



Fondo  
CORE  
MULTI  
UTILITIES

---

## **RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO CORE MULTIUTILITIES**

FONDO DI INVESTIMENTO ALTERNATIVO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO  
CHIUSO

**AL 31 DICEMBRE 2015**

---

## Indice

<b>1. Relazione degli Amministratori.....</b>	<b>3</b>
<b>1.1 L'andamento del mercato immobiliare.....</b>	<b>3</b>
1.1.1 Il mercato dei fondi immobiliari	3
1.1.2 Il Mercato Immobiliare in Italia: quadro generale	5
1.1.3 Il Mercato immobiliare di riferimento per il Fondo Core Multiutilities	13
<b>1.2 Descrizione del Fondo al 31 dicembre 2015 .....</b>	<b>22</b>
<b>1.3 Governance del Fondo.....</b>	<b>26</b>
<b>1.4 L'andamento del Fondo nel corso del 2015 .....</b>	<b>29</b>
1.4.1 La gestione immobiliare	30
1.4.2 La gestione finanziaria	31
<b>1.5 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione.....</b>	<b>35</b>
<b>1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2015 .....</b>	<b>36</b>
<b>2. Situazione Patrimoniale.....</b>	<b>37</b>
<b>3. Sezione Reddittuale.....</b>	<b>39</b>
<b>4. Nota integrativa.....</b>	<b>41</b>
Parte A – Andamento del valore della quota .....	41
Parte B – Le attività, le passività ed il valore complessivo netto.....	44
Parte C – Il risultato economico dell'esercizio.....	52
Parte D – Altre informazioni.....	58

## **1. Relazione degli Amministratori**

---

### **1.1 L'andamento del mercato immobiliare**

#### **1.1.1 Il mercato dei fondi immobiliari<sup>1</sup>**

#### **Andamento generale del settore**

Gli strumenti di risparmio gestito, a livello mondiale, continuano a crescere in termini di volumi ed anche i rendimenti, in un'ottica di lungo periodo, risultano competitivi rispetto ad altre forme di investimento. Il Nav delle diverse forme di strumenti a contenuto immobiliare (fondi quotati, non quotati, Reit) continua a crescere ed entro la fine del 2015 dovrebbe superare, complessivamente, Euro 2.500 miliardi.

Il Nav in Europa è in crescita in termini assoluti, da Euro 830 ad Euro 860 miliardi, ma è in calo il peso sul totale mondiale, intorno al 33,7%. La flessione è dovuta al rapido progresso del settore dei Reit negli altri continenti, soprattutto Stati Uniti, e alla impostazione più tradizionale del settore del risparmio gestito nel vecchio continente, dove la quota maggiore del patrimonio è detenuta dai fondi immobiliari, che hanno dimensioni mediamente inferiori rispetto agli strumenti di oltreoceano.

Anche in Italia di fronte alle turbolenze dei mercati di questi ultimi anni i risparmiatori hanno dimostrato di continuare ad optare per le gestioni professionali anche in campo immobiliare ed il comparto dei fondi immobiliari si conferma come il più importante "portafoglio" privato italiano. Nel corso del 2015 il patrimonio netto dei fondi immobiliari (Nav) cresce di oltre il 10% rispetto all'anno precedente, attestandosi sopra Euro 48 miliardi.

Nel corso dell'anno sono stati costituiti fondi con patrimoni pubblici ed anche investitori esteri hanno preferito spesso la formula del fondo immobiliare a quella dell'acquisto diretto o della semplice società di capitali. Attualmente i fondi attivi sono saliti a n. 400, tenendo in considerazione la chiusura di molti fondi incipienti o di tipo "familiare" che hanno terminato la propria vita nel corso dell'anno:

---

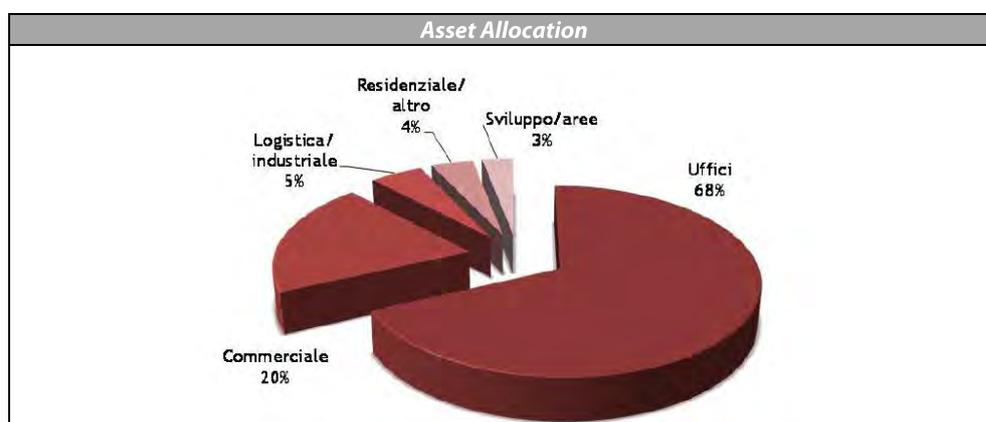
<sup>1</sup> Fonti: Assogestioni/IPD/Scenari Immobiliari/Nomisma.

Fondi Immobiliari in Italia (retail e riservati)						
Descrizione	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
N° fondi operativi <sup>1</sup>	305	312	358	365	385	400
Nav <sup>2</sup>	34.000	36.100	37.000	39.000	43.500	48.000
Patrimonio immobiliare detenuto direttamente	43.500	46.400	47.300	49.100	50.500	53.000
Indebitamento esercitato <sup>3</sup>	24.800	28.500	29.700	31.500	30.700	29.500
Performance (Roe) <sup>4</sup> (val. %)	3,5	0,7	-1,8	-0,5	1,2	1,6

1) Fondi autorizzati dalla Banca d'Italia che hanno concluso il collocamento  
2) Valore del patrimonio netto dei fondi al 31 dicembre di ogni anno  
3) Finanziamenti effettivamente ricevuti (stima)  
4) Roe dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

Fonte: Scenari Immobiliari – Nota semestrale di mercato (gen. 2016)

Il patrimonio immobiliare detenuto dai fondi si attesta ad Euro 53 miliardi e l'*asset allocation* risulta ripartita secondo le seguenti quote:



Fonte: Scenari Immobiliari – Nota semestrale di mercato (gen. 2016)

Come evidenziato dal precedente grafico gli uffici rappresentano il 68% del mercato e circa il 90% insieme alla destinazione *retail/commerciale*, segnale dell'interesse dei fondi per prodotti *core* a reddito (si noti che la componente sviluppo si attesta al 3%).

In conclusione è importante segnalare che sul fronte normativo e regolamentare, nel corso del 2015, il decreto ministeriale n. 30 del 5 marzo 2015 adottato dal Mef ha introdotto numerose novità in sede gestionale, il tutto per una maggiore efficienza e trasparenza dello strumento.

### 1.1.2 Il Mercato Immobiliare in Italia: quadro generale

#### **Il contesto Internazionale ed europeo**

L'andamento dell'attività economica mondiale continua a essere disomogeneo. Nel corso del 2015 si è assistito ad un consolidamento della ripresa in gran parte delle economie avanzate al di fuori dell'area dell'euro - in particolare Stati Uniti e Regno Unito - mentre la crescita è rimasta debole nell'Unione europea, con un *trend* differenziato nei diversi Paesi, attribuibile in parte al diverso impatto della correzione dei prezzi delle materie prime.

Di questo contesto instabile sono inoltre testimonianza i ripetuti aggiustamenti al ribasso nelle previsioni dell'attività economica globale, la modesta dinamica degli investimenti produttivi, a dispetto di condizioni finanziarie favorevoli ed il calo di volumi e valori del commercio mondiale, dovuto in parte alla debolezza della domanda cinese di materie prime e componenti.

Per il 2016 è prevista una lieve accelerazione, anche se permangono alcuni elementi di rischio, associati a un rallentamento più forte in Cina e alle tensioni che potrebbero scaturire dall'avvio della normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti che hanno influito sulla decisione della *Federal Reserve* di posticipare il rialzo dei tassi di interesse.

Nell'area euro la ripresa economica si è gradualmente rafforzata, benché a un ritmo inferiore rispetto alle previsioni. Il basso livello dei corsi petroliferi dovrebbe sostenere il reddito disponibile reale, rafforzando i consumi privati e la redditività delle imprese. Inoltre, l'orientamento accomodante di politica monetaria dovrebbe contribuire ad allentare ulteriormente le condizioni di finanziamento, stimolando gli investimenti. Permangono elementi di rischio, legati soprattutto al rallentamento delle economie emergenti, che grava sulla crescita mondiale e quindi sulle esportazioni dell'area euro. L'incertezza dello scenario economico globale ha un impatto limitato sui mercati immobiliari, poiché la ripresa ha preso forza nella maggior parte delle aree geografiche; il forte aumento della liquidità, accompagnato dai bassi tassi di interesse e dalla presenza di un ampio numero di opportunità di investimento a prezzi ribassati rispetto al passato, hanno garantito un'inversione di tendenza in molti mercati, con un'evoluzione positiva dei principali parametri.

Negli Stati Uniti lo sviluppo del settore immobiliare è sostenuto dal miglioramento del mercato residenziale, con costante aumento della domanda e del volume di compravendite, ritornati ai livelli del 2007.

Il *trend* dei mercati asiatici è difforme tra regioni. Anche se la domanda è sostenuta dalla crescita demografica e dall'espansione della classe media. In Cina i prezzi hanno subito un lieve ridimensionamento e si attende una fase caratterizzata da squilibrio tra domanda e offerta con conseguente stagnazione delle quotazioni.

#### **Investitori**

Nel 2015 i fondi e i Reit sono stati tra i protagonisti più dinamici dei mercati, avendo concentrato oltre la metà degli investimenti nei comparti non

residenziali, sostenuti da un più agevole accesso al credito e da un buon livello di liquidità. La maggior parte delle società immobiliari a livello globale, in ottica di ristrutturazione dei bilanci, continua a portare avanti una politica basata sulle alleanze, finalizzata sia a reperire maggiori risorse finanziarie che a espandersi in nuove aree geografiche.

In fase evolutiva anche l'approccio qualitativo degli investimenti, visto che, per la prima volta dopo parecchi anni, si assiste alla ricerca di rendimenti competitivi.

l'approccio dei gestori continua a essere orientato alla prudenza, perché le strategie seguono logiche profondamente diverse dal passato e non possono prescindere dalla valutazione di numerosi elementi di rischio a livello macroeconomico. Di conseguenza il *driver* continua a essere rappresentato dalla qualità, ma con una maggiore propensione al rischio non solo da parte degli investitori opportunistici, ma anche di quelli *long-term*. La forte concorrenza sui *trophy asset* e sugli immobili primari nelle città più importanti, oltre al calo dei rendimenti per queste tipologie di prodotto, spingono una parte della domanda a rivolgere l'attenzione verso immobili secondari, caratterizzati da rendimenti più elevati e da una maggiore forza contrattuale dei compratori. In crescita anche l'interesse per i progetti di sviluppo, con riferimento soprattutto alla ristrutturazione e rigenerazione urbana, seppur tra le preoccupazioni maggiori che frenano i progetti d'espansione ci sia il timore di un rialzo dei tassi di interesse.

La strategia è fortemente diversificata, non solo tra le diverse aree geografiche ma anche tra le singole società. Alcune puntano alla specializzazione in una o due tipologie di prodotto, mentre altre tendono a una sempre maggiore diversificazione, alla ricerca di opportunità e cicli di mercato favorevoli. Accanto ai settori tradizionali, è in aumento l'interesse per i prodotti alternativi, soprattutto nel settore sanitario, nei servizi di pubblica utilità e nelle infrastrutture.

Gli investitori, nell'attuale congiuntura, si rivolgono ai mercati liquidi più importanti, soprattutto Londra, New York e Parigi, ma è in aumento l'interesse per le città europee di seconda e terza fascia, caratterizzate da minore concorrenza sull'offerta e ritorni potenzialmente maggiori. Un elemento comune è rappresentato dalla tendenza alla diversificazione geografica, con aumento degli investimenti *cross-border*, anche se la tendenza è verso la concentrazione degli acquisti nei Paesi accomunati da caratteristiche legislative e operative analoghe. Nella maggior parte dei casi l'espansione geografica è accompagnata dalla conclusione di alleanze o accordi commerciali con operatori locali secondo la logica *local knowledge, global equity*.

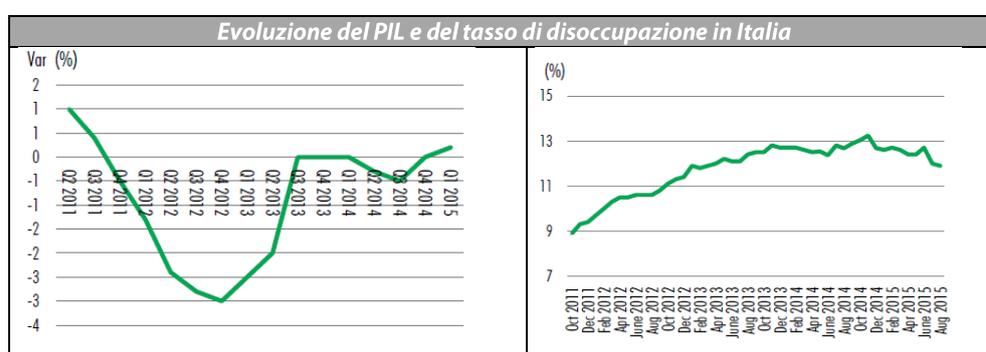
### **L'Italia: quadro generale**

I segnali di ripresa per l'economia italiana si consolidano nel corso del 2015 con risultati incoraggianti per tutti gli indicatori economici. Il miglioramento degli indici di fiducia di imprese e famiglie si è accompagnato ad un recupero della domanda interna che è tornata a contribuire alla crescita,

seppur il quadro macroeconomico risulti comunque influenzato dal rallentamento del commercio mondiale

L'economia italiana nel 2015 è tornata a crescere dopo la lunga fase recessiva registrata negli anni precedenti. I dati Istat indicano che il Pil è aumentato per il terzo trimestre consecutivo. Dopo il +0,1% rilevato nel primo trimestre dell'anno ed il +0,6% del secondo, il prodotto interno lordo, nel terzo trimestre 2015, è aumentato dello 0,8% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

L'andamento positivo del Pil, è sostenuto dopo anni di flessione della domanda interna, dalla ripresa dei consumi privati, dal graduale riavvio degli investimenti in capitale produttivo e dalla riduzione del tasso di disoccupazione.



Fonte: CBRE – Italy Market View su dati Istat

Sull'andamento dell'economia italiana permangono gli impulsi internazionali espansivi, che si sono ulteriormente rafforzati attraverso la riduzione del prezzo del petrolio, un regime più favorevole del tasso di cambio e migliori condizioni di finanziamento, grazie anche al *quantitative easing*.

I segnali positivi, seppur modesti, in atto nell'economia ancora non coinvolgono il settore delle costruzioni che continua ad evidenziare cali dei livelli produttivi sebbene in rallentamento: la stima formulata dall'Ance per il 2015 segnala una riduzione degli investimenti in costruzioni dell'1,3% in termini reali, da sommarsi ai significativi cali degli anni precedenti (-7% nel 2013 e -5,2% nel 2014).

Il calo degli investimenti in costruzioni nel 2015, più contenuto rispetto agli anni precedenti, è stato mitigato dalla proroga fino a dicembre 2015 del potenziamento degli incentivi fiscali per le ristrutturazioni edilizie e per l'efficientamento energetico (Legge di Stabilità). A ciò si aggiungono alcuni provvedimenti relativi alle opere pubbliche che, sebbene non sufficienti ad invertire il ciclo, ne mitigano la flessione.

Nel corso del 2015 il mercato immobiliare italiano ha invertito il ciclo negativo degli ultimi anni e chiude, come rilevato all'interno del *Market focus* dell'Istituto Scenari Immobiliari con una crescita complessiva del fatturato del 3,7%.

Analizzando nel complesso i dati emerge la flessione dei permessi di costruire, ma una stabilità dei volumi di interventi in riqualificazione. Secondo i dati Istat sull'attività edilizia il numero complessivo delle nuove

richieste per le quali è stato concesso il permesso di costruire, dopo il picco del 2005 (oltre n. 150.000) si attesta a circa 54.000. Si tratta di uno dei livelli più bassi mai raggiunti, inferiore, escludendo gli anni del secondo conflitto mondiale, al 1936. Gli investimenti in riqualificazione del patrimonio abitativo rappresentano nel 2015, il 36,3% del valore degli investimenti in costruzioni e sono l'unico comparto che continua a mostrare una tenuta dei livelli produttivi (+0,8% in termini reali).

Il miglior clima economico e una leggera riduzione della disoccupazione hanno aiutato il *trend* positivo, che comunque si innesca su un generale movimento positivo dei mercati immobiliari a livello globale.

Il peso fiscale rimane alto, anche se la cancellazione dell'Imu e della Tasi sulla prima casa a fine anno hanno migliorato le aspettative delle famiglie. Le banche hanno ripreso ad erogare mutui, soprattutto nella seconda parte dell'anno, e questo pone le prospettive per un miglior andamento nel 2016. Anche le imprese hanno migliorato i propri bilanci e, grazie anche al *Job act*, hanno ripreso ad assumere e questo aiuta sia il mercato residenziale che quello degli uffici. L'Italia resta nel mirino degli investitori immobiliari mondiali e gli acquisti realizzati (direttamente o tramite fondi) sono a livelli pre-crisi (ovvero superiore a circa Euro 3,5 miliardi).

Le principali società del *real estate* si sono riposizionate nel corso dell'anno, sia verso la Borsa (con le Siiq) che con profondi cambiamenti organizzativi e societari. Nel complesso si sono irrobustite per affrontare le sfide dei prossimi anni.

Profonde innovazioni anche in sede di prodotto, soprattutto nei comparti non residenziali, dagli uffici al commerciale. La ripresa sta premiando l'innovazione di prodotto e di servizio e si amplia sempre più il *gap* tra vecchio e nuovo, con ampia preferenza verso il secondo.

L'Agenzia delle Entrate rileva un incremento delle compravendite residenziali pari a +5,4% ed anche sul fronte *corporate* il quadro generale risulta positivo con volumi pari ad Euro 5,57 miliardi, in crescita del 42% rispetto agli Euro 3,92 miliardi registrati nel 2014. Il dato evidenzia una quota di acquirenti italiani sui volumi investiti pari al 28% (in calo rispetto al 38% del 2014), mentre gli investitori esteri salgono dal 62% al 68%. Sempre in ambito *corporate* entrando nel merito dei settori d'investimento risulta che nel 2015 il volume maggiore è rappresentato da uffici con una quota del 33% seguita da *retail* ed alberghi (entrambi all' 11%). Il dato è profondamente diverso rispetto al 2014, anno in cui il *retail* occupava il primo posto con il 43%, seguito da uffici al 24% e da alberghi al 12%.

### **Analisi dei principali segmenti di Mercato<sup>2</sup>**

Relativamente al mercato residenziale, l'effetto congiunto della riduzione dell'Imu sulla prima casa e dell'incremento dei mutui erogati sta dando fiducia alla domanda potenziale. Il numero di compravendite residenziali si attesta nel 2015 a 448 mila, con un incremento dell'8% rispetto all'anno

---

<sup>2</sup> Fonte: Scenari Immobiliari – Nota Semestrale (gennaio 2016)

precedente. E' un indicatore di ritrovata fiducia verso il mercato residenziale, nonostante l'incremento della tassazione degli ultimi anni. La leggera ripresa dell'occupazione, soprattutto giovanile, e la discesa dei prezzi degli scorsi anni stanno rilanciando il mercato della casa anche in questa fascia di età che negli ultimi anni si era orientata verso la locazione.

La ripresa del 2015 si è concentrata soprattutto nelle grandi città, anche al sud, dove più forte è la pressione abitativa. Le quotazioni medie delle abitazioni hanno mostrato ancora una lieve flessione (meno 0,6%) nel corso dell'anno.

Parallelamente il fatturato relativo agli immobili terziari è cresciuto del 3,3%, nel 2015 grazie alla forte presenza degli investitori internazionali. Hanno movimentato il mercato anche i fondi italiani ed i privati che ricercano negli uffici i rendimenti che non si trovano più nei prodotti finanziari a basso rischio. Secondo Nomisma la ripresa non è stata omogenea, ma ha riguardato quasi esclusivamente alcune città: Milano soprattutto, poi Roma, Torino e Bologna. In modo marginale i capoluoghi intermedi e per nulla i piccoli centri.

La domanda è prevalentemente di spostamento dalla classe di edifici B a quella A, sia per ottimizzare gli spazi per gli addetti che per risparmi gestionali. Il nuovo prodotto è stato il più apprezzato in queste città, anche perché spesso realizzato sulla base delle specifiche richieste della domanda. Aumenta la *vacancy* degli uffici di classe B e C ovunque e in molte città (anche le principali) con conseguente necessità di pianificare interventi di recupero o di cambio di destinazione d'uso. Inoltre nel corso del 2015 sono tornati attivi sul mercato, dopo anni, anche gli sviluppatori che iniziano a guardare con interesse importanti operazioni (alcune delle quali connesse al settore pubblico).

Le quotazioni sono ancora in calo a livello nazionale (meno 0,8%), ma stabili nelle *top location* e in rialzo nei *business district*.

Il mercato immobiliare commerciale/*retail* nel 2015 ha proseguito il *trend* di crescita che l'aveva caratterizzato nel 2014, sebbene a ritmi più lenti e con specificità diverse. Complessivamente i volumi risultano più contenuti rispetto a quanto registrato nel 2014, tuttavia la fiducia nel mercato appare più forte come risulta anche dalle acquisizioni effettuate su progetti di sviluppo di centri commerciali ancora da realizzare (pari a n. 3 nel 2015 per complessivi 77mila mq di Gla). Tra le transazioni più significative del 2015 un portafoglio di diciotto *asset* (di cui nove centri commerciali), per un ammontare complessivo inferiore al miliardo di euro. Il settore dei centri commerciali italiano segue le orme di quello europeo, da un lato, con riammodernamento dei centri esistenti e riorganizzazione del *mix* merceologico, rivisitazione dello spazio dell'ancora, ampliamento della *food court* e introduzione di servizi ai cittadini (studio dentistico, lavanderia, ecc.). Dall'altro, con costruzione di strutture di grandi dimensioni, in grado di unire *shopping* e divertimento. In questo quadro, l'offerta attuale di prodotto idoneo alle richieste degli investitori internazionali risulta molto carente. Infatti, tra i requisiti che il prodotto commerciale deve rispettare affinché

possa diventare attraente per l'investimento, al primo posto risultano le dimensioni elevate.

Tuttavia, si avverte un leggero aumento nell'interesse per centri di minori dimensioni, se collocati in posizioni strategiche e altamente performanti.

Un interesse crescente si registra anche per il mercato immobiliare commerciale delle *high street* nelle principali città italiane. In generale l'investimento nelle *high street* rappresenta un rischio più contenuto, rispetto ad altri immobili *retail*, ed è quindi destinato agli investimenti di lunga durata o *core*. Tuttavia, si tratta di un mercato caratterizzato da poche opportunità e domanda elevata, sia da parte di *retailer* che degli investitori internazionali.

Il fatturato immobiliare (valore dei beni scambiati con contratti di vendita o locazione) chiude il 2015 con una cifra complessiva di 8,15 miliardi di euro, registrando una variazione di più 2,5%, rispetto al valore dell'anno precedente. Meno significativo l'incremento del fatturato della grande distribuzione, già molto attiva negli anni precedenti, con un incremento dell'1,8% nello stesso periodo (raggiungendo quota 5,8 miliardi). Più decisa invece risulta la variazione del fatturato per le piccole superfici, più 4,4% (arrivando a quota 2,35 miliardi di euro), dovuto principalmente, sia al rinnovo dei contratti che ad un *turnover* di insegne.

In merito al comparto alberghiero nell'anno dell'Expo le presenze alberghiere secondo Federalberghi sono cresciute del 3,2%, soprattutto è tornata a crescere la domanda interna con un aumento delle presenze nazionali del 2,8 per cento, così come si è rafforzata pure la quota estera registrando un più 3,6 %.

Il settore alberghiero a livello globale ha visto un 2015 particolarmente vivace, basti pensare alla recente acquisizione da parte di Marriott del gruppo Starwood, portando la catena al primo posto al mondo per numero di strutture (5.500 alberghi e 1,1 milioni di camere), con un investimento superiore ai 12 miliardi di dollari.

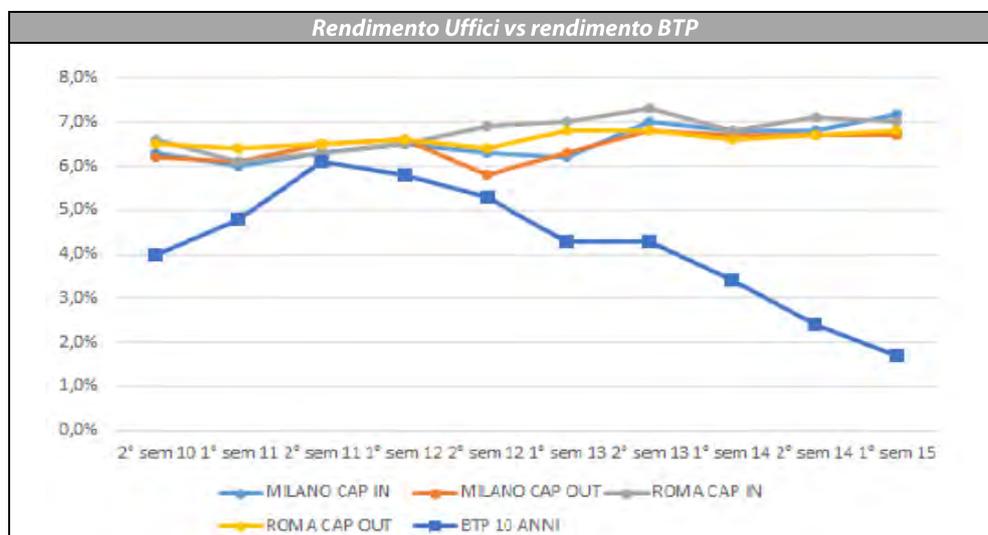
Allo stesso modo anche il settore degli investimenti alberghieri è stato particolarmente attivo, in Italia come in Europa. Tuttavia, l'interesse sul mercato della penisola si è concentrato soprattutto per le principali città, Milano, Roma, Firenze, Venezia dove sono state portate a compimento le transazioni più significative. Le principali acquisizioni hanno riguardato circa dodici alberghi, soprattutto di categoria quattro o cinque stelle, per un totale di oltre mille camere compravendute, con una presenza significativa anche di investitori esteri.

Il fatturato del mercato immobiliare alberghiero è stato nel 2015 di 2,1 miliardi di euro, segnando una variazione positiva tra le più alte, un incremento del 10,5% rispetto al valore dell'anno precedente.

### **Rendimenti comparto terziario**

Dal 2010 il rendimento medio degli uffici di Milano e Roma (principale *asset class* d'investimento per gli investitori istituzionali) è sempre risultato

maggiore rispetto al rendimento medio dei BTP a 10 anni, con uno *spread* fra i rendimenti di queste due classi d'investimento che si assesta nell'ordine di 500 punti base:



Fonte: elaborazione dati R&D REAG Dept e Banca d'Italia

Attualmente si sta assistendo ad una compressione degli *yield* degli immobili prime localizzati nelle grandi città, compressione che però non è ancora evidente nelle medie di mercato rilevate. Questa dinamica, come precedentemente evidenziato, dipende dalla domanda di prodotto *core* di qualità in *location* di pregio a fronte di un'offerta sbilanciata e non sufficiente a soddisfare l'appetito degli investitori.

**Principali operazioni immobiliari**

Nel 2015 sono stati superati Euro 5,1 miliardi di immobili "commerciali" transati in Italia, considerando le compravendite di tipo *corporate*, dato superiore ad Euro 4,837 miliardi del 2014. Il numero delle operazioni è decisamente inferiore nel 2015, pari a 77 transazioni contro le 113 del 2014 e, secondo i dati delle principali società di consulenza, la percentuale di investimenti internazionali da inizio anno ad oggi in Italia supera il 70%.

**Principali transazioni 2015**

## Fondo Core Multiutilities

Immobile	Ubicazione	Tipologia	Prezzo (€/Min)	Venditore	Compratore
Porta Nuova	Milano	Misto	900	Hines Italia	Qatar Holding
Palazzo Broggi	Milano	Ufficio	345	Idea Fimit	Fosun
Alberghi Una	Varia	Hotel	259	UNA Hotels and Resorts	Atahotels, UnipolSai
Via Monte Rosa Viale Sarca	Milano	Ufficio	233	Torre, Stemmata	Combitower Sarl, Partners Group
Portafoglio FIP	Varia	Misto	227	Investire	Savills Investment, Cerberus Capital
Strutture Sanitarie	Varia	RSA	180	Policlinico di Monza	AXA Group, Medical Properties Trust
Portafoglio FIP - uffici	Mixed	Ufficio	180	Investire Immobiliare SGR	Kennedy Wilson
Portafoglio RSA	Mixed	RSA	180	Policlinico di Monza	Axa Reim
Via della Spiga, 26	Milano	Misto	164	-	Thor Equities
Immobili Ca' de Sass	Milano	Ufficio	145	Idea Fimit	Intesa San Paolo
Via Verdi, 8	Milano	Ufficio	135	IDEA Fimit SGR	Banca Intesa SanPaolo
Trophy Asset	Milano	Ufficio	132	Ream SGR	Blackstone Group
Portafoglio Allianz	Varia	Misto	130	Allianz Real Estate Italy	BNP Paribas REIM Cerberus Capital
Portafoglio Milano Trieste	Varia	Residenziale	130	Allianz Real Estate Italy	Cerberus Capital
Sede Milanese Ernst & Young	Milano	Ufficio	130	SEB Asset	Cale Street Partners NorthStar Realty Fin.
Europarco - sede Centrale Min. Salute	Roma	Ufficio	130	Generali SGR	Inail
CC Punta di Ferro	Forlì Cesena	Retail	125	UnipolSai Assicurazioni	IGD SIQ
Portafoglio CDP	Milano	Misto	125	CDP Investimenti	Beni Stabili, Varde Partners, Borio Mangiarot
La Cartiera	Pompei	Retail	124	Fondo Imm. Pompei	ECE Project Management
Via Montenapoleone, 15	Milano	Negozi	110	IPI	n.d.
Via della Spiga, 26	Milano	Misto	100	n.d.	Thor Equities
Fondo Tannic - Logistic Portfolio	Mixed	Logistica	77	n.d.	Kryalos SGR
Via Oriolo Romano, 257	Roma	Ufficio	76	Beni Stabili SIQ	Telecom Italia
Fondo Primitiv - Logistic Portfolio	Mixed	Logistica	60	n.d.	Kryalos SGR
Piazza IV Novembre, 5	Milano	Ufficio	48	Generali SGR	Triuva
Viale Jenner, 17	Milano	Ufficio	43	Generali SGR	Fabrica Immobiliare SGR
Via Tiziano, 32	Milano	Ufficio	40	Generali SGR	Fabrica Immobiliare SGR
Milanofiori Nord - Palazzo U4	Milano	Ufficio	38	Polis Fondi SGR	Cordea Savills
Via Broletto, 16	Milano	Ufficio	34	Investire Immobiliare SGR	Invesco Real Estate
Holiday Inn Roma - Eur Parco dei Medici	Roma	Hotel	32	n.d.	CPI Property
Via B. Sassi, 11	Milano	Ufficio	30	IVG Institutional Funds	Axa reim
Centro Commerciale Le Centurie	Padova	Retail	30	New Jersey Srl	Tristan Capital Partners
Via Viotto Pisani, 20	Milano	Ufficio	25	Fondo Pensioni UniCredit	Pirola Pennuto Zei & Associati
Via delle Arti, 119/121 Fiumicino	Roma	Logistica	24	Investire Immobiliare SGR	n.d.
Bastioni di Porta Nuova, 21	Milano	Ufficio	21	Aedes SpA	Kryalos SGR
Hotel NH Torino Santo Stefano	Torino	Hotel	20	Immobiliare Galileo	Internos

Fonte: Elaborazione REAM SGR su dati QI e BNP Paribas

Il dato del 2015 è ovviamente influenzato dal *deal* di Porta Nuova a Milano che da solo vale quasi Euro 1 miliardo, ma è innegabile che il mercato degli investimenti in Italia stia vivendo una fase di leggero entusiasmo, legata soprattutto all'attività degli investitori internazionali che stanno allocando una parte delle loro risorse sul nostro mercato. Nei dati riportati non sono compresi Euro 10 miliardi di NPLs, una cifra destinata a raddoppiarsi nel 2016 a circa Euro 20 miliardi.

Molto attivi i fondi immobiliari, soprattutto in uscita, con il *deal* più importante (esclusa Porta Nuova) che è rappresentato dall'immobile di Piazza Cordusio a Milano, ex sede UniCredit, acquistato dai cinesi di Fosun e venduto da IDEa FIMIT SGR.

C'è sicuramente un ritorno dell'*asset class* direzionale, rispetto al 2014 che è stato l'anno d'oro del commerciale *retail*, ed anche l'alberghiero si sta segnalando come molto appetitoso, nell'anno dell'operazione Unipol/Atahotels con l'acquisizione di Una Hotels&Resorts da Euro 259 milioni e dell'acquisto da parte di Katara Hospitality del Westing Excelsior Rome per Euro 222 milioni.

Complessivamente, secondo l'ufficio studi CBRE, il settore degli uffici torna nel 2015 a rappresentare la tipologia prevalente, seguita dal settore *retail* (20%) e dagli hotel (17%).

Buona parte del capitale arriva da stranieri: sta aumentando la competizione e, se i *private equity* americani rimangono tra i più attivi, stanno aumentando gli investitori asiatici in logica di diversificazione ed allontanamento dal mercato cinese in crisi. Sul fronte del *financing* si conferma la riduzione degli *spread* a dimostrazione della fiducia sul mercato italiano anche dei *lenders* tradizionali soprattutto nell'ambito di operazioni connesse ad immobili *core*,

in tal senso è importante però evidenziare la diffidenza delle banche verso operazioni di *development*.

### 1.1.3 Il Mercato immobiliare di riferimento per il Fondo Core Multiutilities

#### **Il settore delle multiutility**

Il rapporto presentato dall'ufficio Ricerche e Studi, di Mediobanca, a luglio 2015, offre una rappresentazione completa dell'andamento relativo alle società dei servizi pubblici italiane. L'aggregato comprende le aziende operanti nei seguenti settori: aeroportuale, autostradale, generazione, distribuzione e vendita di energia elettrica e gas (EEG), idrico, dell'igiene urbana e dei servizi ambientali, del trasporto pubblico locale (TPL). Per quanto riguarda il settore EEG, il rapporto presenta una suddivisione in tre categorie: *Monobusiness*, se operano esclusivamente in questo settore; *Multiutility A*, se operano nel settore EEG e hanno ricavi non-core nei settori dei servizi idrici e di igiene urbana con una incidenza superiore al 20% del fatturato; *Multiutility B*, quando questa incidenza non supera il 20% (in questa specifica categoria si colloca IREN S.p.A.).

L'aggregato considerato dal report ha segnato nel 2013 ricavi netti per Euro 30,7 miliardi in diminuzione del 4,9% sul 2012 a seguito principalmente della flessione del settore EEG (-8,5%), comprensivo delle attività diversificate delle *Multiutility*; che fanno segnare, rispettivamente un calo del 5,9% per le *Multiutility A* e del 10,1% per le *Multiutility B*. Tutti gli altri settori sono in progresso, tra cui l'acqua (+8,1%) che fa segnare il maggior sviluppo nel 2013 e l'igiene urbana (+1,4%). Estendendo l'analisi a ritroso fino al 2006 l'aggregato esprime una performance positiva (+34,2%), determinata essenzialmente dal comparto energetico nel suo complesso (34,9%), con un picco estremo rappresentato dal *Monobusiness* (+132,1%), mentre le *Multiutility* sono in linea con il macrosettore (A: +31,6%, B: +33,4%). Quanto alle restanti attività, gli incrementi oscillano tra il 46,4% delle autostrade e l'11,4% degli aeroporti. Le dinamiche settoriali hanno influenzato quelle delle aree geografiche con il Nord in flessione del 6,7% rispetto al 2012 e il Sud e Isole in incremento del 4,8% e il Centro pressoché invariato. Il settore che nel 2013 ha segnato i maggiori ricavi è quello dell'EEG (Euro 20,2 miliardi, il 65,8% del totale), ma il concorso dei ricavi diversificati delle multiutility ne sovrastima la dimensione. Scorporando le vendite dell'idrico (Euro 2,1 miliardi) e delle attività ambientali (Euro 2 miliardi), l'energetico si riduce a Euro 16,1 miliardi (52,3% del totale), seguito dal Tpl a Euro 4,9 miliardi (15,9%), dall'ambientale a Euro 4,1 miliardi (13,3%), dall'idrico a Euro 3,9 miliardi (12,8%), dall'aeroportuale con Euro 0,9 miliardi (3,1%) e dall'autostradale a Euro 0,8 miliardi (2,6%).

Procedendo ad un'analisi più approfondita, si analizza quindi il solo segmento delle *Multiutility B*. In termini di Margine Operativo Netto (MON), rispetto ad un valore totale di circa Euro 2,5 miliardi, 80% dei quali rappresentati dal settore EEG, il *Multiutility B* ha un peso pari a Euro 1,1

miliardi (44%). Nel periodo 2006-2013 si è registrata una progressione del dato pari al 18,6%. Tuttavia rispetto alla sua incidenza rispetto ai ricavi, il dato fa segnare una riduzione, dall'11% del 2006 al 9,8% del 2013. In termini, invece, di Risultato Corrente, rispetto ad un valore totale di circa Euro 1,8 miliardi, anche qui l'80% è rappresentato dal settore EEG, il *Multiutility B* ha un peso pari a Euro 0,8 miliardi (44%). Nel periodo 2006-2013 si è registrata una flessione del dato pari a -4,2%. Ed infatti, rispetto alla sua incidenza sui ricavi, il dato fa segnare una riduzione, dal 10% del 2006 al 7,2% del 2013.

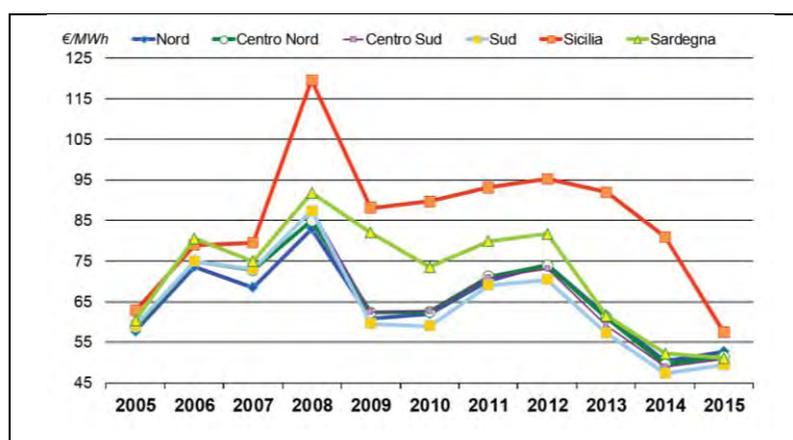
### **Il mercato dell'energia**

Nel 2015 prosegue, rafforzandosi, l'andamento al ribasso che già lo scorso anno aveva interessato i principali mercati energetici europei, con la quotazione del greggio che scende sul livello più basso dal 2004 seguite dai prezzi del gas che segnano flessioni piuttosto consistenti. In parziale controtendenza si registra un andamento in aumento per alcuni mercati di energia elettrica, dovuto in parte al forte incremento mensile registrato a luglio, quando in particolare in Italia il valore dell'energia saliva ai massimi dalla fine del 2013, ed in parte all'aumento dei volumi gestiti direttamente su borsa.

Nel corso dell'anno è stata registrata una crescita pari all'1,8% relativa agli scambi di energia elettrica. Questo dato è particolarmente rilevante poiché segna il termine di una lunga fase discendente iniziata nel 2011. Dopo il minimo storico del 2014, vi è una ripartenza della produzione interna nazionale, che registra una crescita dello 0,6%, con maggiore enfasi nel sud Italia (+14,0%). Il dato viene però offuscato dalla forte crescita delle importazioni, pari ad un aumento del 7,9%, ai massimi degli ultimi dieci anni. In completa controtendenza l'andamento delle fonti rinnovabili, che dopo importanti anni espansivi, registrano un calo di oltre l'11%.

Il prezzo di acquisto dell'energia, dopo le flessioni in doppia cifra registrate nei due anni precedenti, si stabilizza a 52,31 €/MWh, pochi centesimi sopra il minimo storico del 2014. Come evidenziato dal grafico sottostante, i prezzi di vendita zonali confermano, ormai da un triennio, una sostanziale convergenza sempre con l'eccezione della Sicilia, dove però lo *spread* si sta velocemente allineando verso i prezzi delle altre regioni, pur registrando ancora un certo margine di scostamento.

Mercato Elettrico – Prezzi di vendita



Fonte: Scenari Immobiliari – Nota semestrale di mercato (gen. 2016)

L'energia elettrica acquistata, pari a 282,7 milioni di MWh, aumenta dell'1,5% rispetto al minimo storico registrato nel 2014; il dato non si presenta in maniera uniforme a livello territoriale, la crescita interessa infatti le zone del centro e sud Italia, mentre il Nord si mantiene sostanzialmente in linea con l'anno precedente; è necessario tuttavia sottolineare il forte calo registrato nelle isole (Sardegna: -13,1%; Sicilia: -22,3%). Il dato si contrappone invece agli acquisti su zone estere, le esportazioni salgono ai massimi degli ultimi sette anni con 4,4 milioni di MWh (+25,7%)

Sul lato della vendita, in ripresa dal minimo storico di un anno fa, la produzione nazionale di energia elettrica scambiata sale a 236,5 milioni di MWh (+0,6%). In questo caso la crescita risulta trainata solo dal Sud (+14,0%), mentre le altre zone risultano sostanzialmente stabili o in lieve calo, con eccezione per il Nord Italia. Le importazioni, ai massimi dell'ultimo decennio, fanno registrare un aumento del 7,9% attestandosi a 50,7 milioni di MWh.

Nel 2015 le vendite da impianti a fonte rinnovabile, in costante crescita dal 2010, segnano ora una decisa inversione di tendenza e scendono a 89,4 TWh, rispetto 100,9 TWh del 2014 e i 91,4 TWh del 2013. La flessione riguarda tutte le fonti rinnovabili, con la sola eccezione della geotermica che cresce di oltre 5 punti percentuali. Il calo delle rinnovabili lascia il passo ad una ripresa delle vendite da impianti a fonte tradizionale. Gli impianti a gas, in particolare, crescono di oltre il 20% rispetto al 2014, anno in cui avevano raggiunto il loro minimo storico. Pertanto la composizione delle vendite del sistema ha nella quota del gas la sua principale componente, con il 38,4%, seguita dalle rinnovabili, che scendono al 37,8%, rispetto al 42,9% del 2014. Nel 2015, dopo quattro anni di consistenti flessioni, si registra una ripresa dei consumi di gas naturale con un aumento del 9,1% rispetto al 2014, per un totale di quasi 67 miliardi di metri cubi consumati e oltre 700 TWh di potenza prodotta. A fronte di un aumento dei consumi, si registra tuttavia una flessione per la quotazione annuale del gas naturale, che scende dell'4,7%, a 22,14 €/MWh, ai minimi dal 2010.

Procedendo ad un'analisi di maggior dettaglio, i consumi del settore termoelettrico, nel suo complesso, sono stati favoriti dalla contrazione della produzione da fonti rinnovabili che, insieme alle alte temperature estive, esibiscono un incremento pari a 16,6% portandosi a 20,7 miliardi di metri

cubi. Anche il settore civile offre il suo contributo, con consumi in aumento del 9,5%, a 31,4 miliardi di metri cubi. Prosegue, invece, la flessione dei consumi per il settore industriale, ai minimi dell'ultimo quinquennio, con 12.767 milioni di metri cubi, pari ad un calo del 3,0%. In ripresa, infine, gli acquisti di gas dall'estero, con le esportazioni che salgono di quasi il 15% a oltre 2.000 milioni di metri cubi.

Le iniezioni nei sistemi di stoccaggio raggiungono il valore record di 10.875 milioni di metri cubi (+19,7%), mentre la giacenza di gas stoccato dell'ultimo giorno dell'anno sale dell'1,7% rispetto allo stesso giorno del 2014. In crescita anche le erogazioni dai sistemi di stoccaggio che si portano sul valore più alto dell'ultimo decennio con 10.565 milioni di mc (+28,5%). Questi dati non rappresentano un mercato in forte eccesso di domanda, delineano semmai una maggiore dinamicità degli scambi, con un mercato in netta ripresa, rispetto al debole andamento del 2014.

### **Torino: Overview del Mercato**

L'economia Piemontese, nei primi mesi del 2015, fa segnare un lieve miglioramento, con aumenti nella produzione industriale, che viene trainata da una maggiore crescita delle esportazioni, da un lato, e da una ripresa della domanda interna, seppur più contenuta. Questo ha portato, a sua volta, ad un lieve miglioramento dell'attività di investimento.

In particolare, i dati relativi al settore delle costruzioni, nella prima metà dell'anno, riportano una spinta economica ancora troppo lieve per essere considerata come segnale di una ripresa. Alcuni segnali positivi sono da ritrovarsi in un recupero della domanda, sebbene nel complesso si rilevi una sostanziale stabilità della produzione.

La dinamica del credito ha seguito un percorso di graduale miglioramento. La domanda interna, delle famiglie e delle imprese, insieme a migliori condizioni sul lato dell'offerta, hanno favorito la fine della fase di contrazione e potranno condurre ai primi segnali di ripresa già nel corso del 2016. È importante sottolineare come i criteri di accesso al credito restino selettivi nelle costruzioni. Questo aspetto va letto in chiave positiva, poiché in una fase di recupero è importante procedere con la giusta prudenza per garantire basi solide alla ripresa.

Secondo le stime dell'ANCE Piemonte, nel 2015, gli investimenti in costruzioni hanno subito un'ulteriore battuta d'arresto, sebbene questa risulti minore rispetto agli anni precedenti, che in termini reali si attesta di poco sopra al -2,5%. In base ai dati del Cresme, nel primo semestre dell'anno in corso sono diminuiti sia il numero delle gare di appalto pubbliche sia il loro importo complessivo, con cali rispettivamente del 6,2% e 36,0%.

Le previsioni sul 2016 indicano, nel complesso, un lieve miglioramento, senza tuttavia far emergere indicazioni per una chiara ripresa del comparto.

Secondo i dati forniti dall'OMI, i primi 6 mesi del 2015 vedono una lieve diminuzione delle compravendite residenziali in Piemonte, a circa 18.550 unità pari al -0,3%. A pesare è stato un calo inatteso nel primo trimestre dell'anno, complice il picco di transazioni chiuse agli inizi del 2014. Va in ogni

caso sottolineato l'ampio divario della condizione del mercato tra i capoluoghi e le provincie: se nel primo caso infatti si registra una forte ripresa degli scambi, con una crescita del 3,8%, fuori dai centri maggiori la situazione è opposta, con scambi in frenata di circa il 2,5%. Volgendo lo sguardo ai prezzi delle abitazioni, si rileva un calo superiore alla media regionale e pari al 2,5%.

Il settore Uffici/Direzionale continua a essere caratterizzato da una domanda debole sia in acquisto sia in locazione con tempi di commercializzazione in crescita. I prezzi e i canoni locativi, dopo una fase discendente sembrano essersi stabilizzati, mentre lo sconto sui prezzi richiesti si mantiene in un range tra il 10-15% del valore. Dopo anni di difficoltà legate soprattutto al ridimensionamento e all'uscita di determinate realtà aziendali dal panorama cittadino, segnali positivi arrivano da parte di multinazionali, operanti nei settori finanziario, delle telecomunicazioni e *automotive*, in cerca di uffici di rappresentanza, mentre i professionisti, sempre presenti sul mercato, ricercano soluzioni più ridotte. Per questi particolari soggetti la zona più ricercata è ancora quella che si sviluppa intorno al Tribunale, dove numerosi professionisti che operano nel settore legale cercano tagli medi. Le location centrali o posizionate in zone ben servite dalla metropolitana vengono preferite. In particolare nelle zone centrali e semicentrali si registra molta disponibilità di immobili a prezzi decisamente interessanti.

I canoni prime a Torino si confermano anche nei primi mesi del 2015 intorno a 150-180 €/mq/anno, dove la parte alta della forchetta viene toccata per soluzioni di pregio o spazi di Grado A/B, nel centro storico/CBD cittadino. I canoni nelle aree periferiche variano tra i 70-100 €/mq/anno per un ufficio standard. Gli edifici di Grado A possono raggiungere valori più alti, tendenzialmente nell'intorno dei 110 €/mq/anno.

La diminuzione dei canoni di locazioni, in particolare quelli relativi a soluzioni di maggior pregio, che si è consumata negli ultimi anni sembra essere giunta nella sua fase finale. Sebbene il punto più basso del ciclo di mercato possa dirsi raggiunto, questo non deve implicare necessariamente l'inizio di una fase di ripresa. Le aspettative rimangono fortemente orientate verso una sostanziale stabilità dei canoni nei prossimi anni. I principali fattori che guidano l'attuale andamento del mercato sono da ricercare nella scarsa disponibilità di stock di buona qualità nelle location centrali e negli elevati livelli di *vacancy*. Il mercato degli uffici a Torino è dunque ancora guidato dai conduttori e continuerà ad esserlo ancora per qualche anno.

In termini di assorbimento di spazi ad uso uffici, il mercato della città di Torino esprime mediamente ogni anno valori che non si pongono mai al di sopra dei 100.000 mq. Molte società soprattutto multinazionali, risultano attivamente in cerca di spazi con l'intenzione di razionalizzare e consolidare gli uffici attualmente occupati. Questo trend a Torino si sta traducendo in un assorbimento netto negativo, poiché lo spazio rilasciato da società che

consolidano spazi come ad esempio Unicredit e Intesa SanPaolo non sono compensati dall'ingresso di altre società.

I pacchetti di incentivi offerti continuano ad essere molto interessanti per i potenziali conduttori stabili nell'ordine di 6-12 mensilità di *free rent* anche se sempre meno diffusi. Risultano invece in aumento i contributi per la personalizzazione degli spazi in base alle specifiche esigenze del futuro tenant, combinate alla scalettatura dei canoni.

Dal punto di vista delle compravendite, il *sentiment* del mercato torinese indica un'azione combinata tra la l'offerta stabile di immobili in vendita e la domanda in calo che genera una riduzione nel numero di contratti stipulati. La difficoltà di incontro tra domanda e offerta si traduce in un ulteriore allungamento dei tempi di vendita, assestati sui 12/18 mesi.

I valori di mercato per unità di medio piccole dimensioni si collocano nell'intorno dei 3.000- 3.500 €/mq, dimensioni più importanti, oltre ai 500 mq di superficie, vengono trattati nell'intorno dei 2.500 €/mq, i valori locativi medi delle zone centrali, come verrà di seguito puntualmente evidenziato, oscillano fra i 120 e i 150 €/mq/anno. Zone più periferiche riscontrano valori compresi fra i 1.500 e i 2.500 €/mq con canoni di 100-120 €/mq/anno. La maggior parte degli operatori prevedono prezzi e canoni ancora in leggera contrazione. Le zone più apprezzate del contesto cittadino sono la zona circostante il nuovo tribunale per studi legali associati e commercialisti.

Le zone centrali cittadine, caratterizzate spesso da edifici obsoleti, con difficoltà di parcheggio e costi elevati, riscontrano invece una bassa domanda in contrapposizione a una forte offerta.

Le zone periferiche della città hanno visto nascere nuove realizzazioni di centri direzionali, o riconversioni di edifici esistenti che sono posti sul mercato a valori di canone solo leggermente superiori ai valori massimi degli edifici industriali di ultima generazione.

Esistono anche diverse operazioni di tipo speculativo per oltre 150.000 mq risultano sospese in attesa della ripresa del ciclo economico ed immobiliare. Alcuni progetti direzionali sono stati poi convertiti in progetti residenziali (es: Gefim - progetto in Spina 1 per 5.500 mq circa). Nel periodo 2015-2020 si prevede che la nuova programmazione di spazi per il direzionale si concentrerà nell'area del Lingotto e in Spina 4.

### **Genova: Overview del Mercato**

Il mercato delle abitazioni genovese presenta alcuni segnali contrastanti. Da un lato, sono aumentate nell'ultimo anno le compravendite residenziali; dall'altro però, la domanda di acquisto non ha ancora ripreso un vero e proprio trend di consolidamento. Nelle zone centrali e di pregio si assiste a una ripresa anche dei valori, che tendono a stabilizzarsi. Nelle zone periferiche, invece, il processo di *repricing* è ancora in corso e i prezzi risultano in calo di oltre il 3% annuale. Secondo la nota trimestrale elaborata dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare sull'andamento del mercato immobiliare italiano riferita al comparto residenziale, nel terzo trimestre

2015 Genova è caratterizzata da un incremento del 5,5% nel numero di transazioni rispetto al terzo trimestre 2014.

I tempi medi di vendita sono abbastanza stabili, a conferma della natura attendista delle transazioni di compravendita, con differenze di circa quattro mesi tra una zona e l'altra (dai 6,8 mesi per le zone di pregio, ai 10,3 della periferia), nonché in relazione allo sconto sul prezzo. Diverso è invece l'andamento nel segmento locativo, dove si assiste a una generale stabilizzazione dei canoni, che fanno segnare un calo dello 0,8%, rispetto al secondo semestre 2014, mentre i rendimenti medi lordi annui, nel 2014, sono tornati al 7,5%, dopo dieci anni passati ad oscillare tra il 7,2 e il 7,3%.

Nel I semestre 2015 le quotazioni immobiliari della città sono diminuite del 4,4%, rispetto al semestre precedente. Il mercato ha evidenziato segnali positivi: cresce infatti il numero delle richieste e delle compravendite anche grazie alla diminuzione dei prezzi degli ultimi anni, ad una maggiore apertura da parte degli istituti di credito, a tassi sui mutui molto bassi e ad una crescente elasticità da parte dei proprietari.

La componente direzionale rappresenta verosimilmente il comparto del mercato immobiliare genovese in maggiore difficoltà. Non ci sono segnali di un incremento della domanda, né di acquisto né in locazione, e ne consegue un continuo processo di *repricing*, che porta i prezzi degli uffici genovesi a diminuire di oltre il -3% semestrale. Anche i canoni di locazione continuano a contrarsi in maniera più intensa rispetto alla media delle principali città italiane (-2,5% a Genova, -1,5% in media). Dopo un anno in cui si era assistito a una leggera contrazione dei tempi di vendita e locazione, il primo semestre del 2015 mostra un nuovo innalzamento, a testimonianza della fase di debolezza attraversata dal comparto.

Deboli i segnali del mercato commerciale genovese: sia sul versante locativo, sia sul versante della vendita.

I tempi medi di vendita e locazione rimangono elevati (quasi 10 e 7 mesi rispettivamente), così come non accenna a diminuire lo sconto praticato sul prezzo richiesto (17%).

Le previsioni per i prossimi mesi confermano uno scenario ancora difficile, con segnali di ripresa della domanda concentrati nel comparto residenziale, mentre negli altri settori sarà necessario attendere il 2016 per avere conferme di miglioramento.

**Locana:**

Il mercato immobiliare di Locana è un mercato caratterizzato principalmente dal settore residenziale anche di seconde case, non molto dinamico. Analizzando l'offerta sul territorio comunale negli ultimi 24 mesi si rilevano richieste discontinue con intervalli, anche di lunghi periodi, di assenza di unità proposte.

Benché i diversi conglomerati urbani che caratterizzano il territorio presentino anche immobili aventi tipologia di palazzi pluripiano, il mercato di Locana è stato caratterizzato negli ultimi 18 mesi da un'offerta, in vendita, di sole case indipendenti.

In merito a destinazioni non residenziali, le soluzioni commerciali, ubicate in prevalenza nel centro storico cittadino vengono proposte in via diretta dai singoli proprietari, sia come soluzioni residenziali che commerciali, con prezzi che non superano gli 850 €/mq in vendita. L'offerta in locazione si caratterizza per un ampio margine di trattativa, con valori compresi tra i 30-50 €/mq/anno.

**Moncalieri:**

Moncalieri città della prima cintura di Torino con la quale confina, possiede un territorio che si estende tra la pianura e la collina ed è attraversato da tre corsi d'acqua principali: il Po e i torrenti Chisola e Sangone.

La porzione collinare del territorio comunale propone soluzioni pressoché a esclusiva destinazione residenziale di livello medio/elevato.

Nell'area ubicata in prossimità dell'immobile di proprietà del Fondo, a pressoché esclusiva destinazione artigianale/industriale, l'offerta principale è composta da soluzioni artigianali con porzioni ad uso ufficio al suo interno. Mentre le offerte di soluzioni terziarie risultano limitate e ubicate in palazzine terziarie, dove i canoni di locazioni presentano una forchetta piuttosto ampia con valori compresi tra i 60-100 €/mq/anno.

**Reggio Emilia:**

Il mercato immobiliare regionale prosegue nel suo andamento discendente, dove nel corso del primo semestre dell'anno le quotazioni immobiliare indicano un ribasso dell'1,2%, a circa 1.600 €/mq, mentre se si considerano i soli dati riferiti ai capoluoghi di provincia, i valori medi si attestano a circa 2.010 €/mq, con un ribasso è lievemente più contenuto e pari all'1,1%. I dati forniti dall'Osservatorio del Mercato Mobiliare<sup>3</sup> riportano un aumento nel numero di transazioni complessivo, che cresce di oltre tre punti percentuali, a 17.686 unità. Tuttavia l'aumento è interamente trainato dall'attività dei mercati decentrati, dove si registra una crescita di oltre il 6%, mentre nei capoluoghi di provincia le transazioni scendono a 7.210 con un calo dello 0,9%. Il territorio di Reggio Emilia, nel corso del primo semestre 2015, riporta un calo nel numero di transazioni, che scendono a 684 (-2,1%), rispetto ad una crescita a livello provinciale pari all'1%, per un totale di circa 1790.

Con specifico riferimento all'area ubicata in prossimità dell'immobile, il prezzo medio per soluzioni residenziali in vendita si colloca all'interno di un range tra 1.100 €/mq e 2.050 €/mq. Mentre le offerte di soluzioni terziarie in affitto, sebbene si discostino per caratteristiche dimensionali da quelle dell'immobile, presentano canoni di locazioni con valori compresi tra i 52-72 €/mq/anno.

**Castelnovo Ne' Monti:** Castelnovo ne' Monti, comune della provincia di Reggio Emilia da cui dista circa 34 Km, ha una popolazione di circa 10.481 abitanti.

Il prezzo medio per soluzioni residenziali in vendita è pari a €/mq, sebbene sia necessario sottolineare come l'esiguità del mercato, rendano questo dato poco uniforme e compreso all'interno di un range tra 840 €/mq e 1.200

---

<sup>3</sup> Fonti: Osservatorio Mercato Immobiliare – nota territoriale 1 semestre 2015.

€/mq. Mentre le offerte di soluzioni terziarie in affitto, anch'esse limitate, presentano canoni di locazioni con valori compresi tra i 40-60 €/mq/anno.

**Parma:**

Il territorio di Parma, nel corso del primo semestre 2015, riporta un forte calo nel numero di transazioni, che scendono a circa 1.000 (-7,6%), un dato che si allinea all'andamento provinciale in calo del 6,1%, per un totale di circa 1.880 unità transate.

L'immobile si trova nella zona periferica sud della città; zona eterogenea dove si trovano sia complessi residenziali di recentissima realizzazione, sia sviluppi commerciali. La posizione in cui si trova il complesso risulta particolarmente favorevole in termini di accessibilità, sia provenendo dal centro città sia alla rete extraurbano grazie alla via Traversetolo, alla vicina tangenziale sud e quindi l'accesso all'autostrada "A1" Milano - Napoli.

Le aree limitrofe non evidenziano realtà confrontabili né come dimensioni né come finiture a quelle del complesso immobiliare; l'offerta disponibile è composta da superfici di piccolo/medio taglio, capannoni di 200/350 mq inseriti in complessi di più ampie dimensioni.

Con specifico riferimento all'area ubicata in prossimità dell'immobile, il prezzo medio per soluzioni residenziali in vendita si colloca all'interno di un *range* tra 1.700 €/mq e 2.500 €/mq. Mentre le offerte di soluzioni terziarie in affitto, sebbene si discostino per caratteristiche dimensionali da quelle dell'immobile, presentano canoni di locazioni con valori compresi tra i 100-120 €/mq/anno.

**Piacenza:**

Il territorio di Piacenza, nel corso del primo semestre 2015, riporta una forte crescita nel numero di transazioni, che salgono a circa 460 (5,8%), un dato che supera l'andamento provinciale, anch'esso in forte crescita al 4,1%, per un totale di circa 1.135 unità transate.

L'immobile si trova nella zona periferica est della città; in posizione particolarmente favorevole in termini di accessibilità, sia provenendo dal centro città sia alla rete extraurbano, trovandosi in piena prossimità dell'incrocio tra l'autostrada "A1" Milano - Napoli e la "A21" Torino - Bescia.

Le aree limitrofe non evidenziano realtà confrontabili né come dimensioni né come finiture a quelle del complesso immobiliare; l'offerta disponibile è composta da superfici di piccolo/medio taglio, dove le porzioni ad uso direzionali sono di piccole dimensioni, o porzioni rilasciate di complessi più ampi.

Con specifico riferimento all'area ubicata in prossimità dell'immobile, il prezzo medio per soluzioni residenziali in vendita si colloca all'interno di un *range* tra 1.000 €/mq e 1.450 €/mq. Mentre le offerte di soluzioni terziarie in affitto, presentano canoni di locazioni con valori compresi tra i 60-90 €/mq/anno.

## 1.2 Descrizione del Fondo al 31 dicembre 2015

### **Il Fondo Core Multiutilities**

Il Fondo Core Multiutilities (di seguito “il **Fondo**”) è un fondo di investimento alternativo immobiliare riservato di tipo chiuso, gestito da REAM SGR S.p.A. Il Fondo è stato istituito, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 26 aprile 2010 come Fondo Nettuno, successivamente è stato rinominato Fondo Diamante e, da ultimo, Fondo Core Multiutilities (come da modifica approvata con delibera consiliare in data 14 dicembre 2012). Il Regolamento di Gestione, approvato dalla Banca d’Italia in data 10 marzo 2011 con provvedimento n. 259, è stato oggetto di successive modifiche e, da ultimo, relative al recepimento della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’8 giugno 2011 (“**AIFMD**”).

Le modifiche operate sul testo regolamentare dalla SGR, di carattere puramente tecnico e di contenuto necessitato, sono le seguenti: (i) interventi di mero aggiornamento di riferimenti normativi non più attuali particolarmente in conseguenza dell’abrogazione del DM 228/1999 e di modifiche del TUF; (ii) interventi di carattere puramente lessicale e di adeguamento alle nuove definizioni introdotte nella normativa di riferimento; (iii) eliminazione di riferimenti ad adempimenti non più previsti dalla normativa di settore; (iv) inserimento di avvertenze specifiche ora richieste per fondi riservati in base al DM 30/2015; (v) identificazione dei nuovi limiti di investimento e di leva finanziaria applicabili mantenendo comunque inalterato l’approccio seguito nel regolamento di gestione del Fondo: in particolare la SGR ha adottato il metodo c.d. degli impegni per il calcolo del limite di leva; (vi) in relazione al Depositario variazione della denominazione della commissione di “attività di custodia ed amministrazione titoli” in “*safekeeping*”; (vii) introduzione di un termine di preavviso entro cui la SGR deve comunicare al Depositario la revoca del suo incarico.

Il Fondo è stato costituito mediante l’apporto di un portafoglio di undici immobili di proprietà di IREN Acqua Gas, IREN Emilia, IRIDE Servizi e IREN Energia, società appartenenti al Gruppo IREN, che hanno manifestato – attraverso una procedura di gara pubblica di cui la SGR è risultata aggiudicataria – la volontà di apportare gli immobili infra descritti e di cedere, in tutto o in parte, ad Investitori Qualificati le Quote del Fondo ricevute a fronte dell’apporto, e mediante il conferimento di denaro, da parte di investitori istituzionali, per Euro 1,7 milioni.

L’apporto è stato effettuato ad un valore di Euro 96.500.000 a fronte di un valore di mercato degli stessi immobili stimato dall’Esperto Indipendente CBRE Valuation S.p.A. pari a Euro 110.622.000: pertanto il conferimento è avvenuto con uno sconto di apporto pari a circa il 12,77%.

A fronte dell’apporto, contestualmente all’accollo del Finanziamento per Euro 52,9 milioni, sono state complessivamente sottoscritte ed emesse n. 453 quote per un ammontare complessivo di Euro 45,3 milioni.

A novembre 2014 è stato ristrutturato il debito del Fondo al fine di beneficiare delle migliori condizioni economiche di mercato offerte dagli istituti di credito rispetto all'anno 2012. Il nuovo finanziamento, come meglio descritto nel paragrafo 1.4.2, è stato sottoscritto in data 25 novembre 2014 per un importo pari a Euro 55 milioni.

### **Il portafoglio immobiliare**

Gli 11 immobili apportati al Fondo hanno una superficie lorda complessiva pari a circa 119.800 mq e sono ubicati nelle Regioni Piemonte (3 *asset*), Liguria (2 *asset*) ed Emilia-Romagna (6 *asset*). Gli immobili sono principalmente collocati nelle zone centrali e periferiche dei principali centri urbani; solo poche eccezioni vedono immobili collocati in aree sub-provinciali. Gli immobili hanno prevalente destinazione d'uso a uffici, depositi e magazzini, officine meccaniche, servizi accessori (mensa) oltre a parcheggi, con esclusione di qualsiasi tipologia di impianti legati alla specifica attività dei soggetti apportanti.

Il portafoglio immobiliare è formato sia da fabbricati cielo/terra, sia da edifici facenti parte di complessi immobiliari di proprietà dello stesso Gruppo IREN e frazionati sotto il profilo catastale prima dell'apporto al Fondo. A seguito del frazionamento catastale è stato previsto negli Accordi di garanzia e indennizzo l'impegno, da parte delle Società apportanti, alla costituzione delle servitù attive e passive. Tale attività, come esplicitato successivamente, è stata avviata nel corso dell'esercizio di riferimento.

Alcuni degli immobili apportati al Fondo, in base alle previsioni dei rispettivi strumenti urbanistici comunali, ricadono in aree per attrezzature ed impianti tecnologici o equivalenti.

In tali aree, la disciplina urbanistica di riferimento consente il mutamento di destinazione d'uso solo nell'ambito delle funzioni previste all'interno delle specifiche destinazioni considerate. Generalmente le funzioni terziario-direzionali sono ammesse solo in quanto aventi carattere di accessorietà rispetto alle attrezzature e agli impianti pubblici o di interesse pubblico presenti.

Pertanto, laddove si intendesse mutare la destinazione d'uso degli immobili verso funzioni terziario-direzionali non connesse all'espletamento del servizio pubblico o di pubblico interesse attualmente esercitato dall'Ente Apportante interessato, sarebbe necessario richiedere all'Amministrazione comunale una specifica variante urbanistica. In termini generali va sottolineato che l'approvazione di una variante urbanistica è atto di natura discrezionale e per il mutamento di destinazione d'uso potrebbe essere richiesto il pagamento di contributi di costruzione ed eventualmente il reperimento di standard urbanistici.

I soggetti apportanti, contestualmente al trasferimento dei propri immobili al Fondo, si sono impegnati a porre in essere, su richiesta e sempre con il coordinamento della SGR, tutte le attività necessarie affinché il Fondo, in qualità di proprietario degli immobili, ottenga un valido titolo abilitativo che

consenta di massimizzare il valore di ciascun immobile mediante il mutamento di destinazione d'uso per consentire l'utilizzo di tale immobile per funzioni terziario-direzionali e complementari di natura privatistica, con il mantenimento della superficie utile esistente, inclusa, ove necessaria, l'instaurazione ed il completamento delle procedure di variante allo strumento urbanistico generale e l'ottenimento dei corrispondenti accatastamenti e delle certificazioni di agibilità conformi ai nuovi titoli edilizi. Gli stessi soggetti si sono impegnati altresì ad anticipare al Fondo tutti gli oneri che il Fondo dovrà corrispondere alla P. A. al fine di ottenere il mutamento della destinazione di uso degli immobili in uffici privati; così come l'ammontare di tutti i costi e spese sostenuti dal Fondo ai fini dell'instaurazione e del completamento dei procedimenti stessi.

Nel caso in cui il Fondo non dovesse ottenere dalle Autorità competenti i titoli edilizi, le preventive varianti urbanistiche e le certificazioni di cui sopra in tempi idonei a consentirne la commercializzazione in tempo utile per l'avvio della procedura di liquidazione prevista nel regolamento del Fondo, il soggetto apportante interessato potrà esercitare una opzione di acquisto di tali immobili da esercitarsi entro un anno dall'avvio della procedura liquidatoria o della delibera di adozione del periodo di grazia (D.M. n. 228/1999). Ove tale opzione di acquisto non fosse esercitata, il soggetto apportante ed IREN S.p.A. si impegneranno a corrispondere al Fondo un indennizzo massimo complessivo pari ad Euro 10 milioni. In particolare, limitatamente all'immobile di Genova, via SS Giacomo e Filippo 7, come previsto dagli Accordi di garanzia e indennizzo, in data 16 febbraio 2015 il Comune di Genova ha rilasciato quietanza del titolo edilizio presentato per l'ottenimento del mutamento della destinazione di uso in uffici privati.

### **La situazione locativa**

Gli immobili apportati sono concessi in locazione agli stessi Enti Apportanti per la totalità del valore dei canoni. A seguito dell'apporto i contratti di locazione aventi ad oggetto gli immobili o le porzioni di immobili occupati da società del Gruppo IREN sono stati risolti consensualmente e gli Enti Apportanti e la SGR (in qualità di società di gestione del Fondo) hanno sottoscritto nuovi contratti di locazione *double net* rispettanti i seguenti termini e condizioni:

- la decorrenza dei contratti di locazione è dall'1 gennaio 2013;
- durata: 18 anni con possibilità rinnovo per altri 6 anni;
- canone di locazione annuo complessivo: Euro 7,65 milioni oltre IVA, incrementato in virtù dell'aggiornamento Istat ad Euro 7,73 milioni oltre IVA per l'esercizio 2015;
- manutenzione ordinaria e straordinaria edile e impiantistica a carico del conduttore, manutenzione strutturale straordinaria a carico della proprietà;
- garanzia fideiussoria rinnovabile annualmente della Capogruppo IREN S.p.A. per il pagamento dei canoni di locazione;

- garanzia fideiussoria rilasciata da Unicredit S.p.A. a garanzia del puntuale adempimento delle obbligazioni previste nei contratti di locazione per un importo massimo pari a tre mensilità del canone annuale;
- disdetta: diritto di rilasciare gli immobili con un preavviso di almeno 12 mesi prima della prima scadenza;
- indicizzazione ISTAT: 100% della variazione dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie;
- diritto di prelazione convenzionale: per gli immobili locati è concesso il diritto di prelazione, esercitabile per sé o per soggetto appartenente al Gruppo IREN, a prescindere dalla ricorrenza dei casi previsti dall'art. 35 della Legge 392/78.

Il portafoglio è stato interamente locato dalla data di apporto al Gruppo IREN, rispetto alla seguente ripartizione per ente apportante:

<b>Ente Apportante</b>	<b>Superficie Lorda (mq)</b>	<b>Incidenza (%)</b>
Iren Acqua Gas	7.809	<b>6,52%</b>
Iren Energia	41.695	<b>34,80%</b>
Iride Servizi	12.291	<b>10,26%</b>
Iren Emilia	58.018	<b>48,42%</b>
<b>Gruppo IREN</b>	<b>119.813</b>	<b>100,00%</b>

Nel mese di maggio 2015, la SGR ha ricevuto richiesta da parte delle società del Gruppo Iren di cedere i contratti di locazione stipulati in sede di apporto alla Capogruppo Iren S.p.A. nell'ambito di atti di cessione di rami d'azienda comprendenti i predetti contratti. La SGR, da un lato, ha accolto la predetta richiesta e, pertanto, a decorrere dal 1° luglio 2015, Iren S.p.A. risulta intestataria di tutti i contratti di locazione stipulati con il Fondo ma, dall'altro, ai sensi dell'art. 36 Legge 392/78, non ha liberato le società cedenti dagli obblighi derivanti dai suddetti contratti di locazione.

Gli immobili oggetto dell'apporto sono meglio descritti nelle schede allegate alla presente Relazione (Allegato 1).

## **Struttura Finanziamento**

Nel mese di novembre 2014 la SGR ha sottoscritto un nuovo contratto di finanziamento con Ubi Banca con l'obiettivo di rifinanziare integralmente il Fondo a nuove e più competitive condizioni, in linea con l'andamento del mercato finanziario. Il nuovo finanziamento ha consentito il rimborso integrale del debito accollato in sede di apporto e di migliorare, in prospettiva, la capacità del fondo di generare un dividendo periodico stabile in linea con il rendimento della gestione immobiliare del fondo.

Il livello di indebitamento, considerando i valori di mercato al 31 dicembre 2015 è pari a 49,9%.

### Caratteristiche del Fondo

Il Fondo Core Multiutilities si presenta con le caratteristiche sintetizzate nella tabella di seguito riportata. Al 31 dicembre 2015 si registra, rispetto all'anno precedente, un lieve incremento del valore complessivo del portafoglio immobiliare e una lieve riduzione del livello di indebitamento come meglio descritto successivamente.

Il Fondo Core Multiutilities in sintesi		Apporto	31 dicembre 2012	31 dicembre 2013	31 dicembre 2014	31 dicembre 2015
Patrimonio immobiliare	n° immobili	11	11	11	11	11
Mq complessivi lordi	mq	119.813	119.813	119.813	119.813	119.813
Distribuzione geografica	%	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest
Valore di mercato immobili <sup>(1)</sup>	€ mln	110,6	110,6	111,4	108,4	109,1
Costo storico <sup>(2)</sup>	€ mln	100,6	97,3	100,3	100,7	100,6
Monte canoni complessivo	€ mln	7,1	7,1	7,1	7,7	7,7
Rendimento lordo da locazione	%	7,0%	7,3%	7,1%	7,7%	7,7%
Debito <sup>(3)</sup>	€ mln	52,9	52,9	53,3	55,0	54,5
Loan to value (LTV)	%	47,8%	47,8%	47,8%	50,7%	49,9%
Loan to cost (LTC)	%	52,6%	54,4%	53,1%	54,6%	54,1%
Net asset value <sup>(4)</sup>	€ mln	45,3	58,3	57,7	54,4	56,0
Distribuzione proventi totale <sup>(5)</sup>	€ mln	0,0	0,0	2,4	2,3	4,1
Distribuzione proventi pro quota <sup>(5)</sup>	€/quota	0	0	5.317	5.000	9.000

<sup>(1)</sup> Come da valutazione dell'Esperto Indipendente

<sup>(2)</sup> Valore di conferimento al netto delle vendite effettuate ed aumentato delle spese di manutenzione straordinaria.

<sup>(3)</sup> Debito outstanding al netto dei rimborsi dell'ALA allocata sugli immobili venduti alla data di riferimento.

<sup>(4)</sup> Valore contabile riportato in rendiconto alla data di riferimento.

<sup>(5)</sup> Importi di competenza relativi ai periodi di riferimento.

### 1.3 Governance del Fondo

#### Modello di funzionamento

L'organizzazione di REAM SGR ed il Regolamento del Fondo prevedono una struttura di *governance* tesa ad assicurare ai Partecipanti visibilità e trasparenza alle attività gestionali di maggior rilievo. Qui di seguito viene rappresentato graficamente il modello di *governance*:



### ***I rapporti con i soci di REAM SGR***

Tra i sottoscrittori delle quote di partecipazione al patrimonio del Fondo sono presenti, tra gli altri, la Società di Gestione ed alcuni azionisti della SGR, così come di seguito espresso in dettaglio:

- **REAM SGR S.p.A.** che possiede alla data della presente Relazione n. 52 quote, per un controvalore nominale pari a Euro 5.200.000;
- la **Fondazione Cassa di Risparmio di Fossano** che possiede alla data della presente Relazione n. 10 quote per un controvalore nominale di Euro 1.000.000;
- la **Fondazione Cassa di Risparmio di Asti** che possiede alla data della presente Relazione n. 9 quote per un controvalore nominale di Euro 900.000.

### ***Il CdA ed il Collegio Sindacale***

Alla data di approvazione della presente Relazione di Gestione, il Consiglio di Amministrazione ed il Collegio Sindacale di REAM SGR S.p.A. sono costituiti come di seguito specificato:

#### CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

prof.	Giovanni Quaglia	Presidente
dott.	Michele Pietro Maggiora	Vicepresidente
dott.	Pier Angelo Taverna	Vicepresidente
rag.	Agostino Gatti	Consigliere
dott.	Antonio Miglio	Consigliere
prof.	Maurizio Irrera	Consigliere
dott.	Attilio Befera	Amministratore Indipendente

#### COLLEGIO SINDACALE

avv.	Massimo Bianchi	Presidente
------	-----------------	------------

rag.	Alfredo Poletti	Membro Effettivo
dott.	Pier Vittorio Vietti	Membro Effettivo
dott.	Gianmaria Piacenza	Membro Supplente
dott.	Vincenzo Straneo	Membro Supplente

Il Consiglio di Amministrazione, nominato in data 29 aprile 2015, terminerà il proprio mandato con l'approvazione da parte dell'Assemblea dei Soci di REAM SGR del bilancio al 31 dicembre 2017.

A seguito della nomina del nuovo Consiglio di Amministrazione, tale organo nella prima seduta in pari data ha deliberato di nominare il dott. Oronzo Perrini Direttore Generale della SGR.

Il Collegio Sindacale, nominato in data 13 marzo 2013, terminerà il proprio mandato con l'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2015.

### **Assemblea dei Partecipanti e**

#### **Comitato Consultivo**

Nell'esercizio 2015 l'Assemblea dei Partecipanti si è riunita in data 21 luglio ed ha approvato le modifiche apportate al testo regolamentare al fine di adeguarlo al nuovo quadro normativo di riferimento derivante dal recepimento a livello nazionale della direttiva **AIFM** come illustrato al precedente paragrafo 1.2.

Nel corso del 2015 il Comitato Consultivo del Fondo si è riunito in data 25 febbraio ed ha espresso ai sensi dell'art. 21, comma 16), lettera d) del Regolamento del Fondo il proprio parere favorevole alle modifiche al *business plan* a vita intera del Fondo.

Alla data di approvazione della presente Relazione di Gestione, il Comitato Consultivo del Fondo è costituito da 9 componenti come di seguito specificato:

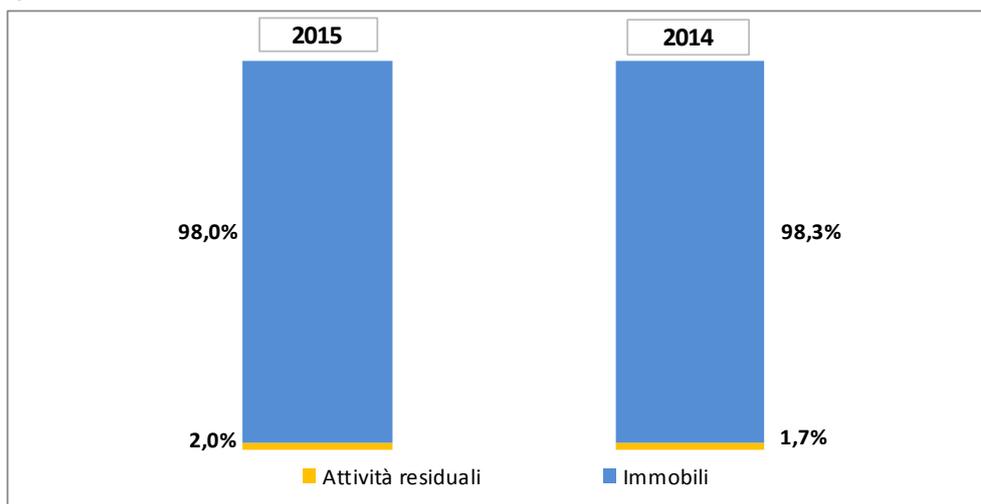
- prof. Giovanni Quaglia (Presidente);
- dott. Carlo De Matteo;
- dott. Claudio Cavallo;
- dott. Francesco Torre;
- dott. Aspro Mondadori;
- rag. Carlo Corradino;
- dott. Marco Casale;
- dott. Paolo Garbarino;
- avv. Alessandro Scheda.

Ai sensi dell'art. 21, comma 4) del Regolamento del Fondo i membri del Comitato Consultivo scadranno con l'approvazione della Relazione di gestione al 31 dicembre 2016.

**La composizione delle Attività**

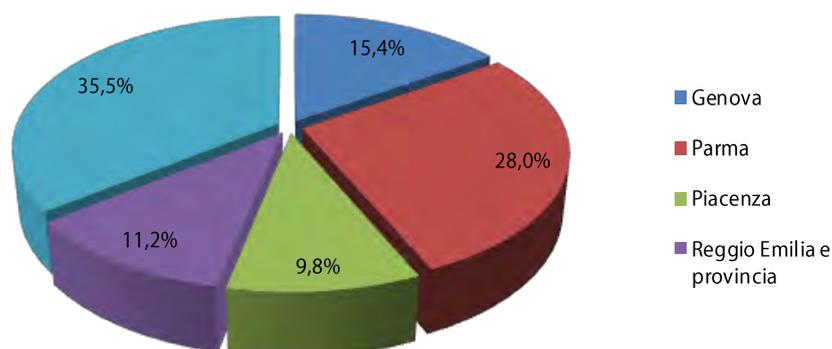
**1.4 L'andamento del Fondo nel corso del 2015**

Il grafico che segue sintetizza la composizione percentuale dell'attivo del Fondo al 31 dicembre 2015 rispetto al 31 dicembre 2014. Il grafico evidenzia come non vi siano state variazioni sostanziali rispetto all'esercizio precedente e come la quasi totalità dell'attivo sia investita nell'Investimento Tipico del Fondo.

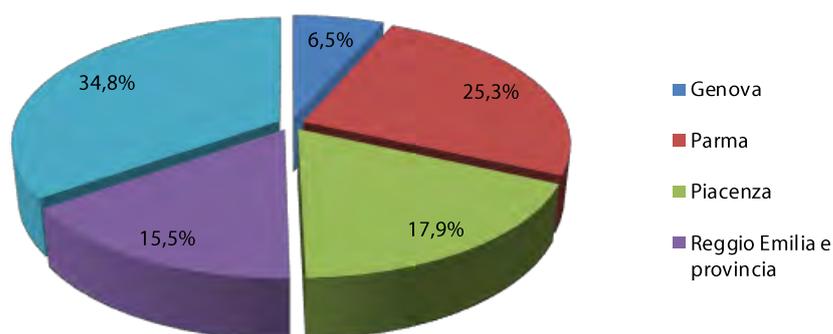


I grafici che seguono sintetizzano la composizione degli investimenti del Fondo al 31 dicembre 2015:

**OMV (31-12-2015) - AREA GEOGRAFICA**



## SUPERFICIE LORDA - AREA GEOGRAFICA



### 1.4.1 La gestione immobiliare

Alla data della presente Relazione di Gestione, si rileva come gli immobili che costituiscono il patrimonio del Fondo risultino interamente locati alla società Iren S.p.A. alla quale, come precedentemente descritto, si concede la facoltà di procedere alla stipula di contratti di sublocazione con soggetti terzi.

Inoltre, nel corso dell'anno 2015, non sono stati effettuati interventi di ristrutturazione sugli immobili in portafoglio, al netto di alcuni interventi effettuati direttamente dal conduttore finalizzati alla personalizzazione di alcuni spazi, per i quali il Fondo ha rilasciato specifici nulla-osta.

In particolare si segnala che sono terminati gli interventi di ristrutturazione in atto presso il complesso immobiliare di Torino in Corso Svizzera.

#### **Nuovi investimenti**

Il Fondo non ha effettuato nuovi investimenti nel corso del 2015. Si segnala in particolare che in data 28 gennaio 2015 REAM SGR ha richiesto ad Iren il rimborso delle spese sostenute relative principalmente alle attività di due diligence tecnico-legali e all'attivazione di una specifica linea di credito per finanziare l'acquisto di un immobile ubicato a Torino, proposto da Iren nel secondo semestre 2014, e non finalizzato a causa della rinuncia inaspettata della parte venditrice ad uno stadio avanzato di negoziazione. Iren in data 6 luglio 2015 ha provveduto ad un rimborso parziale delle spese sostenute dalla SGR per conto del Fondo e, pertanto, quest'ultima si è riservata la facoltà di agire per il recupero dell'importo residuo.

#### **Disinvestimenti**

In data 29 giugno 2015 il Fondo ha dismesso un piccolo cortile (c.a. 30 mq) pertinenziale dell'immobile di via SS. Giacomo e Filippo, 7 per un valore pari ad Euro 10.000 alla società San Bartolomeo di Genova, partecipata dalla società immobiliare Fenera di Torino e dal Comune di Genova.

[OMISSIS]

## **Gestione Immobiliare**

Le attività di gestione immobiliare della SGR, durante l'esercizio in corso, si sono concentrate principalmente sulla necessità di monitorare sull'operato dei conduttori affinché i beni locati vengano condotti con diligenza e nel rispetto degli impegni sottoscritti nel contratto di locazione. In particolare, con il supporto del *property management*, si è avviata una procedura volta a predisporre annualmente un piano di manutenzione condiviso con il conduttore per definire e monitorare gli interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria per ciascun immobile del portafoglio gestito dal Fondo.

Per quanto concerne gli obblighi degli Apportanti previsti dagli accordi di garanzia e indennizzo e dagli atti di apporto sottoscritti in data 21 dicembre 2012, nel corso del 2015 la gestione immobiliare del Fondo è stata principalmente dedicata al coordinamento delle attività relative alla costituzione di servitù attive e passive necessarie a seguito dell'operazione di apporto al Fondo che ha comportato il frazionamento di alcuni immobili del portafoglio. In data 3 marzo 2015, con il supporto del *Property*, incaricato come consulente tecnico, sono stati sottoscritti gli atti di costituzione delle servitù per gli immobili di Parma, Reggio Emilia e Piacenza.

Per quanto concerne, invece, gli immobili dell'area piemontese, a dicembre 2015 sono state condivise con Iren S.p.A. le bozze degli atti di costituzione delle servitù e i relativi allegati. Per motivi squisitamente organizzativi la formalizzazione dei suddetti atti è stata posticipata ai primi mesi del 2016.

## **Esperti Indipendenti**

L'incarico dell'Esperto Indipendente CBRE Valuation S.p.A. è terminato con la valutazione effettuata con riferimento al 30 giugno 2015. Alla data della presente Relazione, la valutazione degli immobili è stata effettuata dal nuovo Esperto Indipendente - PRAXI S.p.A. – nominato dal Consiglio di Amministrazione in data 30 settembre 2015.

Al 31 dicembre 2015 il valore del portafoglio determinato dall'Esperto Indipendente è pari ad Euro 109.080.000, sostanzialmente in linea con la valutazione al 31 dicembre 2014 (lieve incremento pari allo 0,63%).

### **1.4.2 La gestione finanziaria**

Al fine di ottimizzare la gestione della liquidità disponibile, nel mese di dicembre 2014 è stato sottoscritto un accordo trilaterale con il Depositario e con UniCredit S.p.A. al fine di ottenere una remunerazione superiore rispetto a quella riconosciuta sui conti correnti del Depositario.

## **Gestione del Contratto di Finanziamento**

Alla data della presente Relazione di Gestione, è attivo un finanziamento che ha consentito al Fondo di rifinanziare il debito accollato in occasione della costituzione del Fondo stesso. Il contratto di finanziamento stipulato ha le seguenti caratteristiche:

**Durata:** 5 anni dalla stipula, salvo esercizio della Term Out Option;

**Term Out Option:** dietro corresponsione di una Term Out Option Fee pari a 50 bps calcolata sull'importo del debito residuo del Finanziamento, il Fondo potrà prorogare il Finanziamento di ulteriori 5 esercizi;

**Tasso d'interesse:** Euribor 3 mesi rilevato ad inizio di ogni trimestre incrementato di uno spread di 300 bps;

**Up front fee:** 120 bps sull'importo complessivo del Finanziamento;

**Garanzie:**

- 1) ipoteca di primo grado sugli 11 immobili di proprietà del Fondo;
- 2) appendice di vincolo sulle polizze assicurative degli immobili di proprietà del Fondo;
- 3) cessione del credito derivante dai contratti di locazione sottoscritti;
- 4) Ipoteca di primo grado sull'immobile di Pianezza oggetto di possibile acquisizione;
- 5) appendice di vincolo sulla polizza assicurative dell'immobile di Pianezza oggetto di acquisizione;
- 6) cessione del credito derivante dal contratto di locazione sottoscritto per l'immobile di Pianezza;
- 7) pegno su Conto Corrente Canoni.

I covenant previsti nel contratto di finanziamento Ubi Banca sono:

- DSCR: non inferiore a 1,30x
- *Loan to Value*: per i primi 5 anni non superiore al 60%, per i successivi 5 anni non superiore al 50%

Il *Loan to Value* (indica il rapporto tra l'ammontare complessivo del finanziamento erogato e non rimborsato ed il valore del libero mercato degli immobili) misurato al 31 dicembre 2015 è pari al 49,9%.

In data 15 gennaio 2015, il Fondo ha sottoscritto un'opzione cap con strike allo 0,25% con pagamento up front di Euro 265.000 per immunizzare dal rischio di rialzo dei tassi di interesse futuri con un nozionale pari al 60% del finanziamento. La controparte dell'operazione, scelta attraverso apposita procedura competitiva, è Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A.. Ubi banca, che aveva *right to match* per il pareggio delle condizioni risultanti dalla procedura, non ha pareggiato l'offerta.

## **Il risultato economico**

Il Fondo chiude al 31 dicembre 2015 con un utile di Euro 4.839.987 come di seguito dettagliato:

<b>Dati Economici</b>	<b>31 dicembre 2015</b> (Euro)
Strumenti finanziari derivati di copertura non quotati	-47.501
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	<b>-47.501</b>
Canoni di locazione e altri proventi	7.815.288
Oneri per la gestione di beni immobili	-310.720
IMU	-725.064
<b>Risultato gestione beni immobili</b>	<b>6.779.504</b>
Oneri Finanziari	-1.826.724
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>	<b>4.905.279</b>
Provvigione di gestione SGR	-663.961
Commissioni banca depositaria	-13.314
Oneri per esperti indipendenti	-34.830
Altri oneri di gestione	-80.117
Altri ricavi ed oneri	28.930
<b>Risultato gestione al netto delle plus/minusvalenze da valutazione</b>	<b>4.141.987</b>
Plusvalenze/minusvalenze da valutazione	698.000
<b>Risultato dell'esercizio</b>	<b>4.839.987</b>

Dalla precedente tabella si evince come l'utile dell'esercizio 2015 sia attribuibile per Euro 4,1 milioni al risultato positivo della gestione ordinaria e per Euro 0,7 milioni alla plusvalenza da valutazione registrata sul portafoglio immobiliare. Per la descrizione del contenuto delle singole voci si rimanda alla Nota Integrativa.

### **La distribuzione dei Proventi**

L'art. 18 del Regolamento stabilisce che sono considerati proventi distribuibili della gestione del Fondo, gli utili d'esercizio risultanti dalla relazione annuale di gestione:

- al netto delle plusvalenze non realizzate e incrementati delle minusvalenze non realizzate nell'esercizio di riferimento, queste ultime a condizione che il valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni e degli altri beni detenuti dal Fondo singolarmente considerati siano eguali o superiori al valore di

apporto/acquisizione dei medesimi (comprensivi degli eventuali costi capitalizzati);

- comprensivi delle plusvalenze non realizzate negli esercizi precedenti, ma che abbiano trovato realizzazione nell'esercizio di riferimento, rispetto ai valori di apporto/acquisizione (comprensivi degli eventuali costi capitalizzati) dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni detenute dal Fondo alla data di riferimento.
- senza tenere conto delle plusvalenze e delle minusvalenze non realizzate relative agli Strumenti Derivati detenuti dal Fondo ai fini di copertura dei rischi, ai sensi del precedente articolo 13.5 del Regolamento del Fondo.

Tali proventi sono distribuiti agli aventi diritto con cadenza annuale, a partire dal primo esercizio successivo alla data di avvio dell'operatività dello stesso. Il comma 3) del medesimo articolo riporta inoltre che è facoltà della Società di Gestione procedere, anche con cadenza infrannuale, alla distribuzione di proventi della gestione del Fondo, sulla base di una relazione redatta secondo quanto previsto all'art. 27, comma 2), lettera b) del Regolamento.

I proventi della gestione del Fondo vengono distribuiti in misura non inferiore all'80% degli stessi, fatta salva diversa e motivata determinazione del Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione. I proventi non distribuiti in esercizi precedenti, al netto delle eventuali perdite, possono essere distribuiti negli esercizi successivi.

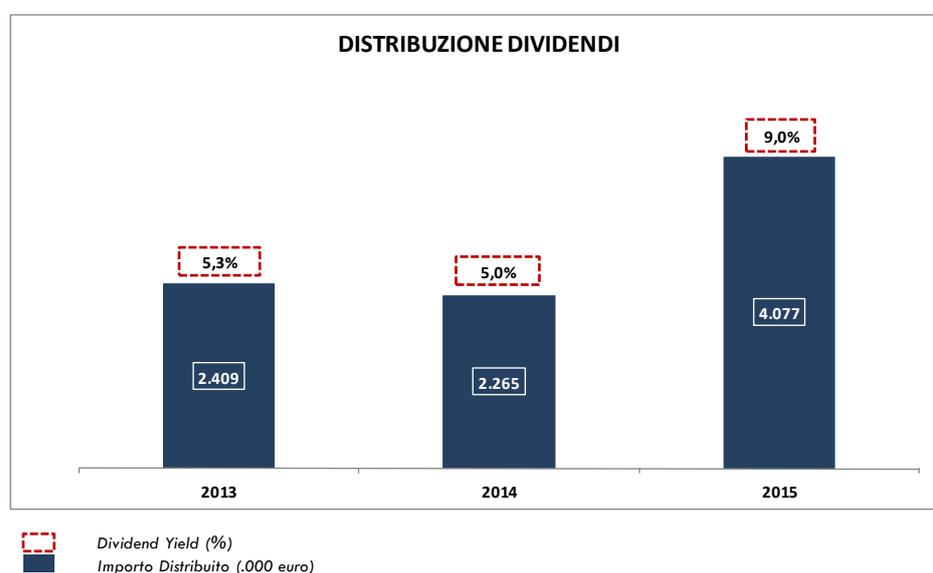
Il risultato distribuibile al 31 dicembre 2015 è pari ad Euro 4.173.574, come riportato nella tabella seguente.

<b>Risultato distribuibile</b>	<b>31 dicembre 2015 (Euro)</b>
<b>Risultato contabile</b>	<b>4.839.987</b>
<b>Rettifiche per la determinazione del risultato distribuibile:</b>	<b>-666.413</b>
Plusvalenze non realizzate negli esercizi precedenti e realizzate nell'esercizio in questione	0
Plusvalenze da valutazione non realizzate	-2.118.000
Minusvalenze da valutazione non realizzate (sopra il costo storico)	1.420.000
Proventi non distribuiti negli esercizi precedenti	31.587
<b>Risultato distribuibile lordo</b>	<b>4.173.574</b>
Proventi distribuiti ad agosto 2015	1.925.250
<b>Risultato distribuibile netto</b>	<b>2.248.324</b>

Il Consiglio di Amministrazione del 26 febbraio 2016 ha deliberato di distribuire complessivamente per l'esercizio 2015 Euro 4.077.000, pari al 97,7% del risultato distribuibile e pari a Euro 9.000,00 per quota, con un rendimento su base annua del 9%.

Poiché in data 31 luglio 2015 il Consiglio di Amministrazione aveva deliberato di distribuire Euro 1.925.250, pari ad Euro 4.250,00 per quota, i proventi residui che verranno posti in distribuzione entro trenta giorni dalla data di approvazione della presente Relazione ammontano a Euro 2.151.750, pari a Euro 4.750 per quota.

Di seguito si rappresenta lo storico delle distribuzioni dei proventi dall'avvio del Fondo alla data della presente Relazione:



## 1.5 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione

Gli obiettivi del Fondo nel lungo periodo sono indirizzati verso la massimizzazione del valore e la contestuale minimizzazione del rischio per gli investitori; questo a sua volta comporta, nel breve termine, l'esecuzione di specifiche attività di *asset management* proattivo sul patrimonio immobiliare in gestione.

A questo proposito REAM SGR, per conto del Fondo, monitora costantemente possibili interventi di valorizzazione degli immobili. In particolare, le opportunità di ottimizzazione degli spazi in ottica di una migliore fungibilità sono valutate e condivise anche con il conduttore coerentemente ai rapporti contrattuali di lungo periodo e il mantenimento a reddito del patrimonio immobiliare del Fondo.

## **1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2015**

Dopo la fine dell'esercizio 2015, in data 22 febbraio 2016, con il supporto del *Property*, sono stati sottoscritti gli atti di costituzione delle servitù per gli immobili di Torino, Moncalieri e Locana adempiendo così le Società Apportanti a quanto previsto a loro carico negli Accordi di Garanzia ed Indennizzo stipulati nel 2012 relativamente alla costituzione di servitù attive e passive a seguito dell'operazione di apporto al Fondo.

## 2. Situazione Patrimoniale

Si riporta di seguito la Situazione Patrimoniale del Fondo Core Multiutilities al 31 dicembre 2015. Tali dati sono comparati con i dati al 31 dicembre 2014, così come disposto dal provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2015		Situazione al 31/12/2014	
	Valore complessivo (Euro)	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo (Euro)	In percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<b><u>Strumenti finanziari non quotati</u></b>				
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OIC R				
<b><u>Strumenti finanziari quotati</u></b>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OIC R				
<b><u>Strumenti finanziari derivati</u></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. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>109.080.000</b>	<b>98,05%</b>	<b>108.392.000</b>	<b>98,28%</b>
B1. Immobili dati in locazione	109.080.000	98,05%	108.392.000	98,28%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b>				
C1. Crediti acquisiti per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>1.231.184</b>	<b>1,11%</b>	<b>1.055.166</b>	<b>0,96%</b>
F1. Liquidità disponibile	1.231.184	1,11%	1.055.166	0,96%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>939.855</b>	<b>0,84%</b>	<b>840.923</b>	<b>0,76%</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	839.778	0,75%	781.430	0,71%
G3. Risparmio d'imposta				
G4. Altre	91.600	0,08%	40.000	0,04%
G5. Credito IVA	8.477	0,01%	19.493	0,02%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>111.251.039</b>	<b>100,00%</b>	<b>110.288.089</b>	<b>100,00%</b>

Fondo Core Multiutilities

<b>PASSIVITA' E NETTO</b>	<b>Situazione al 31/12/2015</b>	<b>Situazione al 31/12/2014</b>
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>54.450.000</b>	<b>55.000.000</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	54.450.000	55.000.000
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>816.122</b>	<b>858.911</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	7.549	9.129
M2. Debiti di imposta	7.192	16.600
M3. Ratei e risconti passivi	616.965	474.162
M4. Altre	184.416	359.020
M5. Debiti per depositi cauzionali		
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>55.266.122</b>	<b>55.858.911</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>55.984.917</b>	<b>54.429.178</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>453</b>	<b>453</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>123.587,013</b>	<b>120.152,710</b>
<b>Rimborsi distribuiti per quota</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Proventi distribuiti per quota</b>	<b>14.567</b>	<b>7.317</b>
<b>Valore Complessivo degli impegni da richiamare</b>	-	-
<b>Totale numero delle quote da richiamare</b>	-	-
<b>Valore unitario delle quote da richiamare</b>	-	-

### 3. Sezione Reddittuale

Si riporta di seguito la Sezione Reddittuale del Fondo Core Multiutilities al 31 dicembre 2015. Tali dati sono comparati con i dati al 31 dicembre 2014, così come disposto dal provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

SEZIONE REDDITUALE 1/2	Relazione al 31/12/2015		Relazione al 31/12/2014	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>-47.501</b>			
<b><u>Strumenti finanziari non quotati</u></b>				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 Dividendi e altri proventi				
A1.2 Utili / perdite da realizzati				
A1.3 Plusvalenze / minusvalenze				
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 Interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 Utili / perdite da realizzati				
A2.3 Plusvalenze / minusvalenze				
<b><u>Strumenti finanziari quotati</u></b>				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 Interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 Utili / perdite da realizzati				
A3.3 Plusvalenze / minusvalenze				
<b><u>Strumenti finanziari derivati</u></b>				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	<b>-47.501</b>			
A4.1 di copertura	-47.501			
A4.2 non di copertura				
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	<b>-47.501</b>			
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>7.477.504</b>		<b>3.345.930</b>	
B1. Canoni di locazione e altri proventi	7.815.288		7.789.567	
B2. Utile/perdite da realizzati				
B3. Plusvalenze/minusvalenze	698.000		-3.379.977	
B4. Oneri per la gestione di beni immobili	-310.720		-338.595	
B5. Ammortamenti				
B6. Imposta Municipale sugli Immobili	-725.064		-725.065	
<b>Risultato gestione beni immobili</b>	<b>7.477.504</b>		<b>3.345.930</b>	
<b>C. CREDITI</b>				
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi / decrementi di valore				
<b>Risultato gestione crediti</b>				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. Interessi attivi e proventi assimilati				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
E1. Proventi				
E2. Utili / perdite da realizzati				
E3. Plusvalenze / minusvalenze				
<b>Risultato gestione investimenti</b>	<b>7.430.003</b>		<b>3.345.930</b>	

SEZIONE REDDITUALE 2/2	Relazione al 31/12/2015		Relazione al 31/12/2014	
<b>F. 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. 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>7.430.003</b>		<b>3.345.930</b>
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>	<b>-1.826.724</b>		<b>-3.335.143</b>	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-1.666.857		-2.689.875	
H1.2 su altri finanziamenti	-1.666.857		-2.689.875	
H2. Altri oneri finanziari	-159.867		-645.268	
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		<b>5.603.279</b>		<b>10.787</b>
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	<b>-792.222</b>		<b>-1.100.174</b>	
I1. Provvigione di gestione SGR	-663.961		-812.174	
I2. Commissioni depositario	-13.314		-13.073	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-34.830		-43.500	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I5. Altri oneri di gestione	-80.117		-231.427	
<b>L. ALTRI RICAVI E ONERI</b>	<b>28.930</b>		<b>5.996</b>	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	8.735		556	
L2. Altri ricavi	20.195		5.440	
L3. Altri oneri				
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		<b>4.839.987</b>		<b>-1.083.391</b>
<b>M. IMPOSTE</b>				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Riscatto di imposta				
M3. Altre imposte				
<b>Utile / perdita dell'esercizio</b>		<b>4.839.987</b>		<b>-1.083.391</b>

#### 4. Nota integrativa

##### Parte A – Andamento del valore della quota

##### **Valore della quota**

Il Fondo Core Multiutilities inizia la propria operatività il 21 dicembre 2012 attraverso l'emissione di 453 quote del valore nominale di Euro 100.000 ciascuna.

Alla data della presente Relazione il valore di ciascuna quota è pari a Euro 123.587,013 con un incremento di Euro 23.587 (+23,6%) rispetto al valore nominale e un incremento di Euro 3.434 (+2,9%) rispetto al 31 dicembre 2014.

Tale incremento è imputabile al risultato positivo della gestione ordinaria (Euro 9.143 pro-quota) ed alla plusvalenza da valutazione del portafoglio immobiliare registrata nell'esercizio (Euro 1.541 pro-quota); tali effetti positivi sono stati compensati dalla distribuzione di proventi effettuata nei mesi di marzo e agosto 2015 (complessivamente Euro 7.250 pro-quota).

La tabella seguente illustra l'andamento del valore della quota dalla data di apporto alla data della presente Relazione.

<b>Andamento del Valore della quota</b>	<b>Valore complessivo del Fondo (Euro)</b>	<b>Numero di Quote</b>	<b>Valore unitario delle quote (Euro)</b>
Al 21 dicembre 2012	45.300.000	453	100.000,000
Al 31 dicembre 2012	58.312.759	453	128.725,736
Al 30 giugno 2013	59.082.032	453	130.423,911
Al 31 dicembre 2013	57.717.092	453	127.410,800
Al 30 giugno 2014	56.401.133	453	124.505,812
Al 31 dicembre 2014	54.429.178	453	120.152,711
Al 30 giugno 2015	56.665.633	453	125.089,698
Al 31 dicembre 2015	55.984.917	453	123.587,013

##### **Principali eventi sulle quote**

Nel corso del 2015:

- non sono stati effettuati rimborsi parziali pro-quota;
- il Consiglio di Amministrazione del 27 febbraio 2015 ha deliberato di distribuire ai quotisti, un ammontare di proventi pari ad Euro 1.359.000, pari ad Euro 3.000,00 per quota;

- Il Consiglio di Amministrazione del 31 luglio 2015 ha deliberato di distribuire ai quotisti, un ammontare di proventi pari ad Euro 1.925.250, pari ad Euro 4.250,00 per quota.

### **Gestione dei rischi esistenti**

I rischi insiti nell'investimento immobiliare riguardano principalmente:

- i rischi di carattere immobiliare legati ai singoli immobili;
- i rischi legati alla solvibilità dei conduttori;
- i rischi legati alla qualità e alla durata dei contratti di locazione;
- i rischi legati ad eventi naturali che potrebbero avere un impatto sul singolo immobile o sul fondo come proprietario degli immobili;
- i rischi legati all'oscillazione dei tassi di interesse;
- i rischi legati all'oscillazione del tasso di inflazione.

### **Rischi di carattere Immobiliare**

La SGR si è dotata di un modello di calcolo quali-quantitativo per monitorare i rischi di carattere immobiliare e valutare la volatilità del valore degli immobili. La misurazione è effettuata semestralmente in occasione della predisposizione delle perizie valutative e delle relazioni contabili e supporta eventuali processi decisionali sull'implementazione delle linee strategiche. Il risultato della misurazione è rappresentato opportunamente attraverso indicatori di rischio.

Oltre al *monitoring* semestrale dei rischi, la SGR verifica costantemente il buon funzionamento e la condizione degli immobili assicurando, ove necessario, lo svolgimento dei programmi di manutenzione ordinaria e straordinaria, anche quando tali programmi sono devoluti contrattualmente al conduttore.

### **Rischi di solvibilità dei conduttori**

La SGR si è dotata di procedure che mirano a valutare, nella fase di stipula dei contratti di locazione, il grado di affidabilità dei conduttori.

La SGR monitora costantemente, con adeguata reportistica, i livelli di insoluto dei locatari, attivandosi tempestivamente nei modi e nei tempi più opportuni per recuperare le somme dovute, cercando di limitare, per quanto possibile, potenziali contenziosi.

Inoltre nell'ambito del modello di calcolo quali-quantitativo per il monitoring dei rischi di carattere immobiliare, la SGR valuta costantemente il profilo di rischio dei conduttori e lo rappresenta opportunamente negli indicatori di rischio.

### **Rischi legati ai contratti di locazione**

La SGR ha posto in essere procedure interne volte a ridurre i rischi connessi alla fase di negoziazione, rinegoziazione o cessazione dei contratti di locazione.

Nelle fasi di negoziazione la SGR mira a massimizzare il rendimento del singolo asset, valorizzando gli spazi da locare a canoni di mercato e

negoziando le opportune clausole contrattuali in modo da cercare di limitare al massimo il rischio di *vacancy*.

Costantemente sono monitorate le scadenze dei contratti e i profili di rischio legati ad eventuali non rinnovi o richieste di negoziazione. Tali elementi sono oggetto di misurazione anche attraverso il modello di calcolo del rischio e rappresentati opportunamente negli indicatori di rischio.

***Rischi legati ad  
eventi naturali***

Gli immobili sono opportunamente assicurati con una primaria compagnia assicurativa in modo da ridurre al minimo l'eventuale impatto di eventi naturali e catastrofici o altri eventi che possano avere un pregiudizio da parte di terzi ricorrenti contro la proprietà per il ristoro dei loro danni. L'esposizione ai rischi legati agli eventi naturali è calcolata attraverso il modello di calcolo quali-quantitativo e rappresentata opportunamente negli indicatori di rischio.

***Rischi legati ai  
tassi di interesse***

La SGR si è dotata di procedure interne volte ad assicurare il reperimento delle migliori condizioni per l'accesso al mercato del credito. Per il finanziamento in essere la SGR ha attuato una politica di copertura, attraverso uno strumento derivato, per mitigare parzialmente l'effetto dell'eventuale oscillazione dei tassi di interesse, stante il livello attuale dei tassi sul mercato.

***Rischi legati al  
tasso di inflazione***

La SGR riduce generalmente il rischio legato alla variazione del tasso di inflazione attraverso la negoziazione di contratti di locazione con un aggiornamento del canone pari al 100% dell'indice ISTAT. Ove non possibile per ragione di carattere commerciale, i contratti di locazione sono negoziati con un aggiornamento non inferiore al 75% dell'indice ISTAT.

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

### **Sezione I – Criteri di valutazione**

La presente Relazione è stata redatta secondo i principi contabili italiani di generale accettazione e in ottemperanza con le disposizioni dettate dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

La relazione di gestione del Fondo si compone di una situazione Patrimoniale, di una Sezione Reddittuale e della presente Nota Integrativa, ed è corredata dalla Relazione degli Amministratori.

La Relazione è redatta in unità di Euro se non diversamente specificato.

Rispetto agli schemi definiti dalla Banca d'Italia non sono stati riportati i titoli delle sezioni, le voci e le tabelle che non presentano importi né per l'esercizio al quale si riferisce la Relazione, né per quello precedente.

I criteri di valutazione adottati sono di seguito in dettaglio riepilogati.

#### ***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.

Il valore corrente degli immobili è determinato in base alle loro caratteristiche intrinseche ed estrinseche e tenendo conto della loro redditività; tale valore 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 a 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.) e aumentato del valore del terreno.

Per la valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio del fondo nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate, la SGR, che non ha delegato a terzi il compito di valutare i beni del fondo e di calcolare il valore della quota, si avvale di esperti indipendenti aventi i requisiti stabiliti dal D.M. 5 marzo 2015, n. 30. Per una descrizione dei presidi organizzativi, procedurali e documentali posti in essere dalla Società a garanzia della possibilità di ricostruire il processo di valutazione effettuato dall'Esperto Indipendente si rimanda a quanto descritto nella "Parte D – Altre Informazioni" della presente Nota.

#### ***Altre attività***

- I crediti d'imposta ed in particolare il credito IVA, sono iscritti al presumibile valore di realizzo e riflettono la posizione fiscale del Fondo.
- I ratei e i risconti attivi sono contabilizzati per garantire il rispetto del criterio della competenza temporale nella rilevazione delle poste della Sezione Reddittuale.
- Le altre attività e i crediti sono valutati in base al presumibile valore di realizzo.
- Le disponibilità liquide sono valutate in base al loro valore nominale.

**Altre passività**

- I debiti d'imposta sono iscritti al valore nominale e riflettono la posizione fiscale del Fondo.
- I ratei e risconti passivi sono contabilizzati per garantire il rispetto del criterio della competenza temporale nella rilevazione delle poste della Sezione Reddittuale.
- Le altre passività sono iscritte al loro valore nominale, rappresentativo del valore di presumibile estinzione.

**Costi e Ricavi**

- I costi e i ricavi sono contabilizzati secondo il principio della competenza economica, dell'inerenza all'attività del Fondo ed in osservanza delle norme stabilite dal Regolamento del Fondo in materia di "Regime delle spese".

**Sezione II – Le Attività****II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari**

Le tabelle che seguono riportano:

- la redditività degli immobili per fasce di scadenza contrattuali;
- un elenco degli immobili con evidenza dell'ubicazione, della destinazione d'uso, dell'anno di costruzione, delle superfici, della redditività, del costo storico e delle ipoteche.

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni Immobili (in euro)	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria (in euro) (a)	Locazione finanziaria (in euro) (b)	Importo Totale (in euro) (c = a + b)	%
Fino a 1 anno	-	-	-	-	-
Da oltre 1 a 3 anni	-	-	-	-	-
Da oltre 3 a 5 anni	-	-	-	-	-
Da oltre 5 a 7 anni	-	-	-	-	-
Da oltre 7 a 9 anni	-	-	-	-	-
Oltre 9 anni	109.080.000	7.726.413	-	7.726.413	100,00%
<b>A - TOTALE DEI BENI IMMOBILI LOCATI</b>	<b>109.080.000</b>	<b>7.726.413</b>	<b>-</b>	<b>7.726.413</b>	<b>100,00%</b>
<b>B - TOTALE DEI BENI IMMOBILI NON LOCATI</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

## TAVOLA C

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO **									
N.	Descrizione e Ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Superficie lorda (m <sup>2</sup> ) *	Aree esterne (m <sup>2</sup> ) *	Redditività dei beni locati				Costo storico
					Canone per m <sup>2</sup>	Tipo contratto	Scadenze contratti	Tipologia prevalente dei conduttori	
2	Genova	Uffici	7.809	1.131	188,45	Affitto	2030 (prima scadenza)	Fornitore servizi elettrici	15.129.402
3	Torino (e provincia)	Uffici	41.695	9.710	66,40	Affitto	2030 (prima scadenza)	Fornitore servizi elettrici	37.111.833
3	Reggio Emilia (e provincia)	Uffici	18.590	14.861	52,78	Affitto	2030 (prima scadenza)	Fornitore servizi elettrici	9.783.308
2	Parma	Uffici	30.288	22.401	78,01	Affitto	2030 (prima scadenza)	Fornitore servizi elettrici	28.643.744
1	Piacenza	Uffici	21.431	8.130	44,46	Affitto	2030 (prima scadenza)	Fornitore servizi elettrici	9.985.123
			<b>119.813</b>					<b>TOTALE</b>	<b>100.653.409</b>

\* Come determinato dall'Esperto indipendente PRAXI

Nota: Canone al mq ottenuto dividendo il canone complessivo per la "Superficie commerciale locabile"

\*\* Informazioni fornite in forma aggregata per città in quanto contenenti dati sensibili

## II.8 Posizione netta di liquidità

La liquidità disponibile del Fondo alla data della presente Relazione è pari a Euro 1.231.184 ed è depositata sui conti correnti aperti presso il Depositario SGSS S.p.A. e presso Unicredit S.p.A..

## II.9 Altre attività

Di seguito si fornisce il dettaglio della voce "Altre attività":

Altre attività	Importo (Euro)	Importo (Euro)
<b>G2. Ratei e risconti attivi</b>	<b>839.778</b>	
- Risconti attivi:		839.778
<b>G4. Altre</b>	<b>91.600</b>	
- Fatture da emettere		55.000
- Crediti verso clienti per fatture emesse e non incassate		36.600
<b>G5. Credito IVA</b>	<b>8.477</b>	
<b>Totale altre attività</b>	<b>939.855</b>	

La voce "Risconti attivi" è costituita principalmente dalla quota parte non di competenza dell'esercizio 2015, e quindi rinviata a periodi successivi, delle seguenti voci:

- *Arrangement Fee*, prelevata da UBI Banca al momento dell'attivazione della Linea di Credito e pari Euro 660 migliaia (1,2% dell'importo della

- Linea stessa) e riscontata lungo la durata del contratto di finanziamento, per un importo al 31 dicembre 2015 pari ad Euro 515 migliaia;
- Imposta sostitutiva, pari a Euro 137.500 (0,25% dell'importo del finanziamento), riscontata lungo la durata del contratto di finanziamento, per un importo al 31 dicembre 2015 pari ad Euro 107 migliaia;
  - Premio *up-front* corrisposto per l'opzione cap stipulata con Mediobanca a gennaio 2015, con efficacia a partire dal 24 febbraio 2015, pari a Euro 265.000, riscontato lungo la durata dello strumento, per un importo al 31 dicembre 2015 pari ad Euro 217 migliaia.

La voce "altre attività" è costituita dai crediti verso società del Gruppo IREN, fatturati e da fatturare, per il recupero degli oneri relativi ai servizi per la costituzione delle servitù attive e passive gravanti sugli immobili del Fondo.

### **Sezione III – Le Passività**

#### **III.1 Finanziamenti ricevuti**

Il finanziamento del Fondo al 31 dicembre 2015 ammonta ad Euro 54.450.000. Tale finanziamento è stato stipulato con UBI Banca in data 25 novembre 2014.

La variazione in diminuzione rispetto al valore dell'esercizio precedente (Euro 55 milioni) è dovuta al rimborso di una porzione della quota capitale, così come previsto dal piano di ammortamento del debito.

#### **Condizioni Contrattuali**

Il contratto di finanziamento sottoscritto dal fondo, prevede che lo stesso corrisponda alla Banca Finanziatrice, con cadenza trimestrale, un ammontare a titolo di interessi passivi calcolato come somma tra:

- **Spread:** 300 bps per anno;
- **Euribor applicabile:** 3 mesi act 360

#### **Garanzie rilasciate**

A garanzia del rimborso del finanziamento il Fondo ha concesso alla banca finanziatrice:

- **ipoteca di primo grado volontaria**, ai sensi dell'art. 2808 del codice civile, per un importo complessivo di Euro 118.000.000 iscritta su tutti gli immobili del Fondo;
- **cessione in garanzia dei crediti** di locazione,
- **pegno** su tutte le somme di volta in volta accreditate sul conto canoni, ivi incluse le somme che verranno depositate in futuro su tali conti.

**Copertura**

Il 15 gennaio 2015 la Società di Gestione ha acquistato uno strumento derivato per la copertura del rischio tasso di interesse relativamente al finanziamento che il Fondo ha sottoscritto.

Lo strumento individuato è CAP su tasso avente le seguenti caratteristiche:

- strike 0.25%;
- hedging ratio 60%;
- tasso di riferimento Euribor 3 mesi act 360;
- Nozionale di partenza: Euro 32.917.500;
- decorrenza copertura: 24 febbraio 2015;
- costo della copertura: 265.000;
- scadenza della copertura: 24 febbraio 2019.

Per maggiori dettagli si rimanda al paragrafo 1.4.2 della Relazione degli Amministratori.

**III.5 Altre passività**

Di seguito si fornisce il dettaglio delle "Altre passività":

Altre passività	Importo (Euro)	Importo (Euro)
<b>M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati</b>	<b>7.549</b>	
<b>M2. Debiti di imposta</b>	<b>7.192</b>	
<b>M3. Ratei e risconti passivi</b>	<b>616.965</b>	
- Rateo passivo success fee		450.000
- Ratei passivi su finanziamento		166.965
<b>M4. Altre</b>	<b>184.416</b>	
- Debiti verso fornitori		39.869
- Fatture da ricevere per costituzione servitù immobili		55.000
- Altre fatture da ricevere		73.119
- Fatture da ricevere per ritenute di garanzia		15.178
- Altre passività		1.250
<b>Totale altre passività</b>	<b>816.122</b>	

Il rateo passivo *success fee* fa riferimento all'accantonamento della Commissione Variabile finale da corrispondere alla Sgr alla scadenza del Fondo. Per maggiori dettagli si rimanda alla Sezione VII.1 della Parte C della Nota Integrativa.

Il rateo passivo su finanziamento fa riferimento alla quota di interessi passivi maturata sul finanziamento in essere con UBI Banca dal 25/11/2015 al 31/12/2015 e che verrà corrisposta alla Banca finanziatrice in data 24 febbraio 2016.

La voce altre fatture da ricevere accoglie gli stanziamenti effettuati per fatture da ricevere di competenza dell'esercizio 2015 principalmente per i seguenti servizi: property management (Euro 31 migliaia), valutazione immobiliare da parte dell'esperto indipendente (Euro 14 migliaia), revisione contabile (Euro 21 migliaia) e consulenze legali (Euro 7 migliaia).

#### Sezione IV – Il valore complessivo netto

Si illustrano qui di seguito le componenti che hanno determinato la variazione del valore complessivo del Fondo dall'avvio dell'operatività (21/12/2012) fino alla data della presente Relazione:

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
<b>IMPORTO INIZIALE DEL FONDO</b>	<b>45.300.000</b>	<b>100,00%</b>
<b>TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI</b>	<b>45.300.000</b>	<b>100,00%</b>
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	-47.501	-0,10%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	28.213.768	62,28%
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 della altre operazioni di gestione		
H. Oneri finanziari complessivi	-8.154.041	-18,00%
I. Oneri di gestione complessivi	-2.763.240	-6,10%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	34.978	0,08%
M. Imposte complessive		
<b>RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI</b>		
<b>PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI</b>	<b>-6.599.050</b>	<b>-14,57%</b>
<b>VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE</b>	<b>17.283.964</b>	<b>38,15%</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2015</b>	<b>55.984.917</b>	<b>123,59%</b>
<b>TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE</b>		
<b>TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE</b>	<b>11,83%</b>	
<b>NUMERO QUOTE</b>	<b>453</b>	
- Quote detenute da Investitori Professionali	428	
- Quote detenute da Investitori Esteri	25	

#### Sezione V – Altri dati patrimoniali

##### V.5 Garanzie ricevute

La società IREN S.p.A., in qualità di capogruppo delle società apportanti e conduttrici degli immobili in forza dei contratti di locazione stipulati in data 21 dicembre 2012 con il Fondo, si è costituita quale garante per il pagamento dei canoni di locazione annui, sino ad un importo massimo garantito pari all'ammontare dei canoni annui pagabili per ciascun anno di durata del contratto di locazione.

Ciascun importo annuo garantito è ridotto in misura pari ai pagamenti parziali effettuati dal garante, in relazione al relativo anno di riferimento, ed incrementato per un ammontare pari all'adeguamento ISTAT che sia maturato nel corso dell'anno precedente ai sensi dei contratti di locazione. Come già illustrato nel precedente paragrafo 1.2, a decorrere dal 1° luglio 2015 Iren S.p.A., ad esito degli atti di cessione di rami d'azienda (comprendenti i predetti contratti) da parte delle società apportanti, risulta intestataria di tutti i contratti di locazione, ma le società cedenti sono comunque responsabili in solido con la capogruppo verso il Fondo in quanto la SGR, ai sensi art. 36 Legge 392/78, non le ha liberate dagli obblighi derivanti dai contratti di locazione in oggetto.

Il Fondo ha ricevuto da Unicredit S.p.A., in qualità di garante delle società conduttrici degli immobili, 11 fidejussioni della durata annuale a garanzia del puntuale adempimento delle obbligazioni previste nei contratti di locazione per un importo massimo pari ad un trimestre del canone di locazione. Nel mese di maggio 2015, la SGR ha ricevuto richiesta da parte delle società del Gruppo Iren di cedere i contratti di locazione stipulati in sede di apporto alla Capogruppo Iren S.p.A. nell'ambito di atti di cessione di rami d'azienda comprendenti i predetti contratti. La SGR, da un lato, ha accolto la predetta richiesta e, pertanto, a decorrere dal 1° luglio 2015, Iren S.p.A. risulta intestataria di tutti i contratti di locazione stipulati con il Fondo ma, dall'altro, ai sensi dell'art. 36 Legge 392/78, non ha liberato le società cedenti dagli obblighi derivanti dai suddetti contratti di locazione.

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

È stata costituita ipoteca volontaria di primo grado sugli immobili del fondo per l'importo complessivo di Euro 118.000.000 a favore di Ubi Banca per capitale, interessi e ogni altra ragione di credito proveniente dal contratto di finanziamento sottoscritto.

## Parte C – Il risultato economico dell'esercizio

### Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari

In data 15 gennaio 2015, il Fondo ha sottoscritto un'opzione *cap* con *strike* allo 0,25% con pagamento *up front* di Euro 265.000 per immunizzare dal rischio di rialzo dei tassi di interesse futuri con un nozionale pari al 60% del finanziamento. La controparte dell'operazione, che ha efficacia a partire dal 24 febbraio 2015, scelta attraverso apposita procedura competitiva, è Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A..

Ubi Banca, che aveva *right to match* per il pareggio delle migliori condizioni risultanti dalla procedura, non ha pareggiato l'offerta.

La Voce A4.1 "Strumenti finanziari derivati di copertura" accoglie il costo di competenza di tale strumento relativamente al periodo 24 febbraio – 31 dicembre 2015. Per maggiori dettagli sul funzionamento dello strumento di copertura, la cui efficacia è terminata alla fine del corrente esercizio, si rimanda alla Sezione III.1 "Finanziamenti ricevuti".

Al 31 dicembre 2015 la valutazione dello strumento finanziario derivato sopra esposto evidenzia un *mark to market* positivo pari a Euro 229.968, non rilevato nella Sezione Reddittuale in quanto il derivato è classificabile come OTC "con finalità di copertura", per cui è possibile derogare, ai sensi di quanto previsto dal paragrafo 2.2.1, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II del provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, al criterio di valutazione secondo il principio generale del valore corrente (costo di sostituzione).

Risultato degli strumenti finanziari derivati				
	Con finalità di copertura (sottovoce A4.1)		Senza finalità di copertura (sottovoce A4.2)	
	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Risultati realizzati	Risultati non realizzati
<b>Operazioni su tassi di interesse:</b>				
- futures su titoli di debito, tassi e altri contratti simili				
- opzioni su tassi e altri contratti simili	-47.501			
- swap e altri contratti simili				

### Sezione II – Beni immobili

Di seguito si fornisce il dettaglio delle voci relative al risultato economico della gestione dei beni immobili.

Risultato economico dell'esercizio su beni immobili					
	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri
<b>1. PROVENTI</b>					
1.1 canoni di locazione non finanziaria		7.726.412			
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi		88.876			
<b>2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI</b>					
2.1 beni immobili					
2.2 diritti reali immobiliari					
<b>3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE</b>					
3.1 beni immobili		698.000			
3.2 diritti reali immobiliari					
<b>4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI</b>					
		-310.720			
<b>5. AMMORTAMENTI</b>					
<b>6. IMU</b>					
		-725.064			
<b>TOTALE</b>		<b>7.477.504</b>			

La voce "plusvalenze/minusvalenze" riflette il maggior valore degli immobili di proprietà del Fondo alla data della Relazione rispetto al valore al 31 dicembre 2014.

La voce "oneri per la gestione di immobili" contiene principalmente la *fee* del servizio di *property* (Euro 124 migliaia), il costo delle imposte immobiliari (imposta di registro, TASI ed altre imposte per complessivi Euro 99 migliaia) e premi assicurativi (Euro 37 migliaia).

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

### Composizione della Voce "Interessi passivi su finanziamenti ricevuti"

Tale voce ammonta ad Euro 1.666.857 e rappresenta il totale degli interessi passivi maturati nell'esercizio 2015 sull'attuale contratto stipulato con UBI Banca (per maggiori informazioni sul finanziamento si rimanda alla sezione III.1 della Parte B).

### Composizione della voce "Altri oneri finanziari"

Tale voce ammonta ad Euro 159.867 ed accoglie principalmente:

- la quota di *arrangement fee* di competenza dell'esercizio 2015 (Euro 132 migliaia), prelevata da UBI Banca al momento dell'attivazione della Linea di Credito per complessivi Euro 660 migliaia (1,2%

dell'importo della Linea) e riscontata lungo i cinque anni di durata del contratto di finanziamento;

- la quota di imposta sostitutiva sulla Linea di Credito di competenza dell'esercizio 2015 (Euro 27 migliaia) trattenuta da UBI Banca al momento dell'erogazione del finanziamento.

## Sezione VII – Oneri di gestione

### VII.1 Costi sostenuti nel periodo

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	importo Euro	% sul valore compl. netto	% sul tot. attività	% su valore del finanziamento	importo Euro	% sul valore compl. netto	% sul tot. attività	% sul valore del finanziamento
1) provvigioni di gestione	-663.961	1,20%	0,60%					
- provvigioni di base	-663.961	1,20%	0,60%					
2) costi ricorrenti degli OICR in cui il fondo investe								
3) compenso del depositario	-13.314	0,02%	0,01%					
4) spese di revisione del fondo	-35.151	0,06%						
5) oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliare facenti parte del fondo								
6) compenso spettante agli esperti indipendenti	-34.830	0,06%	0,03%					
7) oneri di gestione degli immobili	-1.035.784	1,88%	0,93%					
8) spese legali e giudiziarie	0	0,00%						
9) spese di pubblicazione del valore della quota ed eventualmente pubblicazione del prospetto informativo								
10) altri oneri gravanti sul fondo	-44.966	0,08%						
<b>COSTI RICORRENTI TOTALI</b>	<b>-1.828.006</b>	<b>3,31%</b>						
11) oneri di negoziazione di strumenti finanziari	-47.501							
di cui:								
- su titoli azionari								
- su titoli di debito								
- su derivati	-47.501							
- altri								
12) oneri finanziari per debiti assunti dal fondo	-1.826.724			3,35%				
13) oneri fiscali di pertinenza del fondo								
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>-3.702.231</b>	<b>6,71%</b>						

Il compenso spettante alla Società di Gestione è composto da:

- una commissione fissa iniziale di Euro 200.000 corrisposta *Una Tantum* all'avvio dell'attività del fondo;
- una commissione di gestione;
- una commissione variabile finale.

**La Commissione di gestione** è pari allo 0,5% annuo del Valore Complessivo

delle Attività del Fondo, con un minimo garantito di Euro 300.000 per ogni anno ed è calcolata su base semestrale.

Per Valore Complessivo delle Attività del Fondo si intende, successivamente all'approvazione della prima relazione annuale o della prima relazione semestrale, la somma del valore dei singoli beni facenti parte dell'Investimento Tipico di cui all'art. 13.1, comma 2) del Regolamento, e delle altre attività detenute dal Fondo, quale risultante dalla relazione annuale o dalla relazione semestrale al netto delle plusvalenze non realizzate rispetto al costo storico degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni detenute dal Fondo alla data di riferimento (per tale intendendosi i relativi valori di acquisizione e/o di conferimento incrementati delle cosiddette "capex").

Con riferimento alle sottoscrizioni in denaro e relativamente a ciascuna emissione di Quote, fino all'integrale versamento degli impegni assunti dai Partecipanti a seguito del richiamo degli stessi, è preso a riferimento per il calcolo della Commissione di Gestione il controvalore nominale dell'intero ammontare sottoscritto, indipendentemente dai versamenti eventualmente effettuati; a beneficio di chiarezza si precisa che nella determinazione del Valore Complessivo delle Attività del Fondo si dovrà tener conto, a valere dalla rispettiva data di efficacia, anche del valore di eventuali apporti intraperiodali in denaro o in natura successivi al primo.

La Commissione di Gestione è calcolata in via provvisoria all'inizio di ogni semestre sulla base del Valore Complessivo delle Attività del Fondo, quale risultante dall'ultimo documento contabile approvato.

Con riferimento al 30 giugno e al 31 dicembre di ogni anno si determina il conguaglio rispetto agli importi erogati, a titolo di Commissione di Gestione, nei sei mesi precedenti sulla base delle risultanze contabili. Tale conguaglio sarà determinato utilizzando come base di riferimento per l'applicazione della Commissione di Gestione la media aritmetica semplice del Valore Complessivo delle Attività del Fondo rilevato all'inizio ed alla fine del semestre di riferimento, come risultante dagli ultimi documenti contabili approvati.

**La Commissione variabile finale** sarà corrisposta al momento della liquidazione del Fondo come di seguito indicato:

- a) si calcola la somma (che costituisce il **Risultato Complessivo del Fondo**):
  - i) dell'ammontare dell'attivo netto del Fondo e;
  - ii) dei proventi distribuiti con gli eventuali rimborsi parziali anticipati; tali voci vengono capitalizzate secondo il regime della capitalizzazione composta, su base annuale, ad un tasso pari all'8%, che esprime il tasso interno di rendimento

- obiettivo del Fondo dalla data di distribuzione di ciascuna delle suddette somme alla data di liquidazione del Fondo;
- b) si calcola la somma delle sottoscrizioni effettuate, capitalizzata secondo il regime della capitalizzazione composta, su base annuale, ad un tasso pari all'8%, che esprime il tasso di rendimento obiettivo del Fondo, fra la data dei singoli richiami degli impegni e la data di liquidazione del Fondo;
  - c) si calcola la differenza tra il Risultato Complessivo del Fondo ed il risultato di cui al punto b) che costituisce il **Rendimento Complessivo in Eccesso**. La SGR percepisce il 20% del Rendimento Complessivo in Eccesso.

Sulla base del *business plan* del Fondo approvato in data 27 febbraio 2015, l'importo della Commissione Variabile Finale che dovrà essere corrisposta alla SGR ammonta ad Euro 3,8 milioni, pari a circa Euro 300 migliaia per ogni esercizio. Alla data della presente Relazione, alla luce del limitato arco temporale trascorso dall'avvio dell'operatività del Fondo si è ritenuto opportuno effettuare un accantonamento pari al 50% dell'importo della commissione maturata per gli esercizi 2013, 2014 e 2015, e quindi pari a complessivi Euro 450 migliaia.

Per un dettaglio della voce "oneri di gestione dei beni immobili" si rimanda alla Sezione II "Beni immobili".

Per un dettaglio della voce "oneri finanziari" si rimanda alla Sezione VI "Altre operazioni di gestione ed oneri finanziari".

### **Sezione VII.3 – Remunerazioni**

Come noto, il Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob del 29 ottobre 2007 ("Regolamento Congiunto") è stato modificato con atto congiunto del 19 gennaio 2015 per recepire le norme sulle remunerazioni contenute nell'art. 13 e nell'allegato II della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD), tenendo altresì conto delle linee guida dell'ESMA n. 2013/232 del 3 luglio 2013 in materia di sane politiche di remunerazione dei gestori di fondi di investimento alternativi (FIA).

Più in generale, il Regolamento Congiunto (nel Titolo III e nell'Allegato 2) fissa le regole e i principi essenziali a cui le SGR devono adeguarsi nello stabilire i sistemi di remunerazione ed incentivazione con una disciplina che riguarda tutto il personale del gestore, con regole più stringenti per il solo "personale più rilevante" (c.d. *risk taker*), e con differenziazioni in relazione alla valutazione della SGR come "significativa" per dimensioni.

Le modifiche normative, applicabili a partire dal 1° gennaio 2016, sono finalizzate all'adozione, da parte degli intermediari, di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione, nell'ottica di assicurare una sana ed efficace gestione dei rischi, scoraggiando un'assunzione degli stessi non

coerente con i profili di rischio, il regolamento, lo statuto o altri documenti costitutivi dei FIA gestiti.

La normativa transitoria prevedeva (art. 6 dell'atto congiunto 19 gennaio 2015) che entro il 31 dicembre 2015, i gestori di FIA sottoponessero all'approvazione dell'Assemblea dei Soci le politiche di remunerazione e incentivazione conformi alle disposizioni di cui alla Parte 5, Titolo III del Regolamento Congiunto.

In data 21 dicembre 2015, la Società ha pertanto tenuto un'assemblea:

- per adeguare lo statuto alle competenze sopra individuate in capo all'Assemblea;
- per sottoporre ai soci la *Policy* aziendale sulle politiche e prassi di remunerazione (la "*Policy*") aggiornata in base alla normativa sopra citata, già approvata dal Consiglio di Amministrazione del 18 dicembre 2015.

Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, Allegato IV.6.2 all'articolo VII.3 (Remunerazioni) della Parte C della Nota Integrativa, prevede che i gestori di FIA forniscano, nei loro prospetti contabili, le informazioni di cui all'art. 107 del Regolamento delegato (UE) 231/2013 in materia retributiva.

Tale adempimento, tuttavia, risulta essere imprescindibilmente correlato alla vigenza delle nuove previsioni in materia di remunerazione contenute nel Regolamento Congiunto, in vigore, come detto, a partire dall'1 gennaio 2016. Tali informazioni, pertanto, saranno contenute nelle relazioni contabili riferite a periodi successivi a tale data.

### Sezione VIII – Altri ricavi e oneri

Di seguito si fornisce il dettaglio della composizione della voce "altri ricavi e oneri".

<b>Altri Ricavi</b>	<b>28.931</b>
- interessi attivi su disponibilità liquide	8.735
- sopravvenienze attive	195
- altri ricavi	20.000
<b>Totale</b>	<b>28.930</b>

La voce "altri ricavi" è costituita dal recupero nei confronti di IREN Energia S.p.A. di parte delle spese sostenute dal Fondo per l'investimento nell'immobile sito a Torino in Via Pianezza, in seguito alla mancata realizzazione dell'operazione.

## Parte D – Altre informazioni

Ad esito del recepimento della Direttiva 2011/61/UE (“AIFMD”) il Consiglio di Amministrazione della SGR, con delibera del 28 maggio 2015, ha provveduto ad istituire la funzione interna preposta alla valutazione del patrimonio dei FIA gestiti individuando il relativo responsabile nella persona del Responsabile Amministrazione e Finanza della SGR.

La scelta operata dalla SGR è tale da assicurare l’indipendenza della detta funzione dalle funzioni preposte alla gestione sia dal punto di vista gerarchico che funzionale: a tal fine, il responsabile riporta gerarchicamente al Direttore Generale della SGR, posto al vertice della struttura organizzativa e funzionalmente al Consiglio di Amministrazione.

Nell’ambito del complessivo aggiornamento del sistema procedurale interno - operato anche tenuto conto del sopravvenuto quadro normativo di riferimento modificato in recepimento dell’AIFMD - la procedura relativa al processo di valutazione periodica dei beni immobili facenti parte del patrimonio del Fondo è stata accorpata nella procedura “Investimento/Disinvestimento dei Fondi Immobiliari gestiti dalla SGR” approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 30 settembre 2015. La nuova procedura disciplina compiutamente le attività di valutazione dei beni, sia immobili che di altra natura, facenti parte del patrimonio del Fondo e definisce i presidi organizzativi, procedurali e documentali che garantiscono la possibilità di ricostruire i processi di valutazione dei beni stessi, identificando i compiti assegnati alla funzione interna preposta alla valutazione del patrimonio dei FIA gestiti dalla SGR.

La funzione interna preposta alla valutazione identifica gli *asset* del patrimonio del Fondo e li suddivide, per tipologia, in *asset* immobiliari, per i quali la normativa prevede obbligatoriamente l’intervento degli Esperti Indipendenti, e in *asset* non immobiliari. Per gli *asset* immobiliari, con il supporto delle competenti funzioni interne, provvede a concordare e inviare all’Esperto Indipendente del Fondo la documentazione necessaria per l’attività di valutazione ad esito della quale acquisisce, quindi, dall’Esperto Indipendente la relazione di stima che viene poi sottoposta a controllo, in particolare circa i criteri, le assunzioni e i modelli di valutazione utilizzati.

La funzione interna preposta alla valutazione redige, quindi, un report di valutazione interna mettendo in evidenza eventuali elementi significativi che potrebbero richiedere uno scostamento dalle stime dell’Esperto Indipendente, con relativa motivazione.

Per gli *asset* non immobiliari cui il patrimonio del Fondo è investito, esamina i documenti necessari per la predisposizione delle valutazioni e valuta, inoltre, per quali *asset*, di natura più complessa (es. strumenti derivati) sia opportuno avvalersi di *advisor* al fine di dare una valutazione corretta degli stessi. Per ogni *asset* vengono identificati i criteri di valutazione, le *assumptions* ed eventualmente l’ultima valutazione effettuata.

La funzione interna preposta alla valutazione predispose un *memorandum* con i risultati delle proprie valutazioni che, unitamente alla relazione di stima, viene sottoposta al Consiglio di Amministrazione per la sua approvazione che, se non ritiene di chiedere ulteriori approfondimenti, provvede ad analizzare il *report* di valutazione predisposto e a decidere se discostarsi o meno dalla valutazione effettuata dall'Esperto Indipendente.

Si segnala inoltre che in occasione dell'adeguamento della procedura investimenti e disinvestimenti è stato altresì previsto l'intervento di un nuovo organo di recente istituzione, il Comitato Investimenti e Disinvestimenti (CID), formato da membri interni ed esterni, che, seppur privo di poteri deliberativi, procede ad una prima formalizzazione delle linee strategiche del processo di investimento e disinvestimento del Fondo e cura di istruire e filtrare le nuove iniziative di sviluppo e le proposte di investimento o disinvestimento da sottoporre al Consiglio di Amministrazione.

Si segnala inoltre che la SGR ha scelto di coprire i potenziali rischi di responsabilità per negligenza professionale derivanti dalle attività che la stessa può esercitare in conformità direttiva AIFM con fondi propri aggiuntivi adeguati, predisponendo idonea procedura per monitorarli e calcolarli alla fine di ciascun esercizio finanziario, adeguandone di conseguenza l'importo.

[OMISSIS]

Alla data della presente Relazione di Gestione risulta in essere uno strumento finanziario derivato finalizzato alla copertura dal rischio di tasso sul contratto di finanziamento del Fondo. Detto strumento è descritto nella Parte C della presente Nota integrativa.

Il valore massimo e medio del rapporto percentuale raggiunto nell'anno tra l'importo dei finanziamenti ricevuti e il valore dei beni costituiti a garanzia del finanziamento è stato rispettivamente del 50,7% e del 50,1%; il valore massimo e medio tra il valore delle garanzie del finanziamento e il totale delle attività è stato rispettivamente del 107% e 106,1%.

Il livello di leva finanziaria utilizzata dal Fondo, calcolato con il metodo lordo e con il metodo degli impegni, ammonta rispettivamente a 1,980 e 2,002 alla data della presente Relazione.

La Società di gestione non ha percepito dal Fondo, per l'attività di gestione svolta nel periodo, proventi diversi dalla commissione di gestione precedentemente descritta.

Nel periodo di riferimento della presente Relazione di Gestione non sono stati contratti finanziamenti per effettuare rimborsi anticipati di quote del Fondo.

L'estratto delle relazioni di stima dell'Esperto Indipendente è allegato alla presente Relazione (Allegato 2).

Per il Consiglio di Amministrazione  
Il Presidente