negli ultimi dodici mesi.

La progressiva normalizzazione dei rapporti tra sistema bancario e mercato immobiliare residenziale è confermata dall'aumento di abitazioni acquistate con l'ausilio del mutuo, salita nell'ultimo anno dal 45 al 55%, nonostante l'alta percentuale di surroghe.

L'accesso al mutuo è una delle condizioni necessarie per stimolare la domanda potenziale, stimata intorno a un milione di famiglie. La leggera ripresa dell'occupazione, soprattutto giovanile, contribuisce a rilanciare il mercato della casa anche in questa fascia di età, che negli ultimi anni si era orientata verso la locazione. Il crollo dei prezzi reali delle abitazioni nella fase recessiva, quantificabile in una media del 20% con punte del 25% (escluse le *top location*), ha reso il mercato accessibile a settori sempre più ampi di popolazione, perché i redditi sono rimasti stabili.

La ripresa del 2015 si è concentrata soprattutto nelle grandi città, anche al Sud, dove è più forte la pressione abitativa. Milano anticipa le dinamiche del mercato immobiliare, con uno sviluppo particolarmente accentuato nel comparto residenziale. Il numero di transazioni è cresciuto di circa il 12% e la domanda è in costante aumento, a fronte di una progressiva erosione dell'offerta disponibile. I tempi medi di vendita si sono ridotti di quasi il 40% negli ultimi dodici mesi. Nel 2016 si attende un ampliamento della ripresa al resto del Paese.

A fronte di un aumento della domanda e delle compravendite, le quotazioni medie nazionali hanno mostrato ancora una lieve flessione, intorno allo 0,6%, nel corso dell'anno. Tuttavia, nelle zone più richieste, come i centri storici o le aree residenziali di pregio, ci sono stati incrementi lievi rispetto all'anno precedente.

Il 2016 dovrebbe rappresentare una fase di stabilizzazione delle quotazioni medie, con tendenza alla riduzione degli sconti in sede di trattativa. Tra le grandi città, l'aumento più consistente è atteso a Verona, seguita da Milano, Roma e Venezia. Il mercato sarà sempre più "qualitativo", con accentuazione del divario tra nuovo e usato e tra i diversi segmenti. I prodotti di classe energetica elevata in localizzazioni centrali manterranno il proprio prezzo o vedranno un lieve rialzo, a seconda delle zone, mentre l'usato registrerà ulteriori contrazioni dei valori. Anche nel mercato locativo la domanda è in aumento, soprattutto di alloggi di piccole dimensioni nelle grandi città, mentre i canoni sono in lieve calo. La tendenza dovrebbe proseguire nel 2016. A Milano il settore della locazione è stato oggetto di importanti novità in quanto, in occasione di Expo, è stata attivata la formula degli affitti brevi e sono state riviste le tariffe dei "canoni concordati", con l'obiettivo di rispondere a una domanda sempre più segmentata e diversificata. Sebbene i bassi tassi di interesse, accompagnati dal ridimensionamento dei prezzi e dalla maggiore disponibilità delle banche, abbiano comportato un ritorno all'acquisto residenziale, il mercato locativo è destinato a registrare un forte sviluppo a medio termine in tutta Italia. Un ostacolo è rappresentato dalla carenza di servizi professionali da parte delle *property companies*, che in altri Paesi europei svolgono un ruolo di primo piano nell'ambito del mercato locativo.

Il settore delle costruzioni residenziali continua a essere fortemente penalizzato e un possibile aumento dell'Iva, con la legge di Stabilità, potrebbe avere un impatto estremamente pesante su volumi già modesti. Nel 2015 si calcolano investimenti in costruzioni per un valore inferiore a 130 miliardi di euro, il 30% in meno rispetto a dieci anni fa. Inoltre, le 54 mila licenze edilizie residenziali rilasciate l'anno scorso rappresentano meno di un sesto rispetto ai livelli del 2007 e riportano il Paese ai volumi degli anni trenta.

Il volume di attività dovrebbe crescere di circa il 10% nel prossimo triennio, grazie anche alle novità contenute nella legge di Stabilità e alla proroga delle agevolazioni fiscali per la ristrutturazione edilizia e l'efficientamento energetico, che dovrebbero dare impulso al settore delle ristrutturazioni, in linea con quanto avviene negli altri Paesi europei.

### Variazione % dei prezzi medi nominali del settore residenziale (zone centrali, escluse top location)

Città	Var% 2015/2010	Var% 2015/2014	Var% 2016*/2015	Var% 2017*/2016
Bari	-6,9	-1,5	0,5	1,2
Bologna	-3,7	-0,9	-0,4	1,3
Catania	-8,9	-3,8	-1,0	0,8
Firenze	-0,3	-1,7	0,3	1,5
Genova	-4,0	-0,9	-0,5	0,6
Milano	-1,4	0,4	1,8	2,4
Napoli	-7,1	-1,9	-1,0	-0,3
Roma	0,3	0,6	1,2	2,3
Torino	-5,7	-1,2	-0,8	0,2
Trieste	-5,4	-1,9	-1,4	0,4
Venezia	-2,0	-0,7	1,5	2,2
Verona	-3,8	-2,6	0,5	1,3
<b>Media Italia</b>	<b>-8,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>

\* Stima ° Previsione

### Il social housing<sup>2</sup>

Gli anni recenti, specialmente a seguito dell'introduzione dell'articolo 11 del D. L. 25 giugno 2008, n. 112 (c.d. "Piano Casa"), hanno visto il fiorire di una copiosa letteratura sul social housing (o Edilizia Privata Sociale – EPS) e sull'opportunità di un'estesa implementazione di un modello parallelo rispetto all'attuale ERP nel nostro Paese.

Il Piano nazionale di edilizia abitativa prevede il coinvolgimento di capitali pubblici e privati per la realizzazione, con una particolare attenzione all'efficienza energetica e alla compatibilità ambientale, di abitazioni residenziali, principalmente rivolte a nuclei familiari in posizione di fragilità economico-sociale, attraverso la costruzione di nuove abitazioni e/o la valorizzazione dell'esistente.

#### La domanda sociale dell'abitare

Le tendenze in atto nell'attuale congiuntura segnalano una crescente difficoltà delle famiglie italiane rispetto alla sostenibilità delle spese per l'abitazione, sia con riferimento ai canoni d'affitto, sia in relazione alle rate di mutuo. Nel 2012, circa il 10% delle famiglie evidenzia un'incidenza di tali voci superiore al 30% del reddito disponibile, soglia che in letteratura viene convenzionalmente considerata il discrimine per il disagio economico. Rispetto al 2010, si registra un incremento di 2 p.p. nella quota di famiglie interessate dal fenomeno. Anche in questo caso, la situazione risulta più grave nel caso degli affitti, con un'incidenza delle condizioni di disagio del 37%, in crescita di 6 p.p. rispetto al 2010 e di 15 p.p. rispetto al 2002. Più contenuto, seppur in crescita, l'impatto sulle famiglie proprietarie passate dall'1,2% nel 2002 al 2,4% nel 2012. Con riferimento a quest'ultimo dato, tuttavia, è necessario sottolineare come la percentuale sia calcolata rispetto a tutte le famiglie, indipendentemente dalla presenza di un mutuo ipotecario, includendo nel reddito disponibile l'affitto imputato, senza tale voce la percentuale salirebbe, nel 2012, al 5%.

Nel corso degli ultimi anni quello dell'accesso alla casa è un problema che ha riguardato un crescente numero di persone.

<sup>2</sup> Fonte: Torre SGR – dati del FIA fonte CDPI SGR

Dall'analisi condotta con riferimento alla condizione abitativa e alle domande sociali dell'abitare emerge un quadro estremamente articolato e frammentario. Se l'Italia, infatti, conferma anche in tempo di crisi una netta predisposizione per la proprietà degli immobili, il protrarsi della fase negativa del ciclo economico determina una significativa tensione nel mercato residenziale.

Il mercato immobiliare italiano, di converso, si caratterizza per un elevato grado di rigidità. La scarsa liquidità del segmento degli affitti, ma anche la perduta capacità dei prezzi di rappresentare il punto di incontro tra dinamiche di domanda e offerta (a questo proposito si consideri come nel ciclo immobiliare attualmente in corso a fronte di una riduzione nel numero di compravendite del 34% nel periodo 2010-2013 sia corrisposta una contrazione delle quotazioni del 10,5%), rischiano di aprire una frattura profonda tra i fabbisogni espressi dalla società e la reale possibilità di trovare una risposta adeguata.

Se le grandi aree metropolitane del Centro Nord sono più colpite dall'emergenza casa, la situazione di tensione abitativa è vissuta, in modo diffuso, anche nei Comuni di dimensioni medie. Per le aree metropolitane, il tema dell'emergenza abitativa si coniuga con la questione della qualità dell'abitare, intesa come qualità della produzione edilizia e come integrazione tra politiche abitative e governo degli spazi urbani in termini di servizi, mobilità, equilibrio ambientale ed energetico. Risulta evidente come la possibilità di accedere o meno ad affitti a costi accessibili rappresenti, per una città, un fattore dirimente in termini di dinamismo e competitività. Da questo quadro emerge, di fatto, la profonda necessità di ripensare il mercato residenziale nel suo complesso, innestando un autentico mutamento di paradigma all'interno del quale il bene casa recuperi un ruolo funzionale di sviluppo della società.

#### *L'identificazione dell'offerta sociale dell'abitare*

Come detto in precedenza, pur potendo cogliersi spunti in programmi nazionali varati negli anni compresi tra il 2001 e il 2008 è con il "Piano Nazionale di Edilizia Abitativa" del 2009 che ha iniziato a configurarsi un approccio innovativo alle politiche abitative, con il quale viene attribuita la responsabilità alle Amministrazioni Locali di "dosare", all'interno del bando di gara, le opzioni di intervento ammesse dalla legislazione statale e regionale per riuscire a conseguire il miglior risultato attraverso la selezione delle migliori offerte tra quelle presentate all'interno della procedura competitiva. Operativamente, all'interno del "Piano Nazionale di Edilizia Abitativa" sono state individuate due declinazioni per un nuovo paradigma attraverso il quale alimentare l'offerta di social housing:

- a) gli accordi di programma;
- b) il sistema integrato di fondi immobiliari.

Gli accordi di programma prevedono un intervento amministrativo di tutti i livelli di governo, per la determinazione delle azioni e un significativo coinvolgimento del settore privato nella loro predisposizione. Agli accordi di programma sono stati destinati, attraverso il D.P.C.M. n. 191 del 16 luglio 2009, circa 378 milioni di euro di provenienza statale, con la previsione di un effetto moltiplicativo indotto per contributi da parte di altri Enti pubblici e, soprattutto, del settore privato. Al 2013, a seguito della ripartizione dei fondi statali e delle procedure di selezione degli interventi effettuati da Regioni e Province Autonome, è stata completata la sottoscrizione degli accordi tra Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti e Enti territoriali. Nel complesso, è stata prevista la realizzazione di circa 17 mila alloggi, privilegiando la nuova costruzione (80,3%) rispetto al recupero (18,5%) e all'acquisto sul mercato (1,1%).

Nonostante la significativa eterogeneità, riscontrabile a livello regionale sulle prospettive di intervento, sono individuabili alcune evidenze nazionali:

- ✓ una predilezione per la nuova costruzione, con la conseguente necessità di intervento, da parte dei Comuni, sugli strumenti urbanistici e sull'avvio di una sistematica ripianificazione del territorio (processo che, generalmente, non garantisce una rapida cantierabilità dei progetti);

- ✓ una tendenza alla destinazione in proprietà degli alloggi, resa evidente dalla significativa quota di alloggi in locazione a tempo determinato con la previsione di riscatto;
- ✓ una predominanza di fondi privati e, tra i fondi pubblici, la prevalenza delle risorse statali rispetto alle altre.

#### *Il Fondo Investimenti per l’Abitare*

Una soluzione al disagio abitativo, nata nel 2008 su iniziativa del MIT in ambito PNEA (Piano Nazionale Edilizia Abitativa), è rappresentata dal Fondo Investimenti per l’Abitare, il cosiddetto “FIA”, il fondo nazionale del SIF (Sistema Integrato di Fondi), gestito da CDPI SGR.

Esso opera su tutto il territorio nazionale, ha un capitale per investimenti di oltre 2 miliardi di euro, di cui 1 miliardo sottoscritto da Cassa depositi e prestiti, 140 milioni dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti e 888 milioni da parte di gruppi bancari e assicurativi e di casse di previdenza privata, e una durata di 35 anni; investe esclusivamente in beni di natura immobiliare attraverso l’investimento tipico prevalente (partecipazioni fino al 80%) e l’investimento tipico diretto (in deroga al limite del 80%, entro il 10% dell’ammontare sottoscritto); si integra con il governo del territorio e con le politiche della casa locali.

Il FIA opera nel settore dell’Edilizia Privata Sociale (EPS) intesa come attività di sviluppo e gestione immobiliare di alloggi e servizi rivolti a coloro che non riescono a soddisfare sul mercato le proprie esigenze abitative primarie.

Rispetto all’ERP, realizzato necessariamente con il concorso di risorse pubbliche, l’EPS si caratterizza per il ricorso a capitale privato, in partenariato con il capitale pubblico, per la destinazione a una categoria di utenti non coperta dall’ERP e per la possibilità di differenti mix di destinazioni d’uso.

Lo scopo del FIA è di contribuire a incrementare l’offerta di alloggi sociali sul territorio nazionale per quei soggetti che non riescono a soddisfare il proprio bisogno abitativo sul mercato per ragioni economiche, o anche per assenza di offerta adeguata, con l’obiettivo di creare un’offerta abitativa sostenibile, assegnando un titolo di preferenza alla locazione a medio-lungo termine.

Più in generale, l’obiettivo degli interventi oggetto d’investimento del FIA è la creazione di un contesto abitativo e sociale dignitoso all’interno del quale sia possibile non solo accedere ad un alloggio ed a servizi adeguati, ma anche a relazioni umane ricche e significative (principio della cooperazione). In tale contesto, il tema del fabbisogno abitativo presuppone un approccio integrato che consideri gli aspetti immobiliari del bene “casa” e gli aspetti sociali dei “servizi” legati all’abitare. Tale approccio prevede la realizzazione di progetti immobiliari affiancati da programmi di accompagnamento e di facilitazione alla convivenza, al fine di raggiungere due obiettivi strettamente legati: rispondere al bisogno abitativo e rafforzare le comunità locali.

Il FIA ha chiuso la propria fase di sottoscrizione al 31 dicembre 2015. Sono 32 i fondi/comparti di fondi specializzati nel social housing avviati a seguito dell’intervento del FIA.

#### **Il mercato terziario – uffici**

Il mercato degli uffici ha chiuso il 2015 con un aumento del fatturato del 5%, dopo un lungo periodo di contrazione. Il 2016 dovrebbe consolidare i segnali di crescita e terminare con un incremento quasi analogo. Lo sviluppo è attribuibile soprattutto alla crescente attività da parte degli investitori internazionali, attirati dai rendimenti superiori rispetto alla maggior parte delle altre principali piazze europee, nonostante la recente compressione. Spesso il ritorno dell’investimento è visto in un’ottica di riqualificazione e riposizionamento degli asset.

In aumento anche il dinamismo degli operatori domestici, soprattutto di fondi immobiliari e di privati, che spostano sull'immobiliare una parte dei capitali investiti nei prodotti finanziari a basso rischio, i quali non sono più in grado di offrire rendimenti competitivi. Permane una forte disomogeneità tra le diverse aree geografiche. La crescita del mercato riguarda quasi esclusivamente alcune città: innanzitutto Milano, che concentra la quasi totalità della domanda estera, seguita da Roma, Torino e Bologna. Il miglioramento ha riguardato in modo marginale i capoluoghi intermedi, mentre sono esclusi i piccoli centri. L'assorbimento, in lieve calo rispetto all'anno scorso, è guidato dalla domanda di spostamento dagli immobili di classe B a quelli di classe A, in un'ottica di ottimizzazione degli spazi e di risparmio gestionale, che spesso implica un processo di efficientamento e, in alcuni casi, la creazione di spazi di co-working. È apprezzato soprattutto il prodotto nuovo, anche perché spesso è realizzato sulla base delle specifiche richieste della domanda. Venezia guida la classifica delle grandi città per tasso di assorbimento, quasi doppio rispetto alla media nazionale, seguita da Genova e da alcune metropoli del Sud. Per il 2016 si prevede un aumento degli scambi intorno al 3%. La concentrazione della domanda sugli spazi moderni comporta il diffuso calo delle *vacancy rate* degli uffici di classe A, mentre la disponibilità degli immobili meno idonei (di classe B o C) è in aumento, causando un tasso di *vacancy* nazionale elevato, intorno al 27%. Le esigenze di adeguamento dello stock comportano interessanti opportunità di recupero e cambio di destinazione d'uso, ponendo, però, il problema dell'equilibrio funzionale urbano e sociale. Per la prima volta dopo diversi anni è in crescita l'attività degli sviluppatori, con una componente importante del settore pubblico. Tuttavia, nonostante la crescente carenza di offerta in alcune zone, i progetti speculativi restano scarsi.

Le quotazioni sono ancora in calo a livello nazionale, ma stabili nelle top location e in rialzo nei business district. Le prospettive per il 2016 sono di un lieve ritocco verso l'alto dei canoni di locazione e di aumento più consistente dei prezzi per la classe A.

### I principali indicatori del mercato terziario/uffici in Italia

Città	Assorbimento (%)			Vacancy rate (%)			Canoni primari (euro/mq/anno)		
	2014	2015	2016*	2014	2015	2016*	2014	2015	2016*
Bari	50,4	55,8	61,9	15,1	16,2	14,0	155	150	155
Bologna	54,3	47,4	49,5	12,5	12,0	11,8	215	215	215
Catania	51,6	55,6	60,0	17,0	16,5	16,0	115	115	120
Firenze	51,9	54,7	55,6	14,0	13,5	13,1	220	215	225
Genova	54,9	60,2	64,2	19,5	18,7	18,0	160	165	170
Milano	47,2	48,3	51,6	9,5	9,3	9,0	380	385	395
Napoli	50,0	51,6	52,3	22,0	21,5	19,8	200	195	190
Roma	54,3	47,4	49,5	11,5	11,3	11,0	345	340	345
Torino	49,4	48,3	48,9	16,2	15,8	15,0	165	160	155
Trieste	46,7	55,4	51,0	23,0	21,0	20,8	125	120	125
Venezia	66,7	66,1	70,8	14,5	14,0	13,7	310	310	315
Verona	41,2	42,1	43,5	17,0	16,0	16,5	220	215	220
<b>Totale Italia</b>	<b>34,8</b>	<b>36,0</b>	<b>37,0</b>	<b>27,5</b>	<b>27,0</b>	<b>26,5</b>	<b>130</b>	<b>128</b>	<b>133</b>

\* Stima

## Il mercato degli immobili commerciali

Si mantiene moderatamente positiva la dinamica dei consumi in Italia, con un aumento intorno all'1% rispetto all'anno precedente, grazie a uno scenario di bassa inflazione, a una ripresa del mercato del lavoro, agli incentivi fiscali e all'effetto Expo. Le previsioni sono di un progressivo consolidamento della ripresa nei prossimi anni, anche se in termini reali sarà possibile ritornare ai livelli del 2007 solo alla fine del decennio.

L'aumento, seppure modesto, delle vendite al dettaglio, dopo un lungo periodo di contrazione, ha dato ossigeno al mercato e incoraggiato le aziende a portare avanti un processo di riorganizzazione. Si assiste all'ottimizzazione dei punti vendita, con un'attenzione crescente per il commercio urbano, che offre le maggiori opportunità di sviluppo a breve termine.

La realizzazione di centri commerciali comporta, invece, tempi lunghi rispetto agli obiettivi immediati di riposizionamento; infatti molti progetti sono ancora fermi. La tendenza è verso la rigenerazione dei centri esistenti, con attenzione verso gli aspetti legati alla sostenibilità sia energetica che dei materiali e alla distribuzione e fruibilità degli spazi.

Il mercato immobiliare commerciale nel 2015 ha proseguito il trend di crescita dell'anno precedente, sebbene a ritmi più lenti e con specificità diverse, a causa del calo delle transazioni di portafogli di dimensioni rilevanti. Nel 2015 sono stati scambiati diciotto portafogli, di cui solo nove riguardano centri commerciali. L'interesse nel comparto, tuttavia, resta elevato, come dimostrano tre acquisizioni effettuate su progetti di sviluppo di centri commerciali ancora da realizzare per circa 77mila mq di Gla. Il fatturato ha registrato un incremento debole, intorno all'1,3%. La grande distribuzione, molto attiva negli anni precedenti, ha visto una crescita inferiore all'1%, mentre è stata pari al 2,2% la variazione per le piccole superfici, grazie sia al rinnovo dei contratti che a un elevato turnover di insegne. Le prospettive per il 2016 sono di una ripresa più robusta in entrambi i segmenti. Un contributo importante proviene dal processo di espansione e acquisizione di altre società, portato avanti soprattutto dai gruppi della grande distribuzione, che generano scambi di superficie tramite nuovi contratti o rinnovo di quelli esistenti.

Come nel resto dell'Europa, la domanda è disomogenea, polarizzata su Milano, Roma e sulle città che attirano i maggiori afflussi turistici, ed è guidata dal processo di espansione dei grandi brand. La strategia delle altre società è ancora legata al contenimento dei costi. Gli investitori esteri dominano il mercato anche nel comparto retail, ma sono frenati dalla carenza di prodotto idoneo. La flessione dei rendimenti e il livello elevato dei prezzi nelle città primarie spinge una parte della domanda verso posizioni secondarie, dove sono guardate con interesse anche le filiali dismesse delle banche. In generale, gli investitori internazionali cercano centri di grandi dimensioni, nuovi o ammodernati sia dal punto di vista degli spazi che dell'organizzazione del mix merceologico, con un ampio numero di aree ristorative, ricreative e di servizi ai cittadini.

Nel nostro Paese questo tipo di offerta risulta molto carente, con il conseguente aumento dell'interesse per centri di minori dimensioni, purché collocati in posizioni strategiche e altamente performanti. In rapida crescita la domanda di spazi innovativi, dai centri ad elevata specializzazione, a spazi monomarca sempre più tecnologici e ai negozi temporanei e pop-up, che hanno visto una notevole riduzione dei costi rispetto al passato. In questo comparto sono attive soprattutto le società di moda e design, ma è in crescita il settore food. Si conferma l'interesse degli investitori internazionali core per gli spazi di lusso nelle principali città italiane, dove però l'offerta è limitata e la concorrenza sempre più elevata tra investitori e affittuari.

Nel 2015 le quotazioni medie nella grande distribuzione hanno segnato un rallentamento della discesa, pur restando in campo negativo, mentre per l'anno in corso si prevede un lieve recupero. Prezzi e canoni in crescita, invece, nelle high street.

### I principali indicatori del mercato commerciale in Italia (piccola distribuzione)

Città	Assorbimento (%)			Vacancy rate (%)			Canoni primari (euro/mq/anno)		
	2014	2015	2016*	2014	2015	2016*	2014	2015	2016*
Bari	23,4	24,5	25,7	18,5	18,1	17,6	355	355	360
Bologna	28,6	25,7	26,4	17,9	18,2	18,9	365	365	370
Catania	20,0	21,1	21,9	12,1	13,0	13,4	175	175	170
Genova	20,1	20,7	20,4	22,4	23,1	23,5	315	310	310
Firenze	30,3	33,5	34,1	27,2	26,6	25,9	515	515	525
Milano	38,6	41,3	41,9	20,3	21,7	21,4	950	1000	1050
Napoli	23,5	25,0	25,4	13,8	13,5	13,3	480	475	480
Roma	42,2	43,1	43,9	10,6	11,0	10,8	740	760	790
Torino	26,8	24,0	24,9	19,2	20,5	20,0	295	290	295
Trieste	36,4	37,1	37,6	6,8	7,1	7,0	270	275	275
Venezia	36,6	45,3	45,9	9,9	9,3	9,1	785	790	810
Verona	36,1	37,3	37,8	15,3	16,2	16,6	420	420	420
<b>Totale Italia</b>	<b>27,8</b>	<b>28,1</b>	<b>28,8</b>	<b>10,3</b>	<b>10,5</b>	<b>10,1</b>	<b>318</b>	<b>319</b>	<b>321</b>

\* Stima

### I FIA immobiliari in Europa ed in Italia

Il miglioramento delle prospettive economiche, la presenza di una liquidità consistente e la crescente domanda di una gestione professionale dei patrimoni immobiliari favoriscono lo sviluppo dei fondi immobiliari. Dopo una lieve flessione nel biennio 2008-2009, il patrimonio dei fondi operativi negli otto Paesi europei considerati ha ricominciato a crescere a un ritmo medio del 7,3% annuo nel periodo 2010-2013, per accelerare negli ultimi due anni, con una crescita del 9,8% nel 2014 e dell'10,8% nel 2015.

Mentre in passato la maggior parte dei fondi era *retail*, negli ultimi anni i veicoli riservati agli investitori qualificati hanno segnato un progresso più rapido, in considerazione delle maggiori difficoltà dei fondi retail nella fase recessiva e della crescente domanda di esternalizzazione della gestione immobiliare da parte degli investitori istituzionali.

Attualmente due terzi del NAV complessivo in Europa è gestito da fondi riservati e la percentuale sale all'80% con riferimento ai soli fondi non quotati. Tra gli investitori qualificati è in costante aumento il peso dei fondi pensione, che concentrano quasi la metà dell'attivo dei fondi riservati, seguiti dalle compagnie di assicurazione e dai fondi sovrani.

Il 2015 si è chiuso con un patrimonio totale di oltre 460 miliardi di euro. Si conferma la maggiore omogeneità dei trend nei diversi Paesi rispetto al passato. Se negli anni di maggiore complessità lo sviluppo era stato positivo in alcune Nazioni e negativo in altre, nel 2015 tutti i Paesi hanno registrato un aumento del NAV complessivo, anche se con ritmi differenziati. Fa eccezione la Svizzera, che rappresenta l'unica Nazione con un calo dell'attivo totale dei fondi immobiliari, a causa del rallentamento dell'economia e del mercato immobiliare e delle variazioni di cambio. Tuttavia, si tratta di un mercato di dimensioni relativamente piccole, con scarsa incidenza sul trend continentale. Le previsioni raccolte per il 2016 tra i principali operatori europei sono di una crescita del patrimonio vicina al 10%. Anche il numero di fondi è previsto in aumento.

L'andamento del primo quadrimestre 2016 conferma il quadro previsivo. Dall'analisi degli ultimi dieci anni emerge che la performance media europea è andata progressivamente riducendosi dal 2005 al 2012, passando dal 5,8 all'1,3%, che rappresenta il record storico negativo del settore dei fondi immobiliari, per poi recuperare con ritmi e intensità differenziati. 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.

L'Italia ha detenuto il primato europeo nel periodo 2005–2007, per poi perdere posizioni nel 2008 e crollare a partire dal 2009. Il biennio 2012-2013 ha visto ancora performance negative, mentre il 2014 ha segnato un buon recupero, stabile nel 2015.

Con riferimento all'asset allocation, in generale, le società di gestione puntano a una maggiore diversificazione, motivata dalla ricerca di rendimenti competitivi e dall'esigenza di una maggiore suddivisione del rischio. È in crescita anche il turnover dei patrimoni, in quanto le strategie societarie sono in costante evoluzione, perché vengono modificate in base al trend dei mercati, staccandosi spesso dalle linee contenute nei business plan. Si registra un lieve aumento degli immobili residenziali, grazie allo sviluppo dei fondi specializzati, ma anche alla minore dipendenza del comparto abitativo dalla congiuntura economica. I nuovi investimenti residenziali sono concentrati sull'attività di ristrutturazione, soprattutto nell'ottica di risparmio energetico, e sulle residenze specializzate, in particolare per studenti.

In lieve crescita anche la percentuale di uffici, poiché gli immobili direzionali restano il core business di un elevato numero di veicoli, nonostante l'alienazione dei patrimoni da parte dei fondi in liquidazione o in scadenza composti in buona parte da uffici. Gli uffici rappresentano la quota più significativa anche nel patrimonio dei fondi diversificati. In calo il retail, sebbene il comparto concentri la quota maggiore di acquisti in alcuni Paesi. I nuovi investimenti sono concentrati sugli spazi innovativi e su quelli legati all'e-commerce, mentre sono considerati scarsamente strategici gli immobili commerciali tradizionali, soprattutto nelle zone secondarie, che subiscono gli effetti del peso crescente del commercio on line.

Tendono a crescere gli investimenti nella logistica, seppure frenati da una forte carenza di offerta di spazi strategici. La domanda, infatti, si concentra sui complessi di elevate dimensioni, situati vicino a un hub di connessione, flessibili e dotati di impianti e infrastrutture all'avanguardia. L'offerta di questo tipo di prodotti in alcuni Paesi, tra cui l'Italia, è estremamente carente.

### **3) Modifiche normative e regolamentari riguardanti il settore del risparmio gestito e i FIA immobiliari**

Con Delibera n. 19602 del 4 maggio 2016, la Consob ha istituito l'Arbitro per le controversie finanziarie ("l'Arbitro"), stabilendo i criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie presso l'Arbitro ed individuando i criteri di composizione del relativo organo decidente, al fine di ampliare e rendere più efficaci gli strumenti di tutela per gli investitori al dettaglio.

L'istituzione dell'Arbitro, che andrà a sostituire la Camera di Conciliazione e Arbitrato presso la Consob, si pone nell'alveo del programma intrapreso dal legislatore italiano, in attuazione della direttiva 2013/11/UE del 21 maggio 2013, finalizzato ad attribuire un ruolo centrale alle Autorità amministrative indipendenti nell'approntamento di strumenti di composizione delle controversie, nei settori del mercato di relativa competenza, quale alternativa al ricorso al giudice civile.

Le controversie sottoposte dovranno vertere sulla violazione degli obblighi di diligenza, informazione, correttezza e trasparenza da parte degli intermediari nei confronti degli investitori sia nella prestazione di servizi e attività di investimento, sia nella prestazione del

servizio di gestione collettiva. Restano escluse dalla competenza dell'Arbitro: (i) le controversie di valore superiore ad euro cinquecentomila, (ii) quelle che hanno ad oggetto danni che non sono conseguenza diretta ed immediata dell'inadempimento o della violazione da parte dell'intermediario degli obblighi predetti, (iii) quelle che hanno ad oggetto danni di natura non patrimoniale.

Dal 3 luglio 2016 è direttamente applicabile in tutta l'unione europea il regolamento (n. 596/2014) del Parlamento europeo e del Consiglio relativo agli abusi di mercato (c.d. "Regolamento MAR"), unitamente al Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347 della Commissione del 10 marzo 2016.

Quest'ultimo, in particolare, stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda il formato preciso degli elenchi delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate ed il relativo aggiornamento.

Con l'adozione del Regolamento MAR, il legislatore europeo ha inteso aggiornare e rafforzare il quadro previgente, estendendone l'ambito di applicazione a nuovi mercati e nuove strategie di negoziazione e introducendo nuovi requisiti volti a prevenire gli abusi di mercato, con l'obiettivo di garantire l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e di rafforzare la tutela degli investitori e la fiducia nel mercato.

Per "completare" il recepimento della Direttiva 2013/50/UE, il d. lgs. 15 febbraio 2016, n. 25 ha modificato il Testo Unico della Finanza e la Delibera Consob n. 19614 del 26 maggio 2016 (la "Delibera") ha apportato le modifiche al Regolamento Emittenti.

Per effetto di siffatte modifiche – inter alia – le relazioni finanziarie annuali e semestrali sono messe a disposizione del pubblico sul sito internet dell'emittente per almeno dieci anni dalla prima pubblicazione.

La Delibera ha altresì modificato il Regolamento Emittenti per adeguarlo al Regolamento delegato (UE) 2016/301 che integra la direttiva 2003/71/CE per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione in materia di approvazione e pubblicazione del prospetto e di diffusione di messaggi pubblicitari.

#### **4) *Illustrazione dell'attività di gestione del FIA, delle direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento e delle linee strategiche future***

##### **a) *Politiche di investimento***

Il patrimonio del FIA sarà prevalentemente investito, nel rispetto dei limiti di legge e del Regolamento di gestione, in beni immobili e diritti reali di godimento su (i) beni immobili a destinazione residenziale, direzionale o commerciale a reddito; (ii) beni immobili a destinazione residenziale da realizzare e da concedere in locazione con facoltà di acquisto per il conduttore; (iii) beni immobili da assoggettare a riqualificazione urbana o da sottoporre ad interventi straordinari quali il restauro, il risanamento conservativo, la ristrutturazione edilizia, la sostituzione edilizia, la demolizione e la successiva ricostruzione, la manutenzione, la valorizzazione o il cambio di destinazione d'uso; in particolare, è previsto l'investimento in iniziative immobiliari che abbiano ad oggetto la riconversione a residenziale di beni immobili a diversa destinazione. Gli investimenti immobiliari saranno effettuati in Italia, prevalentemente a Roma e Milano.

Il patrimonio di OPI potrà essere altresì investito in parti di altri OICR immobiliari aventi una politica di investimento coerente con le caratteristiche del FIA (anche "collegati") e partecipazioni in società immobiliari, quotate e/o non quotate, anche di controllo limitatamente alle società non quotate.

Nel rispetto del criterio di prevalenza degli investimenti immobiliari, il FIA potrà altresì investire le proprie disponibilità in strumenti del mercato monetario, in strumenti finanziari quotati e non quotati, (ivi incluse parti di OICR, anche promossi o gestiti dalla stessa Società di Gestione), in depositi bancari, nonché in operazioni di pronti contro termine, riporto, prestito titoli e altre operazioni

assimilabili, nei limiti e alle condizioni previsti dalle disposizioni normative pro tempore vigenti.

#### **b) L'attività di scouting degli investimenti**

L'asset allocation strategica di OPI, che prevede investimenti in immobili localizzati esclusivamente in Italia e prevalentemente nelle città di Roma e Milano, è stata focalizzata su di una composizione del portafoglio corrispondente al:

- 50% immobili a reddito a destinazione direzionale e commerciale;
- 25% immobili destinati alla vendita o alla locazione ad uso residenziale;
- 25% immobili destinati alla vendita o alla locazione caratterizzati da potenzialità di valorizzazione, anche mediante ristrutturazioni e/o riqualificazione urbana, tramite la riconversione a residenziale di diverse destinazioni d'uso.

Torre, in nome e per conto del FIA, ha provveduto ad analizzare una serie di opportunità compatibili con le politiche di investimento succitate.

Le analisi, che hanno riguardato potenziali investimenti per un valore di circa € 4,5 miliardi, si sono articolate, a seconda del livello di interesse della SGR e di fattibilità, nelle seguenti fasi:

- raccolta delle proposte pervenute e *scouting* di ulteriori opportunità di investimento;
- *pre-screening* delle proposte raccolte ed analisi dei fondamentali industriali degli asset;
- visione ed analisi *in loco* delle opportunità con potenzialità compatibili con il FIA;
- elaborazione di manifestazioni di interesse per gli asset individuati;
- definizione, attraverso analisi economico-finanziarie, di un valore potenziale delle opportunità e/o strutturazione eventuale di un piano di valorizzazione volto alla definizione del *best use* possibile;
- elaborazione di offerte non vincolanti, corredate da un periodo di esclusiva;
- analisi di approfondimento e verifiche di dettaglio;
- due diligence di carattere tecnico, legale e fiscale, volte alla definizione di potenziali criticità latenti sugli asset, anche tramite supporto di consulenti terzi.
- verifiche e stress test di sensitività sulla sostenibilità dei valori individuati e sui rendimenti potenziali delle opportunità.

In concomitanza con il lavoro di identificazione ed analisi della *pipeline*, Torre ha contattato alcuni primari istituti di credito al fine di sondare le eventuali condizioni di finanziamento delle opportunità individuate, che appaiono in linea con le stime di *loan to value* e tassi di interesse preventivati nel business plan.

#### **c) Il patrimonio immobiliare**

Successivamente agli investimenti effettuati nel corso del 2014 e del 2015 relativi al complesso immobiliare sito in Bologna, Via Toschi e Via Musei, all'immobile sito a Roma, Via Sicilia 194 (l'"**Immobile di Via Sicilia**") e all'immobile sito a Bologna, Via Clavature 15 (l'"**Immobile di Via Clavature**"), la SGR ha proseguito nelle attività di valorizzazione e gestione del patrimonio.

Nel corso del primo semestre 2016, OPI ha proceduto all'acquisizione di due immobili, ovvero due outlet ubicati all'interno di una area commerciale nota come "The Mall", sita in Leccio, Reggello (FI), Via Europa 8 e delle relative licenze commerciali.

Al fine di poter acquisire le licenze commerciali, OPI ha costituito una newco, interamente partecipata dal FIA, la TMall Re S.r.l.

La compravendita degli outlet "The Mall" e "The Castle" e dei relativi rami di azienda ai fini dell'acquisizione delle licenze commerciali è stata finalizzata in data 3 febbraio 2016, previa delibera di approvazione del Consiglio di Amministrazione di Torre del 22 gennaio 2016. Tra la *newco* ed OPI è stato stipulato un contratto di locazione a canoni di mercato.

Il prezzo complessivo degli Outlet The Mall/The Castle è stato pari ad Euro 56.000.000, oltre imposte, ed è composto dalle seguenti voci:

- a) Euro 35.000.000 relativi al complesso immobiliare "The Mall" e al ramo d'azienda ivi esercitato, che include la relativa autorizzazione commerciale;
- b) Euro 21.000.000 relativi al complesso immobiliare "The Castle" e al ramo d'azienda ivi esercitato, che include la relativa autorizzazione commerciale.

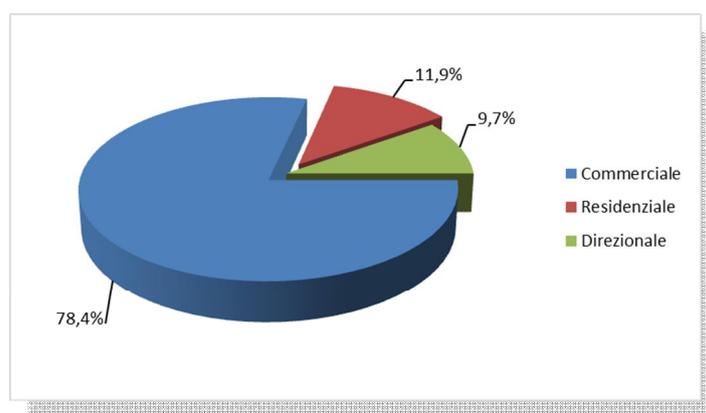
L'investimento prevede un *entry yield* pari al 6,33% sul canone minimo garantito, che ammonta ad Euro 3.579.000.

Gli immobili di cui sopra sono come di seguito descritti:

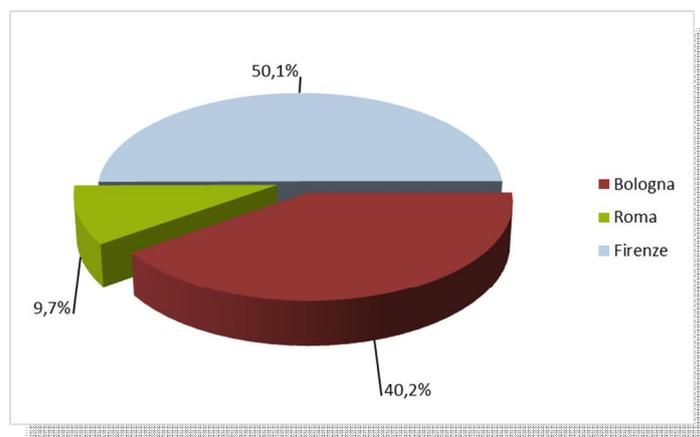
- **Immobile di Reggello, Via Panciatichi (ex Mall RE Invest)**, costituito da sei box commerciali posti all'interno di un più ampio polo commerciale denominato "The Mall" per una superficie complessiva di oltre 2.000 metri quadrati. Gli edifici, posti a ridosso di un ampio parcheggio veicolare raggiungibile tramite un asse stradale che attraversa il parco commerciale, si dispongono intorno ad uno spazio verde e alberato dotati di percorsi pedonali che permettono l'accesso ai singoli negozi. Le singole strutture architettoniche ospitano, all'interno di spazi contraddistinti da un elevato livello di finiture, sia singoli marchi che una aggregazione di firme nonché un ristorante/caffè.
- **Immobile di Reggello, Via Aretina (ex The Castle)**, La proprietà in oggetto è costituita da due box commerciali posti anch'essi all'interno del polo commerciale "The Mall" per una superficie complessiva di oltre 3.000 metri quadrati.

La ripartizione del patrimonio immobiliare al 30 giugno 2016 per destinazione d'uso e per localizzazione geografica risulta dai seguenti grafici.

DESTINAZIONE D'USO



## LOCALIZZAZIONE GEOGRAFICA



Nell'arco del primo semestre 2016, OPI ha iniziato le trattative con il conduttore dell'immobile di Via Clavature, la Licia S.r.l., al fine di intraprendere un importante progetto di ampliamento dell'attività commerciale da questo gestita che comprendeva la locazione di alcuni spazi dell'immobile di Bologna in Via de' Toschi, allora condotti in locazione dal tenant 5 Minds S.r.l. Con quest'ultimo la SGR aveva avviato un giudizio avanti il Tribunale di Bologna al fine di ottenere la dichiarazione di risoluzione del contratto di locazione per aver apportato talune addizioni all'immobile senza il preventivo consenso scritto della SGR.

A seguito della manifestazione d'interesse di Licia S.r.l. ad intraprendere tale progetto di ampliamento e aver ultimato le trattative relative ai dettagli di detto progetto, la SGR ha convenuto di:

- addivenire ad una transazione in via stragiudiziale con 5Minds, con conseguente rinuncia agli atti del giudizio sopra citato con conseguente risoluzione del contratto di locazione in essere e contestuale riconsegna dei locali da parte di 5 Minds a fronte di una buona uscita di Euro 405.000;
- stipula di un nuovo contratto di locazione con Clavature S.r.l., neocreato società riconducibile alla Licia S.r.l., i cui elementi principali sarebbero stati:
  - o un canone di locazione pari ad Euro 148.000 annui (rispetto ai precedenti Euro 70mila circa del canone applicato ai sensi del contratto di locazione con 5Minds);
  - o un contributo capex da parte del Fondo di Euro 420.000, a fronte dell'esecuzione di radicali migliorie al complesso locato e dei lavori di adeguamento dei locali;
  - o una durata pari a 9 anni, rinnovabile di ulteriori 9 anni e, successivamente di 6 anni + 6 anni;
  - o il rimborso da parte di Licia di una quota parte dell'indennità versata dal Fondo in favore di 5Minds, pari ad Euro 200 mila, da corrispondersi in 12 rate ad incremento dei canoni dovuti da Licia ai sensi del Preliminare di Locazione Ratti.

L'operazione si è poi effettivamente conclusa in data 18 luglio 2016 con la firma del sopra descritto contratto di locazione con Clavature S.r.l..

**d) Linee strategiche future**

Il *business plan* del FIA è stato aggiornato in data 30 marzo 2016.

Nell'arco temporale che va dal 2016 al 2022, da un lato, si procederà alla valorizzazione degli asset già presenti nel portafoglio del Fondo, dall'altro, si continuerà a ricercare di opportunità sul mercato al fine di ultimare la fase di acquisizione e raggiungere l'ammontare di investimenti secondo l'asset allocation prevista dal regolamento.

Nel dettaglio:

- a) per quanto riguarda la componente value added dell'asset di Bologna, Toschi/Musei, si proseguirà con i lavori per lo sviluppo delle unità residenziali e delle relative vendite frazionate;
- b) per quanto riguarda la componente "core" dell'asset di Bologna, Toschi/Musei si proseguirà con la valorizzazione e il mantenimento della piastra commerciale;
- c) per quanto riguarda l'asset di Roma, Via Sicilia 194, valorizzazione e mantenimento dello stesso;
- d) per quanto riguarda l'asset di Bologna, Via Clavature 15, valorizzazione e mantenimento dello stesso;
- e) per quanto riguarda i nuovi asset di Reggello (FI), valorizzazione e mantenimento degli stessi.

**Focus sugli investimenti:**

Al fine di proseguire con le attività di acquisizione di nuovi asset, si procederà con l'accensione di finanziamenti con una leva complessiva del 36% circa a livello Fondo.

Nel dettaglio, si prevede di perseguire investimenti complessivi concentrati nelle città di Roma e Milano per totali Euro 91,5 milioni da completarsi tra il 2016 e il 2017:

Alla luce delle assunzioni inserite nel *business plan*, riepilogate all'interno del documento, si prevede di raggiungere un IRR del Fondo del 4,4%.

**5) Eventi di particolare importanza per il FIA verificatisi nel semestre**

Come noto, il recepimento della Direttiva AIFMD, riguardante i gestori dei fondi alternativi ("FIA"), compresi quelli immobiliari, avviato con le modifiche al TUF apportate dal d.lgs. del 4 marzo 2014, n. 44, è stato completato con una serie di provvedimenti del Ministero dell'Economia e delle finanze, della Banca d'Italia e della Consob.

Trattasi, in particolare, del:

- a) Provvedimento del 19 gennaio 2015, recante il nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio;
- b) Provvedimento congiunto con la Consob del 19 gennaio 2015 di modifica del Regolamento congiunto in materia di organizzazione e procedure degli intermediari del 29 ottobre 2007;
- c) Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 30 del 5 marzo 2015 (Regolamento attuativo dell'articolo 39 del TUF).

La citata normativa è stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale del 19 marzo 2015, n. 65, ed è entrata in vigore il 3 aprile 2015.

Con Comunicazione del 25 marzo 2015, pubblicata sul Bollettino di Vigilanza n. 3, marzo 2015, Banca d'Italia aveva dettato disposizioni per il "Recepimento della direttiva 2011/61/UE (AIFMD). Modifiche alla disciplina in materia di risparmio gestito. Adempimenti per le SGR che intendono essere iscritte all'albo della SGR come gestori di FIA" (la "Comunicazione Bdl"). In particolare, in relazione ai FIA retail, quali UIU, la Comunicazione Bdl disponeva l'adeguamento dei regolamenti di gestione alle

disposizioni in tema di criteri di redazione del regolamento di gestione alla prima occasione utile e comunque non oltre 12 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, ovvero entro il 3 aprile 2016.

Pertanto, in coerenza con dette previsioni, in data 30 marzo 2016, il Consiglio di Amministrazione di Torre ha approvato alcune modifiche al Regolamento di gestione del FIA.

Le modifiche apportate si intendono approvate in via generale dalla Banca d'Italia ai sensi del Titolo V, Capitolo II, sez. III, paragrafo 3, lett. a) del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, a mente del quale *"si intendono approvate in via generale le modifiche ai regolamenti dei fondi che riguardano: (...) le modifiche richieste da mutamenti di legge"*.

#### **6) Aggiornamento sul processo di quotazione del FIA**

Il regolamento del FIA specifica che è prevista l'ammissione delle quote alla negoziazione presso Borsa Italiana e, quanto al termine entro in quale la relativa richiesta deve essere effettuata, rinvia alla normativa pro tempore vigente (art. 7, comma 1, del regolamento); normativa che attualmente prevede che, ove sia prevista la quotazione, il regolamento debba indicare il termine entro il quale la relativa richiesta deve essere effettuata. In coerenza con la disciplina vigente, pertanto, la SGR ha provveduto a modificare le previsioni relative alla quotazione di cui al regolamento, **precisando il termine entro il quale sarà presentata la richiesta di ammissione, ovvero il 31 dicembre 2016.**

Nel prospetto d'offerta peraltro, la SGR aveva indicato, quale termine meramente orientativo e non vincolante per richiedere l'ammissione delle quote alla negoziazione presso la Borsa Italiana, la fine del 2014. Tuttavia - atteso che la gran parte delle opportunità valutate da Torre, non si sono rivelate, a giudizio della SGR, sufficientemente appetibili per OPI - nonché, in ragione del momento di mercato e dell'eccesso di offerta; non è stato possibile effettuare, entro il termine orientativo di cui al prospetto d'offerta, gli investimenti immobiliari di importo consistente che erano il presupposto indispensabile per presentare l'istanza di ammissione alla quotazione. Il raggiungimento del limite dei due terzi del patrimonio investito in beni immobili si è potuto raggiungere solo nei primi giorni di febbraio con l'investimento nell'outlet "The Mall" descritto al paragrafo 4.

Allo scopo di rispettare la scadenza sopra indicata prevista dal Regolamento, Torre ha iniziato tutte le attività propedeutiche all'iter autorizzativo per la quotazione. In particolare, la SGR con i propri consulenti ha tenuto un incontro presso Borsa Italiana per presentare a quest'ultima l'operazione di ammissione alle negoziazioni sul mercato MIV delle quote del FIA.

I rappresentanti di Borsa hanno condiviso la tempistica dell'operazione ed in particolare dell'istruttoria formale prevista per settembre/ottobre, una volta terminato l'esame informale della bozza di prospetto di quotazione da parte della Consob. Tale ultimo documento è stato inviato a Consob per una preistruttoria informale lo scorso 14 luglio 2016, al fine di agevolare l'esito e i tempi dell'istruttoria formale.

### 7) **Andamento del NAV e del valore delle quota**

L'andamento del valore complessivo netto ("NAV") del FIA e del valore delle quota risulta dalla seguente tabella.

Periodo	Valore complessivo netto del FIA	Numero quote	Valore unitario delle quote
Avvio del FIA	144.365.000	57.746	2.500,000
Rendiconto al 31/12/2014	144.096.778	57.746	2.495,355
Relazione di gestione al 31/12/2015	141.431.234	57.746	2.449,195
<b>Relazione di gestione al 30/06/2016</b>	<b>142.877.393</b>	<b>57.746</b>	<b>2.474,239</b>

Il NAV è passato da Euro 141.431.234 al 31 dicembre 2015 ad Euro 142.877.393; l'incremento, pari ad Euro 1.446.159, è dovuto all'utile del periodo determinato dalla differenza tra il risultato negativo della gestione degli strumenti finanziari compresa la partecipazione nella società TMall Re S.r.l. per Euro 582.116, il risultato positivo della gestione dei beni immobili, pari ad Euro 4.228.537, dagli oneri di gestione del periodo per complessivi Euro 1.219.407 e la differenza negativa tra gli altri ricavi ed oneri pari ad Euro 980.855.

Il risultato della gestione immobiliare è la risultante tra canoni e altri proventi immobiliari per Euro 2.685.190, plusvalenze nette da valutazione per Euro 3.402.824, ed oneri immobiliari e imposte per complessivi Euro 1.859.477.

Il patrimonio immobiliare ammonta ad Euro 114.600.000 (Euro 56.400.000 al 31 dicembre 2015), la liquidità disponibile ad Euro 7.570.923, mentre i titoli in portafoglio presentano una valorizzazione al 30 giugno 2016 pari a complessivi Euro 12.304.688, interamente costituiti da quote di O.I.C.R. (Euro 83.714.184 al 31 dicembre 2015). Il valore della partecipazione nella società TMall RE ammonta ad Euro 2.082.758.

Il FIA non presenta indebitamento finanziario.

### 8) **Rapporti intrattenuti nell'arco del semestre con altre società del gruppo di appartenenza della SGR**

Torre non fa parte di alcun gruppo industriale o finanziario. Essa è soggetta al controllo congiunto di Fortezza RE S.à.r.l. e Unicredit S.p.A. sulla base di un patto parasociale tra le stesse. Torre SGR S.p.A. è partecipata al 62,5% da Fortezza RE S.à.r.l., società di diritto lussemburghese e, per il restante 37,5%, da Unicredit S.p.A. subentrata a Pioneer Investment Management SGRpa in data 10 settembre 2014 nell'ambito di una razionalizzazione delle partecipazioni del Gruppo Unicredit.

Fortezza RE S.à.r.l. è partecipata da nove limited partnership che costituiscono altrettanti "comparti" del FIA Fortress Investment Fund III facente capo a Fortress Investment Group LLC, società quotata al New York Stock Exchange (NYSE) e gestore globale di FIA.

### 9) **Operatività posta in essere su strumenti finanziari e derivati**

In data 1° febbraio 2013 Torre SGR ha sottoscritto con Pioneer Investment Management SGRpa ("PIM"), facente parte del gruppo Unicredit, azionista di Torre, un accordo di delega della gestione della liquidità di alcuni dei FIA gestiti, successivamente integrato con l'addendum volto ad ampliare il perimetro dei FIA oggetto della delega di gestione includendovi anche OPI. Le linee guida di investimento per il FIA sono le seguenti:

- il gestore può investire in strumenti finanziari, obbligazionari e monetari;
- il portafoglio sarà investito in strumenti di natura obbligazionaria e monetaria di emittenti governativi e organismi sovranazionali dell'area Euro;
- il rating di tali strumenti finanziari detenuti in portafoglio dovrà essere non inferiore al cosiddetto "investment grade". A tal fine si definiscono "investment grade" le emissioni che abbiano ricevuto l'assegnazione di un rating pari ad investment grade da parte di almeno due delle seguenti agenzie: Moody's, S&P o Fitch; qualora il rating di tutte le principali agenzie di rating si riduca, dopo l'acquisto, al di sotto dei limiti sopra indicati, il gestore potrà mantenere i titoli in portafoglio, sino a diversa indicazione proveniente da parte di Torre;
- gli strumenti finanziari dovranno essere denominati in Euro;
- la vita residua di ogni strumento finanziario detenuto in portafoglio non dovrà essere superiore a 12 mesi;
- gli investimenti dovranno essere effettuati tenendo presenti le esigenze di liquidità comunicate da Torre;
- il gestore potrà altresì investire la liquidità del FIA in parti di OICR, anche promossi o gestiti dalla SGR o dal gestore delegato, nei limiti e alle condizioni previsti dalle disposizioni normative pro tempore vigenti. Gli OICR dovranno essere denominati in Euro; anche in questo caso gli investimenti dovranno essere effettuati tenendo presente le esigenze di liquidità comunicate da Torre;
- il gestore ha la facoltà di utilizzare tecniche ed operazioni, anche in strumenti finanziari derivati, destinate esclusivamente a fini di copertura dei rischi, ivi compresi i rischi derivanti dall'assunzione di prestiti.

Il FIA non ha posto in essere operazioni in strumenti derivati.

#### **10) Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre**

Non ci sono eventi di rilievo da segnalare avvenuti dopo il 30 giugno 2016, oltre quelli già descritti.

#### **11) Distribuzione dei proventi e rimborso parziale pro-quota**

Sono considerati proventi della gestione del FIA (di seguito, i "**Proventi**") "*gli utili al netto delle imposte anche future generati annualmente, e al netto della differenza tra plusvalenze e minusvalenze non realizzate sui beni costituenti l'Investimento Tipico, risultanti dal rendiconto della gestione del FIA annuale ovvero appositamente redatto dalla Società di Gestione*". I Proventi sono distribuiti, di norma con cadenza annuale anche se è facoltà della Società di Gestione distribuire i Proventi anche con cadenza infrannuale.

La misura dei Proventi da distribuire viene determinata dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione, che illustra i criteri adottati nel rendiconto della gestione del FIA, con l'obiettivo - che non configura comunque alcun obbligo a carico della SGR - di pagare annualmente (una volta raggiunto il limite minimo dell'Investimento Tipico di cui al paragrafo 9.3) agli Aveni Diritto ai Proventi un importo pari al 3% dell'importo pari al valore nominale complessivo delle Quote in circolazione al termine del richiamo degli impegni di cui all'articolo 27 (al netto dell'importo complessivo degli eventuali rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti di cui all'articolo 28 effettuati in precedenza).

La Società di Gestione stabilisce altresì se, ai fini del conseguimento dell'obiettivo di cui al periodo precedente, (i) ricomprendere nei Proventi da distribuire anche i Proventi realizzati e non distribuiti in periodi precedenti, al netto delle eventuali perdite maturate, e (ii) integrare la distribuzione dei Proventi con rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti di cui all'articolo 28; in tale ultimo caso ne viene data apposita evidenza nella relazione di gestione del FIA.

Alla luce del dettato regolamentare, non sono ancora maturate le condizioni per la distribuzione di proventi.

Considerando comunque le disponibilità liquide alla data di approvazione della Relazione, e le previsioni future di cassa sia in termini di costi sia nell'ottica delle uscite afferenti agli investimenti previsti, si potrà procedere ad effettuare una distribuzione parziale pro-quota a fronte di disinvestimenti effettuati dal Fondo, ai sensi dell'art. 28, del regolamento che recita "La Società di Gestione può avvalersi della facoltà di effettuare nell'interesse dei partecipanti rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti."

Il totale del rimborso pro-quota deliberato ammonta ad **Euro 1.890.026,58**, con attribuzione a ciascuna delle n. 57.746 quote in circolazione di un rimborso di **Euro 32,73**, pari al 1,31% del loro valore di emissione e al 1,32% del valore della quota al 30 giugno 2016.

Il dettaglio dei disinvestimenti sopra citati e del calcolo del rimborso posto in distribuzione risulta dalla seguente tabella.

Anno 2014 - Vendita unità immobiliare Via De Toschi - Bologna						
Anno di vendita	Ricavato lordo di vendita	Plusvalenze/minusvalenze da realizzo	Costo storico	Rimborso pro-quota	% distribuzione su ricavato netto di vendita	% complessiva rimborsata
ANNO 2014	3.500.000,00	1.799.810,66	1.700.189,34	1.700.026,58	100,0%	100,0%
Anno 2015 - Vendita unità immobiliare Via De Toschi - Bologna						
Anno di vendita	Ricavato di vendita	Plusvalenze/minusvalenze da realizzo	Costo storico	Rimborso pro-quota	% distribuzione su ricavato netto di vendita	% complessiva rimborsata
ANNO 2015	190.000,00	- 124.255,46	314.255,46	190.000,00	100,0%	100,0%
<b>TOTALE RIMBORSO - DISINVESTIMENTI IMMOBILIARI -</b>				<b>1.890.026,58</b>	<b>Valore per quota 32,73 Euro</b>	

## 12) Informativa

Si forniscono le informazioni richieste dalla Comunicazione Consob n. DIN/9019104 del 2 marzo 2009.

Il fair value della quota, alla data del 30 giugno 2016 è pari ad Euro 2.474,239.

Le quote di FIA immobiliare riservato sono un investimento peculiare, che da un lato consente di diversificare il portafoglio in un'ottica di medio-lungo termine, dall'altro comporta l'immobilizzazione delle somme investite in ragione della struttura chiusa del prodotto e dell'orizzonte temporale dell'investimento.

Prima della liquidazione del FIA immobiliare riservato, il disinvestimento delle quote del Fondo può avvenire sul mercato secondario nel rispetto della normativa applicabile e nel presupposto che vi sia una controparte disposta ad acquistare le quote. Il valore di realizzo potrebbe non coincidere con il fair value della quota, potendo sussistere – a titolo esemplificativo - uno o più dei seguenti fattori di sconto: circostanze attinenti alla situazione economico-finanziaria del venditore, possibilità di sconto su vendita "in blocco" del patrimonio immobiliare con sempre più maggiore rilevanza all'approssimarsi della scadenza del fondo, possibili oscillazioni nell'andamento del mercato immobiliare.

Informazioni più dettagliate possono essere richieste alla SGR all'indirizzo email: [info@torresgr.com](mailto:info@torresgr.com)

La presente Relazione di gestione annuale si compone complessivamente di n. 60 pagine oltre all'estratto della perizia di stima dell'Esperto Indipendente.

Per il Consiglio di Amministrazione

L'Amministratore Delegato

Avvocato Fausto Sinagra

Roma, 3 agosto 2016

## SCHEDE DI DETTAGLIO DEI BENI IMMOBILI DETENUTI DAL FIA

### Complesso immobiliare nel centro storico di Bologna

#### Via de' Musei – Palazzo Salimbeni

<b>Localizzazione</b>	L'immobile è ubicato all'interno dell'esteso e ben conservato centro storico di Bologna. intorno sono localizzate le più importanti testimonianze storiche e architettoniche di Bologna quali il Palazzo dei Banchi, Palazzo dei Notai, Palazzo d'Accursio, Palazzo del Podestà, Piazza Maggiore, fontana del Nettuno, Basilica di S. Petronio e le Torri Pendenti.
<b>Descrizione</b>	Fabbricato cielo-terra di particolare pregio architettonico e di nobili origini, a pianta quadrata attraversato da una galleria commerciale. I prospetti del complesso sono tutti in mattoni faccia vista e presentano diversi elementi decorativi.
<b>Anno di costruzione</b>	1926-1928, ristrutturazione di un antico nucleo medievale.
<b>Tipologia</b>	Complesso polifunzionale: uffici, residenze, attività commerciali e magazzini.
<b>Consistenza</b>	Superficie Lorda: 4.600 mq
<b>Data di acquisto</b>	30 luglio 2014
<b>Venditore</b>	Ciosso S.r.l.
<b>Prezzo di acquisto</b>	€ 19.200.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.
<b>Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2015</b>	€ 18.800.000
<b>Valutazione degli esperti indipendenti al 30.06.2016</b>	<b>€ 19.000.000</b>
<b>Conduttori</b>	Multitenant
<b>Canone Complessivo</b>	€ 835.687 annui

#### Aggiornamento

Proseguono le attività di promozione e commercializzazione per la vendita frazionata delle unità immobiliari delle parte residenziale.

In merito alla piastra commerciale a reddito proseguono le attività di valorizzazione della stessa.

## Complesso immobiliare nel centro storico di Bologna

### Via de' Toschi – Palazzo Mainetti Sanmarchi

<b>Localizzazione</b>	L'immobile è ubicato all'interno dell'esteso e ben conservato centro storico di Bologna. intorno sono localizzate le più importanti testimonianze storiche e architettoniche di Bologna quali il Palazzo dei Banchi, Palazzo dei Notai, Palazzo d'Accursio, Palazzo del Podestà, Piazza Maggiore, fontana del Nettuno, Basilica di S. Petronio e le Torri Pendenti.
<b>Descrizione</b>	Fabbricato cielo-terra di particolare pregio architettonico e di nobili origini, a forma rettangolare attraversato da un portico passante che collega via Marchesana a via Dè Toschi. I prospetti del complesso sono tutti in mattoni faccia vista e presentano diversi elementi decorativi.
<b>Anno di costruzione</b>	1926-1928, ristrutturazione di un antico nucleo medievale.
<b>Tipologia</b>	Complesso polifunzionale: uffici, residenze, attività commerciali e magazzini.
<b>Consistenza</b>	Superficie Lorda 7.194 mq
<b>Data di acquisto</b>	30 luglio 2014
<b>Venditore</b>	Ciosso S.r.l.
<b>Prezzo di acquisto</b>	€ 21.800.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione
<b>Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2015</b>	€ 20.400.000
<b>Valutazione degli esperti indipendenti al 30.06.2016</b>	<b>€ 20.800.000</b>
<b>Conduttori</b>	Multitenant
<b>Canone Complessivo</b>	Canone € 837.049

### Aggiornamento

Proseguono le attività di promozione e commercializzazione per la vendita frazionata delle unità immobiliari delle parte residenziale.

Relativamente alla piastra commerciale, è stato stipulato un nuovo contratto di locazione con il conduttore Clavature S.r.l. il quale ha rilevato gli spazi precedentemente occupati dal conduttore 5 Minds. Il canone di locazione ammonta ad € 148.000.

## Porzione immobiliare sita in Roma Via Sicilia 194

<b>Localizzazione</b>	L'immobile è sito nel centro di Roma a pochi passi dalla splendida cornice di via Veneto e Villa Borghese, precisamente in Via Sicilia n.194. L'immobile è situato in zona centrale e ben servita dai mezzi pubblici.
<b>Descrizione</b>	La porzione immobiliare risulta composta da sette piani fuori terra, di cui piano terreno, primo, secondo, terzo e quarto con destinazione d'uso uffici. Il fabbricato presenta accesso principale direttamente da Via Sicilia 194 su locale commerciale a piano terra, è presente, inoltre, un'area cortilizia comune da cui è possibile accedere ai locali dei piani primo seminterrato e secondo interrato.
<b>Anno di costruzione</b>	1960
<b>Tipologia</b>	Destinazione d'uso uffici
<b>Consistenza</b>	Superficie Lorda: 2.576 mq
<b>Data di acquisto</b>	8 maggio 2015
<b>Venditore</b>	Panam S.r.l.
<b>Prezzo di acquisto</b>	€ 11.000.000
<b>Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2015</b>	€ 11.100.000
<b>Valutazione degli esperti indipendenti al 30.06.2016</b>	<b>€ 11.100.000</b>
<b>Conduttori</b>	Agenzia del Demanio – in utilizzo alla DIA (Direzione Investigativa Antimafia)
<b>Canone Complessivo</b>	€ 658.573 oltre IVA.

### Aggiornamento

Non sono intercorsi nel periodo particolari eventi da evidenziare.

## Immobile nel centro storico di Bologna

### Via Clavature 15

<b>Localizzazione</b>	L'immobile, situato in zona centrale di Bologna, all'interno della ZTL ed a pochi passi da Piazza Maggiore, ove affaccia la Basilica di San Petronio, è contiguo al complesso di immobili già appartenenti al FIA nell'isolato di Via Dé Toschi.
<b>Descrizione</b>	L'immobile si sviluppa su un piano interrato e sette piani fuori terra, di cui un piano ammezzato costituito da un ballatoio di altezza ridotta, un quarto piano/sottotetto utilizzato come magazzino e un quinto piano/altana utilizzato come vano tecnico.
<b>Anno di costruzione</b>	1926-1928, ristrutturazione di un antico nucleo medievale.
<b>Tipologia</b>	Destinazione commerciale.
<b>Consistenza</b>	Superficie Lorda: 1.041 mq
<b>Data di acquisto</b>	26 giugno 2015
<b>Venditore</b>	Ratti S.r.l.
<b>Prezzo di acquisto</b>	€ 6.000.000
<b>Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2015</b>	€ 6.100.000
<b>Valutazione degli esperti indipendenti al 30.06.2016</b>	<b>€ 6.300.000</b>
<b>Conduttori</b>	Licia S.r.l.
<b>Canone Complessivo</b>	€ 360.000 oltre IVA.

### Aggiornamento

Non sono intercorsi nel periodo particolari eventi da evidenziare.

**Immobile sito nel comune di Reggello (FI)****Via Panciatichi 18 (Ex Mall RE Invest)**

<b>Localizzazione</b>	Gli Asset sono ubicati a Leccio, piccola frazione del Comune di Reggello in provincia di Firenze, a circa 30 km di distanza.
<b>Descrizione</b>	Il complesso immobiliare comprensivo di sei edifici costituiti da un piano seminterrato comune e due piani fuori terra relativi a ciascun singolo edificio costituisce un outlet del lusso tra i cui conduttori annovera primari brand della moda e dall'abbigliamento. Nel perimetro rientrano inoltre percorsi pedonali e aree verdi comuni agli edifici.
<b>Anno di costruzione</b>	2015.
<b>Tipologia</b>	Destinazione commerciale.
<b>Consistenza</b>	Superficie Lorda: 2.630 mq
<b>Data di acquisto</b>	3 febbraio 2016
<b>Venditore</b>	Mall RE Invest S.r.l
<b>Prezzo di acquisto</b>	€ 34.146.740
<b>Valutazione degli esperti indipendenti al 30.06.2016 (prima valutazione)</b>	<b>€ 35.500.000</b>
<b>Conduttori</b>	TMall RE S.r.l.
<b>Canone Complessivo</b>	€ 2.000.000 oltre IVA.

**Aggiornamento**

Non sono intercorsi nel periodo particolari eventi da evidenziare.

**Immobile sito nel comune di Reggello (FI)****Via Aretina s.n.c. (Ex The Castle)**

<b>Localizzazione</b>	Gli Asset sono ubicati a Leccio, piccola frazione del Comune di Reggello in provincia di Firenze, a circa 30 km di distanza.
<b>Descrizione</b>	Outlet del lusso inserito nel più ampio contesto di un polo commerciale del lusso, il complesso immobiliare è costituito da due fabbricati di due piani fiori terra e due piani interrati ciascuno.
<b>Anno di costruzione</b>	2015.
<b>Tipologia</b>	Destinazione commerciale.
<b>Consistenza</b>	Superficie Lorda: 3.219 mq
<b>Data di acquisto</b>	3 febbraio 2016
<b>Venditore</b>	The Castle S.r.l.
<b>Prezzo di acquisto</b>	€ 20.610.260
<b>Valutazione degli esperti indipendenti al 30.06.2016 (prima valutazione)</b>	<b>€ 21.900.000</b>
<b>Conduttori</b>	TMall RE S.r.l.
<b>Canone Complessivo</b>	€ 1.261.000 oltre IVA.

**Aggiornamento**

Non sono intercorsi nel periodo particolari eventi da evidenziare.

**Relazione semestrale di gestione del FIA Opportunità Italia al 30/06/2016**  
**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2016		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore Complessivo	In % totale attività	Valore Complessivo	In % totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>14.387.446</b>	<b>10,05%</b>	<b>83.714.184</b>	<b>58,95%</b>
<b>Strumenti Finanziari non quotati</b>	<b>2.082.758</b>	<b>1,46%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
A1. Partecipazioni di controllo	2.082.758	1,46%	0	0,00%
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di O.I.C.R.				
<b>Strumenti Finanziari quotati</b>	<b>12.304.688</b>	<b>8,59%</b>	<b>83.714.184</b>	<b>58,95%</b>
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito	0	0,00%	35.808.639	25,22%
A8. Parti di O.I.C.R.	12.304.688	8,59%	47.905.545	33,74%
<b>Strumenti Finanziari derivati</b>				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A1 Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A1 Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
1.				
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>114.600.000</b>	<b>80,02%</b>	<b>56.400.000</b>	<b>39,72%</b>
B1. Immobili dati in locazione	114.600.000	80,02%	56.400.000	39,72%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b>				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>7.570.923</b>	<b>5,29%</b>	<b>1.183.615</b>	<b>0,83%</b>
F1. Liquidità disponibile	7.570.923	5,29%	1.183.615	0,83%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>6.657.780</b>	<b>4,65%</b>	<b>701.552</b>	<b>0,49%</b>
G1. Crediti per pct attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	23.256	0,02%	22.574	0,02%
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre	6.634.524	4,63%	678.978	0,48%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>143.216.149</b>	<b>100%</b>	<b>141.999.351</b>	<b>100%</b>

<b>PASSIVITA' E NETTO</b>		<b>Situazione al 30/06/2016</b>	<b>Situazione a fine esercizio precedente</b>
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>			
H1.	Finanziamenti Ipotecari		
H2.	Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3.	Altri		
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>			
I1.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>			
L1.	Proventi da distribuire		
L2.	Altri debiti verso i partecipanti		
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>		<b>338.756</b>	<b>568.117</b>
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	17.789	18.577
M2.	Debiti di imposta	23.469	262.001
M3.	Ratei e Risconti passivi	1.841	21.064
M4.	Altre	295.657	266.475
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>		<b>338.756</b>	<b>568.117</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>		<b>142.877.393</b>	<b>141.431.234</b>
<b>Numero Quote in circolazione</b>		<b>57.746,000</b>	<b>57.746,000</b>
<b>Valore unitario delle Quote</b>		<b>2.474,239</b>	<b>2.449,195</b>
<b>Rimborsi o Proventi distribuiti per Quota</b>		<b>0,000</b>	<b>0,000</b>

**IMPORTI DA RICHIAMARE - RIMBORSI EFFETTUATI**

	<b>Situazione al 30/06/2016</b>	<b>Situazione a fine esercizio precedente</b>
<b>Importi da richiamare</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
<b>Valore unitario da richiamare</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
<b>Rimborsi Effettuati</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
<b>Valore unitario delle quote rimborsate</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>

**Relazione semestrale di gestione del FIA Opportunità Italia al 30/06/2016**  
**SITUAZIONE REDDITUALE**

		Relazione al 30/06/2016	Relazione al 30/06/2015
<b>A.</b>	<b>STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>(582.116)</b>	<b>517.314</b>
	<b>Strumenti Finanziari Non Quotati</b>		
A1.	PARTECIPAZIONI	(17.242)	
	A1.1 dividendi ed altri proventi		
	A1.2 utili/perdite da realizzi		
	A1.3 plus/minusvalenze	(17.242)	
A2.	ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI		
	A2.1 interessi, dividendi e altri proventi		
	A2.2 utili/perdite da realizzi		
	A2.3 plus/minusvalenze		
	<b>Strumenti Finanziari Quotati</b>		
A3.	STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	(564.874)	517.314
	A3.1 interessi, dividendi e altri proventi		
	A3.2 utili/perdite da realizzi	(418.853)	16.992
	A3.3 plus/minusvalenze	(146.021)	500.322
	<b>Strumenti Finanziari derivati</b>		
A4.	STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
	A4.1 di copertura		
	A4.2 non di copertura		
	<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	<b>(582.116)</b>	<b>517.314</b>
<b>B.</b>	<b>IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>4.228.537</b>	<b>(980.577)</b>
B1.	CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	2.685.190	878.788
B2.	UTILI/PERDITE DA REALIZZI		
B3.	PLUS/MINUSVALENZE	3.402.824	99.870
B4.	ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	(679.908)	(1.911.084)
B5.	AMMORTAMENTI		
B6.	IMU, TASI E ALTRE IMPOSTE INDIRETTE	(1.179.569)	(48.151)
	<b>Risultato gestione beni immobili</b>	<b>4.228.537</b>	<b>(980.577)</b>
<b>C.</b>	<b>CREDITI</b>		
C1.	interessi attivi e proventi assimilati		
C2.	incrementi/decrementi di valore		
	<b>Risultato gestione crediti</b>		
<b>D.</b>	<b>DEPOSITI BANCARI</b>		
D1.	interessi attivi e proventi assimilati		
<b>E.</b>	<b>ALTRI BENI</b>		
E1.	proventi		
E2.	utile/perdita da realizzi		
E3.	plusvalenze/minusvalenze		
	<b>Risultato gestione investimenti</b>	<b>3.646.421</b>	<b>(463.263)</b>

		Relazione al 30/06/2016		Relazione al 30/06/2015	
<b>F.</b>	<b>RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>				
F1.	OPERAZIONI DI COPERTURA				
	F1.1 Risultati realizzati				
	F1.2 Risultati non realizzati				
F2.	OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
	F2.1 Risultati realizzati				
	F2.2 Risultati non realizzati				
F3.	LIQUIDITA'				
	F3.1 Risultati realizzati				
	F3.2 Risultati non realizzati				
<b>G.</b>	<b>ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE</b>				
G1.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE				
G2.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
<b>Risultato lordo della gestione caratteristica</b>			<b>3.646.421</b>		<b>(463.263)</b>
<b>H.</b>	<b>ONERI FINANZIARI</b>				
H1.	INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
	H1.1 su finanziamenti ipotecari				
	H1.2 su altri finanziamenti				
H2.	ALTRI ONERI FINANZIARI				
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>			<b>3.646.421</b>		<b>(463.263)</b>
<b>I.</b>	<b>ONERI DI GESTIONE</b>	<b>(1.219.407)</b>		<b>(1.210.530)</b>	
I1.	Provvigioni di gestione sgr	(1.037.334)		(1.057.534)	
I2.	Commissioni depositario	(17.789)		(18.126)	
I3.	Oneri per esperti indipendenti	(6.600)		(3.000)	
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	(10.350)		(3.600)	
I5.	Altri oneri di gestione	(147.334)		(128.270)	
<b>L.</b>	<b>ALTRI RICAVI ED ONERI</b>	<b>(980.855)</b>		<b>(44.217)</b>	
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide				
L2.	Altri ricavi	9.042			
L3.	Altri oneri	(989.897)		(44.217)	
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>			<b>1.446.159</b>		<b>(1.718.010)</b>
<b>M.</b>	<b>IMPOSTE</b>				
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2.	Risparmio di Imposta				
M3.	Altre imposte				
<b>UTILE/PERDITA DEL PERIODO</b>			<b>1.446.159</b>		<b>(1.718.010)</b>

## NOTA INTEGRATIVA

### INDICE

#### PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

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

Sezione I	Criteri di valutazione
Sezione II	Le attività
Sezione III	Le passività
Sezione IV	Il valore complessivo netto
Sezione V	Altri dati patrimoniali

#### PARTE C - IL RISULTATO ECONOMICO DEL PERIODO

Sezione I	Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari
Sezione II	Beni immobili
Sezione III	Crediti
Sezione IV	Depositi bancari
Sezione V	Altri beni
Sezione VI	Altre operazioni di gestione e oneri finanziari
Sezione VII	Oneri di gestione
Sezione VIII	Altri ricavi e oneri
Sezione IX	Imposte

#### PARTE D - ALTRE INFORMAZIONI

La Relazione semestrale di gestione al 30 giugno 2016 (la "**Relazione**") del FIA immobiliare di di tipo chiuso "Opportunità Italia" ("**OPI**" o il "**FIA**"), gestito da Torre SGR S.p.A. ("**Torre**" o la "**SGR**"), è stata predisposta ai sensi delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., Sezione IA.1.1 "Documentazioni da produrre a seguito della presentazione della domanda di ammissione alla quotazione", Tavola V ("azioni o quote di FIA"), punto 3.00, articolo 1.

Essa è redatta in osservanza di quanto disposto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 recante il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio".

Essa si compone di una Situazione Patrimoniale, della Sezione Reddittuale, dalla Nota Integrativa ed è accompagnata dalla Relazione degli amministratori. Il comparativo patrimoniale è stato effettuato con i dati della relazione di gestione al 31 dicembre 2015, mentre quello economico con i dati della relazione semestrale al 30 giugno 2015.

Essa è redatta in unità di Euro, se non diversamente specificato. In particolare, vengono utilizzate le cifre decimali per indicare il valore della quota ed i rimborsi pro-quota che possono essere posti in distribuzione.

In particolare, vengono utilizzate le cifre decimali per indicare il valore della quota.

## Parte A – Andamento del valore della quota

### 1) Valore delle quote

L'andamento del valore complessivo netto ("**NAV**") del FIA e del valore unitario della quota risulta dalla seguente tabella.

Periodo	Valore complessivo netto del FIA	Numero quote	Valore unitario delle quote
Avvio operatività - 27/01/2014	144.365.000	57.746	2.500,000
Rendiconto al 31/12/2014	144.096.778	57.746	2.495,355
Relazione di gestione al 31/12/2015	141.431.234	57.746	2.449,195
Relazione semestrale di gestione al 30/06/2016	142.877.393	57.746	2.474,239

### 2) Principali eventi che hanno influito sul valore complessivo netto del FIA

Il NAV è passato da Euro 141.431.234 al 31 dicembre 2015 ad Euro 142.877.393 al 30 giugno 2016; tale aumento, pari ad Euro 1.446.159, è dovuto al risultato positivo del periodo, come anche riportato nella seguente tabella.

<b>NAV al 31 dicembre 2015</b>	141.431.234
Risultato di periodo	1.446.159
<b>NAV al 30 giugno 2016</b>	142.877.393

L'utile del periodo è determinato dalla differenza tra il risultato negativo della gestione degli strumenti finanziari compresa la partecipazione nella società TMall Re S.r.l. per Euro 582.116, il risultato positivo della gestione dei beni immobili, pari ad Euro 4.228.537, dagli oneri di gestione del periodo per complessivi Euro 1.219.407 e la differenza negativa tra gli altri ricavi ed oneri pari ad Euro 980.855.

Il risultato della gestione immobiliare è la risultante tra canoni e altri proventi immobiliari per Euro 2.685.190, plusvalenze nette da valutazione per Euro 3.402.824, ed oneri immobiliari e imposte per complessivi Euro 1.859.477.

### **3) Raffronto tra differenti classi di quote**

Alla data della Relazione le quote emesse sono relative ad un'unica classe.

### **4) Raffronto con il benchmark**

Il regolamento del FIA prevede all'art. 16.1 b) una commissione variabile finale, spettante alla SGR al momento della liquidazione del FIA stesso. Si evidenzia che alla data della Relazione non risulta maturato alcun importo da accantonare.

### **5) Trattazione in un mercato regolamentato**

Le quote non sono trattate in un mercato regolamentato.

### **6) Distribuzione di proventi**

Le modalità di calcolo dei proventi di gestione distribuibili sono regolati dall'art. 15 del Regolamento del FIA.

Sulla base di quanto previsto dal Regolamento medesimo, si evidenzia che alla data del 30 giugno 2016 non risultano maturati proventi distribuibili. Si rinvia, inoltre a quanto descritto nella pertinente sezione della relazione degli amministratori.

### **7) Emissioni e rimborsi di quote**

Si rinvia a quanto descritto nella Relazione degli amministratori.

### **8) Gestione dei rischi**

La procedura di gestione dei rischi ("Risk Policy") aggiornata dal Consiglio di Amministrazione di Torre in data 3 dicembre 2015, in occasione del recepimento della Direttiva 2011/61/UE (c.d. "AIFMD"), descrive gli elementi rilevanti della governance e della struttura organizzativa della SGR aventi un ruolo centrale per la gestione dei rischi, le politiche e procedure per la gestione del rischio nella strategia di investimento di ciascun FIA, le disposizioni, procedure e tecniche riguardanti la misurazione e la gestione del rischio della SGR e di ciascun FIA gestito.

I principali rischi connessi all'investimento immobiliare sono di seguito dettagliati:

- ✓ rischio acquisto/vendita degli immobili;
- ✓ rischio credito nei confronti dei conduttori;
- ✓ rischio tasso di interesse;
- ✓ rischio liquidità;
- ✓ copertura assicurativa.

Rischio Acquisto/Vendita degli immobili

Il processo di investimento/disinvestimento immobiliare è regolato da procedure interne volte ad assicurare trasparenza e visibilità al processo decisionale ed a prevenire situazioni di potenziale conflitto di interesse.

Rischio nei confronti dei conduttori

Il merito creditizio dei conduttori è valutato attraverso l'analisi delle caratteristiche di solidità patrimoniale e di solvibilità delle controparti, così come fornite da soggetti specializzati con i quali Torre SGR ha sottoscritto contratti di fornitura di informazioni finanziarie. La SGR inoltre monitora periodicamente l'incidenza di eventuali ritardi registrati nel pagamento dei canoni da parte dei locatari e/o mancati incassi sul totale dei canoni fatturati (c.d. "ageing"). Qualora emerga che la riduzione del merito creditizio dei principali locatari discende dalla sussistenza di rischi legali (quali l'eventuale assoggettamento dei principali locatari del FIA a procedure concorsuali, paraconcorsuali/liquidatorie o a procedimenti giudiziari), la SGR valuta le potenziali passività a carico degli stessi in caso di soccombenza.

Rischio tasso di interesse

Qualora l'eventuale indebitamento esponga il FIA ad un non trascurabile rischio di oscillazione dei tassi di interesse, la SGR adotta tecniche di copertura in strumenti finanziari derivati (sottoscrizione di contratti del tipo "Interest Rate Swap" e "Interest Rate Cap").

Rischio liquidità

Si osserva preliminarmente che il FIA è di tipo chiuso e che l'investimento tipico è quello immobiliare che, per sua natura, è non liquido. Con riferimento ai rischi di tesoreria consistenti nell'assenza, anche temporanea, di denaro sufficiente a far fronte alle obbligazioni di pagamento in capo al FIA, la situazione di cassa viene regolarmente monitorata attraverso analisi sia tendenziali che prospettiche sui flussi finanziari. Vengono inoltre effettuate prove di stress (c.d. "stress test") tenendo conto delle concrete caratteristiche e dell'operatività del singolo FIA in gestione (i.e. FIA a sviluppo, FIA «core» ecc...). In via generale, possono essere oggetto di stress test i seguenti dati: flussi derivanti da canoni locativi e da eventuale richiamo degli impegni, tempistica delle vendite, utilizzo dei finanziamenti ed eventuali ulteriori parametri rilevanti in base alle caratteristiche del singolo OICR in questione. Le analisi tengono conto anche dell'eventuale deterioramento nel merito creditizio dei principali quotisti e dei locatari, così come della possibile presenza di rischi legali e fiscali significativi.

Copertura Assicurativa

La SGR ha attivato polizze assicurative a copertura dei rischi sui fabbricati con Compagnie assicurative di elevato rating.

Si evidenzia che nell'ambito della struttura organizzativa della SGR è presente una funzione autonoma di gestione del rischio

**Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto****Sezione I - Criteri di valutazione**

Nella redazione della Relazione sono stati applicati i principi contabili accettati per i FIA immobiliari chiusi, i prospetti contabili ed i criteri di valutazione previsti dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, con particolare riferimento ai principi generali di prudenza e sostanziale costanza nel tempo dei criteri utilizzati. I criteri di valutazione sono di seguito riepilogati.

#### Partecipazioni di controllo in società immobiliari

Le partecipazioni di controllo in società immobiliari, sono iscritte al costo di acquisto inclusivo di eventuali oneri accessori e sono successivamente valutate ad un valore pari alla frazione di pertinenza del patrimonio netto rettificato della partecipata. Il patrimonio netto è determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari risultanti dall'ultimo bilancio approvato della partecipata i criteri di valutazione previsti per la valutazione dei beni immobili direttamente di proprietà del FIA. Le altre poste attive e passive del bilancio della partecipata non sono di norma oggetto di nuova valutazione. Le eventuali rivalutazioni o svalutazioni dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari determinano una variazione del patrimonio netto contabile della partecipata. Tale variazione, rispetto al patrimonio netto contabile è considerata al netto degli eventuali effetti fiscali. Ai fini valutativi sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti dalla data di approvazione del bilancio della partecipata e la data di valutazione.

#### Parti di O.I.C.R.

Le parti di OICR sono valutate sulla base dell'ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tener conto dei prezzi di mercato, nel caso in cui le parti siano ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato, o di eventuali elementi oggettivi di valutazione verificatisi dopo la determinazione del valore reso noto al pubblico, nel caso di OICR di tipo chiuso.

#### Beni immobili

Il valore degli immobili rispecchia le risultanze della relazione di stima redatta dagli Esperti Indipendenti ai sensi dell'art. 16, Titolo VI, del D.M. 05 marzo 2015, n.30, nonché di quanto previsto al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafi 2 ("Criteri di valutazione") e 4 ("Esperti Indipendenti") del Provvedimento.

Ciascun bene immobile detenuto dal FIA è oggetto di singola valutazione. Più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria; tale circostanza è opportunamente illustrata dagli amministratori nella relazione semestrale e nella relazione annuale di gestione del FIA.

Il valore corrente degli immobili è determinato in base alle loro caratteristiche intrinseche ed estrinseche e tenendo conto della loro redditività.

Sono caratteristiche di tipo intrinseco quelle attinenti alla materialità del bene (qualità della costruzione, stato di conservazione, ubicazione, ecc.), di tipo estrinseco quelle rivenienti da fattori esterni rispetto al bene, quali ad esempio la possibilità di destinazioni alternative rispetto a quella attuale, vincoli di varia natura e altri fattori esterni di tipo giuridico ed economico, quali ad esempio l'andamento attuale e prospettico del mercato immobiliare nel luogo di ubicazione dell'immobile.

Il valore corrente di un immobile indica il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali, cioè tali che:

- il venditore non sia indotto da circostanze attinenti alla sua situazione economico-finanziaria a dover necessariamente realizzare l'operazione;
- siano state espletate nel tempo ordinariamente richiesto le pratiche per commercializzare l'immobile, condurre le trattative e definire le condizioni del contratto;
- i termini dell'operazione riflettano le condizioni esistenti nel mercato immobiliare del luogo in cui il cespite è ubicato al momento della valutazione;
- l'acquirente non abbia per l'operazione uno specifico interesse legato a fattori non economicamente rilevanti per il mercato.

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

1. ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente;
2. facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa. Il tasso di attualizzazione va definito tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine a cui si applica una componente rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;
3. sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno. Per gli immobili dati in locazione con facoltà di acquisto, il valore corrente è determinato, per la durata del contratto, attualizzando i canoni di locazione ed il valore di riscatto dei cespiti, secondo il tasso del contratto eventualmente rettificato per tener conto del rischio di insolvenza della controparte.

Alternativamente, il valore dei cespiti è determinato sulla base del valore corrente all'atto in cui gli stessi sono concessi in locazione, ridotto della differenza maturata tra il valore corrente di cui sopra e il valore di riscatto alla conclusione della locazione. Per gli immobili in corso di costruzione, il valore corrente può essere determinato tenendo anche conto del valore corrente dell'area e dei costi sostenuti fino alla data della valutazione ovvero del valore corrente dell'immobile finito al netto delle spese che si dovranno sostenere per il completamento della costruzione.

Il valore corrente dell'immobile è determinato al netto delle imposte di trasferimento della proprietà del bene.

Il valore corrente dei diritti reali immobiliari è determinato applicando, per quanto compatibili, i criteri di cui al presente paragrafo.

In merito alla metodologia e ai criteri di valutazione utilizzati da parte dell'esperto indipendente del FIA e approvati dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 3 agosto 2016, si faccia riferimento a quanto esposto nell'estratto della valutazione di stima allegato alla Relazione.

#### Liquidità

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

#### Altre attività

Le altre attività sono state valutate in base al presumibile valore di realizzo.

I ratei e risconti attivi sono stati contabilizzati per garantire il rispetto del criterio della competenza temporale nella rilevazione delle poste di Conto Economico.

#### Altre passività

Le altre passività sono iscritti al loro valore nominale, rappresentativo del valore di presumibile estinzione. I ratei e risconti passivi sono stati contabilizzati per garantire il rispetto del criterio della competenza temporale nella rilevazione delle poste di Conto Economico.

### Costi e Ricavi

I costi e i ricavi sono contabilizzati in base al principio della competenza economica, dell'inerenza all'attività svolta dal FIA ed in base alle norme stabilite dal Regolamento del FIA.

## Sezione II – Le attività

### II.1 Strumenti finanziari non quotati

#### A1. Partecipazioni di controllo

##### A1.1 Tmall RE S.r.l.

Il FIA detiene l'intero capitale sociale della società Tmall RE S.r.l.; la partecipazione è detenuta da OPI dalla data di costituzione della stessa, come da rogito notarile redatto dall'Avv. Rita Abbate in data 27 gennaio 2016. La società ha sede legale in Milano Piazzale Cadoma 6. L'attività sociale consiste nell'acquisto, nella vendita, nella locazione di immobili con destinazione commerciale, gestione di aziende commerciali e di strutture ricettive, sia in forma diretta che indiretta, per tramite di contratti di affitto di azienda o rami d'azienda, attività di costruzione, valorizzazione, acquisto, alienazione e di gestione di immobili e/o diretti immobiliari reali. La società inoltre, nei limiti previsti dalle vigenti disposizioni di legge, può compiere operazioni commerciali, mobiliari, immobiliari e finanziarie aventi pertinenza con l'oggetto sociale, nonché svolgere ogni altra attività che sia utile al raggiungimento degli scopi sociali.

Si forniscono le informazioni relative alla sopracitata partecipazione.

#### A) Titoli relativi a partecipazioni non quotate nel portafoglio del FIA

TITOLI NEL PORTAFOGLIO DEL FIA	QUANTITA'	% DEL TOTALE TITOLI EMESSI	COSTO DI ACQUISTO	VALORE ALLA DATA DELLA RELAZIONE
1) titoli di capitale con diritto di voto	100.000	100%	2.100.000	2.082.758
2) titoli di capitale senza diritto di voto				
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente				
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente				
5) altri strumenti finanziari				

Il valore della partecipazione alla data del Relazione è determinata sulla base del valore del patrimonio netto della Tmall RE S.r.l. alla data del 30 giugno 2016.

B) Dati di bilancio di Tmall RE S.r.l.

DATI PATRIMONIALI	BILANCIO AL 30/06/2016
1) totale attività	3.898.881
2) partecipazioni	0
3) immobili	0
4) indebitamento a breve termine	1.816.123
5) indebitamento a medio lungo termine	
6) patrimonio netto	2.082.758

DATI REDDITUALI	BILANCIO AL 30/06/2016
1) fatturato	1.418.840
2) margine operativo lordo	42.403
3) risultato operativo	-42.403
4) saldo proventi/oneri finanziari	5
5) saldo proventi/oneri straordinari	0
6) risultato prima delle imposte	-42.398
7) imposte sul reddito d'esercizio	-25.156
8) utile (perdita) netto	-17.242
9) ammortamenti dell'esercizio	-69.034

C) Criteri e parametri per la valutazione

In riferimento ai criteri e parametri utilizzati per la valutazione si rimanda a quanto descritto nella Sezione I – “Criteri di valutazione”.

In data 22 luglio 2016 il Consiglio di Amministrazione di Tmall RE ha approvato il bilancio infrannuale al 30 giugno 2016, nel quale si evidenzia una perdita di Euro 17.242.

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti immobiliari detenuti

Tmall RE non è proprietaria di beni immobili e diritti reali immobiliari. La società è titolare di licenze commerciali per la gestione del centro commerciale. Il valore di iscrizione delle stesse nel bilancio della società è stata confermato dalla due diligence da KPMG.

## II.2 Strumenti finanziari quotati

### Aree Geografiche

La ripartizione degli strumenti finanziari per aree geografiche e la percentuale di essi sul valore del portafoglio titoli è la seguente:

AREE GEOGRAFICHE	CONTROVALORE	% SUL PORTAFOGLIO
Paesi U.E.	12.304.688	100,00%
<b>TOTALE</b>	<b>12.304.688</b>	<b>100,00%</b>

## Elenco analitico degli strumenti finanziari

CODICE ISIN	TITOLO	VALORE COMPLESSIVO	%
LU0229385769	PIONEER FD EC SH TER	6.130.925	4,29%
LU0363630616	ABSOLUTE RETURN CONT	6.173.763	4,30%
	<b>TOTALE STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>12.304.688</b>	<b>8,59%</b>
	<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>143.216.149</b>	

## Ripartizione degli strumenti finanziari quotati per Paese di residenza dell'emittente.

PAESE DI RESIDENZA DELL'EMITTENTE				
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli di debito:				
- di Stato				
- di altri enti pubblici				
- di banche				
- di altri				
Titoli di capitale:				
- con diritto di voto				
- con voto limitato				
- altri				
Parti di O.I.C.R.				
- OICVM		12.304.688		
- FIA aperti retail				
- altri (da specificare)				
TOTALI:				
- in valore assoluto		<b>12.304.688</b>		
- in percentuale del totale delle attività		<b>8,59%</b>		

## Ripartizione degli strumenti finanziari quotati per mercato di quotazione

MERCATO DI QUOTAZIONE				
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli quotati		12.304.688		
Titoli in attesa di quotazione				
TOTALI:				
- in valore assoluto		12.304.688		
- in percentuale del totale delle attività		8,59%		

## Movimenti del semestre

	CONTROVALORE ACQUISTI	CONTROVALORE VENDITE E RIMBORSI
Titoli di debito		
- Titoli di stato	4.801.933	(33.107.801)
- Altri		
Titoli di capitale		
Parti di OICR		(35.036.729)
TOTALE	<b>4.801.933</b>	<b>(68.144.530)</b>

## II.3 Strumenti finanziari derivati

Alla data del 30 giugno 2016 il FIA non detiene strumenti finanziari derivati.

## II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Di seguito si illustrano le informazioni riguardanti gli immobili di proprietà del FIA.

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Reddività dei beni locati				Costo storico	Ipotecche	Ulteriori informazioni
					Canone €/m <sup>2</sup> (*)	Tipo di contratto	Scadenza contratto	Locatario			
1	Bologna - Immobile Via de' Musei (Palazzo Salimbeni)	Commerciale / Residenziale	1926	2.200	379,9 €/ m <sup>2</sup>	Affitto multitenant	Varie	Multitenant	19.200.000	-	-
2	Bologna - Immobile Via de' Toschi (Palazzo Mainetti Sanmarchi)	Commerciale / Residenziale	1926	2.944	284,3 €/ m <sup>2</sup>	Affitto multitenant	Varie	Multitenant	21.800.000	-	-
3	Roma - Immobile Via Sicilia 194	Uffici	1956	2.576	255,7 €/ m <sup>2</sup>	Affitto	29/12/2022	Agenzia del Demanio	11.000.000	-	-
4	Bologna - Immobile Via Clavature 15	Commerciale	1926	1.041	345,4 €/ m <sup>2</sup>	Affitto	25/06/2024	Licia S.r.l.	6.000.000	-	-
5	Reggello - Via Panciatici 18 (ex Mall RE Invest)	Commerciale	2015	2.630	760,5 €/m <sup>2</sup>	Affitto	02/02/2028	TMall RE	34.146.740	-	-
6	Reggello - Via Aretina (ex The Castle)	Commerciale	2015	3.219	391,7 €/m <sup>2</sup>	Affitto	02/02/2028	TMall RE	20.610.260	-	-

(\*) Nella relativa colonna viene indicato il solo mq dedicato alla parte core, al netto dunque delle metrature per le quali si sta procedendo a vendita frazionata.

### Prospetto dei cespiti disinvestiti dal FIA dall'avvio dell'operatività al 30 giugno 2016

Cespiti disinvestiti	Quantità (mq)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati (c)	Oneri sostenuti (d)	Risultato dell'investimento (e) = (a)+(b)+(c)+(d)
		Data	Costo acquisto (a)		Data	Ricavo di vendita (b)			
Bologna - via Dè Toschi	698	30/07/14	1.700.189	(1.700.189)	31/10/14	3.500.000	26.593	6.144	1.820.260
Bologna - via Dè Toschi	64	30/07/14	314.252	(311.462)	13/10/15	190.000	13.765	14.074	(124.561)

### Informazioni sulla redditività dei beni immobili

FASCE DI SCADENZA DEL CONTRATTO DI LOCAZIONE	VALORE DEI BENI IMMOBILI AL 30/06/2016	LOCAZIONE NON FINANZIARIA (a)	LOCAZIONE FINANZIARIA (b)	IMPORTO TOTALE (a)+(b)	% SUL TOTALE CANONI
fino a 1 anno	0	0	0	0	0%
da oltre 1 fino a 3 anni	0	0	0	0	0%
da oltre 3 fino a 5 anni	36.400.000	917.121	0	917.121	35%
da oltre 5 fino a 7 anni	20.800.000	392.291	0	392.291	15%
da oltre 7 fino a 9 anni	0	0	0	0	0%
Oltre 9 anni	57.400.000	1.334.860	0	1.334.860	50%
<b>A) Totale beni immobili locati</b>	<b>114.600.000</b>	<b>2.644.272</b>	<b>0</b>	<b>2.644.272</b>	<b>100%</b>
<b>B) Totale beni immobili non locati</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
<b>Totale A+B</b>	<b>114.600.000</b>	<b>2.644.272</b>	<b>0</b>	<b>2.644.272</b>	<b>100%</b>

### II.5 Crediti

Il FIA non è titolare di Crediti al 30 giugno 2016.

### II.6 Depositi bancari

Il FIA non dispone al 30 giugno 2016 di depositi bancari.

**II.7 Altri beni**

Il FIA non dispone al 30 giugno 2016 di altri beni.

**II.8 Posizione netta di liquidità**

La presente voce esposta nella Relazione, per un totale di Euro 7.570.923, risulta interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile" come evidenziato nella seguente tabella.

IMPORTI	
<b>F1. Liquidità disponibile:</b>	
- c/c 26401 denominato in Euro	7.570.977
- c/c 104239690 denominato in Euro	(54)
<b>Totale liquidità disponibile</b>	<b>7.570.923</b>
<b>F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare:</b>	
- vendite di strumenti finanziari	
- vendite di divise estere	
- margini giornalieri da incassare	
<b>Totale liquidità da ricevere per operazioni da regolare</b>	
<b>F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare:</b>	
- acquisti di strumenti finanziari	
- acquisti di divise estere	
- margini giornalieri da liquidare	
<b>Totale liquidità impegnata per operazioni da regolare</b>	
<b>TOTALE POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>7.570.923</b>

**II.9 ALTRE ATTIVITÀ**

La presente voce, pari a Euro 6.657.780, è composta dalle sottovoci elencate nella tabella seguente.

	IMPORTI
<b>G1. Crediti per pct attivi e operazioni assimilate</b>	
<b>G2. Ratei e risconti attivi:</b>	<b>23.256</b>
- risconti polizze assicurative	10.476
- risconti attivi su imposte di registro	10.987
- risconti attivi su spese condominiali	1.476
- risconti attivi su spese pubblicitarie	317
<b>G3. Risparmio di imposta:</b>	<b>0</b>
<b>G4. Altre:</b>	<b>6.634.524</b>
- Credito verso Sgr per iva	4.556.832
- crediti v/clienti	2.046.947
- conguaglio commissioni di gestione	18.735
- Nota di credito da ricevere	6.704
- Fornitori c/anticipi	4.712
- fatture da emettere	576
- Altre attività	18
<b>TOTALE ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>6.657.780</b>

La voce "Credito verso SGR per IVA" di Euro 4.556.832 si riferisce al credito IVA sorto in seguito all'acquisto degli immobili di Regello, originariamente pari ad Euro 12.046.540, utilizzato dalla SGR mediante compensazione con altre imposte.

La voce "Crediti v/clienti", pari ad Euro 2.046.947, comprende il credito per Euro 1.628.529 per fatture emesse per canoni di affitto verso la partecipata Tmall RE. Tali fatture sono state incassate nel corso del mese di luglio.

### SEZIONE III – LE PASSIVITÀ

#### III.1 Finanziamenti ricevuti

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2016.

#### III.2 Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate

Alla data della Relazione il FIA non presenta operazioni pronti contro termine passivi e operazioni assimilate.

#### III.3 Strumenti finanziari derivati

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2016.

#### III.4 Debiti verso i partecipanti

Alla data della Relazione il FIA non presenta debiti verso i partecipanti.

#### III.5 Altre passività

La voce M "Altre passività" ammonta a complessivi Euro 338.756. La tabella riportata di seguito fornisce la composizione delle relative sottovoci.

	IMPORTI
<b>M1. Provvigioni e oneri maturati e non liquidati:</b>	
- Commissione di banca depositaria da liquidare	17.289
- Commissioni Custodia Titoli SGSS	500
<b>Totale provvigioni e oneri maturati e non liquidati</b>	<b>17.789</b>
<b>M2. Debiti di imposta:</b>	
- Debito Iva	23.009
- Debito per ritenuta d'acconto	460
<b>Totale debiti di imposta</b>	<b>23.469</b>
<b>M3. Ratei e Risconti passivi</b>	
- Risconto imposta di registro su canoni di locazione riscossi	1.059
- Rateo spese banca	742
- Rateo imposte di registro da versare	40
<b>Totale ratei e risconti passivi</b>	<b>1.841</b>
<b>M4. Altre</b>	
- Fatture da ricevere	157.849
- Debiti v/fornitori per prestazioni di servizi	57.890
- Caparre confirmatorie	50.000
- Comitato consultivo	29.898
- Clienti c/anticipi	20
<b>Totale altre</b>	<b>295.657</b>
<b>TOTALE ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>338.756</b>

#### Sezione IV – Il valore complessivo netto

Si illustrano di seguito le componenti che hanno determinato la variazione della consistenza del valore complessivo netto del FIA tra l'avvio dell'operatività e la data della Relazione.

## Prospetto delle variazioni del valore del FIA dall'avvio dell'operatività fino al 30 giugno 2016

	IMPORTO	IN % DEI VERSAMENTI EFFETTUATI
IMPORTO INIZIALE DEL FIA (quote emesse per prezzo di emissione)	144.365.000	100%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	(17.242)	
A3. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	(594.629)	-0,41%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	6.102.673	4,21%
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		
I. Oneri di gestione complessivi	(5.691.000)	-3,94%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	(1.287.409)	-0,89%
M. Imposte complessive		
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI		
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	(1.487.607)	-1,03%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 30/06/2016	142.877.393	98,97%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
<b>TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE</b>		<b>-0,43%</b>

**Sezione V – Altri dati patrimoniali***V.1 Impegni assunti dal FIA a fronte di strumenti finanziari derivati*

Alla data della presente Relazione non risultano in essere operazioni su strumenti finanziari derivati.

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

Torre non fa parte di alcun gruppo industriale o finanziario. Essa è soggetta al controllo congiunto di Fortezza RE S.à.r.l. e Unicredit S.p.A. sulla base di un patto parasociale tra le stesse. Torre SGR S.p.A. è partecipata al 62,5% da Fortezza RE S.à.r.l., società di diritto lussemburghese e, per il restante 37,5%, da Unicredit S.p.A.

Fortezza RE S.à.r.l. è partecipata da nove limited partnership che costituiscono altrettanti “comparti” del FIA Fortress Investment Fund III facente capo a Fortress Investment Group LLC, società quotata al New York Stock Exchange (NYSE) e gestore globale di FIA.

*V.3 Investimenti in valuta estera*

Il FIA non detiene attività o passività denominate in valute diverse dall'Euro o beni immobili situati in paesi diversi da quelli dell'Unione Monetaria Europea.

*V.4 Plusvalenze in sospensione di imposta*

Al 30 giugno 2016 non sono presenti plusvalenze in regime di sospensione di imposta ai sensi dell'art. 15, comma 2 della L. 86/1994.

*V.5 Garanzie ricevute*

Al 30 giugno 2016 il FIA ha ricevuto dai conduttori degli immobili fidejussioni per Euro 1.008.971.

*V.6 Ipoteche che incidono sugli immobili*

Al 30 giugno 2016 non insistono ipoteche sugli immobili del FIA.

**Parte C – Il risultato economico del semestre****Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari**

Il risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari è mostrato nella tabella seguente.

<b>RISULTATO COMPLESSIVO DELLE OPERAZIONI SU:</b>	<b>UTILE/PERDITA DA REALIZZI</b>	<b>DI CUI : PER VARIAZIONE DEI TASSI DI CAMBIO</b>	<b>PLUS/ MINUS</b>	<b>DI CUI : PER VARIAZIONE DEI TASSI DI CAMBIO</b>
<b>A. partecipazioni in società non quotate</b>				
1. Di controllo			(17.242)	
2. Non di controllo				
<b>B. Strumenti finanziari non quotati</b>				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di O.I.C.R.				
<b>C. Strumenti finanziari quotati</b>				
1. Titoli di debito	(746)			
2. Titoli di capitale				
3. Parti di O.I.C.R.	(418.107)		(146.021)	

Sottovoce A.1. Sono indicate le minusvalenze da valutazione relative alla partecipazione nella Tmall RE srl.

Sottovoce A.2. Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2016

Sottovoce A.3. E' indicato la perdita da realizzo derivante dagli strumenti finanziari quotati ceduti nel periodo allo scopo di poter effettuare l'investimento negli immobili siti in Reggello (FI), pari ad Euro 418.853, mentre le minusvalenze nette da valutazione sono pari ad Euro 146.021 e fanno riferimento ai titoli in portafoglio.

Sottovoce A.4. Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2016.

## Sezione II – Beni immobili

Il risultato economico della gestione del patrimonio immobiliare di Euro 4.228.537 è dettagliato nella seguente tabella.

RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO SU BENI IMMOBILI					
	IMMOBILI RESIDENZIALI	IMMOBILI COMMERCIALI*	IMMOBILI INDUSTRIALI	TERRENI	ALTRI
1. PROVENTI					
1.1 canoni di locazione non finanziaria		2.314.985			329.287
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi		40.918			
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI					
2.1 beni immobili					
2.2 diritti reali immobiliari					
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE					
3.1 beni immobili		3.402.824			
3.2 diritti reali immobiliari					
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI		(672.749)			(7.159)
5. AMMORTAMENTI					
6. IMU - TASI E ALTRE IMPOSTE INDIRECTE		(1.169.531)			(10.038)
<b>TOTALE</b>		<b>3.916.447</b>			<b>312.090</b>

\* In tale voce, relativamente agli immobili di Via Toschi e Via Musei, è compresa una porzione residenziale non prevalente.

## Sezione III – Crediti

Nel corso del semestre il FIA non ha detenuto crediti di alcuna natura.

## Sezione IV – Depositi bancari

Tale tipologia di investimento non è stata utilizzata nel corso del semestre.

## Sezione V – Altri Beni

Nel corso del semestre non si sono registrate componenti economiche afferenti a tale voce.

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

### VI.1 Risultato della gestione cambi

Nel corso del semestre non vi sono state operazioni che abbiano dato origine alla rilevazione di componenti reddituali relative alla gestione cambi.

### VI.2 Risultato delle operazioni pronti contro termine, prestito titoli ed assimilate

Nel corso del semestre non vi sono state operazioni che abbiano dato origine alla rilevazione di componenti reddituali relativi a operazioni di Pronti contro Termine e assimilati.

*VI.3 Interessi passivi su finanziamenti ricevuti*

Nessun elemento rientra in tale voce al 30 giugno 2016.

*VI.4 Altri oneri finanziari*

Nessun elemento rientra in tale voce al 30 giugno 2016.

**Sezione VII – Oneri di Gestione**

La voce "Oneri di gestione", pari a Euro 1.219.407 è costituita principalmente dalle seguenti componenti:

- ✓ sottovoce I1 "Provvigioni di gestione SGR" per complessivi Euro 1.037.334, che accoglie il costo a carico del FIA derivante dalle commissioni di gestione a favore della SGR calcolate con le modalità previste dal regolamento di gestione (cfr. art. 16.1 a) del Regolamento);
- ✓ sottovoce I5 "Altri Oneri di gestione" per un totale pari ad Euro 147.334, che è costituita prevalentemente dagli oneri per spese professionali e notarili sostenuti dal FIA nel corso del semestre.

## VII.1 Costi sostenuti nel semestre

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale attività'	% sul valore del finanziamento	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale attività'	% sul valore del finanziamento
1) Provvigioni di gestione - provvigioni di base	1.037	0,73%	0,72%					
2) Costi ricorrenti degli OICR in cui il Fondo investe	49	0,03%						
3) Compenso del depositario	18	0,01%	0,01%					
4) Spese di revisione del fondo	17	0,01%						
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo								
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	7	0,00%	0,00%					
7) Oneri di gestione degli immobili	1.769	1,24%						
8) Spese legali e giudiziarie	92	0,06%						
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	10	0,01%						
10) Altri oneri gravanti sul fondo - interessi pass. diversi - spese notarili - spese di avvio fondo - consulenze varie - oneri per quotazione fondo - commissione transazioni oicr - contributo vigilanza - spese varie	2 32 4	0,00% 0,02% 0,00%						
<b>COSTI RICORRENTI TOTALI (somma da 1 a 10)</b>	<b>3.037</b>	<b>2,14%</b>						
11) Provvigioni d'incentivo								
12) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari di cui: - su titoli azionari - su titoli di debito - altri OICR								
13) Oneri finanziari per debiti assunti dal fondo								
14) Oneri fiscali di pertinenza del fondo	91	0,06%						
<b>TOTALE SPESE (somma da 1 a 14)</b>	<b>3.128</b>	<b>2,20%</b>						

*Provvigioni di base*

La voce "provvigioni di base" si riferisce alla commissione di gestione (commissione fissa) e alla commissione variabile finale (commissione variabile) e sono calcolate come segue.

La commissione di gestione (di seguito, la "Commissione di Gestione") a favore della Società di Gestione pari all'1,50% su base annua pro rata temporis giornaliero del Valore Complessivo Netto del FIA, quale risulta dalla relazione di gestione annuale del FIA, al netto delle plusvalenze non realizzate rispetto al costo storico dei beni non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. La Commissione di Gestione viene calcolata in via provvisoria all'inizio dell'esercizio di riferimento sulla base del Valore Complessivo Netto del FIA risultante dalla più recente relazione di gestione annuale del FIA e viene corrisposta alla Società di Gestione con cadenza mensile, con valuta ultimo giorno lavorativo di ciascun mese, a partire dal mese in cui si procede al

richiamo degli impegni, nella misura di 1/12 dell'importo annuo spettante. Alla data di approvazione della relazione di gestione annuale dell'esercizio di riferimento si determina, sulla base del Valore

Complessivo Netto del FIA risultante da detta relazione, il compenso da corrispondere in via provvisoria per l'anno seguente ed il conguaglio rispetto agli importi erogati allo stesso titolo nel corso dell'esercizio di riferimento: le somme dovute alla SGR sono prelevate dal patrimonio del FIA; le somme dovute dalla SGR sono trattenute dalle rate successive della Commissione di Gestione, sino a concorrenza dell'importo da restituire. Per il primo esercizio del FIA, il compenso è pari all'1,50% del valore nominale complessivo delle quote in circolazione al termine del richiamo degli impegni di cui all'articolo 27, salvo conguaglio successivo; la Commissione di Gestione è dovuta sino alla chiusura della procedura di liquidazione del FIA di cui all'articolo 32. Fermo restando che nel caso di investimento in parti di OICR promossi o gestiti dalla stessa SGR o da altre SGR del gruppo di appartenenza (di seguito "OICR Collegati") non sono a carico del FIA eventuali commissioni di sottoscrizione e rimborso, dal compenso della SGR è dedotta la remunerazione complessiva che il gestore degli OICR Collegati percepisce pro rata temporis giornaliero (provvigione di gestione, provvigione di incentivo, ecc.) in conformità alle disposizioni normative pro tempore vigenti;

### *VII.2 Provvigioni di incentivo*

La provvigione di incentivo o commissione variabile a favore della Società di Gestione, corrisposta alla SGR all'atto della liquidazione del FIA (di seguito, la "Commissione Variabile Finale"), così calcolata:

(1) si calcola la somma (il cui risultato è di seguito definito il "Risultato Complessivo del FIA"):

(i) dell'ammontare dell'attivo netto del FIA liquidato e (ii) dei Proventi distribuiti ai sensi dell'articolo 15 e dei rimborsi parziali di Quote a fronte di disinvestimenti effettuati ai sensi dell'articolo 28; tali voci vengono capitalizzate secondo il regime di capitalizzazione composta su base annuale ad un tasso pari al 5% (cinque per cento), che esprime il tasso interno di rendimento obiettivo del FIA, dalla data di pagamento di ciascuna di tali somme alla data di liquidazione del FIA;

(2) si calcola il "Valore Iniziale del FIA" pari alla somma di tutti gli importi versati dai Partecipanti capitalizzati secondo il regime di capitalizzazione composta su base annuale ad un tasso pari al 5% (cinque per cento), che esprime il tasso interno di rendimento obiettivo del FIA, fra la data di esecuzione dei versamenti e la data della delibera di liquidazione del FIA;

(3) si calcola la differenza tra il Risultato Complessivo del FIA ed il Valore Iniziale del FIA, capitalizzato ai sensi del precedente punto (2) (di seguito, il "Rendimento Complessivo in Eccesso");

(4) la SGR ha diritto a percepire un ammontare pari al 15% (quindici per cento) del Rendimento Complessivo in Eccesso;

### *VII.3 Remunerazioni*

Al 31 dicembre 2015, ultimo dato consuntivo disponibile, la componente fissa del personale, composto da n. 35 persone compreso l'amministratore delegato, ammontava ad Euro 1.842.810; la componente variabile erogata nel mese di aprile 2016 a valere sull'esercizio 2015 è ammontata a complessivi Euro 360.000 a favore di n. 28 beneficiari. Il totale della retribuzione è risultata quindi di Euro 2.202.810.

La retribuzione complessiva del personale, comprensiva sia della componente fissa sia di quella variabile, il cui operato ha impattato in misura significativa sul profilo di rischio del FIA nell'anno 2015 è risultata pari ad Euro 898.219, di cui Euro 700.931 relativa all'alta dirigenza (Amministratore Delegato, Chief Financial Officer, Fund Manager e Responsabile degli Investimenti) ed Euro 197.298 ad altro personale.

La retribuzione complessiva del personale coinvolto nella gestione del FIA esclusa quella di cui al punto precedente e degli appartenenti alle funzioni di controllo, è risultata nel 2015 pari ad Euro 424.126, di cui Euro 373.521 per la componente fissa ed Euro 90.605 per la componente variabile.

La remunerazione complessiva del personale del gestore, pari ad Euro 2.202.810 nell'anno 2015, è stata allocata secondo l'impegno di ciascuno a favore dei n. 12 FIA/comparti di FIA gestiti; in particolare la percentuale attribuibile ad OPI è risultata del 9,1%.

Il FIA non corrisponde alcun carried interest.

### Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

La voce si compone come di seguito esposto.

ALTRI RICAVI ED ONERI	IMPORTI
<b>L1. Interessi attivi su disponibilità liquide</b>	<b>0</b>
<b>L2. Altri ricavi</b>	
- Sopravvenienze attive	9.042
<b>Totale altri ricavi</b>	<b>9.042</b>
<b>L3. Altri oneri</b>	
- Iva Indetraibile	(863.031)
- Sopravvenienze passive	(126.866)
<b>Totale altri oneri</b>	<b>(989.897)</b>
<b>Totale altri ricavi e oneri</b>	<b>(980.855)</b>

La voce "sopravvenienze passive" si riferisce per Euro 113.360 allo stralcio di crediti vantati dal FIA verso il conduttore dell'immobile di Via Clavature "Borbonese S.p.A.", relativi agli anni 2014 e 2015. Per quanto riguarda l'iva indetraibile essa è la risultante del calcolo del pro-rata effettuato a fine esercizio ai sensi dell'art 19-bis del DPR 633/1972.

### Sezione IX– Imposte

#### Regime tributario del FIA

##### *Imposte sui redditi*

Dal 1 gennaio 2004, in seguito alle modifiche al regime tributario introdotte dagli art. 31 e 41-bis del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, i FIA immobiliari non sono soggetti alle imposte sui redditi ed all'IRAP.

Ai FIA immobiliari non si applicano inoltre le ritenute previste sugli interessi dei depositi e conti correnti bancari e postali, sulle operazioni di riporto, pronti contro termine e prestito titoli, sui dividendi e sugli altri redditi di capitale, quali interessi su obbligazioni.

##### *Imposte indirette e I.V.A.*

Ai sensi dell'art. 8 del D.L. 351/2001, la SGR è soggetto passivo I.V.A. relativamente alle cessioni di beni e alle prestazioni di servizi attinenti alle operazioni del FIA. La determinazione e la liquidazione dell'imposta avviene separatamente rispetto a quella dovuta per

l'attività della SGR, mentre il versamento viene effettuato cumulativamente per la SGR e i FIA dalla stessa gestiti. Il suddetto art. 8 prevede, inoltre, alcune agevolazioni in relazione ai crediti I.V.A. generatisi in capo al FIA.

La conversione in legge del D.L.g.s n.223/06, ha introdotto diverse modifiche al meccanismo di imposizione indiretta relativa alle operazioni di compravendita e locazione (anche finanziaria) di immobili, applicabili anche ai FIA immobiliari.

In via generale, la nuova *ratio* consiste nell'applicazione di un regime di esenzione, fatte salve particolari ipotesi in cui è obbligatorio applicare l'imposta sul valore aggiunto con le aliquote di legge ed altre in cui è lasciata la facoltà, al soggetto attivo, di esercitare o meno l'opzione per l'applicazione del tributo. Restano comunque applicabili in tutti i casi di cessione e/o locazione di immobili le imposte di registro in misura fissa e/o proporzionali, indipendentemente dal regime I.V.A. applicato.

Il c.d. "Decreto Sviluppo" (decreto legge n.83/2012 – di seguito "Decreto") entrato in vigore il 26 giugno 2012 e convertito con legge il 7 agosto 2012 ha, *inter alia*, riformato il regime IVA delle locazioni e delle cessioni immobiliari (novellando l'art.10, comma 1, n.8, 8 bis e 8 *ter* del DPR n.633/1972). Per quanto concerne più specificamente le locazioni di fabbricati strumentali, le nuove norme hanno previsto la possibilità generalizzata di assoggettare ad IVA i relativi canoni mediante opzione espressamente manifestata nel contratto di locazione. In assenza di tale opzione, la locazione di fabbricati strumentali è sempre esente IVA.

Il Decreto ha altresì esteso l'applicazione di tale regime fiscale (ossia di "esenzione IVA" fatta salva l'espressa opzione per l'IVA in contratto) anche alle locazioni di fabbricati abitativi effettuate dalle imprese costruttrici / ristrutturatrici ed alle locazioni di fabbricati abitativi destinati ad alloggi sociali.

Tra le altre novità di rilievo introdotte dal Decreto in tema di fiscalità immobiliare devono inoltre ricordarsi:

- ✓ il regime di imponibilità IVA su opzione applicabile alle cessioni di fabbricati abitativi effettuate dall'impresa costruttrice (o ristrutturatrice) dopo 5 anni dall'ultimazione dei lavori<sup>3</sup>; qualora l'acquirente sia soggetto IVA, l'applicazione dell'IVA avviene, in tali circostanze, con il meccanismo del c.d. *reverse charge*;
- ✓ il regime di imponibilità IVA (non *ex lege* ma su opzione) applicabile alle cessioni di fabbricati strumentali effettuati da imprese (diverse dall'impresa costruttrice / ristrutturatrice); in caso di opzione, l'applicazione dell'IVA avviene con il meccanismo del c.d. *reverse charge*.

#### Conferimenti

Alle plusvalenze realizzate all'atto di conferimento (apporto) di immobili ai FIA immobiliari può applicarsi, in luogo della tassazione ordinaria, un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP con l'aliquota del 20%.

#### Tassazione dei partecipanti

Sui proventi di cui all'art 44, comma 1, lettera g) del testo unico delle imposte sui redditi, derivanti dalla partecipazione ai FIA immobiliari, la SGR (o l'intermediario qualora le quote siano immesse in un sistema di deposito accentrato) opera una ritenuta del 26<sup>4</sup> per cento (aliquota elevata dal decreto legge n. 112/2008).

<sup>3</sup> Fino al 26 giugno u.s., tali cessioni erano *ex lege* esenti IVA

<sup>4</sup> Si segnala che, per effetto delle modifiche apportate dall'art. 3, comma 12, del decreto legge 66/2014, convertito nella legge 89/2014, l'aliquota del 26% si applica (in luogo della previgente misura del 20%) a decorrere dal 1° luglio 2014.

In particolare, come chiarito dall'Agenzia delle Entrate con la Circolare n. 19/E del 27 giugno 2014, la misura della nuova aliquota si applica:

- "sulla parte dei proventi distribuiti in costanza di partecipazione all'organismo di investimento dal 1° luglio 2014. A tal fine, rileva la data di messa in pagamento dei proventi a prescindere dalla data della delibera di distribuzione";
- "sui proventi di ogni tipo realizzati a decorrere dal 1° luglio 2014 in sede di rimborso, cessione o liquidazione delle quote o azioni. In tal senso, detti proventi si considerano realizzati alla data di regolamento dell'operazione".

Sono pertanto ritenuti imponibili ai fini della ritenuta:

- l'ammontare dei proventi distribuiti riferibili a ciascun quota risultanti dai prospetti periodici redatti dalla SGR;
- la differenza tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote e il costo di sottoscrizione o acquisto documentato dal partecipante.

La ritenuta è a titolo di acconto per i percipienti che esercitano attività d'impresa, mentre è a titolo d'imposta per gli altri soggetti.

Essa non è operata sui proventi percepiti dai FIA di previdenza complementare e dagli OICR istituiti in Italia, inoltre su quelli percepiti dagli stessi soggetti esteri istituiti e residenti in Paesi che consentano un adeguato scambio di informazioni (i cosiddetti Paesi "white list").

A seguito dell'emanazione del decreto legge n. 78/2010 si è ristretto il novero dei soggetti esteri esentati dall'applicazione della ritenuta; precedentemente infatti l'esenzione era estesa a tutti i soggetti residenti in Paesi "white list".

Ai redditi conseguiti attraverso la negoziazione delle quote si applica l'ordinario regime fiscale previsto dall'art. 67, comma 1, lettera c -ter) del TUIR, ovvero un'imposta sostitutiva del 26,00% sul capital gain a decorrere dal 1 gennaio 2012.

Per le altre novità fiscali riguardanti i FIA immobiliari introdotte dall'art. 32 del decreto legge n. 78/2010 si evidenzia quanto segue:

1. la modifica del regime di tassazione, ai fini delle imposte dirette, dei partecipanti ai FIA immobiliari in funzione della loro natura e dell'entità della partecipazione dai medesimi detenuta. In particolare, mantengono l'attuale regime di tassazione, a prescindere dalla quota di partecipazione, i seguenti "soggetti istituzionali": lo Stato e gli enti pubblici, gli OICR, le forme di previdenza complementare ed enti di previdenza obbligatoria, le imprese di assicurazione limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche, gli intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale residenti e costituiti all'estero in paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni volto ad individuare i beneficiari effettivi del reddito sempreché inclusi nella "white list" nonché gli enti che perseguano le finalità previste dalle legge sulle fondazioni bancarie, le società residenti che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche, le società o i veicoli contrattuali partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti appena indicati;
2. il mantenimento dell'attuale regime di tassazione anche per i partecipanti "non istituzionali" che detengano una partecipazione inferiore al 5% nel FIA;
3. l'introduzione a decorrere dal periodo di imposta 2011 della modalità di tassazione "per trasparenza" e, quindi, a prescindere dalla percezione dei proventi, per i soggetti diversi da quelli indicati al punto 2 che detengano una partecipazione, diretta o indiretta, superiore al 5% del patrimonio del FIA, calcolata tenendo conto anche dei familiari e dei rapporti di correlazione;
4. la tassazione con aliquota del 26% dei proventi percepiti da soggetti non residenti, diversi da quelli indicati al punto 2, che detengano una partecipazione superiore al 5% del patrimonio del FIA, restando salva la possibilità di applicare un'aliquota ridotta sulla base delle Convenzioni contro le doppie imposizioni stipulate dall'Italia con altri paesi;

---

Inoltre, sulla base del regime transitorio contenuto nel medesimo comma 12 dell'art. 3 del decreto, sui proventi realizzati a decorrere dal 1° luglio 2014, se riferibili ad importi maturati fino al 30 giugno 2014, continua ad applicarsi l'aliquota nella misura del 20 per cento. Il regime transitorio si applica sia ai redditi di capitale che ai redditi diversi di natura finanziaria.

La Circolare ha chiarito tuttavia che la distribuzione dei proventi periodici non usufruisce del regime transitorio (rileva unicamente la data di messa in pagamento, cosicché si applica la ritenuta nella misura del 26% sull'intero ammontare dei proventi la cui data di messa in pagamento risulta successiva al 30 giugno 2014), che trova applicazione pertanto in caso di realizzo di un provento (reddito di capitale o plusvalenza) in sede di rimborso, cessione o liquidazione delle quote o azioni.

Ai fini dell'individuazione dei proventi maturati al 30 giugno 2014, cui è riconosciuta l'applicazione dell'aliquota del 20 per cento, occorre verificare la riconducibilità degli stessi al numero delle quote o azioni possedute a tale data, secondo i criteri forniti dalla medesima Circolare.

5. l'obbligo per i partecipanti di attestare alla società di gestione del FIA, o all'intermediario abilitato nel caso di FIA quotati, la percentuale di possesso delle quote alla data di chiusura di ciascun periodo d'imposta.

#### Imposta di bollo

Stante quanto disposto dall'art.13 comma 2-ter del D.P.R. n.642/1972, e dal decreto ministeriale del 24 maggio 2012 attuativo della riforma operata in materia dal decreto legge 201/2011 e successive modificazioni e integrazioni<sup>5</sup>, va ricordato che le comunicazioni periodiche alla clientela<sup>6</sup> relative a prodotti finanziari (ivi incluse quelle relative a quote di FIA immobiliari) sono generalmente soggette ad imposta di bollo.

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

**Le informazioni sopra riportate relative alle imposte costituiscono una mera sintesi della normativa vigente alla data di redazione della Relazione, che non impegna Torre SGR.**

### Parte D – Altre informazioni

**Informazioni relative agli incarichi affidati agli Esperti Indipendenti, ai sensi del paragrafo 4, della comunicazione congiunta Banca d'Italia – Consob, relativa al processo di valutazione dei beni immobili dei FIA del 25 agosto 2010.**

#### a) Incarichi assegnati all'Esperto Indipendente sulla base delle cui valutazioni è stato redatto il Relazione

Di seguito, si indicano gli incarichi conferiti dalla SGR all'Esperto Indipendente del FIA, Scenari Immobiliari - Istituto Indipendente di Studi e Ricerche.

DATA DI CONFERIMENTO DELL'INCARICO	DATA PRIMA VALUTAZIONE	DURATA DEL CONTRATTO	CORRISPETTIVO
19/05/2014	giu-14	Tre anni dalla prima valutazione	Prima valutazione € 1.800 ad immobile
			Relazione semestrale al 30.06 e al 31.12 € 750 ad immobile
			Giudizio di congruità in caso di cessione € 1.000 ad immobile

Nella tabella che segue si evidenziano ulteriori incarichi conferiti all'Esperto Indipendente dalla SGR:

<sup>5</sup> L'Agenzia delle Entrate ha recentemente fornito, con la Circolare n.48 del 21 dicembre 2012, alcuni chiarimenti per la corretta applicazione delle nuove disposizioni normative in materia di imposta di bollo.

<sup>6</sup> Ai sensi dell'art.1 comma 1, lett.b) del sopra citato decreto ministeriale del 24 maggio 2012, per la nozione di "cliente" occorre far riferimento alla definizione contenuta nel Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 9 febbraio 2011 n.38 (in materia di "Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti") che è stato successivamente sostituito da un nuovo Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia pubblicato in data 20 giugno 2012.

FIA	DATA DI CONFERIMENTO DELL'INCARICO	DATA PRIMA VALUTAZIONE	DURATA DEL CONTRATTO
Unicredito Uno Immobiliare	30/10/2015	dic-15	Tre anni dalla prima valutazione
Torre RE Fund III	19/05/2014	lug-14	Tre anni dalla prima valutazione

**b) Presidi organizzativi e procedurali adottati dalla SGR per garantire il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli Esperti Indipendenti**

Le relazioni di stima dell'Esperto Indipendente, sulle quali si basa la Relazione ai fini della indicazione del valore degli immobili del FIA, sono redatte sulla base dei criteri di valutazione definiti dalla SGR in conformità a quanto previsto dal Titolo V, Capitolo 4, paragrafo 2.5 Sezione II del Regolamento Bdl, su proposta motivata dell'Esperto Indipendente.

Al fine di garantire il rispetto dei criteri di valutazione definiti dalla SGR da parte dell'Esperto Indipendente, il CdA verifica la corretta applicazione dei criteri, sulla base delle informazioni rese dalla funzione Evaluation dal Risk Manager, e qualora emergano profili di criticità, provvede a richiedere una nuova valutazione coerente con i criteri di valutazione definiti.

Laddove, con riferimento alla valutazione di uno o più asset del FIA, l'Esperto Indipendente ravvisi l'opportunità di avvalersi di criteri differenti da quelli definiti dal CdA, lo stesso provvede a darne notizia alla SGR, motivando la scelta e documentando adeguatamente la risultante valutazione degli asset, in modo da consentire una oggettiva verifica da parte della SGR. Il Cda, sulla base delle informazioni fornite dalla funzione Evaluation e dal risk manager, provvederà a valutare l'opportunità di accettare tale valutazione ovvero di richiedere la revisione della medesima.

La SGR ha di recente aggiornato la propria procedura relativa al processo di valutazione dei beni immobili detenuti dai FIA al fine di disciplinare:

- le modalità di scelta degli Esperti Indipendenti e di determinazione del compenso;
- le cautele per identificare e gestire situazioni di conflitto di interessi afferenti agli Esperti Indipendenti, potenzialmente derivanti, in particolare, dall'affidamento agli esperti indipendenti di incarichi ulteriori e non strettamente correlati a quello di valutazione;
- le modalità di coordinamento ed i flussi informativi e documentali tra la SGR e gli Esperti Indipendenti;
- la specificazione dei ruoli e delle responsabilità dei singoli organi e funzioni aziendali delle SGR con riferimento alle relazioni di stima degli Esperti Indipendenti;
- il contenuto minimo dei contratti aventi ad oggetto il conferimento dell'incarico di Esperto Indipendente.

Detta procedura è stata elaborata, tra l'altro, tenuto conto della normativa e degli indirizzi di vigilanza vigenti, e recepisce i principali contenuti delle Linee Guida di Assogestioni relative al rapporto tra le SGR e gli Esperti Indipendenti nell'attività di valutazione di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, diffuse in data 27 maggio 2010 e trasmesse alla Banca d'Italia ed alla Consob.

Per il Consiglio di Amministrazione  
L'Amministratore Delegato  
Avvocato Fausto Sinagra

Roma, 3 agosto 2016

## Allegato

---

ESTRATTO DELLA RELAZIONE DI STIMA DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

---

**SCENARI IMMOBILIARI®**

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE



**RELAZIONE DI STIMA**

**PATRIMONIO IMMOBILIARE DEL**

**“FONDO OPPORTUNITA’**

**ITALIA”**

**ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2016**

**LUGLIO 2016**

## Indice

---

1. Premessa .....	2
2. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione.....	3
3. Andamento del mercato immobiliare nel 2015 .....	5
4. Metodologia utilizzata nelle valutazioni dei beni .....	20
5. Documentazione utilizzata e verifiche effettuate sugli immobili .....	24
6. Assunzioni, limiti e caratteristiche della presente relazione .....	25
7. Conclusioni.....	26

## ALLEGATI - DOCUMENTO DI VALUTAZIONE

---

- *Bologna, via De' Musei – isolato 1 porzione commerciale*
- *Bologna, via De' Musei – isolato 1 porzione residenziale*
- *Bologna, via De' Toschi – isolato 2 porzione commerciale*
- *Bologna, via De' Toschi – isolato 2 porzione residenziale*
- *Bologna via Clavature, 15*
- *Roma via Sicilia 194*
- *Reggello, spazi nel mall commerciale The Mall, provenienza The Castle*
- *Reggello, spazi nel mall commerciale The Mall, provenienza Mall Re*

Spettabile  
**Torre SGR**  
Via Mario Carucci, 131  
00143 - Roma

Milano, luglio 2016

## **1. Premessa**

In relazione all'incarico ricevuto, *Scenari Immobiliari* ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni atte a determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 30 giugno 2016, dei seguenti asset, rientranti nel perimetro del patrimonio del Fondo Immobiliare "OPPORTUNITA' ITALIA":

- *Bologna, via De' Musei – isolato 1 porzione commerciale*
- *Bologna, via De' Musei – isolato 1 porzione residenziale*
- *Bologna, via De' Toschi – isolato 2 porzione commerciale*
- *Bologna, via De' Toschi – isolato 2 porzione residenziale*
- *Bologna via Clavature, 15*
- *Roma via Sicilia 194*
- *Reggello, spazi nel mall commerciale The Mall, provenienza The Castle*
- *Reggello, spazi nel mall commerciale The Mall, provenienza Mall Re*

Trattasi di Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso.

Modalità di investimento del Fondo: 100% equity.

Nella seguente tabella vengono riportati le date di acquisto degli immobili del Fondo e i relativi valori di acquisizione.

N.	Comune	Indirizzo	Destinazione d'uso	Data di acquisto	Prezzo di acquisto	Proprietà del bene
1	Bologna	isolato 1 via Musei -porzione commerciale	commerciale	30/07/2014	19.200.000,00	piena proprietà
2	Bologna	isolato 1 via Musei -porzione residenziale	residenziale	30/07/2014		piena proprietà
3	Bologna	isolato 2 via De' Toschi -porzione commerciale	commerciale	30/07/2014	21.800.000,00	piena proprietà
4	Bologna	isolato 2 via De' Toschi -porzione residenziale	residenziale	30/07/2014		piena proprietà
5	Bologna	via Clavature, 15	commerciale	26/06/2015	6.000.000,00	piena proprietà
6	Roma	via Sicilia, 194	uffici	08/05/2015	11.000.000,00	piena proprietà
7	Reggello	via F. Panciatici n. 20	retail	03/02/2016	56.000.000,00	piena proprietà
8	Reggello	via F. Panciatici n. 20	retail	03/02/2016		piena proprietà

## 2.

### 3. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione

Per la stima del valore corrente di mercato degli immobili oggetto della presente relazione, Scenari Immobiliari ha adottato metodi e principi di generale accettazione, rispondenti alle direttive contenute nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Punto 2.5 del Regolamento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, riferiti, nella fattispecie, ad immobili detenuti da Fondi Immobiliari ma, nella prassi valutativa, applicati anche ad immobili di proprietà di persone fisiche e giuridiche. Tale articolo recita:

#### 2.5 Beni immobili

*Ciascun bene immobile detenuto dal fondo è oggetto di singola valutazione. Più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria; tale circostanza è opportunamente illustrata dagli amministratori nella relazione semestrale e nel rendiconto di gestione del fondo.*

*Il valore corrente degli immobili è determinato in base alle loro caratteristiche intrinseche ed estrinseche e tenendo conto della loro redditività.*

*Sono caratteristiche di tipo intrinseco quelle attinenti alla materialità del bene (qualità della costruzione, stato di conservazione, ubicazione, ecc.), di tipo estrinseco quelle rivenienti da fattori esterni rispetto al bene, quali ad esempio la possibilità di destinazioni alternative rispetto a quella attuale, vincoli di varia natura e altri fattori esterni di tipo giuridico ed economico, quali ad esempio l'andamento attuale e prospettico del mercato immobiliare nel luogo di ubicazione dell'immobile.*

*Il valore corrente di un immobile indica il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali, cioè tali che:*

- *il venditore non sia indotto da circostanze attinenti alla sua situazione economico-finanziaria a dover necessariamente realizzare l'operazione;*
- *siano state espletate nel tempo ordinariamente richiesto le pratiche per commercializzare l'immobile, condotte le trattative e definite le condizioni del contratto;*
- *i termini dell'operazione riflettano le condizioni esistenti nel mercato immobiliare del luogo in cui il cespite è ubicato al momento della valutazione;*

- *l'acquirente non abbia per l'operazione uno specifico interesse legato a fattori non economicamente rilevanti per il mercato.*

*Il valore corrente degli immobili può essere determinato:*

- 1. ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente;*
- 2. facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa. Il tasso di attualizzazione va definito tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine a cui si applica una componente di rettifica in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;*
- 3. sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno.*

*Per gli immobili dati in locazione con facoltà di acquisto, il valore corrente può essere determinato, per la durata del contratto, attualizzando i canoni di locazione e il valore di riscatto dei cespiti, secondo il tasso del contratto eventualmente rettificato per tener conto del rischio di insolvenza della controparte. Alternativamente, il valore dei cespiti è determinato sulla base del valore corrente all'atto in cui gli stessi sono concessi in locazione, ridotto della differenza maturata tra il valore corrente di cui sopra e il valore di riscatto alla conclusione della locazione.*

*Per gli immobili in corso di costruzione, il valore corrente può essere determinato tenendo anche conto del valore corrente dell'area e dei costi sostenuti fino alla data della valutazione ovvero del valore corrente dell'immobile finito al netto delle spese che si dovranno sostenere per il completamento della costruzione.*

*Il valore corrente dell'immobile è determinato al netto delle imposte di trasferimento della proprietà del bene.*

*Il valore corrente dei diritti reali immobiliari è determinato applicando, per quanto compatibili, i criteri di cui al presente paragrafo.*

*Le operazioni di leasing immobiliare aventi natura finanziaria sono rilevate e valutate applicando il c.d. "metodo finanziario".*

## 5. Metodologia utilizzata nelle valutazioni dei beni

### Per gli immobili di Bologna isolato 1 e isolato 2 porzione residenziale

Nel caso di aree edificabili e progetti di sviluppo e di riqualificazione, il valore di mercato può essere determinato tenendo conto dei flussi di cassa generati dalla futura vendita degli spazi realizzati e dai relativi costi di realizzazione. Particolare importanza assume sia la stima dei tempi necessari alla realizzazione sia la determinazione di un'adeguata fase di commercializzazione degli spazi.

I flussi di cassa determinati saranno attualizzati ad un tasso di attualizzazione in linea con il profilo di rischio insito nell'investimento immobiliare.

La condizione di fondo per l'applicabilità di tale criterio è che il bene immobiliare possa essere considerato come un bene di investimento permettendo così di riferirsi nella valutazione ai principi di razionalità economica e di anticipazione dei benefici attesi.

L'utilizzo di questo metodo è ritenuto corretto quando è possibile definire, su un idoneo arco temporale, i benefici economici attesi in termini di flussi di cassa e la rischiosità associata agli stessi.

### Metodo della trasformazione

Si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa (Discounted Cash Flow, o DCF), positivi e negativi, generabili da un'operazione immobiliare in un periodo che copre tutte le fasi dell'intervento: dall'inizio della costruzione alla fine della commercializzazione.

Alla base di questo criterio è il concetto che un promotore immobiliare è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche e di localizzazione del bene, le quali influenzano il grado di rischio dell'operazione immobiliare.

Per l'applicazione del DCF è necessaria la costruzione di un modello che descriva l'operazione immobiliare.

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono:

1. costruzione della distribuzione dei flussi di cassa attesi
2. determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione

Per l'elaborazione di questa analisi è necessario conoscere i fattori che compongono la tabella del DCF, quali:

-ricavi, ottenibili dalla vendita del prodotto finito

-costi suddivisi tra quelli di costruzione, spese generali, costi di commercializzazione e management, oneri amministrativi.

Riguardo al modello DCF, è necessario sottolineare che in esso si ipotizza una distribuzione temporale delle fasi di costruzione e commercializzazione in funzione delle destinazioni d'uso.

Nel modello DCF non viene considerato l'aspetto fiscale, come da prassi.

Una volta definito il modello sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà determinato mediante attualizzazione dei flussi di cassa sulla base di un tasso che viene individuato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

I flussi di cassa sono attualizzati ad un tasso nominale, ipotizzando una struttura finanziaria composta in parte da mezzi propri (equity) e in parte da mezzi di terzi.

Per la parte equity, il tasso viene determinato dalla composizione di quattro distinti fattori:

- il rendimento al lordo delle imposte per investimenti privi di rischio (titoli di Stato), simbolizzato  $R_{free}$ ;
- l'inflazione attesa;
- rischio sistema o illiquidità;
- il premio legato al rischio specifico.

Per la parte di debito, il tasso viene determinato dalla composizione di due distinti fattori:

- Euribor 6 mesi;
- Spread.

## Metodo sintetico-comparativo o di comparazione delle vendite

Questo metodo si basa sul principio che nessun acquirente razionale è disposto a pagare un prezzo superiore al costo di acquisto di proprietà simili che abbiano lo stesso grado di utilità. Le condizioni di applicabilità di questo metodo sono legate alla quantità e qualità di informazioni di mercato disponibili, in grado di permettere la costruzione di un significativo campione di transazioni comparabili.

Tre sono le fasi del processo che portano alla determinazione del valore: raccolta delle informazioni, identificazione delle unità comparabili e analisi degli elementi di comparazione, definizione e impiego dei parametri di aggiustamento. La prima fase corrisponde alla raccolta delle comparazioni. Nella seconda fase è necessario far emergere dagli immobili usati come paragone gli elementi oggettivi di similitudine: destinazione d'uso, caratteristiche fisiche, localizzazione, ecc. L'ultima fase del processo corrisponde alla scelta di adeguati parametri di aggiustamento.

Su ciascuna transazione utilizzata come elemento di comparazione è stato effettuato un processo di aggiustamento in modo tale da ottenere dati omogenei, quindi perfettamente comparabili. I dati relativi alle singole transazioni vengono opportunamente rettificati per tener conto di tutti quegli elementi in grado di giustificare una differenza di prezzo. Tra gli elementi che si possono prendere in esame, ci sono: ubicazione, dimensione, situazione edile e disponibilità parcheggi/accessibilità. Ciascuna di queste voci è esplicitata mediante un valore percentuale. La somma delle percentuali dà luogo al coefficiente correttivo, che conferisce omogeneità al valore unitario del bene utilizzato come comparazione. Per ciascuna destinazione d'uso la corrispondente quotazione

media, dopo il processo di aggiustamento, viene associata alla relativa superficie commerciale (lorda). La somma dei prodotti (superficie per valore medio) definisce il valore stimato del bene con il criterio di mercato (sintetico-comparativo).

## **Per gli immobili di Bologna isolato 1 e isolato 2 porzione commerciale, Bologna via Clavature 15 e Roma via Sicilia 194, immobili di Reggello**

### Metodo del Discounted Cash Flow (Flussi di Cassa Attualizzati)

Il Discounted Cash Flow, o DCF, è il criterio di calcolo del valore immobiliare basato sull'analisi dei flussi di cassa, positivi e negativi, generabili dall'immobile in un periodo medio o medio-lungo: 10, 15-20 anni.

Alla base di questo criterio è il concetto che l'investitore è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene. Il grado di rischio dell'investimento immobiliare deriva direttamente da tutti gli elementi (tipologia, ubicazione, stato locativo, dimensioni, ecc.) che caratterizzano il bene.

Per l'applicazione del DCF è necessaria la costruzione di un modello (rappresentato da una tabella) che descrive su un arco di tempo prefissato quella che, in effetti, è un'operazione immobiliare: acquisizione al tempo 0, valorizzazione per N anni, e alienazione all'ultimo anno.

Il valore di acquisizione (che rappresenta il nostro obiettivo come valutatori) è costituito dalla somma dei flussi di cassa attesi attualizzati e del valore attualizzato del bene al termine dell'arco temporale.

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:

1. costruzione della distribuzione dei flussi di cassa attesi
2. determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione
3. determinazione del più probabile valore finale del bene

Per l'elaborazione di questa analisi è stato necessario conoscere i fattori che compongono la tabella del DCF, quali ad esempio:

- situazione locativa con canoni attuali, adeguamenti previsti da contratto, scadenze, morosità, clausole contrattuali particolari ecc.;
- costi per lavori di manutenzione straordinaria;
- ammontare annuo dell'IMU.

Qualunque tipo di modello si fonda su ipotesi che permettono di effettuare una simulazione:

- alla prima scadenza del contratto, viene effettuata una verifica ponendo a confronto il canone di locazione in essere con i canoni correnti di mercato: se l'importo del canone in essere è minore o uguale, la locazione viene considerata costante (salvo adeguamento indice Istat) fino alla seconda scadenza, momento in cui il canone, in ogni caso, viene adeguato al mercato; le unità immobiliari rimaste libere vengono quindi riaffittate a valori locativi correnti; se invece alla

prima scadenza il canone di locazione in essere è maggiore di quello di mercato, si ipotizza direttamente l'adeguamento al mercato, considerando probabile una rinegoziazione favorevole al conduttore;

- a fine modello, si simula la vendita dell'immobile stimandolo per capitalizzazione del reddito netto di allora (valore di uscita); il valore finale verrà cioè determinato nel seguente modo:

$$V_{finale} = (\text{reddito netto ultimo anno}) / (\text{tasso di uscita})$$

- il tasso di uscita sarà determinato in funzione del tasso di attualizzazione utilizzato nell'intero modello e delle condizioni di mercato prevedibili all'ennesimo anno.

Nell'elaborazione del modello è inoltre necessario fare delle ipotesi di carattere quantitativo relativamente a:

- evoluzione del mercato immobiliare nei prossimi anni (andamento dei prezzi di vendita e dei canoni di locazione);
- tempi medi necessari per la locazione delle unità sfitte o liberate;
- costi di adeguamento sulla base delle possibili richieste di nuovi conduttori per le unità da locare;
- costi di gestione.

Una volta definito il modello sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà determinato mediante attualizzazione dei flussi di cassa sulla base di un tasso che viene determinato ponendo a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati mobiliari. Questo tasso viene individuato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

Tale tasso è il frutto di un calcolo di ponderazione tra mezzi di terzi (Debito) e mezzi propri (Equity).

## Metodo della capitalizzazione del reddito

Il criterio può essere utilizzato per i beni immobiliari in grado di generare reddito, quando si hanno informazioni certe (o stimabili) sui redditi lordi o netti, e sul tasso di capitalizzazione richiesto dagli investitori. Quest'ultimo è funzione della tipologia dell'immobile, della localizzazione e dell'andamento del mercato immobiliare.

Il metodo si basa sull'esistenza di una relazione diretta tra il valore di un bene e il reddito che il bene stesso è in grado di generare. Due sono quindi i problemi da affrontare: la quantificazione del reddito e il tipo di relazione algebrica che intercorre tra valore e reddito.

La scelta di quale reddito utilizzare è molto complessa e non univocamente definita. In generale si parte dal reddito medio ordinario lordo annuo, calcolato riferendosi alla complessiva superficie lorda commerciale.

Il rapporto tra reddito e valore viene espresso mediante una formula del tipo:

$$\text{Valore} = \text{Reddito} / I$$

dove  $I$  è il tasso di capitalizzazione (o di rendimento) minimo richiesto dagli investitori, cioè il tasso medio ordinario ottenibile da capitali investiti nel settore edilizio per fabbricati analoghi situati nella medesima area geografica.

Perché la formula risulti corretta è importante che la configurazione di reddito sia coerente con il tasso di capitalizzazione, la cui determinazione può seguire tre diversi percorsi.

Il primo, che è possibile definire comparativo, prende in considerazione i tassi di capitalizzazione espressi dal mercato, attraverso l'analisi di valori e redditi annui di beni scambiati e comparabili.

Il secondo percorso considera il tasso di capitalizzazione come somma di due componenti:

- il rendimento per investimenti privi di rischio (titoli di Stato)
- il premio legato al rischio di investire in un bene immobiliare (il cui valore è possibile determinare in maniera soggettiva, per comparazione o utilizzando modelli statistici).

Infine il terzo percorso, che utilizza i risultati di indagini effettuate presso i grandi investitori (fondi immobiliari, ecc.) sul livello di tassi da loro atteso.

## **6. Documentazione utilizzata e verifiche effettuate sugli immobili**

Per la valutazione degli immobili non si è realizzata, come da incarico, una due diligence tecnica, ma è stata utilizzata la documentazione fornita direttamente dal committente, e precisamente:

- ✓ Sintesi della situazione locativa (porzioni commerciali)
- ✓ Contratti in essere
- ✓ Consistenze stato di fatto
- ✓ Riferimenti catastali
- ✓ Stima dei costi di ristrutturazione e individuazione delle porzioni oggetto di intervento

Per quanto riguarda le ispezioni fisiche, i sopralluoghi ai beni sono stati effettuati nel mese di maggio 2015 per Bologna via De Toschi e via De Musei (isolato 1 e isolato 2), per l'immobile di Bologna via Clavature 15 e di Reggello nel mese di luglio 2016, per l'immobile di Roma via Sicilia nel mese di dicembre 2015

*Scenari Immobiliari* si è avvalsa dei seguenti tecnici:

- Arch. Graziella Gianquinto
- Dott. Federico Rivolta
- Dott. Massimiliano De Cesaris

## 7. Assunzioni, limiti e caratteristiche della presente relazione

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

- a) non sono stati effettuati collaudi statici, di integrità statica delle strutture portanti o di funzionamento degli impianti sugli immobili esistenti, né analisi per la presenza di eventuali sostanze nocive nei terreni o nei manufatti, né verifiche sulla presenza di sorgenti di campi elettromagnetici dannosi per la salute;
- b) i valori di riferimento (prezzi e canoni di mercato) sono stati attinti dal mercato immobiliare, sulla base di rilevazioni dirette, utilizzando i principali prezzari a disposizione oltre che la *Bancadati-ScenariImmobiliari*;
- c) il computo delle superfici e la determinazione dei canoni di locazione in essere sono stati effettuati sulla base della documentazione fornitaci dalla SGR;
- d) per quanto riguarda la qualità e quantità dei sopralluoghi effettuati si rimanda al capitolo 5 della presente Relazione di stima;
- e) nel corso dei sopralluoghi è stata effettuata solo una verifica sommaria sia della corrispondenza tra destinazioni ed uso effettivo delle superfici che dello stato di conservazione e di manutenzione degli immobili;
- f) le certificazioni urbanistiche, catastali, di provenienza e le altre documentazioni fornite dalla proprietà sono state assunte come veritiere;
- g) per ciascun complesso immobiliare è stata ipotizzata la completa regolarità edilizia e urbanistica, l'adeguamento alle normative vigenti e la certificazione degli impianti esistenti;
- h) per ciascun complesso si è considerata la non esistenza di qualsiasi tipo limite o vincolo in grado di pregiudicare la vendibilità e la piena fungibilità del bene quali ipoteche, servitù, contratti con terzi e asservimenti di qualsiasi titolo e specie.

Il soggetto responsabile del processo di valutazione è: arch. Francesca Zirnstein, MRICS.

Il team di lavoro è così composto:

Arch. Ida De Angelis: parte tecnica-immobiliare e analisi di mercato

Pian. Federico Rivolta: inquadramento urbanistico

Dott. Maurizio Sinigagliesi: consigliere delegato per le valutazioni immobiliari

Tutti i soggetti sopra indicati sono in possesso dei requisiti prescritti nell'art. 16, comma 2, del D.M. del 5 marzo 2015 n. 30 e più precisamente tali soggetti non versano in situazione di conflitto di interessi, che non sussistono le cause di incompatibilità indicate dai commi 11, 12 e 16 e che sono rispettati i requisiti previsti dai commi 8 e 9.

## 8. Conclusioni

Alla data del 30 giugno 2016, sulla base delle metodologie utilizzate e sopradescritte, si ritiene che il più probabile valore corrente di mercato del bene presente nel Fondo Immobiliare “Opportunità Italia”, sia il seguente:

**Euro 114.600.000,00**  
(centoquattordicimilioneicentomila/00)

Il valore del Fondo è così suddiviso:

N.	Comune	Indirizzo	Valore acquisizione	VALORE 30 GIUGNO 2016
1	Bologna	isolato 1 -porzione commerciale		13.800.000
2	Bologna	isolato 2 -porzione commerciale		12.400.000
3	Bologna	isolato 1 -porzione residenziale		5.200.000
4	Bologna	isolato 2 -porzione residenziale		8.400.000
5	Bologna	via Clavature, 15 - immobile Ratti	6.000.000	6.300.000
6	Roma	via Sicilia, 194	11.000.000	11.100.000
7	Reggello	ex Mall Re	56.000.000	35.500.000
	Reggello	ex The Castle		21.900.000
				<b>114.600.000</b>

Variazioni rispetto alla semestrale del 31 dicembre 2015:

Variazione valore di stima: **103,19%**

Di seguito si evidenziano gli elementi che hanno determinato tale risultato:

- adeguamento dei tassi di rischio all'attuale congiuntura economica;
- diverso criterio di determinazione del tasso annuo di inflazione;
- diverso criterio di determinazione del tasso di rivalutazione annua di mercato;

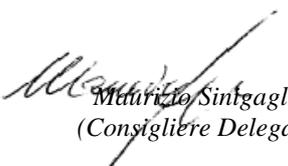
# SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

- adeguamento dei canoni e dei prezzi di mercato unitari attesi, sulla base dell'attuale congiuntura del mercato immobiliare;
- Acquisizione di nuovi asset in comune di Reggello.

Milano, luglio 2016

Scenari Immobiliari

  
Maurizio Sintgagliesi  
(Consigliere Delegato)

*Tutti i soggetti sopra indicati sono in possesso dei requisiti prescritti nell'art. 16, comma 2, del D.M. del 5 marzo 2015 n. 30 e più precisamente tali soggetti non versano in situazione di conflitto di interessi, che non sussistono le cause di incompatibilità indicate dai commi 11, 12 e 16 e che sono rispettati i requisiti previsti dai commi 8 e 9.*