

**Torre SGR S.p.A.**

**Rendiconto della gestione al 31 dicembre 2014 del Fondo Comune  
di Investimento Immobiliare Chiuso**

**Opportunità Italia - Fondo comune di investimento  
immobiliare di tipo chiuso**

**Relazione della società di revisione  
ai sensi dell' art. 14 del D.Lgs. 27.1.2010, n. 39  
e dell'art. 9 del D.Lgs. 24.2.1998, n. 58**

**Relazione della società di revisione  
ai sensi dell'art. 14 del D.Lgs. 27.1.2010, n. 39  
e dell'art. 9 del D.Lgs. 24.2.1998, n. 58**

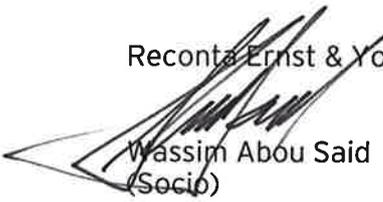
**Ai Partecipanti al  
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso  
Opportunità Italia - Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso**

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso Opportunità Italia - Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso, costituito dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa, per il periodo dal 27 gennaio 2014, data di avvio del Fondo, al 31 dicembre 2014. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione in conformità al Provvedimento emanato dalla Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successive modifiche compete agli amministratori della Società di Gestione del Fondo, Torre SGR S.p.A.. È nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto della gestione e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla Consob. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il rendiconto della gestione sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel rendiconto della gestione, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.  
  
Il Fondo ha avviato la propria attività in data 27 gennaio 2014, pertanto il rendiconto della gestione non riporta i dati comparativi dell'esercizio precedente.
3. A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso Opportunità Italia - Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso per il periodo dal 27 gennaio 2014, data di avvio del Fondo, al 31 dicembre 2014 è conforme al Provvedimento emanato dalla Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successive modifiche; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e il risultato del Fondo per il periodo dal 27 gennaio 2014, data di avvio del Fondo, al 31 dicembre 2014.
4. La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori in conformità a quanto previsto dal Provvedimento emanato dalla Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successive modifiche compete agli amministratori della Torre SGR S.p.A.. È di nostra

competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto della gestione, come richiesto dalla legge. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso Opportunità Italia - Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso per il periodo dal 27 gennaio 2014, data di avvio del Fondo, al 31 dicembre 2014.

Roma, 6 marzo 2015

Reconta Ernst & Young S.p.A.



Wassim Abou Said  
(Socio)



**OPPORTUNITA' ITALIA**

***Fondo Immobiliare Chiuso  
destinato alla clientela retail***



**RENDICONTO  
AL 31 DICEMBRE 2014**

## Sommario

---

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

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

✓ **Schede degli immobili del Comparto**

✓ **Situazione Patrimoniale**

✓ **Sezione Reddittuale**

✓ **Nota Integrativa**

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

## Relazione degli amministratori sull'andamento della gestione

Il presente rendiconto (di seguito, "Rendiconto"), del fondo comune di investimento immobiliare chiuso "Opportunità Italia" (di seguito "Fondo" o "OPI"), istituito e gestito da Torre SGR S.p.A. ("Torre SGR" o "SGR"), riferito al periodo 27 gennaio 2014 (data di avvio del Fondo) – 31 dicembre 2014, è redatto in osservanza di quanto disposto dal Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 recante il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio", così come modificato dal Provvedimento dell'8 maggio 2013 ("Provvedimento").

Esso è composto dalla Situazione Patrimoniale, dalla Sezione Reddituale ed è accompagnato dalla presente Relazione degli amministratori (di seguito, "Relazione"). In allegato è presente l'estratto della relazione di stima degli Esperti Indipendenti del patrimonio.

### 1) Il Fondo in sintesi

Il Consiglio di Amministrazione di Torre ha istituito il Fondo 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 Fondo.

Data di istituzione	30 luglio 2013
Data di inizio operatività	27 gennaio 2014
Durata del Fondo	otto anni a decorrere dalla data di avvio dell'operatività del Fondo, con scadenza al 31 dicembre successivo al decorso dell'ottavo anno
Banca depositaria	SGSS S.p.A.
Esperto indipendente	Scenari Immobiliari
Società di revisione	Reconta Ernst & Young S.p.A.
Fiscalità dei partecipanti	In funzione del periodo di maturazione dei Proventi distribuiti dal Fondo e della natura del soggetto percettore
Numero delle quote emesse	57.746
Valore nominale delle quote	€ 2.500,00
Valore iniziale del Fondo	€ 144.365.000

Valore unitario delle quote*	€ 2.495,355
Valore complessivo netto del Fondo*	€ 144.096.778
Valore di mercato degli strumenti finanziari*	€ 94.722.799
Liquidità disponibile*	€ 6.548.951

\*valori riferiti al 31 dicembre 2014

## 2) *Andamento del mercato immobiliare e dei fondi immobiliari*

### Lo scenario economico globale <sup>1</sup>

L'attività economica ha accelerato nettamente negli Stati Uniti, crescendo oltre le attese. Le prospettive a breve e a medio termine per l'economia mondiale restano tuttavia incerte, per la persistente debolezza nell'area dell'euro e in Giappone, per il prolungarsi del rallentamento in Cina e per la brusca frenata in Russia. La forte caduta del prezzo del petrolio, determinata sia dall'ampliamento dell'offerta sia dalla debolezza della domanda, può contribuire a sostenere la crescita, ma non è priva di rischi per la stabilità finanziaria dei paesi esportatori.

La volatilità sui mercati finanziari nell'area euro è aumentata dopo l'indizione delle elezioni politiche in Grecia: le possibili ripercussioni di eventuali mutamenti negli orientamenti delle politiche economiche e nella gestione del debito pubblico del paese hanno alimentato le preoccupazioni per la coesione dell'area (che negli ultimi giorni sembrano scongiurate). I tassi di interesse sui titoli greci a tre anni hanno superato il 15%; a una flessione delle borse europee si è accompagnata una sostanziale stabilità dei premi per il rischio dei titoli di Stato nei paesi periferici, verosimilmente per effetto del consolidarsi delle attese di ulteriori misure di politica monetaria da parte della BCE. In Italia il declassamento del debito sovrano, deciso in dicembre da Standard & Poors per le incerte prospettive di crescita, non ha avuto effetti significativi sui rendimenti dei titoli pubblici.

Nell'area dell'euro i prezzi al consumo sono scesi in dicembre. La flessione dei corsi petroliferi contribuirà a sostenere i consumi, ma potrebbe accrescere i rischi di un radicamento di aspettative di riduzione della dinamica dei prezzi e di un aumento dei tassi di interesse reali, aggravando gli oneri dei settori indebitati.

Per contrastare questi rischi e ricondurre le aspettative verso la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo della BCE ha ribadito l'intenzione di ampliare la dimensione del bilancio dell'Eurosistema, per riportarlo in prossimità dei livelli registrati nel marzo 2012. Il ricorso alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, finora inferiore a quanto inizialmente atteso, potrebbe risultare insufficiente; il Consiglio, che valuterà nuovamente la situazione alla fine di gennaio, è pronto ad ampliare la dimensione, la composizione e la frequenza degli interventi.

### Lo scenario economico in Italia <sup>2</sup>

In Italia negli ultimi trimestri i consumi hanno ripreso a crescere in misura contenuta, in linea con l'andamento del reddito disponibile sostenuto dalle misure adottate dal Governo. Il loro contributo alla crescita dell'economia è stato controbilanciato dalla flessione degli investimenti, frenati dagli ampi margini di capacità inutilizzata, dall'elevata incertezza sulle prospettive della domanda e dalle

<sup>1</sup> Fonte: Banca d'Italia  
<sup>2</sup> Fonte: Banca d'Italia

difficoltà dell'edilizia. Secondo le indicazioni disponibili, nel quarto trimestre dello scorso anno il prodotto sarebbe marginalmente sceso.

Nei mesi estivi del 2014 il numero di occupati è aumentato, seppur lievemente; dopo tre trimestri di sostanziale stagnazione il monte ore lavorate è tornato a crescere sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi privati. Ciò nonostante il tasso di disoccupazione è salito, spinto dall'incremento del tasso di attività.

La ripresa dell'occupazione rimane tuttavia fragile: le aspettative delle imprese circa l'evoluzione della domanda di lavoro nei primi mesi del 2015 continuano a essere negative. La dinamica dei prezzi al consumo resta debole: in dicembre è stata pari a -0,2% nell'area euro a -0,1% in Italia; potrebbe continuare a ridursi per effetto del calo dei prezzi dei prodotti energetici.

Secondo le rilevazioni più recenti le condizioni di offerta di credito alle imprese sono migliorate, ma restano più stringenti per quelle di minore dimensione; i tassi di interesse medi sui nuovi prestiti sono scesi gradualmente, pur mantenendosi superiori a quelli dell'area dell'euro (di circa 30 punti base per imprese e famiglie). Fattori di domanda legati alla debolezza degli investimenti, unitamente alla percezione di un alto rischio di credito per alcune categorie di imprese, frenano ancora la dinamica dei finanziamenti.

Le proiezioni prefigurano per l'economia italiana una crescita modesta per il 2015. Resta ampia l'incertezza attorno all'effettivo valore. Sarà cruciale l'intensità della ripresa della spesa per investimenti; un rapido miglioramento delle prospettive di domanda e delle condizioni finanziarie potrebbe accrescerla, nonostante l'elevato grado di capacità produttiva inutilizzata. Un andamento più favorevole dell'attività si avrebbe se il prezzo del petrolio si mantenesse sui valori registrati negli ultimi giorni.

Per l'Italia il consolidamento di bilancio resta un obiettivo essenziale. Il nostro scenario macroeconomico incorpora gli effetti della legge di stabilità, con la quale il Governo, nel confermare l'impegno a proseguire nell'azione di risanamento dei conti pubblici, ne ha adeguato il ritmo al quadro congiunturale. Ciò contribuisce a evitare un prolungamento della fase recessiva, che avrebbe conseguenze sfavorevoli sul rapporto tra il debito e il prodotto nel prossimo biennio.

### **Il mercato immobiliare in Italia<sup>3</sup>**

Il volume degli investimenti immobiliari in Italia nel 2014 è atteso a consuntivo nell'ordine di 5 miliardi di euro, considerando le transazioni sia di singoli immobili che di portafogli, in tutti i settori commerciali (uffici, retail, logistico, alberghiero). I dati preliminari mostrano una crescita rispetto all'anno precedente superiore al 20% e si prevede che questo andamento prosegua nel 2015, in linea con il mercato europeo, per il quale si stima un aumento dei volumi del 20% nel corso del prossimo anno, fino a raggiungere un totale di circa 250 miliardi di euro.

Gli investitori stranieri si confermano i player più attivi e continuano a mostrare un crescente interesse per il mercato italiano, focalizzandosi su "core asset", oppure immobili che offrono opportunità di valorizzazione ("added value"). Il retail rimane il mercato preferenziale per gli investimenti, sia nell'ambito delle high street che dei centri commerciali, coprendo circa il 45% del volume totale, seguito dal settore direzionale e da quello alberghiero.

---

<sup>3</sup> Fonti: Cushman & Wakefield – ISTAT

Nel terzo trimestre del 2014 il mercato immobiliare ha ripreso a crescere, segnando un +3,7% sul terzo trimestre 2013 dopo la battuta d'arresto del secondo trimestre. Nei primi nove mesi dell'anno, la crescita è dello 0,4% rispetto allo stesso periodo del 2013 (oltre 400 mila le operazioni concluse).

Rispetto al terzo trimestre del 2013, segnali di miglioramento si registrano sia nel comparto immobiliare ad uso abitazione ed accessori (+3,7%), sia nel comparto economico (+4,8%). Nel terzo trimestre del 2014 il 93,4% delle compravendite riguarda immobili ad uso abitazione ed accessori, il 6,0% unità immobiliari ad uso economico e lo 0,6% compravendite di immobili ad uso speciale e multiproprietà.

Tutte le ripartizioni geografiche mostrano segnali di recupero nel comparto dell'abitativo, con valori sopra la media nazionale al Centro (+5,2%), al Nord-Est (+4,5%) e nelle Isole (+3,9%). Le compravendite immobiliari ad uso economico fanno registrare aumenti significativi nelle Isole (+17,7%) e al Centro (+16,6%), mentre al Nord-Ovest (+1,4%) e al Nord-Est (-3,6%) risultano inferiori alla media nazionale. Nel terzo trimestre del 2014 le città metropolitane sono i principali beneficiari dei segnali positivi provenienti dal mercato delle compravendite immobiliari, con aumenti del 4,8% nel comparto abitativo (+2,8% nelle altre città) e del 14,7% nel comparto economico (-0,9% nelle altre città).

Nel terzo trimestre 2014 i mutui, i finanziamenti e le altre obbligazioni con costituzione di ipoteca registrano un forte aumento (+13,9%, per un totale di oltre 66 mila mutui). Nei primi nove mesi dell'anno, la crescita è pari al 7,8%. Importanti segnali di recupero sul terzo trimestre del 2013 si osservano in tutte le ripartizioni geografiche, in particolare al Sud (+22,6%) e nelle Isole (+21,8%). La crescita dei mutui e degli altri finanziamenti con costituzione di ipoteca immobiliare osservata nei grandi centri (+16,1% sul terzo trimestre 2013) è stata maggiore di quella registrata nei centri più piccoli (+12,4%).

#### Direzionale Milano <sup>4</sup>

Il terzo trimestre – periodo del quale si hanno i dati più aggiornati – è di solito poco attivo. Tuttavia, il mercato degli investimenti di Milano ha registrato importanti transazioni. La più importante è stata la vendita per circa 110 milioni di euro al Qatar dell'immobile in Via Santa Margherita affittato a Credit Suisse. Le altre transazioni hanno riguardato principalmente uffici, a conferma della caratteristica della piazza milanese.

Si registra un forte interesse nell'investire a Milano, principalmente negli uffici. Le due principali aree di interesse sono quella intorno a Piazza Cordusio, la piazza principale del CBD, e la zona tra le due stazioni di Centrale e Porta Garibaldi, ossia il nuovo CBD.

Il prodotto principale rimangono gli uffici, con una quota dall'inizio dell'anno del 80% e del 92% nell'ultimo trimestre. Tra le altre transazioni ci sono da segnalare quelle relative a due immobili del portafoglio Calvino, un portafoglio di sei asset comprati da Cerberus dal fondo Atlantic 2 - Berenice gestito da IdeaFimit, e l'immobile in Viale Cassala venduto da CBRE GI per circa 38 milioni di euro. Altre transazioni hanno riguardato agenzie bancarie vendute da IdeaFimit e della logistica in Paulo venduta per circa 20 milioni di euro da Corpus Sireo a Prologis.

---

<sup>4</sup> Fonte: BNP Paribas Real Estate

Tuttavia, siccome gli investitori si stanno focalizzando soltanto sugli uffici con alcune caratteristiche specifiche come la *location* e i conduttori *core*, vi è al momento una mancanza di buoni prodotti che rende difficile per loro trovare il prodotto giusto per le loro esigenze.

L'aumento dell'attività sul mercato e in particolare nel CBD e nel Semi Centro spingono al ribasso i rendimenti *prime* di 15 punti base.

La sensazione che affiora dalle transazioni chiuse e da quelle in negoziazione è che questa tendenza dovrebbe continuare, almeno per i prodotti *prime*. Infatti, la mancanza di questi prodotti, e il forte interesse che alimentano, fanno stimare un'ulteriore diminuzione di 10 punti base nei prossimi mesi, tornando così sui livelli del secondo trimestre. Il forte aumento dell'attività registrato nel secondo trimestre è proseguito nel Q3 con circa 54.000 m<sup>2</sup> assorbiti, portando il livello dall'inizio dell'anno vicino ai 200.000 m<sup>2</sup>. Con le transazioni in chiusura, ci si aspetta che il totale annuo superi il livello del 2013.

Durante il trimestre, la più grande transazione è stata quella di Ernst & Young che ha preso circa 17.000 m<sup>2</sup> nel CBD. Un'altra importante transazione è stata sottoscritta da Boston Consulting Group che ha rilevato 6.200 m<sup>2</sup> sempre nel CBD.

Quest'aumento dell'attività non cambia il messaggio sul mercato: rimane un mercato di sostituzione con le società che cercano di ridurre i loro costi immobiliari.

La crisi ha ridotto considerevolmente i progetti di sviluppo, in particolare quelli speculativi. Pertanto, nessun nuovo progetto è stato completato nel Q3, ma il volume di affitto è aumentato comunque, in quanto le società continuano a rilasciare spazi. Infatti, l'assorbimento netto rimane negativo e dovrebbe lentamente tornare positivo soltanto nel 2015.

Nessun nuovo progetto è stato lanciato, ma soltanto quelli già avviati vengono portati avanti. Con le previsioni economiche che mostrano una crescita vicina allo zero per i prossimi due anni è difficile che gli sviluppatori lancino dei nuovi progetti. Pertanto, la tendenza dovrebbe essere di sviluppi limitati anche se nelle zone centrali la domanda di immobili di classe A rimane alta e l'offerta bassa.

Con le ultime transazioni registrate, i canoni *prime* nel CBD sono scesi a 480 €/m<sup>2</sup>/anno con un'operazione chiusa a questi livelli. Questa riduzione è stata registrata anche nei canoni medi del CBD, ma anche in altri settori. I conduttori continuano ad assicurarsi dei contratti con dei canoni più bassi e dei buoni incentivi.

Siccome la crescita del Pil e dell'occupazione dovrebbe essere vicina allo zero nei prossimi due anni, il mercato di Milano non dovrebbe registrare una significativa diminuzione dell'offerta che permetterebbe ai canoni di cominciare ad aumentare nuovamente. Questo è il motivo per il quale ci si attende una loro leggera riduzione nel 2015 e una stabilizzazione nel 2016.

#### Direzionale Roma<sup>5</sup>

Il mercato degli investimenti romano continua a non seguire lo stesso andamento del mercato italiano, registrando volumi estremamente ridotti: 139 milioni di euro dall'inizio dell'anno, di cui 85 milioni di euro concentrati nel terzo trimestre. Alcune importanti compravendite sono state chiuse nel mese di ottobre per un totale di 560 milioni di euro. Tuttavia, il volume del 2014

---

<sup>5</sup> Fonte: BNP Paribas Real Estate



rimane lontano da quello del 2013 e molto più vicino a quello del 2012. Dall'inizio dell'anno soltanto sette transazioni sono state registrate, di cui il 53% negli uffici.

Tuttavia, il mercato commerciale mostra come il centro storico di Roma stia cambiando: il rendimento è estremamente basso ma questo è dovuto dal fatto che l'investitore scommette sulla possibilità di poter aumentare il canone in quanto alcuni angoli del centro storico stanno diventando delle nuove high-street, oltre alla storica Via Condotti. Si osserva invece un ritrovato interesse per il settore alberghiero, soprattutto nella zona di Via Veneto, nota via della dolce vita, che si concretizza in importanti operazioni in chiusura.

Le poche transazioni di uffici fanno emergere una prima riduzione dei rendimenti *prime* di 15 punti base.

Il trend che traspare dalle transazioni chiuse e da quelle in negoziazione è che questa tendenza dovrebbe continuare, almeno per i prodotti *prime*. Infatti, la mancanza di questi prodotti e il forte interesse per il segmento fanno stimare un'ulteriore diminuzione di 10 punti base nei prossimi mesi, tornando così sui livelli del 2012.

Con circa 18.000 m<sup>2</sup> nel terzo trimestre pari a 51.000 m<sup>2</sup> dall'inizio dell'anno, il volume di assorbimento lordo registrato nel 2014 mostra un ritorno sui livelli del 2012.

Nel corso del trimestre si sono registrate sei transazioni superiori ai 1.000 m<sup>2</sup>, la più significativa essendo la locazione di 3.000 m<sup>2</sup> da parte di un ente pubblico in Viale Liegi. E' anche da segnalare la transazione di 1.013 m<sup>2</sup> del Gruppo Sole24Ore in zona Eur. Questo quartiere della città rappresenta da solo il 34% dell'assorbimento dell'anno, subito dietro al Centro.

Il volume di affitto della città di Roma continua ad aumentare fortemente mostrando come la crisi economica stia spingendo le società a rilasciare gli spazi.

In questa situazione gli sviluppi non vengono avviati prima di aver individuato un conduttore. Il risultato è che lo stock di uffici della capitale risulta molto datata, in alcuni casi obsoleto, e non viene così rinnovato. I pochi sviluppi che sono stati realizzati in passato hanno difficoltà ad essere assorbiti dal mercato.

Dopo la nuova sede di BNL in costruzione vicino alla Stazione Tiburtina, Unicredit ha annunciato di voler realizzare un progetto di consolidamento delle proprie sedi, come è stato già fatto a Milano. Pertanto, questi grandi progetti potrebbero diventare i motori del mercato per gli anni a venire.

L'aumento continuo dell'offerta di uffici e la riduzione della domanda continuano a mettere sotto pressione i canoni. Molti conduttori riescono a rinegoziare i contratti in essere spuntando delle riduzioni di canone. Questo avviene similmente anche nei nuovi contratti in quanto il motore delle società rimane la riduzione dei costi immobiliari.

### Il mercato residenziale <sup>6</sup>

Il rialzo osservato su base nazionale per le compravendite di abitazioni (+4,1%) si presenta in misura analoga in tutte le aree geografiche del Paese, questa volta anche al Sud. Al Centro le compravendite sono in crescita del 4,5% rispetto al III trimestre del 2013, al Nord il rialzo è pari al 4,3% mentre al Sud si registra un tasso tendenziale pari a +3,6%.

Rispetto all'omologo trimestre del 2004, la contrazione del mercato residenziale è molto elevata in tutte le aree, con il volume degli scambi sostanzialmente dimezzato. La variazione tendenziale trimestrale dal I trimestre del 2004 al III trimestre del 2014, spicca per la forte volatilità, con sensibili accelerazioni e decelerazioni tra il 2009 e il 2010. In effetti, fino al II trimestre 2010 si assiste a un evidente percorso di decelerazione degli andamenti negativi che proseguono con tassi di variazione positivi nei primi due trimestri del 2010. Nei trimestri successivi, invece, riprende l'andamento negativo, interrotto negli ultimi due trimestri del 2011, che sembravano rappresentare un'inversione di tendenza poi disattesa dai successivi crolli registrati nel 2012. I trimestri del 2013 mostrano tassi di flessione in attenuazione, con il IV trimestre in ulteriore accentuata riduzione per i motivi, accennati, legati al nuovo regime di tassazione degli atti di compravendita. Nel 2014, iniziato con il segno ampiamente positivo al Centro e al Nord, i volumi si ridimensionano nel II trimestre, restando in crescita solo nell'area del Centro, e nel III trimestre tornano in rialzo in tutte le aree, evento che non si registrava per il settore residenziale dal III trimestre del 2011.

Il rialzo dei volumi di compravendita di abitazioni, registrato a livello nazionale, si presenta con segni tutti positivi, anche se con intensità diverse, quando si distingue il mercato nei capoluoghi da quello nei comuni minori, in ciascuna area geografica. In particolare le compravendite di abitazioni nei capoluoghi, sono in rialzo del 6,9% rispetto al III trimestre 2013 confermando e rafforzando il segno positivo dello scorso trimestre, quando il rialzo era stato dell'1,8%. Nei comuni minori, dopo il calo dello scorso trimestre (-2,4%), il mercato torna anch'esso in campo positivo e segna un rialzo del 2,8%.

Le variazioni risultano tutte positive, con tassi tendenziali in decisa crescita nei capoluoghi di tutte le aree geografiche e in particolare nei capoluoghi del Centro dove si realizza il massimo rialzo, +8,9%. Nei comuni minori, il migliore risultato si registra al Nord dove il rialzo è del 3,8%.

Il mercato residenziale nei capoluoghi si conferma in rialzo, posizionandosi in campo positivo per il terzo trimestre consecutivo. È interessante notare che l'inversione della lunga serie negativa si era già verificata nel III trimestre del 2013, subito però disattesa nell'ultimo trimestre dello scorso anno. Il tasso tendenziale, infatti, tornò negativo, ma perché condizionato, in qualche misura, dall'effetto del nuovo e più favorevole regime di tassazione degli atti di compravendita entrato in vigore il 1 gennaio 2014. Nei comuni minori il mercato presenta ancora deboli segnali di ripresa che però allontanano gli elevati tassi di calo del 2012 e dei primi trimestri del 2013.

Complessivamente, rispetto all'omologo trimestre del 2004, rimane ancora pesante la contrazione del mercato residenziale nei capoluoghi pari a -40% circa, con le perdite maggiori al Nord, -41% circa, di poco inferiori al Sud, -49,6%, e al Centro, -38,3%. Risulta superiore la perdita dal 2004 per il mercato residenziale dei comuni minori, -50,7%, con un calo che raggiunge il -54,8% al Centro e il -51% al Nord e risulta poco inferiore al Sud, -47,8%.

<sup>6</sup> Fonte: Osservatorio del mercato immobiliare – nota trimestrale – III trimestre 2014

### Il mercato della logistica <sup>7</sup>

Una generale stabilizzazione dei valori e un mercato in lenta ripresa sono i dati registrati nel secondo semestre 2014. Uno scenario che nel complesso si presenta inalterato rispetto ai precedenti mesi e che altresì attesta una lieve crescita specie nei canoni di locazione. Tra le piazze logistiche italiane a mostrare un andamento particolarmente positivo nell'ultimo semestre sono Torino, Parma, Caserta e Verona, seguite da Novara, Rovigo e Nola; più sofferenti, invece, Piacenza, Padova, Bergamo, Prato e Sassari. Milano si conferma la capitale dell'immobiliare logistico con il valore più alto di vendita del nuovo, 910 €/mq, mentre Genova registra la miglior performance nella locazione del nuovo con un canone massimo di 60 €/mq/anno.

Riguardo la vendita di immobili usati, la maggior parte delle location evidenzia valori uguali al semestre precedente, eccetto realtà come Trento, Napoli e Palermo che subiscono un calo del 4% e Firenze, Prato e Lecce del 3%. La vendita del nuovo osserva invece un andamento meno positivo, causa l'aumento del tempo di *vacancy*, e registra il massimo ribasso a Bergamo, Genova e Gioia Tauro (-5%), seguite da Parma, Civitavecchia, Perugia e Prato (-4%); uniche città a evidenziare un'interessante crescita del +6%, sono Caserta e Lecce.

Nel caso della locazione, per l'usato si attesta un incremento dei valori in particolare al Nord, Bologna e Rimini con +8%, e al sud con +6% di Caserta; la riduzione più accentuata si verifica invece nelle piazze di Piacenza (-6%), Bergamo (-5%) e Prato (-4%). La locazione del nuovo, al contrario, registra un andamento migliore rispetto al semestre precedente, segnale di una ripresa del mercato, specialmente nelle città di Novara (+6%) e Rovigo (+4%).

Riguardo i trend di vendita e di locazione, per il nuovo, il valore medio di vendita risulta sia 715 €/mq al nord, 730 €/mq al centro, 670 €/mq al sud e sulle isole; il canone medio di locazione appare invece 46 €/mq/anno al nord, 45 €/mq/anno al centro, 41 €/mq/anno al sud e sulle isole. Osservando ancora i prezzi massimi e minimi, nel caso del nuovo, il valore massimo di vendita si registra a Milano (910 €/mq), quello minimo a Bari e Novara (520 €/mq), mentre il più alto canone di locazione si riscontra a Genova (60 €/mq/anno), il più basso a Bari e Piacenza (32€/mq/anno). Per l'usato, il prezzo massimo di vendita si rileva a Livorno (730 €/mq), quello minimo a Piacenza, Novara e Pescara (400 €/mq), mentre il più alto canone di locazione si osserva a Firenze (50 €/mq/anno), il più basso a Bari e Pescara (26 €/mq/anno)."

### Il social housing<sup>8</sup>

Il protrarsi delle difficoltà congiunturali ha fatto crescere la pressione della domanda abitativa nel nostro Paese. Con gli istituti di credito che hanno razionato le concessioni di mutui e la disoccupazione a livelli di rischio, un numero sempre più ampio di popolazione ha visto complicarsi il sogno di acquistare casa.

Come conseguenza di quanto sopra, nelle maggiori città italiane si sta espandendo il fenomeno del social housing, nel quale ricadono tutti quegli appartamenti che vengono realizzati, venduti e/o affittati a determinate fasce di popolazione secondo regole d'accesso agevolate rispetto al libero mercato.

Un report di Scenari immobiliari segnala che a Roma questo segmento non supera il 4% di tutte le locazioni e a Milano il 7%. Valori ben distanti dalla media europea, che si attesta al 15%, con picchi nelle grandi città, da Copenaghen (20%) a Londra (26%). Su questo fronte sta lavorando intensamente la Cassa Depositi e Prestiti (fa capo per il 18% alle Fondazioni di origine bancarie e per il

<sup>7</sup> Fonte: World Capital

<sup>8</sup> Fonte: K2Real

resto al Tesoro), che tra le altre cose ha creato il Fondo Investimenti per l'Abitare, attivo negli investimenti di edilizia privata sociale. Non manca l'obiettivo di ritorno economico, quantificato nel 3% oltre l'inflazione.

Su questo terreno opera anche la Fondazione Housing Sociale, che in questo momento è attiva (tra le altre cose) su Cenni di Cambiamento, progetto collocato a Ovest di Milano e rivolto principalmente a un'utenza giovane. L'iniziativa di housing sociale, composta da 123 alloggi – proposti sia in patto di futura vendita che in affitto a canone calmierato – prevede la vendita di appartamenti a prezzo contenuto in un contesto sostenibile.

Lo stesso ente punta anche su Abit@giovani, modello di condominio diffuso basato sulla riqualificazione del patrimonio residenziale esistente. È stato così lanciato il progetto 100 alloggi per i giovani che punta a soddisfare una parte della domanda abitativa nel capoluogo lombardo, contribuendo per altro a rivitalizzare vie e quartieri impoveriti della dismissione di grossi immobili.

Da Milano a Bologna, con "Campus Bononia", un'area realizzata da Impresa Melegari e Coop Costruzioni per la Fondazione Falciola, attraverso la riqualificazione di un immobile esistente per destinarlo a residenze universitarie. Il complesso situato nel quartiere San Vitale del capoluogo emiliano dispone di 205 camere e di nove bilocali dotati di connessione in rete, di spazi funzionali allo studio e allo svago. Il progetto ha riservato una particolare attenzione alle aree verdi: il giardino e il parco sono destinati a ospitare grandi eventi all'aperto.

Un intervento di housing sociale è stato realizzato anche a Mogliano Veneto, su iniziativa di Fondo Veneto Casa – Beni Stabili Gestioni Sgr e con nomi di peso tra i sottoscrittori come Fondazione di Venezia, Fondazione Cassa Padova e Rovigo, Intesa SanPaolo, Regione Veneto e Cdp Investimenti Sgr per conto del Fondo Investimenti per l'Abitare. L'iniziativa è costituita da tre fabbricati cielo-terra a destinazione residenziale, inseriti all'interno di un complesso denominato "Residence Mazzocco", composto complessivamente da sei palazzine residenziali pluripiano. Infine, a Roma Bnp Paribas Real Estate ha dato da poco il via alla commercializzazione del nuovo sviluppo immobiliare "Domus Aventino", complesso residenziale da 185 unità che verrà realizzato in Piazza Albania. Il progetto riqualificherà completamente una delle sedi storiche di Bnl, con destinazioni per l'housing residenziale.

### Il mercato dei fondi immobiliari <sup>9</sup>

La prolungata crisi del mercato immobiliare che ha reso sempre più complessa la fase di dismissione dei portafogli immobiliari dei fondi ha avuto i suoi effetti anche sul comparto dei fondi. Tali difficoltà hanno spinto numerosi fondi a prorogare la scadenza in modo al fine di non dover dismettere i propri asset a valori troppo ribassati rispetto alle ultime valutazioni degli esperti indipendenti, confidando nella ripresa del mercato nel medio periodo.

A giugno 2014 i 215 fondi censiti da Assogestioni hanno registrato un totale delle attività pari a 41,6 miliardi di euro e un patrimonio pari a 26,2 miliardi di euro. I volumi in termini di attività e patrimonio sono rispettivamente incrementati dell'1,5% e del 2,4% su base semestrale, ma questo dato è riconducibile principalmente ad una variazione del campione monitorato. Nel corso del primo semestre 2014, infatti, il numero di fondi analizzati è cresciuto di 16 unità.

---

<sup>9</sup> Fonti: Rapporto Semestrale Fondi Immobiliari Italiani; Assogestioni - IPD Indice Fondi Immobiliari Italiani Semestrale, Risultati al 30 giugno 2014

L'indebitamento complessivo ha continuato a diminuire (-0,5% nei primi sei mesi del 2014) arrivando a circa 14,5 miliardi di euro. Il numero dei fondi che fanno ricorso alla leva durante il primo semestre dell'anno è diminuito e pari al 75% dei 215 fondi analizzati. Il grado di utilizzo della leva è sceso di 1,2 punti percentuali attestandosi al 62,2%.

Durante i primi mesi del 2014 sono stati acquistati e conferiti immobili per 1,9 miliardi di euro, mentre ne sono stati venduti 0,5 miliardi di euro; rispetto al semestre precedente gli acquisti e i conferimenti degli immobili sono diminuiti e rimangono al di sotto della media degli ultimi 5 anni. Oltre l'80% di essi è imputabile a fondi che hanno richiamato impegni nel corso dell'anno.

La ripartizione degli investimenti per destinazione d'uso è in linea con gli anni precedenti e vede ancora prevalere immobili adibiti ad uso "Uffici" (52%). Seguono la destinazione d'uso "Commerciale" (13%), "Altro" (12%), "Residenziale" (10%), "Turistico/Ricreativo" (5%), "Logistica" (3%), "Industriale" (3%) e "RSA" (1%). Le modifiche più alte rilevate rispetto a dicembre 2013 riguardano gli immobili ad uso "Commerciale" e "Uffici", in aumento rispettivamente dello 0,6% e dello 0,5% e quelli ad uso "Residenziale", in diminuzione dello 0,9%.

La ripartizione degli immobili per area geografica vede stabile e prevalente il Nord Ovest (44%), seguono il Centro (33%), il Nord Est (11%), il Sud e Isole (8%) e infine l'Estero (3%).

Nel corso dei primi sei mesi del 2014 continua a crescere la quota di mercato rappresentata dai fondi riservati ad investitori istituzionali o qualificati: sono 15 i nuovi fondi divenuti operativi nel corso del semestre. Con 193 fondi, un patrimonio di 22,1 miliardi di euro e un attivo di 35,7 miliardi di euro questi prodotti rappresentano a fine anno il 90% del totale dei fondi. Nel corso dell'ultimo anno hanno emesso nuove quote per un valore poco superiore a 1,1 miliardi di euro.

I fondi retail sono 22, hanno un patrimonio di 4,1 miliardi circa di euro e un attivo di 5,8 miliardi di euro.

Nel corso degli anni si è assistito al progressivo aumento della quota di mercato dei fondi ad apporto rispetto ai fondi ordinari. Con 159 fondi, un patrimonio di 19,6 milioni di euro circa e un attivo di 32,2 milioni di euro, questa categoria rappresentava a giugno 2014 il 74% del totale dei fondi. Questi prodotti hanno emesso quote per un valore di 900 milioni di euro nei primi sei mesi del 2014.

L'indice IPD dei fondi immobiliari italiani nel primo semestre 2014 ha registrato un andamento negativo del -1,3%, secondo quanto comunicato dalla società internazionale che misura le performance dei veicoli di investimento immobiliare. Il rendimento annuale è stato pari a -1,6%, mentre nel lungo termine il rendimento è pari al -1,7% (3 anni) e 1,0% (5 anni)

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

Nel corso del 2014 e nei primi mesi del 2015 sono stati effettuati diversi interventi normativi di rilievo nel settore del risparmio gestito, più in dettaglio:

- il decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44 di recepimento della Direttiva 2011/61/EU sui gestori di fondi di investimento alternativi ("Direttiva AIF");
- il decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91 ("Decreto Competitività"), convertito con la legge 11 agosto 2014, n. 116, che all'art. 22 ha previsto una disciplina per la proroga straordinaria della durata dei fondi immobiliari quotati;
- il provvedimento della Banca d'Italia del 22 dicembre 2014 recante "Istruzioni per la redazione dei bilanci e dei rendiconti degli Intermediari finanziari ex art. 107 del TUB, degli Istituti di pagamento, degli IMEL, delle SGR e delle SIM";

- il decreto-legge 31 dicembre 2014, n. 192 (“Decreto Mille Proroghe 2015”) che, ai sensi dell’art. 10, quarto comma, ha prorogato al 30 aprile 2015 il termine originariamente previsto del 31 dicembre 2014, per l’adeguamento organizzativo e procedurale delle SGR alla Direttiva AIF;
- i provvedimenti di attuazione della Direttiva AIF quali:
  - ✓ le modifiche ai Regolamenti Intermediari (delibera Consob n. 16190 del 29.10.2007) ed Emittenti (delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999), adottate con delibera n. 19094 dell’8 gennaio 2015;
  - ✓ le modifiche al Regolamento Congiunto Banca d’Italia – Consob del 29 ottobre 2007 in materia di organizzazione e procedure degli intermediari finanziari, adottato con atto del 19 gennaio 2015;
  - ✓ il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, adottato dalla Banca d’Italia con provvedimento del 19 gennaio 2015, che abroga e sostituisce il Provvedimento della Banca d’Italia dell’8 maggio 2012, come successivamente modificato e integrato.

Detti provvedimenti, ai fini della loro entrata in vigore, saranno pubblicati nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana contestualmente alla pubblicazione del decreto del Ministero dell’economia e delle finanze di attuazione dell’art. 39 TUF in materia di struttura degli OICR.

In materia di locazione immobiliare, si ricorda che:

- il decreto-legge 6 luglio 2012, n. 95 (convertito dalla legge 7 agosto 2012, n. 135) intervenendo in materia di razionalizzazione del patrimonio pubblico e riduzione dei costi per locazioni passive prevedeva, *inter alia*, la riduzione automatica del 15% dei canoni relativi ai contratti di locazione passiva aventi ad oggetto immobili a uso istituzionale, per esigenze di *spending review*, a partire dalla data del 1° luglio 2015. Detto termine è stato modificato nel 1° luglio 2014 ai sensi del quarto comma dell’art. 24 del decreto-legge 24 aprile 2014, n.66;
- l’art. 18 del decreto-legge 12 settembre 2014, n. 133 (cd. “Sblocca Italia”), convertito con modificazioni dalla Legge 11 novembre 2014, n. 164, ha introdotto la liberalizzazione del mercato delle grandi locazioni ad uso non abitativo. La nuova disciplina prevede che per le locazioni ad uso non abitativo, per cui è pattuito un canone annuo superiore ad euro 250.000, le parti possono concordare clausole in deroga alle disposizioni contenute nella legge 27 luglio 1978, n. 392. Tale previsione non è applicabile ai contratti di locazione già in essere alla data di conversione del decreto Sblocca Italia (11 novembre 2014).

Nel corso del 2014 ci sono stati diversi interventi normativi di rilievo nel settore del risparmio gestito, più in dettaglio:

- ✓ il decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44 di attuazione della direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale n.70 del 25 marzo 2014.

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

##### **a) L’avvio del Fondo**

A seguito dell’approvazione da parte di Consob in data 7 novembre 2013 del prospetto di offerta predisposto da Torre, si è dato corso – sulla base di apposita convenzione di collocamento e di servizi post vendita – alla sottoscrizione delle quote di OPI tramite le agenzie di UniCredit S.p.A. nel periodo 8 novembre 2013 – 24 gennaio 2014, con una raccolta di Euro 141.532.500.

La SGR ha inoltre sottoscritto il 2% del capitale raccolto ai sensi di quanto previsto dalla vigente normativa per l’avvio di fondi chiusi non riservati ad investitori qualificati. Il patrimonio iniziale del fondo è stato quindi di complessivi Euro 144.365.000. Entro due anni dalla data di chiusura dell’offerta, Torre dovrà richiedere l’ammissione delle quote alla negoziazione presso la Borsa Italiana. La

SGR prevedeva di chiedere l'ammissione delle quote del Fondo alla negoziazione presso la Borsa Italiana entro la fine dell'anno 2014 ma, rispetto ai tempi originariamente previsti, ritiene di fare la richiesta nei termini previsti dal Regolamento di gestione, in coerenza con la normativa pro tempore vigente. La motivazione è legata alle diverse tempistiche degli investimenti rispetto a quanto previsto nel vigente *business plan*.

#### **b) Politiche di investimento**

Il patrimonio del Fondo 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 investito altresì investito in parti di altri OICR immobiliari aventi una politica di investimento coerente con le caratteristiche del Fondo (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 Fondo 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.

#### **c) 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;
- 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 Fondo, ha provveduto ad analizzare una serie di investimenti compatibili con le politiche di investimento succitate.

Le analisi hanno riguardato potenziali investimenti per un valore di oltre € 2,5 miliardi, e si sono articolate 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 Fondo;
- 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.

Tra i potenziali investimenti esaminati, sono stati selezionati immobili per un valore di oltre € 200 milioni, su cui sono stati effettuati gli approfondimenti di *due diligence*. Ultimate le analisi, le acquisizioni si dovrebbero perfezionare in tempi relativamente brevi.

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 linea con le stime di *loan to value* e tassi di interesse preventivati nel business plan.

#### d) Il portafoglio immobiliare

Nel corso del 2014 la SGR ha acquisito il complesso immobiliare sito in Bologna, Via Toschi n. 5 – 7 – 9, Via Marchesana n. 2 – 4 – 6 – 12, Via Clavature n. 13 (l'“Immobile Toschi”) e Via Musei n. 4 – 6 e Via Clavature n. 9 (l'“Immobile Musei” e congiuntamente il “Compendio Immobiliare” o gli “Immobili”).

Gli Immobili, siti a pochi passi da Piazza Maggiore - all'interno dell'area pedonale, sono costituiti da due edifici cielo terra, come di seguito descritti:

- **Immobile Musei**, costituito da un piano interrato, cinque piani fuori terra e porzioni a soppalco per una superficie lorda pari a circa 4.600 mq, comprendente al piano terra una galleria interna che collega Via Marchesana con Via De' Musei;
- **Immobile Toschi**, costituito da due piani interrati e sei piani fuori terra oltre al piano copertura, per una superficie lorda pari a circa 7.850 mq, comprendente al piano terra una galleria interna che collega Via dei Toschi con Via Marchesana;

L'operazione d'acquisto è consistita parte in un investimento “*core*” e parte in un investimento “*value added*”, per un valore complessivo di Euro 41 milioni. A tale riguardo, l'Esperto Indipendente del Fondo, Scenari immobiliari, ha stimato il valore degli Immobili come segue:

- Immobile Musei per un valore di Euro 18,9 milioni di cui Euro 13,6 milioni relativi alla parte core ed Euro 5,3 milioni relativi alla parte value added;
- Immobile Toschi per un valore di Euro 22,1 milioni di cui Euro 13,1 milioni relativi all'investimento core ed Euro 9,0 milioni relativi alla parte value added.

Nel dettaglio:

- ✓ L'*investimento core*, per un valore complessivo di Euro 26,7 milioni, si sostanzia nel mantenimento della gestione della piattaforma commerciale del Compendio Immobiliare, al piano terra e, dove esistente, ai piani primo e secondo. Nello specifico, tale piattaforma commerciale, presenta le seguenti caratteristiche:
  - 5.144 mq di superficie lorda, per 4.690 mq di superficie commerciale.
  - livello di *occupancy* di circa il 90%
  - monte canoni al 2014 di circa € 1.660.000.

- ✓ L'investimento *value added*, per un valore complessivo di Euro 14,3 milioni, consiste nella valorizzazione delle restanti unità immobiliari, mediante la ristrutturazione e/o la riconversione d'uso a residenziale, procedendo alla progressiva dismissione frazionata.

Gli Immobili sono stati dichiarati beni di interesse culturale e, pertanto, pende su di essi il diritto di prelazione della Pubblica Amministrazione. Da ciò discende che il trasferimento di proprietà degli stessi, o di porzioni di essi, andrà comunicato al Ministero dei beni e delle attività culturali e del turismo (di seguito anche "MIBAC"), per l'eventuale esercizio del diritto di prelazione da parte del Ministero e degli altri enti aventi diritto.

L'investimento complessivo stimato è di circa 53 milioni di euro di cui 41 milioni per l'acquisto del Compendio Immobiliare, 2 milioni per i costi legati all'acquisizione, 7,4 milioni per costi relativi alla valorizzazione e 2,6 milioni di oneri finanziari stimati nel caso in cui si proceda al finanziamento dell'operazione.

Successivamente all'acquisto la SGR ha provveduto a:

- ✓ procedere con le attività progettuali volte alla riqualificazione degli spazi residenziali;
- ✓ identificare ed incaricare una società di intermediazione per la vendita frazionata delle unità immobiliare;
- ✓ strutturare un piano marketing a sostegno delle vendite;
- ✓ razionalizzare le posizioni contrattuali dei conduttori commerciali;
- ✓ individuare potenziali conduttori per gli spazi ancora sfitti e gli spazi rilasciati dai precedenti conduttori.

Ad ottobre la SGR ha provveduto alla prima vendita di un'unità immobiliare di circa 700 metri quadrati più pertinenze, ad un prezzo di Euro 3,5 milioni, con una plusvalenza di Euro 1,8 milioni rilevata nel presente esercizio. La vendita, data la natura di immobile vincolato, è stata sospensivamente condizionata al mancato esercizio del diritto di prelazione in favore del MIBAC. In data 16 gennaio 2015 si è verificata la condizione sospensiva a cui era assoggettata l'operazione di cessione.

#### **e) Linee strategiche future**

Il *business plan* a vita intera del Fondo è stato approvato in data 28 febbraio 2014.

Esso riporta le stesse assunzioni di base utilizzate per l'elaborazione del piano previsionale, approvato in data 25 settembre 2014, e presentato alla CONSOB in occasione dell'istanza autorizzativa del prospetto d'offerta, che recepisce la nuova dotazione finanziaria disponibile derivante dalle sottoscrizioni in denaro, raccolte tramite l'attività di collocamento del Fondo da parte di Unicredit, ossia

- l'asset allocation strategica del Fondo è stata ipotizzata in modo tale da comprendere investimenti in immobili localizzati esclusivamente in Italia e prevalentemente nelle città di Roma e Milano;
- le asset class che compongono il portafoglio sono rappresentate da immobili di natura residenziale, direzionale/commerciale a reddito ed operazioni di riconversione immobiliare, queste ultime volte alla trasformazione in residenziale di asset con destinazione originaria diversa.

Il tasso interno di rendimento atteso, risultante dall'elaborazione del piano previsionale economico e finanziario, è pari a circa 7%; il profilo di rischio che caratterizza l'investimento può quantificarsi come medio/alto.

**5) Eventi di particolare importanza per il Fondo verificatisi nell'esercizio****a) La delega di gestione**

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 fondi gestiti, successivamente integrato con l'addendum volto ad ampliare il perimetro dei fondi oggetto della delega di gestione includendovi anche OPI. Le linee guida di investimento per il Fondo 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 Fondo 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.

**b) Modifica del Regolamento**

Il Regolamento di gestione del Fondo all'articolo 7, comma 5 prevedeva che *"successivamente all'ammissione alla negoziazione presso la Borsa Italiana, le Quote sono immesse nel sistema di gestione accentrata di Monte Titoli S.p.A. e sono in regime di dematerializzazione ai sensi e per gli effetti del TUF e relativi regolamenti attuativi."*

Si è reso opportuno, al fine di garantire una più efficiente gestione operativa del Fondo, modificare il Regolamento, prevedendo la possibilità di dematerializzare le quote anteriormente all'ammissione delle stesse alla negoziazione presso Borsa Italiana.

Detta modifica consente una notevole semplificazione nella gestione delle attività amministrative del Fondo, in quanto:

- vengono meno taluni adempimenti amministrativi (quali ad esempio le segnalazioni all'anagrafe tributaria) difficilmente gestibili a fronte di un numero così elevato di partecipanti - circa quindicimila;
- è possibile delegare alle banche presso cui le quote sono depositate la gestione del rapporto con il quotista, al fine di consentire una più efficiente soddisfazione di richieste relative alle rispettive posizioni (i.e. trasferimenti *mortis causa*, cessioni *inter vivos*);
- attraverso tale operazione, la SGR, secondo i modi ed i tempi previsti dalle disposizioni di legge pro tempore vigenti, può conferire a Monte Titoli l'incarico per il pagamento della distribuzione dei proventi o il rimborso delle quote deliberate dal Consiglio di Amministrazione.

La suddetta modifica regolamentare è stata approvata dalla Banca d'Italia con delibera n. 0563849/14 e con decorrenza dal 1° luglio 2014, la SGR ha proceduto all'immissione nel sistema di gestione accentrata di Monte Titoli S.p.A. e alla relativa dematerializzazione delle quote del Fondo.

### **c) Assemblea dei Partecipanti e Comitato Consultivo**

Nel mese di luglio 2014 la SGR ha convocato l'Assemblea dei Partecipanti del Fondo per la nomina dei componenti del Comitato Consultivo previsto dall'art. 18, primo comma del Regolamento. L'Assemblea è andata deserta e quindi sono stati nominati i primi cinque nominativi della lista dei candidati presentata da Torre al momento della convocazione.

Successivamente alla nomina dei propri componenti, il Comitato Consultivo si è riunito:

- in data 18 luglio 2014 per la nomina del Presidente e per esprimere il proprio parere vincolante sul business plan del Fondo approvato a febbraio 2014, ai sensi dell'art. 18, comma 12 del Regolamento;
- in data 10 ottobre 2014, per l'approvazione del Regolamento di Funzionamento del Comitato Consultivo, il parere su alcune variazioni al business plan a vita intera del Fondo e la richiesta di parere su operazioni in conflitto d'interessi;
- in data 5 novembre 2014, per accogliere le dimissioni, per ragioni professionali, di un membro del comitato e per ulteriori approfondimenti relativi alle variazioni al business plan a vita intera ed alla operazione in conflitto d'interessi; a tutt'oggi il business plan vigente è quello iniziale.

### **6) Andamento del NAV e del valore delle quote**

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

Periodo	Valore complessivo netto del Fondo	Numero quote	Valore unitario delle quote
Avvio del Fondo	144.365.000	57.746	2.500,000
Rendiconto al 31/12/2014	144.096.778	57.746	2.495,355

Il NAV è passato da Euro 144.365.000 dalla data di avvio dell'operatività del Fondo ad Euro 144.096.778 al 31 dicembre 2014; tale diminuzione, pari ad Euro 268.222, è dovuta al risultato del periodo determinato dalla differenza (delta) tra il risultato positivo della gestione dei strumenti finanziari, nei quali è stata impiegata liquidità riveniente dal collocamento delle quote, per Euro 256.984, quello della gestione dei beni immobili, pari ad Euro 1.590.360, e dagli oneri di gestione dell'esercizio per complessivi Euro 2.115.566.

L'utile della gestione immobiliare è la risultante (delta) tra canoni e altri proventi immobiliari per Euro 692.945, utili da realizzo a fronte della cessione dell'unità residenziale a Bologna per Euro 1.799.811, minusvalenze nette da valutazione per Euro 99.811 ed oneri immobiliari e imposte per complessivi Euro 802.585.

Il patrimonio immobiliare ammonta ad Euro 39.200.000, la liquidità disponibile ad Euro 6.548.951, mentre i titoli in portafoglio presentano una valorizzazione al 31 dicembre 2014 pari a complessivi Euro 94.722.799, di cui Euro 46.493.671 costituiti da titoli di stato ed Euro 48.229.128 quote di O.I.C.R..

**7) Rapporti intrattenuti nell'arco dell'esercizio 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 Fondo Fortress Investment Fund III facente capo a Fortress Investment Group LLC, società quotata al New York Stock Exchange (NYSE) e gestore globale di fondi comuni di investimento.

**8) Operatività posta in essere su strumenti finanziari e derivati**

Per quanto riguarda l'operatività sugli strumenti finanziari si rinvia a quanto descritto al § 5, lettera a), mentre il Fondo non ha posto in essere operazioni in strumenti derivati.

**9) Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio**

In data 16 gennaio 2015 si è verificata la condizione sospensiva a cui era assoggettata l'operazione di cessione della prima unità immobiliare residenziale del del Compendio Immobiliare descritta al § 4, lettera d), con effetto *ex tunc*.

Si è proseguita l'attività di analisi e valutazione di opportunità di investimento.

**10) Distribuzione dei proventi**

La distribuzione dei proventi della gestione del Fondo è regolata all'art. 16 del Regolamento del Fondo.

Sono considerati proventi della gestione del Fondo (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 Fondo 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 Fondo, 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 Aventi 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 nel rendiconto della gestione del Fondo.

Alla luce del dettato regolamentare, quindi, non sono maturate le condizioni per la distribuzione di proventi per l'esercizio 2014 essendosi manifestata una perdita di periodo (Euro 268.222), non compensata dalla sterilizzazione delle minusvalenze nette da valutazione risultanti dal rendiconto (Euro 99.811).

Il presente Rendiconto si compone complessivamente di n. 48 oltre all'estratto della perizia di stima dell'Esperto Indipendente.



Per il Consiglio di Amministrazione  
L'Amministratore Delegato  
Dottor Francesco Colasanti

## ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO

### 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 31.12.2014</b>	€ 19.100.000
<b>Conduttori</b>	Multitenant
<b>Canone Complessivo</b>	€ 815.758 annui

#### Aggiornamento annuale

Sono proseguite attività amministrative e di progettazione per l'ottenimento dei titoli autorizzativi del progetto di riconversione e vendita frazionata ad uso residenziale.

In merito alla piastra commerciale a reddito sono state effettuate attività di ottimizzazione contrattuale.



**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 De' 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</b>	
al 31.12.2014	€ 20.100.000
<b>Conduttori</b>	Multitenant
<b>Canone Complessivo</b>	Canone € 695.546

**Aggiornamento annuale**

È stata ceduta un'unità ad uso residenziale ad un prezzo di € 3.500.000.

Sono proseguite le attività amministrative e di progettazione per l'ottenimento dei titoli autorizzativi del progetto di riconversione e vendita frazionata ad uso residenziale.

In merito alla piastra commerciale a reddito sono state effettuate attività di ottimizzazione contrattuale e si è proceduto alla negoziazione di 2 unità commerciali, una rimasta sfitta per decorrenza durata ed una in corso di liberazione a seguito di sfratto per morosità.

## RENDICONTO DEL FONDO OPPORTUNITÀ ITALIA AL 31 DICEMBRE 2014

## SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'		Situazione al 31/12/2014	
		Valore Complessivo	In % totale attività
<b>A.</b>	<b>STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>94.722.799</b>	<b>65,61%</b>
	<b>Strumenti Finanziari non quotati</b>		
A1.	Partecipazioni di controllo		
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>94.722.799</b>	<b>65,61%</b>
A6.	Titoli di capitale		
A7.	Titoli di debito	46.493.671	32,20%
A8.	Parti di O.I.C.R.	48.229.128	33,41%
	<b>Strumenti Finanziari derivati</b>		
A9.	Margini presso organismi di compensazione e garanzia		
A10.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
A11.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>B.</b>	<b>IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>39.200.000</b>	<b>27,15%</b>
B1.	Immobili dati in locazione	39.200.000	27,15%
B2.	Immobili dati in locazione finanziaria		
B3.	Altri immobili		
B4.	Diritti reali immobiliari		
<b>C.</b>	<b>CREDITI</b>		
C1.	Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione		
C2.	Altri		
<b>D.</b>	<b>DEPOSITI BANCARI</b>		
D1.	A vista		
D2.	Altri		
<b>E.</b>	<b>ALTRI BENI</b>		
<b>F.</b>	<b>POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>6.548.951</b>	<b>4,54%</b>
F1.	Liquidità disponibile	6.548.951	4,54%
F2.	Liquidità da ricevere per operazioni da regolare		
F3.	Liquidità impegnata per operazioni da regolare		
<b>G.</b>	<b>ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>3.898.439</b>	<b>2,70%</b>
G1.	Crediti per pct attivi e operazioni assimilate		
G2.	Ratei e risconti attivi	20.540	0,01%
G3.	Risparmio di imposta		
G4.	Altre	3.877.899	2,69%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>		<b>144.370.189</b>	<b>100%</b>

<b>PASSIVITA' E NETTO</b>		Situazione al 31/12/2014
<b>H.</b>	<b>FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	
H1.	Finanziamenti Ipotecari	
H2.	Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	
H3.	Altri	
<b>I.</b>	<b>STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	
I1.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	
I2.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non	
<b>L.</b>	<b>DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	
L1.	Proventi da distribuire	
L2.	Altri debiti verso i partecipanti	
<b>M.</b>	<b>ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>273.411</b>
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	33.765
M2.	Debiti di imposta	53.442
M3.	Ratei e Risconti passivi	640
M4.	Altre	185.564
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>		<b>273.411</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>		<b>144.096.778</b>
Numero Quote in circolazione		57.746,000
Valore unitario delle Quote		2.495,355
Rimborsi o Proventi distribuiti per Quota		0,000

**IMPORTI DA RICHIAMARE - RIMBORSI EFFETUATI DEL FONDO**

	Situazione al 31/12/2014
<b>Importi da richiamare</b>	<b>0,000</b>
<b>Rimborsi Effettuati</b>	<b>0,000</b>

**RENDICONTO DEL FONDO OPPORTUNITÀ ITALIA**  
**SEZIONE REDDITUALE AL 31 DICEMBRE 2014**

		Rendiconto al 31/12/2014
<b>A.</b>	<b>STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>256.984</b>
<b>Strumenti Finanziari Non Quotati</b>		
A1.	PARTECIPAZIONI A1.1 dividendi ed altri proventi A1.2 utili/perdite da realizzi A1.3 plus/minusvalenze	
A2.	ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI A2.1 interessi, dividendi e altri proventi A2.2 utili/perdite da realizzi A2.3 plus/minusvalenze	
<b>Strumenti Finanziari Quotati</b>		
A3.	STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI A3.1 interessi, dividendi e altri proventi A3.2 utili/perdite da realizzi A3.3 plus/minusvalenze	256.984 314.102 (57.118)
<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>256.984</b>
<b>B.</b>	<b>IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>1.590.360</b>
B1.	CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	692.945
B2.	UTILI/PERDITE DA REALIZZI	1.799.811
B3.	PLUS/MINUSVALENZE	(99.811)
B4.	ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	(766.803)
B5.	AMMORTAMENTI	
B6.	IMU -TASI	(35.782)
<b>Risultato gestione beni immobili</b>		<b>1.590.360</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>1.847.344</b>

		Rendiconto al 31/12/2014	
<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>1.847.344</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>1.847.344</b>
<b>I.</b>	<b>ONERI DI GESTIONE</b>	<b>(2.115.566)</b>	
I1.	Provvigioni di gestione sgr	(1.965.910)	
I2.	Commissioni di banca depositaria	(33.765)	
I3.	Oneri per esperti indipendenti	(3.600)	
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	(15.880)	
I5.	Altri oneri di gestione	(96.411)	
<b>L.</b>	<b>ALTRI RICAVI ED ONERI</b>		
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide		
L2.	Altri ricavi		
L3.	Altri oneri		
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>			<b>(268.222)</b>
<b>M.</b>	<b>IMPOSTE</b>		
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio		
M2.	Imposta sostitutiva a credito dell'esercizio		
M3.	Altre imposte		
<b>PERDITA DEL PERIODO</b>			<b>(268.222)</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 DELL'ESERCIZIO

- 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

Il rendiconto al 31 dicembre 2014 (di seguito il "Rendiconto") del fondo comune di investimento immobiliare chiuso Opportunità Italia (di seguito il "Fondo" o "OPI") istituito e gestito da Torre SGR S.p.A. ("Torre SGR" o "SGR"), riferito al periodo 27 gennaio 2014 (data di avvio dell'operatività del Fondo) - 31 dicembre 2014; è stato redatto in osservanza di quanto disposto dal provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 recante il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" e delle successive modifiche apportate con il provvedimento dell'8 maggio 2013 (di seguito il "Provvedimento") ed è conforme ai principi contabili di generale accettazione applicabili ai fondi immobiliari.

Il Rendiconto si compone della Situazione Patrimoniale, della Sezione Reddituale, della presente Nota Integrativa ed è corredato della Relazione degli amministratori. Il presente Rendiconto fa riferimento al primo esercizio di operatività del fondo, pertanto non è possibile effettuare una rappresentazione comparativa.

Esso è redatto in unità di Euro, se non diversamente specificato.

In particolare, vengono utilizzate le cifre decimali per indicare il valore della quota ed i proventi di gestione pro-quota che possono essere deliberati in distribuzione.

## Parte A – Andamento del valore della quota

### 1) Valore delle quote

L'andamento del valore complessivo netto ("NAV") del Fondo e del valore unitario delle quote risulta dalla seguente tabella.

Periodo	Valore complessivo netto del Fondo	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

### 2) Principali eventi che hanno influito sul valore del Fondo

Il NAV è passato da Euro 144.365.000 dalla data di avvio dell'operatività del Fondo ad Euro 144.096.778 al 31 dicembre 2014; tale diminuzione, pari ad Euro 268.222, è dovuta al risultato del periodo.

Patrimonio iniziale	144.365.000
Risultato di esercizio	(268.222)
NAV al 31 dicembre 2014	144.096.778

La perdita di esercizio è determinata dal risultato positivo della gestione dei beni immobili, pari ad Euro 1.590.360, dal risultato positivo della gestione degli strumenti finanziari per Euro 256.984, dagli oneri di gestione per un importo pari ad Euro 2.115.566.

L'utile della gestione immobiliare è la risultante (delta) tra canoni e altri proventi immobiliari per Euro 692.945, utili da realizzo a fronte della cessione dell'unità residenziale a Bologna per Euro 1.799.811, minusvalenze nette da valutazione per Euro 99.811 ed oneri immobiliari e imposte per complessivi Euro 802.585.

### 3) Raffronto tra differenti classi di quote

Alla data del Rendiconto le quote emesse sono relative ad un'unica classe.

### 4) Raffronto con il benchmark

Il regolamento del fondo prevede all'art. 16.1 b) per il Fondo una commissione variabile finale, spettante alla SGR al momento della liquidazione dello stesso. Si evidenzia che alla data del presente rendiconto 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 Fondo.

Sulla base di quanto previsto dal Regolamento medesimo, si evidenzia che alla data del 31 dicembre 2014 non risultano maturati proventi distribuibili.

### 7) Emissioni e rimborsi di quote

Si rinvia a quanto descritto nella Relazione degli amministratori.

### 8) Gestione dei rischi

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

- ✓ il rischio immobiliare, legato all'andamento ciclico del mercato generale, delle zone geografiche e dei settori specifici nei quali il Fondo opera;
- ✓ rischio di vendita degli immobili in blocco o frazionati. Al fine di limitare i rischi connessi alla vendita degli immobili sono state adottate procedure tese ad assicurare trasparenza e visibilità al processo decisionale oltre che il monitoraggio del mercato di riferimento;
- ✓ rischio di tassi di interesse in caso di utilizzo di leva finanziaria;
- ✓ rischi finanziari per la parte residuale del Fondo investita in strumenti finanziari e non immobiliari
- ✓ copertura assicurativa.

Al fine di prevenire gli eventuali rischi su portafogli immobiliari gestiti, la SGR si è dotata di una apposita procedura "Risk policy", aggiornata dal Consiglio di Amministrazione di Torre in data 18 giugno 2014, finalizzata alla definizione, monitoraggio e gestione di tali rischi.

Misurazione e la valutazione dei rischi operativi

La misurazione e la valutazione dei rischi operativi avviene attraverso le metodologie identificate dalla funzione di Risk Management. Il CdA provvede a validare lo sviluppo delle suddette metodologie e controlla la loro corretta attuazione.

In generale, è possibile stimare gli impatti potenziali dei rischi operativi attraverso:

un approccio **qualitativo**, le cui fasi possono essere così sintetizzate:

- ✓ Mappatura dei processi di business e operativi della Società;
- ✓ Individuazione dei rischi operativi secondo un'opportuna classificazione;
- ✓ Valutazione dell'esistenza dei rischi all'interno dei processi attraverso l'attribuzione di un giudizio qualitativo, espressione della frequenza e dell'impatto potenziale;
- ✓ Esistenza di presidi per la mitigazione dei rischi e valutazione della loro efficacia;
- ✓ Eventuale revisione della mappatura dei processi, dei rischi e dei controlli in presenza di cambiamenti interni e/o esterni alla Società.

L'approccio qualitativo è quello che la Società ha adottato per la gestione dei rischi propri. Sono stati individuati i limiti di rischio e le soglie di tolleranza per ciascun processo aziendale. Un quadro di sintesi delle diverse esposizioni al rischio è presentato in una Heat Map che evidenzia i processi critici ed agevola il processo decisionale del management.

Un approccio **quantitativo**, le cui fasi possono essere così sintetizzate:

- ✓ mappatura dei processi rilevanti;
- ✓ classificazione delle perdite potenziali;
- ✓ storicizzazione delle perdite all'interno di un data base (frequenza/impatto);
- ✓ analisi ed elaborazione dei dati utilizzando tecniche statistico-attuariali o di simulazione Monte Carlo, in cui si modellano separatamente la frequenza degli eventi ed i loro impatti economici. In entrambi i casi ci si propone di arrivare ad una stima della distribuzione di probabilità delle perdite potenziali.

A supplemento delle precedenti analisi vengono implementate alcune "analisi di scenario" al fine di fornire indicazioni su perdite che potrebbero materializzarsi in presenza di eventi estremi. Infatti, trattandosi di eventi rari in termini statistici, essi non possono essere adeguatamente catturati nell'ambito di analisi statistiche. Le "analisi di scenario" hanno dunque lo scopo di:

- ✓ permettere la trasformazione di stime soggettive di perdita in misurazioni quantitative, comparabili ed integrabili con i risultati dell'analisi quantitativa dei dati storici di perdite potenziali;
- ✓ introdurre un approccio forward-looking;
- ✓ ottenere indicazioni di natura gestionale, individuando le priorità di intervento;
- ✓ valutare l'impatto sul profilo di rischio derivante da cambiamenti organizzativi, di business, di modalità operative e di controlli.

L'approccio quantitativo è quello che la Società ha adottato per la valutazione dei rischi gravanti sui patrimoni gestiti.

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

### Sezione I - Criteri di valutazione

Nella redazione del Rendiconto sono stati applicati i principi contabili accettati per i fondi comuni d'investimento immobiliare chiusi, i prospetti contabili ed i criteri di valutazione previsti dal Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e delle successive modifiche dell'8 maggio 2013, con particolare riferimento ai principi generali di prudenza e sostanziale costanza nel tempo dei criteri utilizzati. I criteri di valutazione sono di seguito riepilogati.

#### Strumenti finanziari quotati

Gli strumenti finanziari quotati sono iscritti al prezzo di acquisto. Le eventuali commissioni di acquisto e vendita sono comprese nei prezzi di acquisto o dedotte dai prezzi di vendita dei titoli in conformità agli usi di Borsa.

Il valore degli strumenti finanziari quotati è determinato in base all'ultimo prezzo disponibile rilevato sul mercato di negoziazione. Per gli strumenti trattati su più mercati, si fa riferimento al mercato dove si formano i prezzi più significativi, avendo presenti le quantità trattate presso lo stesso e l'operatività svolta dal Fondo. Gli strumenti finanziari sospesi da listini, sono trattati come strumenti finanziari non quotati.

#### 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 della Legge 25/1/1994, n. 86 e dell'art. 17, Titolo VI, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, 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 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, 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 Fondo e approvati dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 28 febbraio 2015, si faccia riferimento a quanto esposto nell'estratto della valutazione di stima allegato al Rendiconto.

#### 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 Fondo ed in base alle norme stabilite dal Regolamento del Fondo.

### Sezione II – Le attività

#### II.1 Strumenti finanziari non quotati

Alla data del 31 dicembre 2014 non sono presenti strumenti finanziari non quotati.

#### 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.	94.722.799	100,00%
<b>TOTALE</b>	<b>94.722.799</b>	<b>100,00%</b>

#### Elenco analitico degli strumenti finanziari

CODICE ISIN	TITOLO	VALORE COMPLESSIVO	%
IT0004986391	BOT 0% 14/01/15	7.500.135	5,20%
IT0004997638	BOT 0% 13/02/15	7.499.675	5,19%
IT0005002990	ITALY 0% 13/03/2015	7.498.592	5,19%
IT0005012411	ITALY 0% 14/04/2015	7.997.951	5,54%
IT0005042806	ITALIE 0% 27/02/15	7.998.843	5,54%
IT0005047037	BOT 0% 31/03/15	7.998.475	5,54%
LU0229385769	PIONEER FD EC SH TER	24.348.096	16,87%
LU0363630616	ABSOLUTE RETURN CONT	23.881.032	16,54%
	<b>TOTALE STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>94.722.799</b>	<b>65,61%</b>
	<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>144.370.189</b>	

## Ripartizione degli altri 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	46.493.671			
- 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.				
- aperti armonizzati		48.229.128		
- aperti non armonizzati				
- chiusi				
TOTALI:				
- in valore assoluto	46.493.671	48.229.128		
- in percentuale del totale delle attività	32,20%	33,41%		

## Ripartizione degli strumenti finanziari quotati per mercato di quotazione

MERCATO DI QUOTAZIONE				
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Strumenti finanziari quotati	46.493.671	48.229.128		
Titoli in attesa di quotazione				
TOTALI:				
- in valore assoluto	46.493.671	48.229.128		
- in percentuale del totale delle attività	32,20%	33,41%		

Nella tabella sottostante si riportano i movimenti dell'esercizio

	CONTROVALORE ACQUISTI	CONTROVALORE VENDITE E RIMBORSI
Titoli di debito		
- Titoli di stato	195.060.778	(148.983.938)
- Altri		
Titoli di capitale		
Parti di OICR	48.388.974	
TOTALE	243.449.752	(148.983.938)

### II.3 Strumenti finanziari derivati

Alla data del 31 dicembre 2014 il Fondo non detiene strumenti finanziari derivati.

### II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo.

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso	Anno di costruzione	Superficie lorda	Canone per m <sup>2</sup>	Tipo di contratto	Scadenza contratto	Locatario	Costo storico	Ipoteca	Ulteriori informazioni
1	Immobile Via de' Musci (Palazzo Salimbeni)	Commerciale	1926	2.200	370,8 €/m <sup>2</sup>	Affitto multitenant	Varie	Multitenant	19.200.000	-	-
2	Immobile Via de' Toschi (Palazzo Mainetti Sanmarchi)	Commerciale	1926	2.944	236,3 €/m <sup>2</sup>	Affitto multitenant	Varie	Multitenant	21.800.000	-	-

### Prospetto dei beni immobili disinvestiti dal Fondo dall'avvio dell'operatività (27 gennaio 2014) al 31 dicembre 2014

Immobili disinvestiti	Superficie lorda	Data Acquisto	Costo acquisto (a)	Ultima valutazione	Data Realizzo	Ricavo di vendita (b)	Proventi generati (c)	Oneri sostenuti (d)	Risultato dell'investimento (e) = (a)+(b)+(c)+(d)
Bologna - via De' Toschi	698	30/07/14	1.700.189	1.700.189	31/10/14	3.500.000	26.593	6.144	1.820.260

### Informazioni sulla redditività dei beni immobili

FASCE DI SCADENZA DEL CONTRATTO DI LOCAZIONE	VALORE DEI BENI IMMOBILI AL 31/12/2014	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	39.200.000	679.757	0	679.757	100%
da oltre 5 fino a 7 anni	0	0	0	0	0%
da oltre 7 fino a 9 anni	0	0	0	0	0%
Oltre 9 anni	0	0	0	0	0%
A) Totale beni immobili locati	39.200.000	679.757	0	679.757	100%
B) Totale beni immobili non locati	0	0	0	0	0%
Totale A+B	39.200.000	679.757	0	679.757	100%

### II.5 Crediti

Il Fondo non è titolare di Crediti al 31 dicembre 2014.

### II.6 Depositi bancari

Il Fondo non dispone al 31 dicembre 2014 di depositi bancari.

### II.7 Altri beni

Il Fondo non dispone al 31 dicembre 2014 di altri beni.

**II.8 Posizione netta di liquidità**

La presente voce esposta nel Rendiconto, per un totale di Euro 6.548.951, 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	6.548.951
<b>Totale liquidità disponibile</b>	<b>6.548.951</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>6.548.951</b>

**II.9 ALTRE ATTIVITÀ**

La presente voce, pari a Euro 3.898.439 al 31 dicembre 2014 è composta dalle sottovoci elencate nella tabella seguente.

	IMPORTI
<b>G1. Crediti per pct attivi e operazioni assimilate</b>	<b>0</b>
<b>G2. Ratei e risconti attivi:</b>	<b>20.540</b>
- risconti commissioni di gestione	19.108
- risconti attivi su imposte di registro	1.432
<b>G3. Risparmio di imposta:</b>	<b>0</b>
<b>G4. Altre:</b>	<b>3.877.899</b>
- crediti w/clienti	89.637
- fatture da emettere	3.693.130
- fornitori c/anticipi	15.994
- Altre attività	79.138
<b>TOTALE ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>3.898.439</b>

La voce "fatture da emettere" è riconducibile principalmente alla prima vendita di un'unità immobiliare di circa 700 metri quadrati più pertinenze, ad un prezzo di Euro 3,5 milioni, con una plusvalenza di Euro 1,8 milioni. La vendita, data la natura di immobile vincolato, è stata sospensivamente condizionata al mancato esercizio del diritto di prelazione in favore del MIBAC. La condizione sospensiva si è realizzata nel mese di gennaio 2015 con effetto ex tunc.

### SEZIONE III – LE PASSIVITÀ

#### III.1 Finanziamenti ricevuti

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2014.

#### III.2 Strumenti finanziari derivati

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2014.

#### III.3 Debiti verso i partecipanti

Alla data del Rendiconto il Fondo non presenta debiti verso i partecipanti.

#### III.4 Altre passività

La voce M "Altre passività" ammonta a complessivi Euro 273.411. La tabella riportata di seguito fornisce la composizione delle sottovoci.

	IMPORTI
<b>M1. Provvigioni e oneri maturati e non liquidati:</b>	
- Commissione di banca depositaria da liquidare	(33.765)
<b>Totale provvigioni e oneri maturati e non liquidati</b>	<b>(33.765)</b>
<b>M2. Debiti di imposta:</b>	
- Debito per ritenuta d'acconto	(2.517)
- Debito Iva	(50.925)
<b>Totale debiti di imposta</b>	<b>(53.442)</b>
<b>M3. Ratei e Risconti passivi</b>	
- Risconto locazioni	(313)
- Risconto imposta di registro su canoni di locazione riscossi	(327)
<b>Totale ratei e risconti passivi</b>	<b>(640)</b>
<b>M4. Altre</b>	
- Debiti v/fornitori	(81.463)
- Debiti v/Ciosso srl	(59.358)
- Fatture da ricevere	(43.050)
- Varie	(1.693)
<b>Totale altre</b>	<b>(185.564)</b>
<b>TOTALE ALTRE PASSIVITÀ</b>	<b>(273.411)</b>

Le voci debiti verso fornitori e debiti per fatture da ricevere per un totale di Euro 124.513 sono relative a spese per consulenze o per servizi professionali (spese legali, notarili, di revisione, degli Esperti Indipendenti, ecc.). I debiti verso Ciosso srl sono dovuti a spese sostenute dalla precedente proprietà degli immobili di Bologna di Via Toschi e Via Musei nel periodo intercorso tra l'atto di acquisto

degli stessi, e quello di avveramento della condizione sospensiva, con efficacia ex-tunc, riferite all'esercizio in corso che comprendono, tra gli altri, oneri condominiali e il costo della polizza fabbricati che il Fondo dovrà riconoscere al venditore.

Si precisa che il Fondo al 31 dicembre 2014 non ha rilasciato fidejussioni.

#### Sezione IV – Il valore complessivo netto

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

#### Prospetto delle variazioni del valore del Fondo dall'avvio dell'operatività (27 gennaio 2014) fino al 31 dicembre 2014

	IMPORTO	IN % DELL'IMPORTO INIZIALE
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse per prezzo di emissione)	144.365.000	100%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A3. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	256.984	0,18%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	1.590.360	1,10%
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	(2.115.566)	-1,47%
L. Altri ricavi e oneri complessivi		
M. Imposte complessive		
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI		
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDDO DELLE IMPOSTE	(268.222)	-0,19%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2014	144.096.778	100%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
<b>TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO</b>		<b>-0,20%</b>

## Sezione V – Altri dati patrimoniali

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

Alla data del presente Rendiconto 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. 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 Fondo Fortress Investment Fund III facente capo a Fortress Investment Group LLC, società quotata al New York Stock Exchange (NYSE) e gestore globale di fondi comuni di investimento.

### *V.3 Investimenti in valuta estera*

Il Fondo 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 31 dicembre 2014 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 31 dicembre 2014 il fondo ha ricevuto dai conduttori degli immobili fideiussioni per Euro 648.971.

### *V.6 Ipoteche che incidono sugli immobili*

Al 31 dicembre 2014 non insistono ipoteche sugli immobili del Fondo.

**Parte C – Il risultato economico dell'esercizio****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.

RISULTATO COMPLESSIVO DELLE OPERAZIONI SU:	UTILE/PERDITA DA REALIZZI	DI CUI : PER VARIAZIONE DEI TASSI DI CAMBIO	PLUS/ MINUS	DI CUI : PER VARIAZIONE DEI TASSI DI CAMBIO
<b>A1. partecipazioni in società non quotate</b>				
1. Di controllo				
2. Non di controllo				
<b>A2. Strumenti finanziari non quotati</b>				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di O.I.C.R.				
<b>A3. Strumenti finanziari quotati</b>				
1. Titoli di debito	314.102		102.728	
2. Titoli di capitale				
3. Parti di O.I.C.R.			(159.846)	
<b>A4. Strumenti finanziari derivati</b>				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				

Sottovoce A.1. Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2014.

Sottovoce A.2. Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2014.

Sottovoce A.3. E' indicato l'utile da realizzo derivante dagli strumenti finanziari quotati, pari a Euro 314.102, mentre le minusvalenze nette da valutazione sono pari ad Euro 57.118.

Sottovoce A.4. Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2014.

**Sezione II – Beni immobili**

Il risultato economico negativo della gestione del patrimonio immobiliare di Euro 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		679.757			
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi		13.188			
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI					
2.1 beni immobili		1.799.811			
2.2 diritti reali immobiliari					
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE					
3.1 beni immobili		(99.811)			
3.2 diritti reali immobiliari					
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI		(766.803)			
5. AMMORTAMENTI					
6. IMU - TASI		(35.782)			
<b>TOTALE</b>		<b>1.590.360</b>			

L'utile da realizzo di Euro 1.799.811 fa riferimento alla vendita di un'unità immobiliare di circa 700 metri quadrati più pertinenze, ad un prezzo di Euro 3,5 milioni

**Sezione III – Crediti**

Nel corso dell'esercizio il Fondo non ha detenuto crediti di alcuna natura.

**Sezione IV – Depositi bancari**

Tale tipologia di investimento non è stata utilizzata nel corso dell'esercizio.

**Sezione V – Altri Beni**

Nel corso dell'esercizio 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 dell'esercizio 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 dell'esercizio 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 31 dicembre 2014.

*VI.4 Altri oneri finanziari*

Nessun elemento rientra in tale voce al 31 dicembre 2014.

**Sezione VII – Oneri di Gestione**

La voce del Rendiconto relativa agli "Oneri di gestione", pari a Euro 2.115.566 è costituita principalmente dalla:

- ✓ sottovoce I1 "Provvigioni di gestione SGR" per complessivi Euro 1.965.910, che accoglie il costo a carico del Fondo 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 96.411, che è costituita prevalentemente dagli oneri per spese professionali e notarili sostenuti dal Fondo nel corso dell'esercizio.

## VII.1 Costi sostenuti nell'esercizio

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 - provvigioni d'incentivo	1.966	1,36%	1,36%					
2) TER degli OICR in cui il fondo investe	192	0,13%						
3) Compenso della Banca Depositaria - di cui eventuale compenso per il calcolo valore quota	34	0,02%	0,02%					
4) Spese di revisione del fondo	24	0,02%						
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	4	0,01%	0,01%					
7) Oneri di gestione degli immobili	767	0,53%	0,53%					
8) Spese legali e giudiziarie	2	0,00%						
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	16	0,01%						
10) Altri oneri gravanti sul fondo	69	0,05%						
<b>TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (SOMMA DA 1 A 10)</b>	<b>3.074</b>	<b>2,13%</b>						
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari di cui: - su titoli azionari - su tit. di debito - su derivati - altri								
12) Oneri finanziari per debiti assunti dal fondo								
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo	36	0,02%						
<b>TOTALE SPESE (SOMMA DA 1 A 13)</b>	<b>3.110</b>	<b>2,16%</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.

- a) 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 Fondo, quale risulta dal rendiconto della gestione del Fondo, 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 Fondo risultante dal più recente rendiconto della gestione del Fondo 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 del rendiconto della gestione dell'esercizio di riferimento si determina, sulla base del Valore

Complessivo Netto del Fondo risultante da detto rendiconto, 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 Fondo; 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 Fondo, 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 Fondo 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 Fondo 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;

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

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

(i) dell'ammontare dell'attivo netto del Fondo 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 Fondo, dalla data di pagamento di ciascuna di tali somme alla data di liquidazione del Fondo;

(2) si calcola il "Valore Iniziale del Fondo" 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 Fondo, fra la data di esecuzione dei versamenti e la data della delibera di liquidazione del Fondo;

(3) si calcola la differenza tra il Risultato Complessivo del Fondo ed il Valore Iniziale del Fondo, 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.

## Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

Nel corso dell'esercizio non si sono registrate componenti economiche afferenti a tale voce

## Sezione IX- Imposte

### Regime tributario del Fondo

#### *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 fondi immobiliari non sono soggetti alle imposte sui redditi ed all'IRAP.

Ai fondi 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 Fondo. 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 fondi dalla stessa gestiti. Il suddetto art. 8 prevede, inoltre, alcune agevolazioni in relazione ai crediti I.V.A. generatisi in capo al Fondo.

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 fondi 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 e ciò anche quando il conduttore non è soggetto IVA oppure ha un pro-rata di detraibilità IVA pari o inferiore al 25%. 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>10</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 fondi immobiliari può applicarsi, in luogo della tassazione ordinaria, un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP con l'aliquota del 26<sup>11</sup>%.

<sup>10</sup> Fino al 26 giugno u.s., tali cessioni erano *ex lege* esenti IVA

<sup>11</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".

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.

*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 fondi immobiliari, la SGR (o l'intermediario qualora le quote siano immesse in un sistema di deposito accentrato) opera una ritenuta del 26 per cento (aliquota elevata dal decreto legge n. 112/2008).

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 fondi 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 fondi 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 fondi 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 fondo;
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 fondo, 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 fondo, restando salva la possibilità di applicare un'aliquota ridotta sulla base delle Convenzioni contro le doppie imposizioni stipulate dall'Italia con altri paesi;
5. l'obbligo per i partecipanti di attestare alla società di gestione del fondo, o all'intermediario abilitato nel caso di fondi 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>12</sup>, va ricordato che le comunicazioni periodiche alla clientela<sup>13</sup> relative a prodotti finanziari (ivi incluse quelle relative a quote di fondi 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 del Rendiconto, 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 fondi comuni di investimento del 25 agosto 2010.

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

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

ESPERTO INDIPENDENTE	DATA DI CONFERIMENTO DELL'INCARICO	DATA PRIMA VALUTAZIONE	DURATA DEL CONTRATTO	CORRISPETTIVO
Scenari Immobiliari – Istituto Indipendente di Studi e Ricerche	19/05/2014	giu-14	Tre anni dalla prima valutazione	Prima valutazione € 1.800 ad immobile
				Relazioni 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>12</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>13</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.

FONDO	DATA DI CONFERIMENTO DELL'INCARICO	DATA PRIMA VALUTAZIONE	DURATA DEL CONTRATTO
Torre RE Fund I	01/06/2012	giu-12	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 il Rendiconto ai fini della indicazione del valore degli immobili del Comparto, 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 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 Comparto, 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 dal risk manager, provvederà a valutare l'opportunità di accettare tale valutazione ovvero di richiedere la revisione della medesima.

La SGR si è dotata di una apposita procedura relativa al processo di valutazione dei beni immobili detenuti dai fondi al fine di disciplinare:

- le modalità di scelta degli Esperti Indipendenti e di determinazione dei compensi;
- le cautele per identificare e gestire situazioni di conflitto di interessi afferenti gli 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.

## **Allegato**

---

**ESTRATTO DELLA RELAZIONE DI STIMA DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI**

---



**RELAZIONE DI STIMA**

**PATRIMONIO IMMOBILIARE DEL**

**“FONDO OPPORTUNITA’**

**ITALIA”**

**ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2014**

**GENNAIO 2015**

# SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

## Indice

---

1. Premessa .....	2
2. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione.....	2
3. Andamento del mercato immobiliare nel 2013.....	4
4. Metodologia utilizzata nelle valutazioni dei beni .....	12
5. Documentazione utilizzata e verifiche effettuate sugli immobili .....	17
6. Assunzioni, limiti e caratteristiche della presente relazione .....	17
7. Conclusioni .....	19

## ALLEGATI - DOCUMENTO DI VALUTAZIONE

---

- *Bologna, via De' Toschi - via Musei*

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

Milano, gennaio 2015

## **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 31 dicembre 2014, del seguente asset, rientrante nel perimetro del patrimonio del Fondo Immobiliare "OPPORTUNITA' ITALIA".

- *Bologna, via De' Toschi - via Musei (isolato 1 e isolato 2)*

## **2. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione**

Nella stima del valore corrente di mercato degli immobili si è fatto riferimento ai principi contenuti nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Punto 2.5 del Regolamento Banca d'Italia dell'8 maggio 2012, che 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, 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 riviniente 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.*

*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 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".*

### **3. Andamento del mercato immobiliare nel 2014**

Nelle pagine seguenti è stato inserito uno studio sintetico dell'andamento del mercato immobiliare italiano con una premessa sullo scenario internazionale.

Per l'approfondimento relativo alla situazione degli indicatori dei differenti mercati locali (*comparison*), si rimanda all'allegato relativo all'immobile.

\*\*\*

#### **LO SCENARIO INTERNAZIONALE**

Anche se l'economia mondiale mostra segnali di un lento miglioramento, la ripresa è ancora fragile e difforme tra le varie aree. Nella seconda metà dell'anno l'attività globale si è progressivamente rafforzata, sostenuta dalla ripresa dei principali parametri e dal forte slancio espansivo in alcune delle principali economie avanzate, soprattutto gli Stati Uniti. Nello stesso tempo, la crescita nei mercati emergenti è rimasta contenuta e incerta per effetto delle tensioni geopolitiche e sui mercati finanziari, nonché di ostacoli di natura strutturale.

Nell'area euro la ripresa ha perso slancio. In Germania l'attività economica ha subito un rallentamento, a causa del calo della domanda estera che non è compensata da un sufficiente recupero di quella interna. Le prospettive di crescita per i prossimi mesi sono state riviste al ribasso, sia per l'area euro nel suo complesso che per le principali economie. L'inflazione ha raggiunto livelli estremamente bassi e la Bce sta approntando misure per arginare la deflazione. Il mercato del lavoro è in fase di miglioramento in alcuni Paesi, come il Regno Unito, mentre il tasso di disoccupazione è ancora in crescita in altre nazioni, soprattutto nell'Europa del sud

## 4. Metodologia utilizzata nelle valutazioni dei beni

### Per le porzioni residenziali/uffici

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'ideale 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.

# SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

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 similari 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 le porzioni commerciali**

### 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.

# SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

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.

# SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

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.

## 5. 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, il sopralluogo è stato effettuato nel mese di luglio 2014.

*Scenari Immobiliari* si è avvalsa dei seguenti tecnici:

- Arch. Graziella Gianquinto.

## 6. 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-Scenari Immobiliari*;
- 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;

# SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

- 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

## 7. Conclusioni

Alla data del 31 dicembre 2014, 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 39.200.000,00**  
**(trentanovemilioniduecentomila/00)**

Il valore del bene è così suddiviso:

<b>Isolato 1</b>	porzione residenziale/uffici	5.300.000
	porzione commerciale	13.800.000
<b>Isolato 2</b>	porzione residenziale/uffici	7.300.000
	porzione commerciale	12.800.000
<b>Totale commerciale</b>		<b>26.600.000</b>
<b>Totale residenziale</b>		<b>12.600.000</b>
<b>Totale complessivo</b>		<b>39.200.000</b>

Il valore della quota da trasformare a residenziale (attualmente aventi in parte aventi destinazione residenziale e in parte uffici) è stata scorporata nei due valori attribuibili alla quota residenziale e alla quota uffici. Tale valore è frutto di una ponderazione delle superfici considerando la qualità delle stesse e i costi necessari per la loro ristrutturazione. Non sono state conteggiate, nella composizione del valore, la quota degli spazi comuni e delle pertinenze, ad eccezione delle cantine nell'isolato 1 la cui superficie è stata attribuita esclusivamente alla porzione uffici.

# SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

Isolato 1				
	Mq lordi	% sulla superficie uffici+residenziale	Valore arrotondato	Note
porzione residenziale	713	35%	1.835.000	decremento del 5% del peso percentuale della quota residenziale in considerazione della qualità edilizia inferiore degli spazi e pertanto di costi di ristrutturazione
porzione uffici+cantine	1.140	65%	3.465.000	incremento del 5% del peso percentuale della quota uffici/cantine in considerazione della qualità edilizia superiore degli spazi e pertanto di costi di ristrutturazione da sostenere inferiori rispetto alla porzione residenziale
	<b>1.853</b>		<b>5.300.000</b>	

Isolato 2				
	Mq lordi	% sulla superficie uffici+residenziale	Valore arrotondato	Note
porzione residenziale	1.661	55%	4.000.000	Superficie da non ristrutturare non in perimetro
porzione uffici	1.330	45%	3.300.000	
			<b>7.300.000</b>	

### Variationsi rispetto alla relazione di preacquisizione:

Variatione valore di stima: **-4,39%**

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;
- adeguamento dei canoni e dei prezzi di mercato unitari attesi, sulla base dell'attuale congiuntura del mercato immobiliare;
- rilascio di due conduttori nella porzione commerciale isolato 2 (incremento dello sfitto del 13%);
- cessione di circa 700 mq di residenziale nell'isolato 2.

Milano, gennaio 2015

Scenari Immobiliari

  
Maurizio Sinigaglia