



Fondo  
C O R E  
N O R D  
O V E S T

---

**RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO CORE NORD OVEST**  
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 Nord Ovest...	13
<b>1.2 Descrizione del Fondo al 31 dicembre 2015 .....</b>	<b>19</b>
<b>1.3 Governance del Fondo .....</b>	<b>24</b>
<b>1.4 L'andamento del Fondo .....</b>	<b>26</b>
1.4.1 La gestione immobiliare.....	27
1.4.2 La gestione finanziaria .....	32
<b>1.5 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione.....</b>	<b>38</b>
<b>2. Situazione Patrimoniale.....</b>	<b>39</b>
<b>3. Sezione Reddittuale.....</b>	<b>41</b>
<b>4. Nota integrativa.....</b>	<b>43</b>
Parte A – Andamento del valore della quota .....	43
Parte B – Le attività, le passività ed il valore complessivo netto.....	46
Parte C – Il risultato economico dell'esercizio.....	58
Parte D – Altre informazioni.....	64

## **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 incapienti o di tipo "familiare" che hanno terminato la propria vita nel corso dell'anno:

---

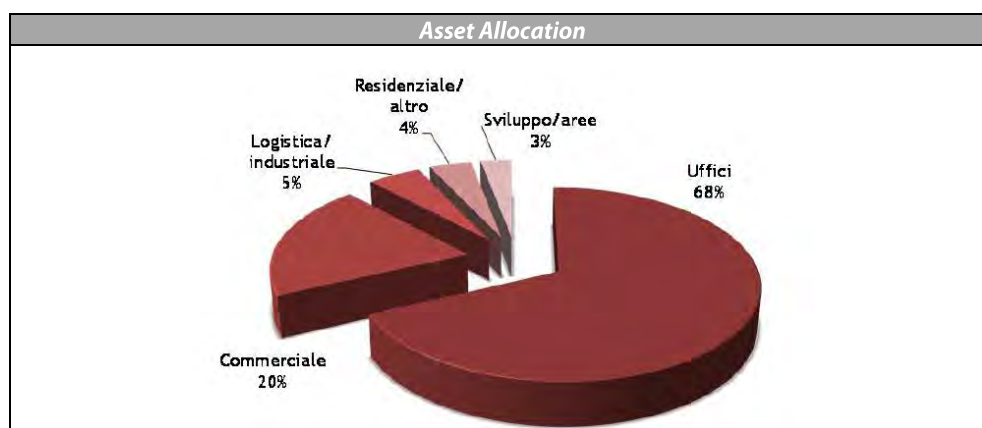
<sup>1</sup> Fonti: Assogestioni/IPD/Scenari Immobiliari/Nomisma.

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*.

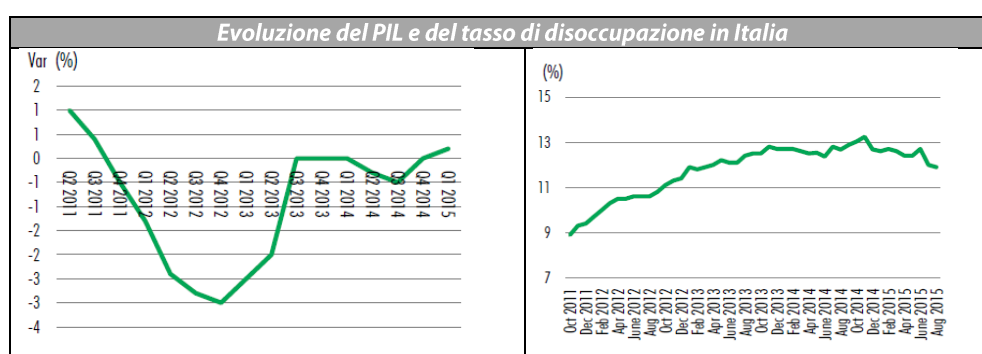
### **L'Italia: quadro generale**

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.

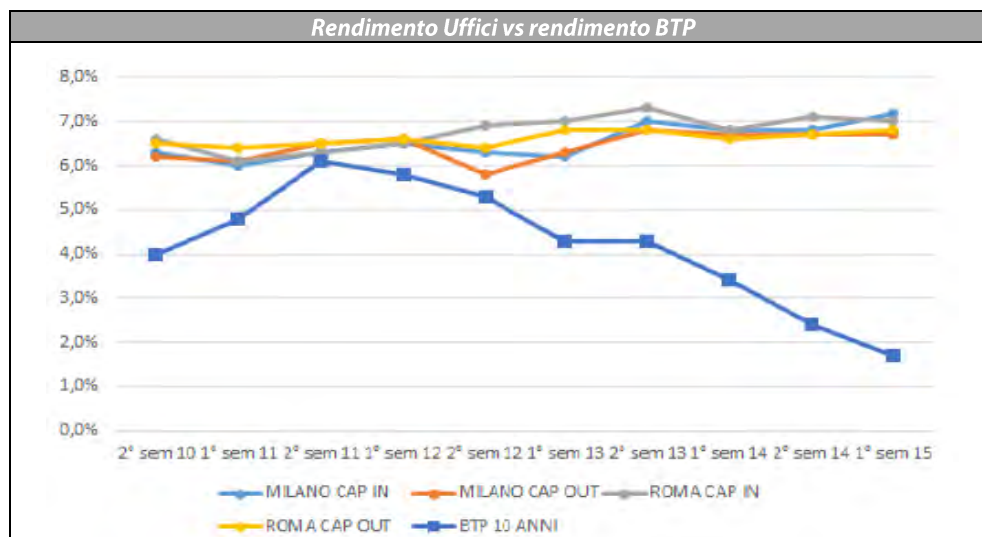
Allo stesso modo anche il settore degli investimenti alberghieri è stato particolarmente attivo, in Italia come in Europa. Tuttavia, l'interesse sul mercato della penisola si è concentrato soprattutto per le principali città, Milano, Roma, Firenze, Venezia dove sono state portate a compimento le transazioni 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					
Immobile	Ubicazione	Tipologia	Prezzo (€/Mln)	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	Negozio	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 Ortolano 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
Milano Fiori 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 Pisanì, 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	Intemos

Fonte: Elaborazione REAM SGR su dati Q1 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 Nord Ovest**

#### ***Milano: overview del mercato***

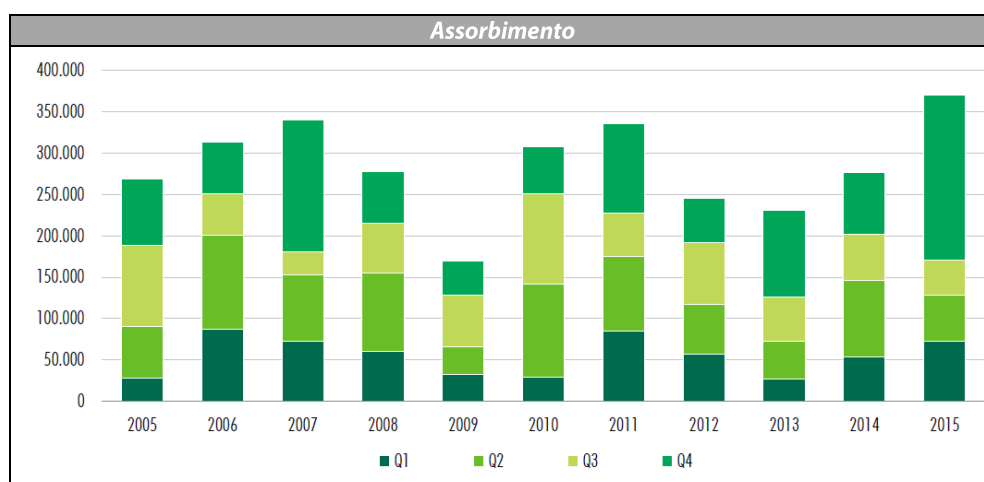
Nella città di Milano, il peso degli immobili disponibili per la locazione è preponderante: 3.931 unità immobiliari per un totale di 2,8 milioni di mq. Nel complesso, l'offerta di locazione vede superfici offerte pari al 30,7% di quelle totali pari ad una quota del 9,7% dell'intero *stock*.

Gli immobili offerti in vendita rappresentano il 6,1% della superficie stimata ad uso direzionale ed il 3,2% delle unità immobiliari censite nello *stock* cittadino ad uso direzionale. Il mercato della compravendita appare più concentrato su superfici di taglio medio e medio-piccolo (circa 400 mq medi per unità immobiliare offerta in vendita) mentre per la locazione sono disponibili superfici mediamente più ampie (circa 700 mq medi per unità immobiliare offerta in locazione).

Il confronto tra quanto rilevato lo scorso anno e i dati 2015 mostra un incremento della superficie complessivamente offerta nella città di Milano (compravendita e locazione) pari al +15,8%; il numero di unità immobiliari offerte sul mercato aumenta, invece, del +7,8% (dato Cresme – *Osservatorio Offerta Uffici Milano*).

L'offerta in locazione, come detto, equivale a 3.931 unità immobiliari (il 74,6% degli immobili direzionali complessivamente offerti) per 2,8 milioni di mq (l'83,5% della superficie disponibile sul mercato); l'incremento di superficie offerta tra il 2014 e il 2015 risulta del +10,6% mentre il numero di unità immobiliari aumenta del 6,0%.

L'assorbimento di spazi ad uso ufficio a Milano nel 2015 si è attestato a circa 370.000 mq, un risultato rilevante, non solamente perché in forte crescita rispetto all'anno precedente, ma perché grazie ai 200.000 mq fatti registrare nel quarto trimestre, è il miglior risultato degli ultimi dieci anni. Gli utilizzatori afferiscono principalmente al settore informatico e finanziario, ma anche *business services* ed energia. Il *vacancy rate* rimane intorno al 12%, pari a quasi 1,5 milioni di mq disponibili:



Fonte: CBRE Research, Q4 2015

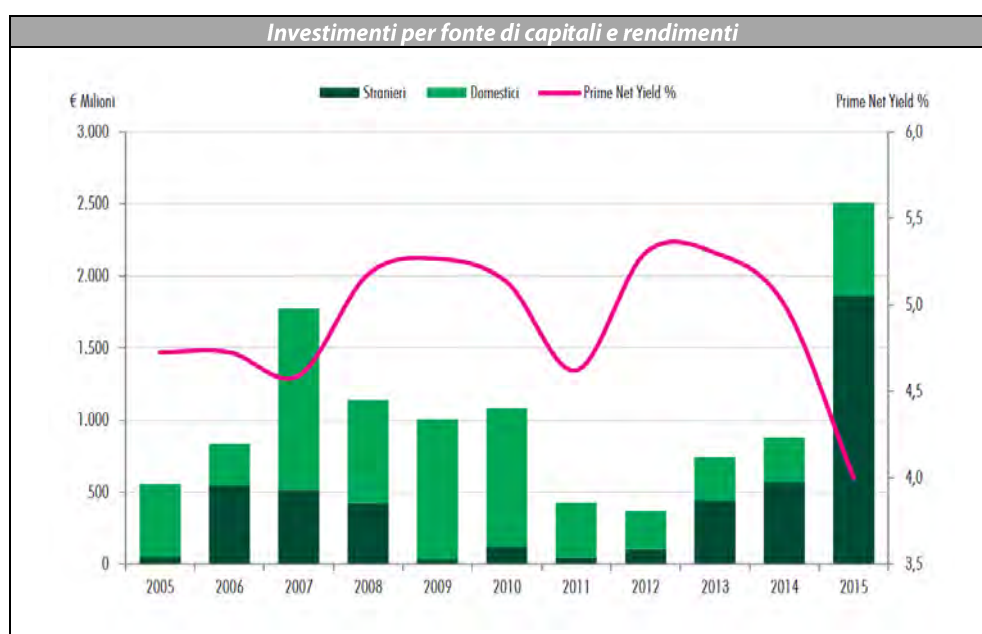
Le unità di dimensione medio piccola (500 – 1.000 mq) sono state quelle più richieste dagli utilizzatori e rappresentano il 35% delle unità assorbite. L'assorbimento nelle aree semicentrali è stato buono nel corso dell'anno grazie alla prossima riqualificazione dell'area Maciachini Affori, ambito urbano nel quale è stata registrata una grossa transazione di 5.000 mq ad uso ufficio da parte di un importante *player* del settore industriale.

Nel corso dell'anno sono stati inoltre completati diversi progetti tra i quali ad esempio l'edificio Sky 3 nell'area Santa Giulia e l'immobile sito in Fulvio Testi, 250, e risultano avviati i lavori di costruzione del progetto Symbiosis, sviluppo di circa 100.000 mq dedicato alle *start up* situato nell'area periferica Ripamonti; complessivamente risultano in costruzione circa 216.000 mq di immobili direzionali.

Nel corso del 2015 l'ufficio studi CBRE evidenzia stabilità relativamente ai canoni *prime* pari a 490 €/mq/anno, con pacchetti d'incentivi tra il 15% ed il 25% del canone. Nel CBD il 50% dei nuovi conduttori appartiene al settore finanziario, mentre Porta Nuova si sta consolidando come sottomercato di interesse per le società industriali (quali ad esempio moda e società farmaceutiche).

È Porta Garibaldi nella metropoli milanese ancora al top con il valore massimo di locazione (canone richiesto: 260-550 euro/mq/a), conseguenza della rilevante opera di riqualificazione urbana e della consistente offerta di immobili efficienti che la rendono il *new business district* della città e tra le zone più di pregio. Sempre a Milano, il centro (210-460 euro/mq/a) e la periferia (80-220 euro/mq/a) riportano altresì una lieve crescita nei canoni, mentre a subire una lieve contrazione è il semicentro (110-300 euro/mq/a). Accanto all'incremento dei canoni, si assiste nel secondo semestre 2015 anche a un lieve calo del tempo medio di *vacancy* che, rispetto al precedente *range* 8-16 mesi, si riduce a 6-14. In particolare, nel capoluogo lombardo, si registra una diminuzione in tutte le zone, da 8 a 6 mesi nel centro, da 10 a 8 nel semicentro e da 13 a 11 in periferia.

Il ritorno d'interesse degli investitori *core* sta facendo crescere la competizione per prodotti *prime* con conseguente contrazione dei rendimenti *prime* che si attestano a 4% (netto); pur se in misura inferiore – sempre secondo CBRE – la contrazione dei rendimenti ha interessato anche gli uffici *good secondary* attestandosi a 5,5% (netto). Nel corso dell'anno il capitale straniero ha dominato il mercato:



Fonte: CBRE Research, Q4 2015

Sul versante dell'offerta in vendita si osserva che essa appare sovradimensionata ma quantitativamente allineata sia rispetto al volume complessivo delle compravendite, sia rispetto alla superficie che si stima coinvolta da tali compravendite. Se si considerano le 1.338 unità immobiliari per la vendita (1.315 rilevate negli annunci e 23 osservate nei grandi portafogli immobiliari) si rileva che rappresentano il 3,2% dello stock direzionale di Milano. Anche in termini di superficie, i circa 556 mila mq offerti in vendita (494 mila negli annunci e 62 mila nei grandi portafogli) rappresentano circa il 6,0% della superficie complessiva di uffici esistenti a Milano.

I dati dell'OMI-Agenzia delle Entrate indicano che a Milano sono state effettuate 595 compravendite di uffici nel 2013, 629 nel 2014 e se ne stimano 684 per l'intero 2015 (stima Cresme su dati relativi al primo semestre del 2015) pari a una superficie stimata per i rispettivi anni di 185 mila, 196 mila e 212 mila metri quadri. In rapporto allo stock tali valori rappresentano rispettivamente l'1,4%, l'1,5% e l'1,6% in termini di unità immobiliari compravendute e il 2,0%, il 2,1% e il 2,3% delle superfici complessivamente compravendute.

### **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%.

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 locazione, 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.

## 1.2 Descrizione del Fondo al 31 dicembre 2015

### **Il Fondo Core Nord Ovest**

Il Fondo Core Nord Ovest (di seguito "il **Fondo**") è un Fondo di Investimento Alternativo Immobiliare Riservato di tipo Chiuso, gestito da REAM SGR S.p.A. (di seguito "**REAM SGR**").

Il Fondo Core Nord Ovest è stato istituito come Fondo Proteo e il relativo Regolamento è stato approvato dalla Banca d'Italia in data 5 marzo 2009, con delibera n. 168. Il Regolamento è stato oggetto di successive modifiche e, da ultimo, in relazione del recepimento della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 (di seguito "**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) incremento del limite di investimento in un unico bene immobile fino al 50% del totale delle attività, in considerazione delle recenti dismissioni straordinarie realizzate e del progressivo incremento del valore dell'immobile in Milano - p.zza Edison; (vii) in relazione al Depositario, variazione della denominazione della commissione di "attività di custodia ed amministrazione titoli" in "*safekeeping*"; (viii)

introduzione di una nuova commissione spettante dal depositario a fronte dell'incremento delle attività allo stesso attribuite dalla normativa; (ix) introduzione un termine di preavviso entro cui la SGR deve comunicare al Depositario la revoca del suo incarico.

Il Fondo è stato costituito in data 29 settembre 2009 con atto di apporto di un portafoglio di immobili di proprietà di UniCredit Business Integrated Solutions S.c.p.A. (di seguito "**UBIS**", già UniCredit Real Estate S.c.p.A.), società interamente controllata da UniCredit S.p.A.

L'apporto è stato effettuato ad un valore di Euro 573.750.000 a fronte di un valore di mercato degli stessi immobili stimato dall'Esperto Indipendente pari a Euro 672.220.000: pertanto il conferimento è avvenuto con uno sconto di apporto pari a circa il 15%. Le quote emesse a favore dell'apportante, calcolate tenuto conto del finanziamento stipulato dall'apportante e accollato dal Fondo per complessivi Euro 344.250.000, sono state n. 2.296 per un valore nominale complessivo pari a Euro 229.600.000.

### **Il portafoglio immobiliare**

Il portafoglio apportato era inizialmente costituito da 13 immobili facenti parte del patrimonio storico del gruppo Unicredit; di seguito si riportano le principali caratteristiche:

- notevole pregio storico ed architettonico degli edifici (a titolo esemplificativo, si segnalano le sedi storiche delle banche confluite in Unicredit, quali ad esempio l'immobile di Torino – Via XX Settembre 31, già sede della Cassa di Risparmio di Torino, l'immobile di Via Dante a Genova, già sede del Credito Italiano, l'immobile di Piazza Edison a Milano, già sede della Banca di Roma, poi Capitalia e l'immobile di Via Santa Margherita, già sede del Banco di Sicilia);
- localizzazione nei principali capoluoghi del Nord-Ovest (Torino, Milano e Genova);
- ubicazione nel centro delle città e agli indirizzi di maggior prestigio;
- immobili prevalentemente ad uso direzionale oltre che filiali di UniCredit di dimensioni medio-grandi;
- immobili prevalentemente a reddito.

L'originario portafoglio immobiliare del Fondo ha registrato le seguenti movimentazioni:

- acquisto in data 13 dicembre 2010 dell'immobile sito a Milano, Piazza Cordusio, 3/Via Orefici, 15 (immobile di proprietà delle Poste Italiane), adiacente all'immobile già presente nel portafoglio immobiliare ubicato in Via Cordusio/Via Armorari.

L'acquisto dell'*asset* è avvenuto a seguito di aggiudicazione di procedura di gara aperta ad offerte segrete in aumento indetta da Poste Italiane S.p.A. e dalla controllata Europa Gestioni Immobiliari S.p.A.. Contestualmente all'acquisizione, è stato sottoscritto con Poste Italiane un contratto di locazione temporanea di durata quadriennale;

- dismissione avvenuta in data 18 febbraio 2011 dell'immobile di Torino, Via Alfieri 13 al Consiglio Regionale del Piemonte;
- acquisto di 9 box auto a servizio degli immobili del quadrilatero a Torino;
- dismissione in data 14 maggio 2015 degli immobili di Piazza Cordusio, Via Cordusio e Via Santa Margherita siti in Milano al Fondo chiuso di Investimento Immobiliare denominato Pacific 1, allora gestito da BNP Paribas REIM Sgr.

Gli immobili attualmente presenti nel portafoglio del Fondo presentano complessivamente una superficie lorda pari a 232.174 mq.

Immobile	Superficie lorda
Milano - Edison	29.128 mq
Torino - Nizza	121.819 mq
Torino - XX Settembre	24.432 mq
Torino - Arsenale 23 (*)	15.364 mq
Torino - Arcivescovado 8	2.320 mq
Genova - Dante	15.821 mq
Milano - Manzoni	2.337 mq
Torino - Alfieri 9/11	6.720 mq
Torino - Montevecchio	5.352 mq
Torino - Arsenale 15	4.632 mq
Genova - Garibaldi	4.249 mq
<b>TOTALE</b>	<b>232.174 mq</b>

(\*) Include n. 3 box in Torino Via Arsenale 25 e n. 6 box in Torino Piazza Solferino

### **La situazione locativa**

A seguito dell'apporto degli Immobili, il Fondo ha stipulato con UniCredit Business Integrated Solutions S.c.p.A. in qualità di conduttore, nuovi contratti di locazione, per ciascun immobile o porzione di immobile, contenenti i seguenti termini e condizioni:

- durata: 18 anni con rinnovo per altri 6 anni. In alcuni casi sono stati stipulati dei contratti di durata inferiore (6+6 o 12+6 anni);
- manutenzione impiantistica ordinaria e straordinaria a carico del conduttore, manutenzione straordinaria edile e strutturale a carico della proprietà;
- garanzia di UniCredit per il pagamento dei canoni di locazione, che si rinnova annualmente;
- indicizzazione ISTAT: è prevista un'indicizzazione annuale pari al 100% della variazione dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie;
- diritto di prelazione: nei casi previsti dalla Legge 392/78.

Sulla base dell'ultima valutazione di mercato, il valore degli spazi locati rappresenta circa il 65% del portafoglio (incluso i contratti di locazione sottoscritti, ma aventi decorrenza successiva al 31 dicembre 2015), quello degli spazi sfitti il 27% e quello degli immobili in vendita (Via Arcivescovado e Corso Montevicchio in Torino e Via Garibaldi in Genova) l'8%.

Il totale dei canoni del Fondo al 31 dicembre 2015 si compone da locazioni in capo ad UniCredit Business Integrated Solutions S.c.p.A. per circa il 75% e da locazioni di altre società per il restante 25% (incluso i contratti di locazione sottoscritti, ma con decorrenza successiva al 31 dicembre 2015).

Gli immobili facenti parte del patrimonio del Fondo sono descritti con maggior dettaglio nelle schede allegate alla presente Relazione (Allegato 1).

### **Struttura del Finanziamento**

In data 30 luglio 2015 il Fondo ha rifinanziato integralmente il portafoglio immobiliare rimborsando anticipatamente, rispetto alla scadenza naturale del contratto prevista per il 28 settembre 2015, il finanziamento ipotecario per Euro 305.267.576. Il nuovo finanziamento è stato sottoscritto per Euro 312.000.000 con un LTV iniziale del 57,7%.

La selezione del pool di banche che ha rifinanziato il Fondo è avvenuta a seguito di una procedura competitiva indetta con l'ausilio dell'*advisor* finanziario Mediobanca che ha inizialmente contattato 16 istituti bancari italiani e internazionali. Il processo di selezione, iniziato nel mese di marzo 2015, si è concluso nel mese di maggio 2015 con la selezione del nuovo pool di finanziatori (UBI Banca, Unicredit, Banca IMI, Ing Bank, Bre Banca e Banca Popolare di Milano) con cui è iniziata la negoziazione contrattuale conclusasi nel mese di luglio 2015.

La concessione del nuovo finanziamento ha comportato l'iscrizione di una nuova ipoteca di primo grado su tutti gli immobili del Fondo per un importo pari a Euro 624.000.000.

In considerazione del livello d'indebitamento del Fondo si è agito anche sui contratti derivati in essere del Fondo, sottoscritti nel 2012, per adeguare il nozionale di riferimento degli stessi, allungandone anche la durata, date le condizioni di mercato, al mese di marzo 2024. Per un maggior dettaglio si rimanda alla Sezione III.1 e III.3 della parte B della Nota Integrativa.

### **Caratteristiche del Fondo**

Dalla data dell'apporto alla data del 31 dicembre 2015, il Fondo Core Nord Ovest si presenta con le caratteristiche rappresentate nella tabella che segue.

## Fondo Core Nord Ovest

### Il Fondo Core Nord Ovest in sintesi

	Apporto	31 dicembre 2009	30 giugno 2010	31 dicembre 2010	30 giugno 2011	31 dicembre 2011	30 giugno 2012	31 dicembre 2012	30 giugno 2013	31 dicembre 2013	30 giugno 2014	31 dicembre 2014	30 giugno 2015	31 dicembre 2015	
Patrimonio immobiliare	n° immobili	13	13	13	14	13	13	13	13	13	13	14 (5)	11	11	
Mq complessivi lordi	mq	245.000	245.000	245.000	255.000	251.000	251.000	251.000	251.000	251.000	251.000	251.700	232.521	232.174	
Distribuzione geografica	%	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	
Valore di mercato immobili	€ mln	672,22	680,18	682,02	737,82	718,14	702,53	689,38	689,22	683,83	671,94	659,70	659,02	540,60	532,47
Costo storico <sup>(1)</sup>	€ mln	573,75	574,38	574,39	630,07	624,48	626,14	628,01	629,70	632,00	634,80	639,56	646,98	540,05	545,57
Monte canoni complessivo	€ mln	41,27	41,29	40,89	45,02	44,74	45,10	44,18	42,97	36,74	26,02	22,29	22,18	21,43	0,00
Rendimento lordo da locazione	%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,0%	6,8%	5,8%	4,1%	3,5%	3%	4,0%	0,0%
Debito <sup>(2)</sup>	€ mln	344,25	344,25	344,25	382,12	377,62	378,47	378,47	382,18	383,98	386,00	386,00	386,00	305,27	311,27
Loan to value (LTV)	%	51,2%	50,6%	50,5%	51,8%	52,6%	53,9%	54,9%	55,5%	56,2%	57,4%	58,5%	58,6%	56,5%	58,5%
Loan to cost (LTC)	%	60,0%	59,9%	59,9%	60,6%	60,5%	60,4%	60,3%	60,7%	60,8%	60,8%	60,4%	59,7%	56,5%	57,1%
Net asset value <sup>(3)</sup>	€ mln	229,60	341,23	349,09	358,41	347,51	333,28	314,27	312,61	304,24	290,83	272,44	265,96	258,48	245,09
Distribuzione proventi totale <sup>(4)</sup>	€ mln	0	4,67	0	11,48	7,00	13,09	9,18	9,53	7,81	1,38	0,00	0,00	0,00	0,00
Distribuzione proventi pro quota <sup>(4)</sup>	€/quota	0	2.032	0	5.000	3.050	5.700	4.000	4.150	3.400	600	0	0	0	0

<sup>(1)</sup> Determinato come valore di conferimento al netto delle vendite effettuate ed aumentato delle spese di manutenzione straordinaria.

<sup>(2)</sup> Debito outstanding al netto dei rimborsi dell'ALA allocata sugli immobili venduti alla data di riferimento.

<sup>(3)</sup> Valore contabile riportato in rendiconto alla data di riferimento.

<sup>(4)</sup> Importi di competenza relativi ai periodi di riferimento.

<sup>(5)</sup> Immobile di Torino Via Arcivescovado 8 è stato scorporato rispetto all'immobile di Torino Via Arsenale 19, 21, 23.

### 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 S.p.A.

Tra i sottoscrittori delle quote di partecipazione al patrimonio del Fondo sono presenti i seguenti azionisti della Società di Gestione:

- la **Fondazione Cassa di Risparmio di Torino** che ha sottoscritto n. 1.175 quote per un controvalore nominale di Euro 117.500.000;
- la **Fondazione Cassa di Risparmio di Alessandria** che ha sottoscritto n. 100 quote per un controvalore nominale di Euro 10.000.000;
- la **Fondazione Cassa di Risparmio di Fossano** che ha sottoscritto n. 10 quote per un controvalore nominale di Euro 1.000.000.

#### Il CdA ed il Collegio Sindacale

Alla data di approvazione della presente Relazione, 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	Consigliere 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, istituito 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. Orzono Perrini Direttore Generale della SGR.

Il Collegio Sindacale, istituito in data 13 marzo 2013, terminerà il suo mandato con l'approvazione, da parte dell'Assemblea dei Soci di REAM SGR, del bilancio al 31 dicembre 2015.

#### **Assemblea dei Partecipanti e**

#### **Comitato Consultivo**

Nell'esercizio 2015 l'Assemblea dei Partecipanti si è riunita in data 27 luglio 2015 per deliberare l'adeguamento del regolamento del Fondo alla Direttiva AIFM (cfr. precedente paragrafo 1.2).

Il Comitato Consultivo nel corso dell'esercizio 2015 si è riunito:

- in data 26 febbraio ed ha rilasciato ai sensi dell'art. 20, comma 16), lettera b) del Regolamento di Gestione del Fondo il proprio parere favorevole sulle modifiche al *business plan* a vita intera del Fondo; nella medesima seduta è stato dato al Comitato un aggiornamento in merito alla pianificazione finanziaria del Fondo Core Nord Ovest nonché alle trattative in essere con gli istituti bancari interpellati in merito al nuovo contratto di finanziamento;
- in data 27 luglio ed ha rilasciato parere favorevole (i) in merito al nuovo contratto di finanziamento, ai sensi dell'art. 20, comma 18), lettera b) del Regolamento; (ii) in merito ad una locazione commerciale di uno spazio dell'immobile di Via Alfieri 9/11 – Torino in potenziale conflitto di interessi ai sensi dell'art. 20, comma 17) del Regolamento. Con l'occasione è stato fornito al Comitato un aggiornamento in merito alla gestione del Fondo;

- il 21 dicembre per un aggiornamento in merito all'andamento gestionale.

Il Comitato Consultivo del Fondo è stato nominato dall'Assemblea dei Partecipanti in data 26 marzo 2014, in persona dei Signori:

- dott. Maurizio Delfino (Presidente);
- dott. Alberto Bertone;
- rag. Matteo Viglietta;
- dott. Marco Casale;
- dott. Enrico Bioò;
- ing. Giovanni Nannelli;
- dott. Angelo Capuzzo.

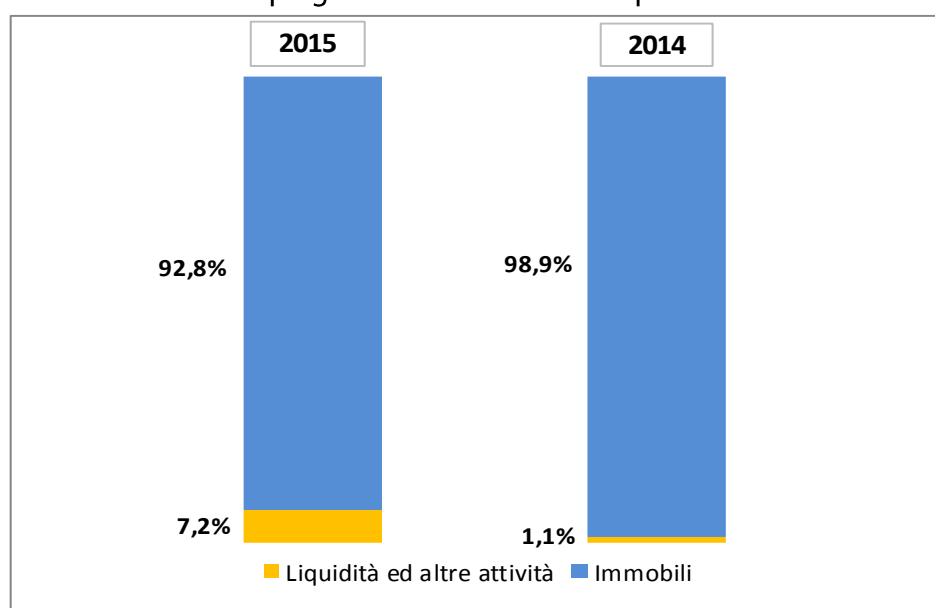
Il Comitato scadrà con l'approvazione della Relazione della gestione del Fondo al 31 dicembre 2016.

#### 1.4 L'andamento del Fondo

Nel corso del 2015, l'attività di gestione ha prodotto, in termini patrimoniali ed economici, gli effetti di seguito riepilogati.

#### **La composizione delle Attività**

Il grafico che segue sintetizza la composizione percentuale dell'attivo del Fondo al 31 dicembre 2015 rispetto ai dati di fine esercizio 2014; dal confronto tra i due dati emerge la riduzione della componente immobili e l'incremento della liquidità e delle altre attività (composte principalmente dalle disponibilità liquide, per Euro 10,5 milioni, e dal credito verso il Fondo Pacific 1 per Euro 22 milioni) in seguito alla dismissione dei tre *asset* a Milano avvenuta in data 14 maggio 2015. Il grafico evidenzia inoltre come oltre il 90% dell'attivo sia impiegato nell'investimento tipico del Fondo.



#### 1.4.1 La gestione immobiliare

Nel corso del 2015 sono stati conclusi i lavori di riqualificazione dell'immobile di Milano Piazza Edison relativamente alla fase 1 (*shell&core*), gli interventi di riqualificazione degli immobili residenziali di Torino Corso Montevecchio 39-41 e di Torino Via Arcivescovado 8 e i lavori inerenti il frazionamento del complesso immobiliare di Via Arsenale 19-23. In parallelo sono proseguite le attività di commercializzazione finalizzate alla dismissione delle unità residenziali ed alla messa a reddito degli spazi sfitti. Nel corso dell'anno è stata venduta un'unità residenziale dell'immobile di C.so Montevecchio 39-41 ed è stato sottoscritto un preliminare di vendita inerente ulteriori due unità. Sono stati sottoscritti contratti di locazione aventi ad oggetto oltre la metà degli spazi da locare e in fase di riqualificazione presso l'immobile di Piazza Edison, sono stati sottoscritti diversi contratti di locazione aventi ad oggetto gli spazi sfitti di Torino, Via Arsenale e Torino Via Alfieri. Sono state inoltre gestite manifestazioni d'interesse relative alla locazione di ulteriori spazi. Si è inoltre perfezionata la vendita di un portafoglio costituito da tre immobili siti in Milano di cui si è detto al precedente paragrafo 1.2.

**Attività di locazione** Il Fondo, come precedentemente anticipato, ha intrapreso una serie di attività volte alla valorizzazione ed alla commercializzazione degli spazi sfitti. Inoltre sono state presidiate le attività di manutenzione sugli *asset* e gli interventi di riqualificazione e trasformazione degli immobili.

- **Milano, Piazza Edison:** risultano in fase di ultimazione le attività di restauro e risanamento conservativo dell'intero immobile (ad eccezione della porzione al piano terra locata a Unicredit) iniziate nel mese di luglio 2014, mentre prosegue la commercializzazione degli spazi ad uso uffici che ne sono derivati.

Nel corso del 2015 la SGR, supportata da società di *agency* incaricata, ha sottoscritto contratti di locazione ed ha avviato importanti trattative volte alla locazione di ulteriori spazi (si rimanda alla successiva sezione "*Nuove Locazioni*").

- **Torino, Via Arsenale n. 19-21-23** - spazi sfitti: la SGR ha partecipato a diverse ricerche di mercato per spazi in locazione. Sono stati sottoscritti importanti contratti di locazione uso ufficio e centro fitness (si rimanda alla successiva sezione "*Nuove Locazioni*"). Il *management* è affiancato nell'attività di commercializzazione da società di *agency* a cui ha assegnato mandato.
- **Torino, Via Alfieri n. 11** - spazi sfitti uso ufficio, *retail* e residenziale: nel corso del 2015 è proseguita l'attività di commercializzazione tramite contatti diretti e diversi *brokers*. La SGR ha inoltre eseguito un intervento di valorizzazione della facciata che ha consentito anche l'apertura di vetrine su strada al posto delle precedenti finestre. Il

suddetto intervento ha migliorato l'appetibilità commerciale dei locali siti al piano terreno, uno dei quali è stato concesso in locazione nel corso del secondo semestre 2015 (si rimanda alla successiva sezione "Nuove Locazioni"). Per quanto riguarda le unità ad uso residenziale nel corso del 2015 sono stati sottoscritti nuovi contratti di locazione e sono stati rilasciati alcuni appartamenti da parte di conduttori, come meglio si dirà nel seguito.

## **Nuove locazioni**

### Immobili siti a Torino:

#### Nuove Locazioni

- **Via Arsenale n. 19, 21, 23:** in data 25 giugno 2015 il Fondo ha sottoscritto, con l'attuale conduttore di uno spazio uso uffici, una scrittura ad integrazione del contratto di locazione volto ad ampliare il perimetro locativo tramite annessione di ulteriori 200 mq e n. 2 posti auto;
- **Via Arsenale n. 19, 21, 23:** in data 23 ottobre 2015, il Fondo ha sottoscritto contratto di locazione ad uso palestra per una superficie di circa 3.600 mq di durata anni 15+6;
- **Via Arsenale n. 25:** in data 8 gennaio 2015 il Fondo ha sottoscritto contratto di locazione per n. 1 box con decorrenza 1 febbraio e durata anni 1+1;
- **Via Alfieri n. 11 - residenze:** con decorrenza 15 maggio 2015 il Fondo ha sottoscritto contratti di locazione relativamente a due appartamenti siti al piano terzo di durata anni 4+4. Il Fondo, inoltre, ha prorogato sino al 31 marzo 2016 la locazione transitoria per un appartamento sito al piano terzo che include anche la disponibilità di un posto auto nel medesimo stabile e un box in Via Arsenale 25;
- **Via Alfieri 11:** in data 3 agosto il Fondo ha sottoscritto contratto di locazione ad uso commerciale avente ad oggetto un'unità immobiliare sita al piano terreno. Il contratto ha durata anni 9+6 e decorrenza dal 16 novembre 2015, data di consegna dei locali da parte del Fondo a seguito dell'esecuzione di alcune opere di ristrutturazione.

### Immobili siti a Milano:

#### Nuove Locazioni

- **Piazza Edison:** in data 29 gennaio 2015 è stato perfezionato contratto di locazione con uno studio legale di primario *standing* avente ad oggetto gli interi piani 4° e 5°, oltre ad ulteriori porzioni accessorie, per una durata di anni 9+6. Il contratto decorre dal 14 ottobre 2015, data di consegna dell'immobile al conduttore;

- **Piazza Edison:** in data 18 marzo 2015 è stato perfezionato contratto di locazione con una società internazionale che opera in ambito finanziario avente ad oggetto gli interi piani 6°, 7° e 8°, oltre ad ulteriori porzioni accessorie, per una durata di anni 6+6. La consegna dell'immobile è avvenuta in data 1 novembre 2015 con contestuale sottoscrizione di comodato gratuito avente durata 3 mesi; la decorrenza del contratto di locazione è il 1 febbraio 2016;
- **Piazza Edison:** in data 7 luglio 2015 è stato perfezionato contratto di locazione con una società italiana che opera in ambito legale amministrativo avente ad oggetto una porzione del piano terra, per una durata di anni 6+6. La consegna dell'immobile è avvenuta in data 1 dicembre 2015 con contestuale sottoscrizione di comodato gratuito avente durata 1 mese; la decorrenza del contratto di locazione è il 1 gennaio 2016;
- **Piazza Edison:** in data 28 luglio 2015 è stato perfezionato contratto di locazione con una società finanziaria avente ad oggetto una porzione del piano secondo, durata di anni 6+6, La consegna dell'immobile è prevista entro la fine di febbraio 2016; la decorrenza del contratto di locazione sarà il 1 aprile 2016.

Il rendimento lordo immobiliare sul totale degli *asset* al 31 dicembre 2015 è pari al 4,80% (calcolato sul costo storico degli immobili ed includendo nei canoni da locazione quelli derivanti da contratti sottoscritti ancorché con decorrenza successiva al 31 dicembre 2015) in incremento rispetto al 31 dicembre 2014 a seguito delle cessioni dei tre *asset* menzionate in precedenza.

### **Liberazione spazi**

**Torino, Via Alfieri 11 - residenze terzo piano:** nel corso del 2015 (nel mese di aprile, agosto, settembre, ottobre e dicembre) sono stati rilasciati n. 5 appartamenti. Sono inoltre stati formalizzati due recessi ed i rilasci delle relative unità avverranno, rispettivamente, in data 31 marzo ed in data 30 aprile 2016.

Al 31 dicembre risultano sfitti n. 4 appartamenti.

**Genova, Via Dante:** porzione del piano quinto avente superficie pari a circa 800 mq è stata occupata in forza di un titolo scaduto fino al rilascio che si è perfezionato nel mese di gennaio 2016 (si rimanda alla sezione *Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2015*). Il Fondo sta gestendo la commercializzazione degli spazi.

**Genova, Via Dante:** in data 20 gennaio 2015 la SGR ha ricevuto recesso dal contratto di locazione inerente un locale avente superficie pari a circa 100 mq sito al piano quinto dell'immobile concesso in locazione uso ufficio. Il rilascio avverrà il 31 marzo 2016.

**Torino, Via Nizza – lotto 4:** In data 30 luglio 2015 il Fondo ha ricevuto recesso, per gravi motivi, dal conduttore relativamente ad una porzione uso ufficio del piano terzo dell'immobile avente superficie pari a circa 1.300 mq.

### **Strategia di dismissione**

Il Fondo ha intrapreso una serie di attività volte alla valorizzazione ed alla dismissione frazionata degli sviluppi residenziali su Torino.

**Torino, Via Arcivescovado n. 8:** risultano ultimati tutti i 16 appartamenti al grezzo, le due unità commerciali e le parti comuni dell'immobile. Ai fini commerciali si è ritenuto di lasciare agli acquirenti la scelta delle finiture. Nel corso del secondo semestre 2015 la SGR ha interrotto la commercializzazione a seguito delle risposte negative del mercato. E' in fase di individuazione un nuovo agente cui proporre un nuovo listino di vendita.

**Torino, Corso Montevicchio:** nel corso del 2015 sono stati ultimati 13 appartamenti al grezzo ed uno (appartamento campione) al finito, sono state ultimate le parti comuni dell'immobile e la nuova autorimessa interrata. Ai fini commerciali si è deciso di lasciare agli acquirenti la scelta delle finiture. Procede la commercializzazione per la vendita delle unità tramite un soggetto professionale locale. La SGR ha perfezionato la vendita di una unità immobiliare oltre a box auto ed ha sottoscritto un preliminare di vendita avente ad oggetto due unità immobiliari e quattro box (si rimanda alla successiva sezione "Dismissioni immobiliari").

**Genova, Via Garibaldi n. 1:** la strategia della SGR prevede la dismissione dell'asset sia in modo frazionato che tramite una vendita unitaria. A seguito della ridefinizione del perimetro locativo dell'agenzia bancaria con UBIS e a seguito dell'esecuzione delle opere di segregazione degli spazi, in data 1 gennaio 2015 si è verificata la condizione di efficacia del contratto di locazione.

### **Dismissioni immobiliari**

In data 12 febbraio 2015 il Fondo ha sottoscritto atto di vendita, perfezionatosi in data 14 maggio 2015 con sottoscrizione dell'atto di avveramento delle condizioni sospensive, del portafoglio immobiliare costituito dagli immobili di Milano Via Santa Margherita, Piazza Cordusio e Via Cordusio, ad un prezzo di Euro 132 milioni. La vendita del portafoglio immobiliare ha generato una plusvalenza complessiva rispetto al costo storico dell'8,82%, pari a circa Euro 10,7 milioni.

In data 12 ottobre 2015 il Fondo ha perfezionato atto di vendita di una unità immobiliare oltre a un box auto facenti parte del complesso immobiliare di Corso Montevicchio in Torino. La vendita ha generato una plusvalenza complessiva rispetto al costo storico del 17%, pari a circa Euro 165 mila.

Nel mese di dicembre 2015 il Fondo ha sottoscritto preliminare di vendita avente ad oggetto n. 2 unità immobiliari oltre a n. 4 box facenti parte del complesso immobiliare di Corso Montevecchio.

**Acquisizioni  
immobiliari**

Nel corso del 2015 non sono avvenute acquisizioni patrimoniali.

**Contenziosi**

[OMISSIS]

**Interventi di  
Manutenzione  
straordinaria**

Nel corso del 2015 il Fondo ha eseguito interventi di manutenzione straordinaria per garantire ai conduttori i servizi necessari alla fruibilità ed alla sicurezza degli spazi occupati, ed ha inoltre assicurato gli interventi necessari alla conservazione ed al mantenimento in piena efficienza degli immobili e dei relativi impianti.

**Capex**

**Torino Via Alfieri n. 9/11:** nel corso del mese di dicembre 2015 il Fondo ha posto in essere un intervento di valorizzazione della facciata del complesso immobiliare che ha visto la pulitura della facciata (lato Via Alfieri), la revisione/sostituzione dei serramenti del piano secondo e la realizzazione delle sei nuove vetrine al piano terra in sostituzione delle precedenti finestre (le vetrine relative al locale ad uso bar sono state eseguite nel corso del mese di gennaio 2016).

**Torino Via Arcivescovado n. 8:** risultano completati tutti i 16 appartamenti al grezzo e le parti comuni dell'immobile. Nel corso del mese di luglio ed agosto sono stati eseguiti i lavori di rinnovo del cortile interno volti anche a creare valore aggiunto al complesso immobiliare dal punto di vista commerciale. Una porzione degli spazi al piano terra e primo fa parte del centro fitness, la cui ultimazione è avvenuta nel mese di ottobre 2015.

**Torino, Via Arsenale n. 19:** le lavorazioni della nuova autorimessa a servizio degli appartamenti siti in Via Arcivescovado 8, sospese a ottobre 2014 al fine di non creare interferenza con la realizzazione della piscina del Centro Fitness, sono riprese nel primo trimestre 2015 e risultano ultimate.

**Torino, Via Arsenale n. 23:** in relazione all'intervento di frazionamento, nel corso del 2015 è stata perfezionata la seconda fase avente ad oggetto l'adeguamento del complesso immobiliare al progetto prevenzione incendi e la realizzazione delle opere impiantistiche meccaniche al fine di consentire l'avviamento del condizionamento dei locali locati per la stagione estiva.

Nel mese di maggio 2015 sono state avviate le opere per il restauro della facciata, opere che sono terminate nella prima settimana di settembre.

Le opere inerenti il Centro Fitness sono terminate nel mese di ottobre 2015 con conseguente consegna degli spazi al conduttore e sottoscrizione del contratto di locazione.

**Torino, Corso Montevecchio:** nel corso del 2015 sono stati completati 13 appartamenti al grezzo ed uno (utilizzato ai fini commerciali come

appartamento campione) al finito. Sono state ultimate inoltre la nuova autorimessa e le parti comuni.

**Torino, Via Nizza:** relativamente al progetto volto al frazionamento ed alla riqualificazione del lotto 4 sono al momento sospesi lo *strip out* e la prosecuzione del progetto esecutivo al fine di definire con Ubis i termini del rilascio.

**Milano, Piazza Edison:** risultano terminati i lavori di riqualificazione dell'immobile relativamente alla fase 1 (*shell&core*) nel rispetto del cronoprogramma. Risultano in corso le opere inerenti la fase 2 (consegna degli spazi al pre-finito) relativamente alle porzioni del piano secondo in relazione alle quali è stato sottoscritto un contratto di locazione mentre sono terminate le opere di fase 3 (consegna degli spazi al finito) relativamente ai piani 4, 5 e porzione del piano terra già concessi in locazione.

### ***Esperti indipendenti***

L'incarico dell'Esperto Indipendente CBRE Valuation S.p.A. si è concluso al 30 giugno 2015. La valutazione del portafoglio immobiliare al 31 dicembre 2015 è stata effettuata dal nuovo Esperto Indipendente - PRAXI S.p.A. – nominato dal Consiglio di Amministrazione in data 30 settembre 2015.

La valutazione degli immobili ha evidenziato un decremento dei valori complessivi del portafoglio del 1,5% rispetto alla valutazione del 30 giugno 2015 ed un incremento dell'1% rispetto alla valutazione del 31 dicembre 2014 (il confronto si riferisce ai soli immobili in portafoglio al 30 giugno 2015 e pertanto non prende in considerazione i tre asset venduti con rogito di vendita del 12 febbraio perfezionatosi con atto di avveramento del 14 maggio 2015).

In termini assoluti, il decremento di valore rispetto al 30 giugno 2015 è stato di circa Euro 8,1 milioni. Le capex realizzate nell'esercizio ammontano ad Euro 19,9 milioni.

## **1.4.2 La gestione finanziaria**

### ***Gestione del contratto di finanziamento***

Fino al 30 luglio 2015 è proseguita la gestione del contratto di finanziamento stipulato in fase di apporto iniziale ed emendato nel mese di dicembre 2010 a seguito dell'acquisto dell'immobile di Milano, Piazza Cordusio. A partire dal 30 luglio, è stato gestito il nuovo contratto di finanziamento sottoscritto con il nuovo pool di banche finanziatrici di cui si fornirà dettaglio nella sezione III.1 della Nota Integrativa "Finanziamenti ricevuti".

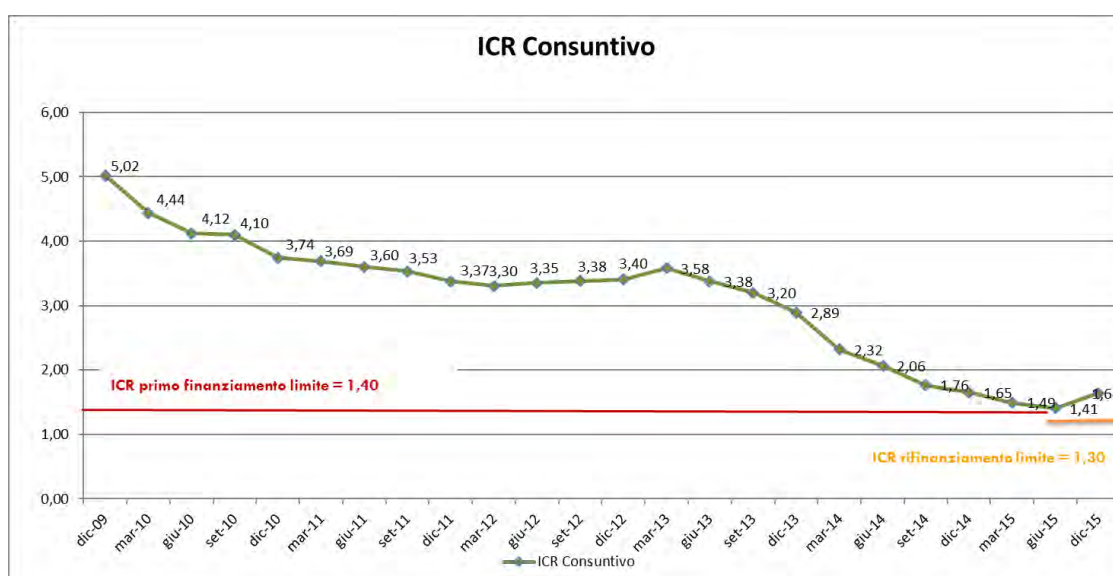
Nel corso del 2015 il tasso variabile Euribor 3 mesi, parametro di riferimento contrattuale sia del finanziamento rimborsato che del nuovo contratto di finanziamento, si è attestato su livelli compresi tra lo 0,076% e -0,131%. L'effetto di tale discesa non ha prodotto un sensibile decremento del costo per interessi sul finanziamento nel corso del semestre in quanto i contratti derivati del fondo di tipo *Interest Rate Swap* prevedono lo scambio del tasso variabile Euribor 3 mesi contro il pagamento di un tasso fisso pari



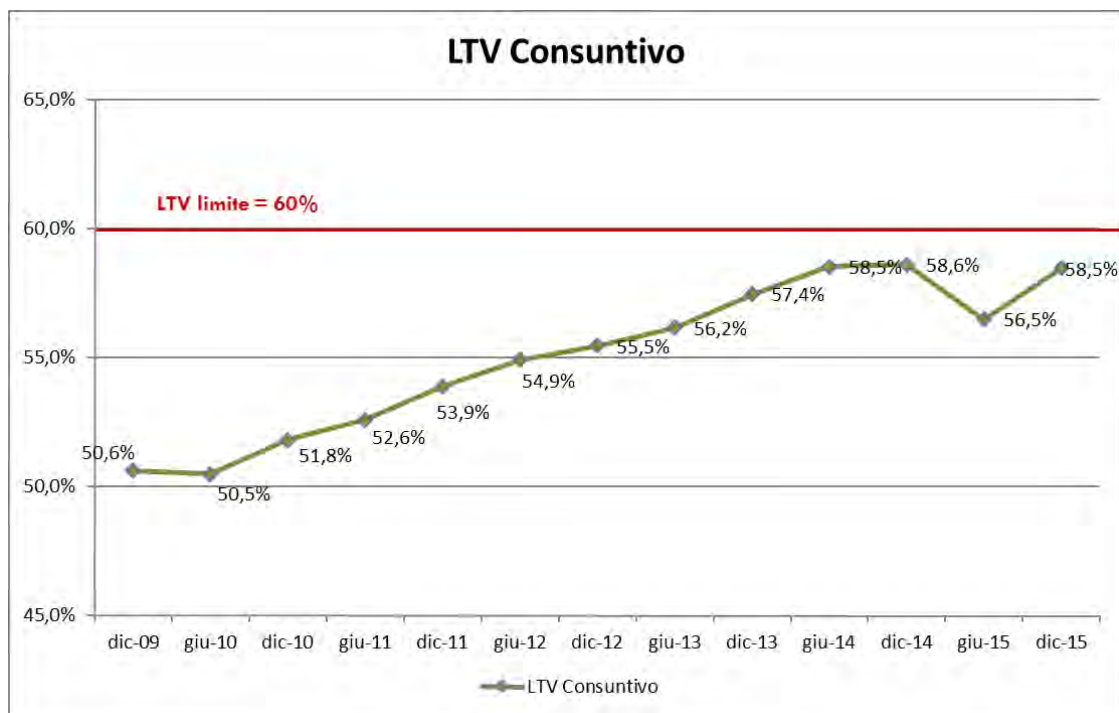
all'1,7655% fino al 30 luglio 2015 e successivamente, dopo la ristrutturazione dei contratti avvenuta in concomitanza del *refinancing* del Fondo, pari al tasso dell'1,814%.

Si segnala che i *covenant* previsti dal contratto di finanziamento, sono stati rispettati ed in particolare:

- l'*Interest Cover Ratio* consuntivo (che indica il rapporto tra il reddito netto della gestione immobiliare e gli oneri finanziari), che, da contratto, non doveva far registrare valori inferiori a 1,40 fino al 30 luglio 2015 e 1,30 a partire dal 30 luglio 2015 ha fatto registrare i seguenti livelli:



- il rapporto *Loan To Value* (indica il rapporto tra l'ammontare complessivo del finanziamento erogato e non rimborsato ed il valore del libero mercato degli immobili) non è superiore al 60% per entrambi i finanziamenti; i valori registrati sono i seguenti:



**Il risultato economico** Il Fondo chiude al 31 dicembre 2015 con una perdita di periodo di circa Euro 20,9 milioni, imputabile per Euro 3,1 milioni alla gestione ordinaria del fondo e per 17,7 milioni alle minusvalenze da valutazione del portafoglio immobiliare e degli strumenti finanziari derivati per la parte non di copertura. Per la descrizione del contenuto delle singole voci si rimanda alla Nota Integrativa.

<b>Dati Economici</b>	<b>31 dicembre 2015</b> (Euro)
Strumenti finanziari derivati di copertura	-5.960.468
Strumenti finanziari derivati non di copertura	-265.410
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	<b>-6.225.878</b>
Canoni di locazione e altri proventi	23.633.133
Utili/perdite da realizzi	95.683
Oneri per la gestione di beni immobili	-4.686.083
IMU	-3.700.588
<b>Risultato gestione beni immobili</b>	<b>15.342.145</b>
Oneri Finanziari	-7.152.057
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>	<b>1.964.210</b>
Provvigione di gestione SGR	-5.310.378
Commissioni banca depositaria	-65.528
Oneri per esperti indipendenti	-53.910
Altri oneri di gestione	-421.724
Altri ricavi ed oneri	752.603
Imposte	3.125
<b>Risultato gestione al netto delle plus/minusvalenze da valutazione</b>	<b>-3.131.602</b>
Valutazione Strumenti derivati non di copertura non quotati	-3.366.623
Plusvalenze/minusvalenze da valutazione beni immobili	-14.381.073
<b>Risultato dell'esercizio</b>	<b>-20.879.298</b>

### **La distribuzione dei proventi**

Il "risultato economico" che può essere distribuito ai quotisti, secondo quanto disposto all'art. 17 del vigente regolamento di gestione del Fondo, è pari all'ammontare dell'utile, di cui alla sezione reddituale:

- a) al netto delle plusvalenze non realizzate ed incrementati delle minusvalenze non realizzate nell'esercizio di riferimento, queste ultime a condizione che il valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in società immobiliari, delle parti di altri fondi immobiliari e degli altri beni detenuti dal Fondo singolarmente

- considerati, siano eguali o superiori al valore di apporto/acquisizione (aumentati degli eventuali costi capitalizzati);
- b) comprensivi delle plusvalenze non realizzate negli esercizi precedenti, ma che abbiano trovato realizzazione nell'esercizio di riferimento, rispetto ai valori di apporto/acquisizione (aumentati degli eventuali costi capitalizzati) dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in società immobiliari e delle parti di altri fondi immobiliari detenuti dal Fondo, alla data di riferimento; nonché dei proventi della gestione maturati ed eventualmente non distribuiti negli esercizi precedenti;
- c) senza tenere conto delle plusvalenze e delle minusvalenze non realizzate relative agli strumenti finanziari derivati detenuti dal Fondo ai fini di copertura dei rischi ai sensi dell'art. 13.5 del Regolamento.

Inoltre, secondo quanto previsto:

- dal comma 2 "i proventi di gestione sono distribuiti agli aventi diritto con cadenza semestrale a partire dal 31 dicembre successivo alla data di avvio dell'operatività del Fondo";
- dal comma 4 "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 che potrà eventualmente stabilire di distribuire una quota inferiore all'80% dei proventi della gestione del Fondo subordinatamente al parere vincolante del Comitato Consultivo. Tale parere non sarà peraltro dovuto, qualora al momento della distribuzione dei proventi della gestione del Fondo le obbligazioni assunte dal Fondo ai sensi dei contratti di finanziamento e/o l'esecuzione di opere manutentive sugli Immobili (c.d. "capex") non consentano di procedere alla distribuzione nella predetta misura. In tale ultimo caso, il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione procederà a distribuire i proventi nella percentuale massima possibile alla data di riferimento;
- dal comma 5 "hanno diritto a percepire i proventi i titolari delle quote al momento del pagamento dei predetti proventi";
- e dal comma 6 "la distribuzione dei proventi di gestione del Fondo viene deliberata dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione contestualmente all'approvazione della relazione annuale o infrannuale del Fondo ed effettuata nei confronti degli aventi diritto entro i 30 giorni successivi".

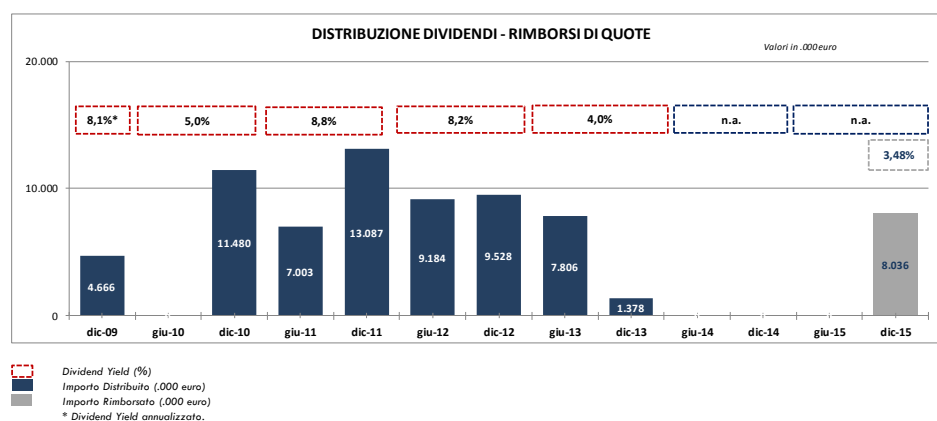
Sulla base delle risultanze economiche emerse dalla Relazione di Gestione al 31 dicembre 2015, l'importo dei proventi che potranno essere oggetto di distribuzione è pari a Euro 6.598.186, come evidenziato dal seguente prospetto di riepilogo.

<b>Risultato distribuibile</b>	<b>31 dicembre 2015 (Euro)</b>
<b>Risultato contabile</b>	<b>-20.879.298</b>
<b>Rettifiche per la determinazione del risultato distribuibile:</b>	<b>27.477.484</b>
Plusvalenze non realizzate negli esercizi precedenti e realizzate nell'esercizio in questione	10.766.935
Plusvalenze da valutazione non realizzate	-5.792.671
Minusvalenze da valutazione non realizzate (sopra il costo storico)	5.167.624
Minusvalenze non realizzate relative agli strumenti derivati	3.366.622
Proventi non distribuiti negli esercizi precedenti	13.968.974
<b>Risultato distribuibile complessivo</b>	<b>6.598.186</b>

La rettifica in aumento relativa alle plusvalenze non realizzate negli esercizi precedenti e realizzate nel presente esercizio, fa riferimento alla plusvalenza di Euro 10,7 milioni realizzata in seguito alla vendita degli immobili di Via Santa Margherita, Via Cordusio e Piazza Cordusio a Milano, avvenuta in data 14 maggio 2015 e di Euro 69 migliaia realizzata in seguito alla vendita di un'unità immobiliare del complesso di Torino, Corso Montevicchio avvenuta il 12 ottobre 2015.

Il Consiglio di Amministrazione di REAM SGR nella seduta odierna, ha deliberato di non procedere ad alcuna distribuzione di proventi per far fronte agli impegni finanziari derivanti dai lavori di ristrutturazione attualmente in corso sugli immobili del Fondo e ha deliberato, a fronte delle vendite concretizzate nel 2015 un rimborso parziale di *Equity* complessivo di Euro 8.036.000, corrispondente ad un rimborso pro- quota di Euro 3.500. le quote a seguito di detto rimborso avranno quindi un valore nominale unitario di Euro 96.500. La mancata distribuzione non è soggetta a parere del Comitato Consultivo del Fondo ed è peraltro in linea con quanto previsto dal *business plan* a vita intera approvato dal Comitato stesso in data 26 febbraio 2015.

Nel grafico sottostante sono riepilogate le distribuzioni ai quotisti deliberate alla data della presente Relazione e i relativi *dividend yield* annuali.



### 1.5 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione

Le principali linee strategiche che la SGR perseguirà nel corso del 2016 consistono nella messa a reddito degli immobili sfitti e nella vendita del portafoglio immobiliare di cui è prevista la dismissione da *business plan* nell'esercizio corrente.

Con riguardo alla messa in locazione delle unità sfitte, ed in particolare con riguardo agli spazi ufficio di Torino, Via Arsenale n.19-21-23, la SGR procederà con il supporto del broker incaricato.

Per quanto riguarda l'immobile di Milano, Palazzo Edison, si procederà alla locazione delle rimanenti porzioni sfitte, con l'obiettivo di completarne la locazione per l'intera superficie entro il primo trimestre 2017.

Con riferimento alla dismissione degli *asset* destinati alla vendita, e in particolare le unità residenziali di Torino, la SGR gestirà la commercializzazione, ipotizzando nuovi strumenti di *marketing*.

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

**Milano, Piazza Edison:** in data 19 gennaio 2016 è stato perfezionato contratto di locazione, con una società italiana che opera in ambito della consulenza finanziaria, porzione del piano secondo, durata di anni 6 +6, consegna prevista per termine del secondo trimestre 2016.

**Torino, Via Alfieri 11 – residenze:** nel corso del mese di gennaio e febbraio 2016 il Fondo ha sottoscritto contratti di locazione relativamente a n. 4 appartamenti locando quindi tutti gli appartamenti che risultavano sfitti al 31 dicembre.

**Genova, Via Dante:** in data 25 gennaio gli spazi occupati a titolo di indennità di occupazione siti al piano quinto sono stati rilasciati.

**Torino, Corso Montevicchio:** in data 16 febbraio 2016 il Fondo ha perfezionato atto di vendita di n. 2 unità immobiliari oltre a n. 4 *box* facenti parte del complesso immobiliare di Corso Montevicchio 39-41 in Torino realizzando una plusvalenza pari a circa il 10%.

## 2. Situazione Patrimoniale

Si riporta di seguito la Situazione Patrimoniale del Fondo Core Nord Ovest 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 OICR				
<b><u>Strumenti finanziari quotati</u></b>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
<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>532.465.000</b>	<b>92,83%</b>	<b>659.020.000</b>	<b>98,92%</b>
B1. Immobili dati in locazione	532.465.000	92,83%	659.020.000	98,92%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b>				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>10.546.827</b>	<b>1,84%</b>	<b>4.377.580</b>	<b>0,66%</b>
F1. Liquidità disponibile	10.546.827	1,84%	4.377.580	0,66%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>30.562.080</b>	<b>5,33%</b>	<b>2.803.195</b>	<b>0,42%</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	5.908.348	1,03%	1.103.674	0,17%
G3. Risparmio d'imposta				
G4. Altre	24.066.834	4,20%	1.237.208	0,19%
G5. Credito IVA	586.898	0,10%	462.313	0,07%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>573.573.907</b>	<b>100,00%</b>	<b>666.200.775</b>	<b>100,00%</b>

<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>311.267.252</b>	<b>385.997.359</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	311.267.252	385.997.359
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>3.366.622</b>	
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	3.366.622	
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>13.854.340</b>	<b>14.238.424</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	2.928.550	2.919.595
M2. Debiti di imposta	39.995	43.855
M3. Ratei e risconti passivi	147.593	637.954
M4. Altre	10.558.493	10.452.111
M5. Debiti per depositi cauzionali	179.709	184.909
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>328.488.214</b>	<b>400.235.783</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>245.085.693</b>	<b>265.964.992</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>2.296</b>	<b>2.296</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>106.744,640</b>	<b>115.838,411</b>
<b>Rimborsi distribuiti per quota</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Proventi distribuiti per quota</b>	<b>27.932</b>	<b>27.932</b>
<b>Valore Complessivo degli impegni da richiamare</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Totale numero delle quote da richiamare</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Valore unitario delle quote da richiamare</b>	<b>-</b>	<b>-</b>



### 3. Sezione Reddittuale

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

SEZIONE REDDITUALE 1/2	Rendiconto al 31/12/2015		Rendiconto al 31/12/2014	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>-9.592.501</b>		<b>-3.186.359</b>	
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>				
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				
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 Interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 Utili / perdite da realizzati				
A3.3 Plusvalenze / minusvalenze				
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	<b>-9.592.501</b>		<b>-3.186.359</b>	
A4.1 di copertura	-5.960.468		-3.186.359	
A4.2 non di copertura	-3.632.033			
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>		<b>-9.592.501</b>		<b>-3.186.359</b>
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>961.072</b>		<b>-7.947.441</b>	
B1. Canoni di locazione e altri proventi	23.633.133		23.938.854	
B2. Utile/perdite da realizzati	95.683			
B3. Plusvalenze/minusvalenze	-14.381.073		-25.101.651	
B4. Oneri per le gestione di beni immobili	-4.686.083		-2.491.919	
B5. Ammortamenti				
B6. Imposta Municipale sugli Immobili	-3.700.588		-4.292.725	
<b>Risultato gestione beni immobili</b>		<b>961.072</b>		<b>-7.947.441</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>-8.631.429</b>		<b>-11.133.800</b>

SEZIONE REDDITUALE 2/2	Rendiconto al 31/12/2015		Rendiconto 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>-8.631.429</b>		<b>-11.133.800</b>
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>	<b>-7.152.057</b>		<b>-8.542.411</b>	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	-5.657.955		-7.913.072	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-5.657.955		-7.913.072	
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. Altri oneri finanziari	-1.494.102		-629.339	
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		<b>-15.783.486</b>		<b>-19.676.211</b>
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	<b>-5.851.540</b>		<b>-6.168.511</b>	
I1. Provvigione di gestione SGR	-5.310.378		-5.775.685	
I2. Commissioni depositario	-65.528		-68.199	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-53.910		-95.800	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I5. Altri oneri di gestione	-421.724		-228.827	
<b>L. ALTRI RICAVI E ONERI</b>	<b>752.603</b>		<b>2.376.221</b>	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	79.865		75.694	
L2. Altri ricavi	676.524		2.502.222	
L3. Altri oneri	-3.786		-201.695	
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		<b>-20.882.423</b>		<b>-23.468.501</b>
<b>M. IMPOSTE</b>	<b>3.125</b>		<b>-19.574</b>	
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte	3.125		-19.574	
<b>Utile / perdita dell'esercizio</b>		<b>-20.879.298</b>		<b>-23.488.075</b>

#### 4. Nota integrativa

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

##### Valore della quota

Il Fondo Core Nord Ovest inizia la propria operatività il 29 settembre 2009 attraverso l'emissione di 2.296 quote del valore nominale Euro 100.000 ciascuna.

Alla data della presente Relazione il valore delle quote è pari a Euro 106.744,640 registrando un incremento di Euro 6.745 rispetto al valore nominale (+6,7%) ed una riduzione di Euro 9.094 rispetto al valore al 31 dicembre 2014 (-7,9%); tale riduzione è interamente dovuta al risultato negativo dell'esercizio.

La tabella seguente illustra l'andamento del valore della quota dal collocamento al 31 dicembre 2015:

Andamento del Valore della quota	Valore complessivo del Fondo (Euro)	Numero di Quote	Valore unitario delle quote (Euro)
Al 29 settembre 2009	229.600.000	2296	100.000,000
Al 31 dicembre 2009	341.234.750	2296	148.621,407
Al 30 giugno 2010	349.090.626	2296	152.042,956
Al 31 dicembre 2010	358.413.926	2296	156.103,626
Al 30 giugno 2011	347.514.888	2296	151.356,658
Al 31 dicembre 2011	333.278.903	2296	145.156,317
Al 30 giugno 2012	314.268.016	2296	136.876,314
Al 31 dicembre 2012	312.610.510	2296	136.154,403
Al 30 giugno 2013	304.243.479	2296	132.510,226
Al 31 dicembre 2013	290.830.666	2296	126.668,409
Al 30 giugno 2014	272.436.490	2296	118.657,008
Al 31 dicembre 2014	265.964.992	2296	115.838,411
Al 30 giugno 2015	258.482.469	2296	112.579,473
Al 31 dicembre 2015	245.085.693	2296	106.744,640

### **Principali eventi sulle quote**

Nel corso del 2015:

- non sono stati effettuati rimborsi parziali pro-quota;
- non sono state effettuate distribuzioni di proventi.

### **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 semestrali e annuali 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 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 i finanziamenti in essere la SGR ha attuato una politica di copertura, attraverso uno strumento derivato, per mitigare l'effetto dell'eventuale oscillazione dei tassi di interesse.

***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 ragioni 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 Reddituale e della presente Nota Integrativa, ed è corredato 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 il periodo al quale si riferisce la Relazione, né per quello dell'esercizio 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 Reddituale.
- 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;
- il dettaglio dei cespiti disinvestiti dal Fondo a partire dall'avvio operativo del Fondo sino alla data della Relazione;
- 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	Locazione finanziaria (a)	Locazione non finanziaria (b)	Importo Totale ( c = a + b )	%
Fino a 1 anno	831.861		85.852	85.852	0%
Da oltre 1 a 3 anni	11.287.696		790.493	790.493	4%
Da oltre 3 a 5 anni	8.768.201		496.906	496.906	2%
Da oltre 5 a 7 anni	15.612.046		2.581.776	2.581.776	12%
Da oltre 7 a 9 anni	14.729.014		271.600	271.600	1%
Oltre 9 anni	296.362.634		17.162.655	17.162.655	80%
<b>A - TOTALE DEI BENI IMMOBILI LOCATI</b>	347.591.451		21.389.282	21.389.282	100%
<b>B - TOTALE DEI BENI IMMOBILI NON LOCATI</b>	184.873.549				



**TAVOLA B**

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (dall'avvio operativo alla data della Relazione)									
Cespiti disinvestiti	Superficie mq	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell' Investimento
		data	Costo di acquisto		data	Ricavo di vendita			
Via Alfieri, 13 (Torino)	3.746	29/09/2009	7.247.850	8.970.000	18/02/2011	11.000.000	659.300	43.279	4.368.171
Via Santa Margherita 12/14 (Milano)	5.800	29/09/2009	42.799.990	44.500.000	14/05/2015	44.500.000	16.360.329	2.196.135	15.864.204
Via Cordusio 3 (Milano)	3.487	29/09/2009	22.975.810	25.250.000	14/05/2015	25.250.000	6.430.408	505.748	8.198.850
Piazza Cordusio 3 (Milano)	10.583	15/09/2010	55.526.203	62.250.000	14/05/2015	62.250.000	12.774.064	1.692.933	17.804.928
Corso Montevecchio (Torino) - Unità A14; Box n2	271	29/09/2009	974.071	1.043.009	12/10/2015	1.138.692	211.895	42.612	333.904

**TAVOLA C**

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO									
N.	Descrizione e Ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Superficie lorda (mq) *	Aree esterne (mq) *	Redditività dei beni locati				Costo storico
					Canone per mq	Tipo contratto	Scadenze contratti	Tipologia prevalente dei conduttori	
7	Torino	Uffici	180.639	37.586	94,28	Contratti di locazione per uso non abitativo / sfitto	Varie	Banca	299.883.749
2	Genova	Uffici	20.070	2.421	160,89	Contratto di locazione per uso non abitativo	Varie	Banca	52.086.867
2	Milano	Uffici	31.465	2.871	110,78	Contratto di locazione per uso non abitativo	Varie	Banca	193.601.869
			<b>232.174</b>	<b>42.878</b>	<b>TOTALE</b>				<b>545.572.484</b>

\*Come determinato dall'Esperto indipendente PRAXI

Nota: il "Canone per mq" è ottenuto dividendo il canone complessivo per la "Superficie lorda (mq)" dell'immobile

**II.8 Posizione netta di liquidità**

La liquidità disponibile del Fondo alla data della presente Relazione è pari a Euro 10.546.827 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>5.908.348</b>	
- Risconti attivi:		5.908.348
<b>G4. Altre</b>	<b>24.066.834</b>	
- Crediti verso conduttori per fatture emesse e non incassate:		266.651
<i>Esposizione lorda</i>		344.617
<i>Rettifiche di valore</i>		-77.966
<i>Esposizione netta</i>		266.651
- Crediti per vendita immobili		22.000.000
- Fatture da emettere per recupero oneri accessori		1.122.688
- Fatture da emettere per canoni di locazione, recupero imposte di registro ed interessi di mora		28.732
- Altre fatture da emettere		153.759
- Note credito da ricevere		384.092
- Altri crediti		69.010
- Acconti versati a fornitori		41.902
<b>G5. Credito IVA</b>	<b>586.898</b>	
<b>Totale altre attività</b>	<b>30.562.081</b>	

La voce "risconti attivi" è prevalentemente costituita dalla quota parte non di competenza del 2015 e quindi da rinviare a periodi successivi:

- delle commissioni bancarie e delle spese di consulenza per la stipula del nuovo contratto di finanziamento (risconto complessivo di Euro 4.025 migliaia), corrisposta al *pool* di banche finanziatrici e all'*advisor* finanziario Mediobanca per complessivi Euro 4.594 migliaia. Tali spese sono state riscontate lungo tutta la durata del contratto di finanziamento (sino al 29/07/2020);
- dell'imposta sostitutiva, trattenuta dal *pool* di banche finanziatrici al momento dell'erogazione del finanziamento, per Euro 780 migliaia (risconto di Euro 714 migliaia);
- della commissione Banca Agente corrisposta a UBI Banca per Euro 75 migliaia (risconto di Euro 43 migliaia);
- delle commissioni e delle spese di consulenza sostenute per la ristrutturazione dello strumento finanziario derivato di copertura per complessivi Euro 800 migliaia (risconto di Euro 754 migliaia);

- delle imposte di registro sui contratti di locazione (risconto di circa Euro 192 migliaia).

I Crediti verso conduttori, ove ritenuto opportuno, sono stati prudenzialmente svalutati sulla base del loro presunto valore di realizzo.

La voce crediti per vendita immobili fa riferimento al credito di Euro 22 milioni nei confronti del Fondo Pacific 1 per la dilazione di pagamento concessa in occasione della vendita dei tre *asset* precedentemente descritta; tale importo, garantito da fideiussione bancaria, verrà incassato entro e non oltre il 14 febbraio 2017 (entro 21 mesi dalla vendita), ove la Società non valuti l'opportunità di ottenerne l'anticipazione da parte di un istituto bancario.

La voce "Credito IVA" è costituita dal credito verso l'Erario che emerge dalla liquidazione IVA del mese di dicembre 2015.

### Sezione III – Le Passività

#### III.1 Finanziamenti ricevuti

Di seguito si riporta il dettaglio del finanziamento ricevuto dal Fondo, che al 31 dicembre 2015 ammonta ad Euro 311.267.252.

Nominativo Controparte	% sul totale	Erogazione iniziale 30/07/2015	Importo rimborsato il 12/10/2015	Debito residuo al 31/12/2015
UBI BANCA S.C.P.A.	25,64%	80.000.000	-187.884	79.812.116
ING BANK N.V.	19,55%	61.000.000	-143.262	60.856.738
BANCA IMI S.P.A.	19,23%	60.000.000	-140.913	59.859.087
BANCA REGIONALE EUROPEA S.P.A.	16,03%	50.000.000	-117.428	49.882.572
BANCA POPOLARE DI MILANO S.C.A.R.L.	13,14%	41.000.000	-96.291	40.903.709
UNICREDIT S.P.A.	6,41%	20.000.000	-46.971	19.953.029
<b>TOTALE</b>	<b>100%</b>	<b>312.000.000</b>	<b>-732.748</b>	<b>311.267.252</b>

#### Condizioni contrattuali

Con la sottoscrizione del Contratto di Finanziamento, avvenuta in data 28 settembre 2009, modificato con atto del 15 settembre 2010 per effetto dell'accensione di una ulteriore Linea di Credito (Linea Term A3) relativa all'acquisto dell'immobile di Piazza Cordusio 3/Via Orefici 15 in Milano, il Fondo si impegna a corrispondere alla Banche Finanziatrici, con cadenza

trimestrale, un ammontare a titolo di interessi passivi calcolato come somma tra:

- **Spread:** 180 bps per anno;
- **Euribor applicabile:** il tasso pubblicato per il relativo periodo di interessi; ovvero qualora non sia disponibile alcun tasso pubblicato per la valuta o il periodo di interessi relativo al finanziamento, il tasso calcolato in base al valore medio matematico quotato alla banca Agente da parte delle Banche di riferimento.

Il Fondo si impegna, inoltre, a corrispondere alle Banche Finanziatrici una commissione di mancato utilizzo (40 bps sul valore nozionale) da calcolarsi, sia per le Linee di Apporto che per la Linea *Capex*, a partire dal primo giorno di utilizzo del relativo periodo di disponibilità, sull'impegno non ancora erogato e, nel caso di cancellazione, sull'impegno cancellato sino alla data di efficacia della relativa cancellazione.

Come indicato in precedenza il contratto di finanziamento è stato prorogato, dietro corresponsione di *waiver fee*, fino alla data del 28 settembre 2015 alle medesime condizioni.

In data 30 luglio 2015, a seguito di una procedura competitiva che ha interessato 16 istituti italiani ed internazionali, il Fondo ha sottoscritto un nuovo contratto di finanziamento di Euro 312.000.000 con un nuovo pool di banche composto da Ubi Banca, Banca Regionale Europa, Banca IMI, Unicredit, Banca Popolare di Milano e Ing Bank N.V. succursale di Milano ed ha provveduto a rimborsare anticipatamente, rispetto alla scadenza del 28 settembre 2015, l'importo del precedente finanziamento per Euro 305.267.576.

Il nuovo finanziamento ha durata quinquennale (scadenza 29 luglio 2020), con interessi calcolati trimestralmente ad un tasso pari all'Euribor 3 mesi act 360 + spread di 140 bps. Il rimborso è previsto integralmente alla scadenza ovvero in concomitanza di ciascuna vendita degli *asset* in portafoglio con i seguenti prezzi di rilascio: (i) 120% (centoventi per cento) della relativa ALA, con riferimento agli immobili siti in Milano, Piazza Edison 1 e Viale Manzoni 9, e agli Immobili Frazionabili; (ii) 115% (centoquindici per cento) della relativa ALA, con riferimento agli immobili diversi dagli immobili elencati al sub-paragrafo (i) che precede. Le garanzie rilasciate dal Fondo per il nuovo finanziamento sono costituite da: ipoteca di primo grado su tutti gli immobili, cessione in garanzia dei crediti e pegno sulle somme dei conti vincolati.

### **Garanzie rilasciate**

Alla data del 31 dicembre 2015 le garanzie rilasciate dal Fondo a favore delle banche finanziatrici sul nuovo finanziamento sono:

- **ipoteca di primo grado volontaria**, ai sensi dell'art. 2808 del codice civile, per un importo complessivo di Euro 624.000.000 iscritta sull'intero portafoglio immobiliare;

- **cessione in garanzia dei crediti** di locazione, di apporto, da assicurazione, di *hedging* e dei crediti ulteriori che dovessero venire ad esistenza;
- **pegno** su tutte le somme di volta in volta accreditate sui conti vincolati, ivi incluse le somme che verranno depositate in futuro su tali conti da terzi o per ordine della SGR, in qualità di Società di Gestione del Fondo.

**Rimborso parziale**

**del finanziamento** In data 12 ottobre 2015, a fronte della vendita di una porzione residenziale dell'immobile di Torino Corso Montevicchio secondo quanto previsto dal Contratto di Finanziamento è stato rimborsato un importo pari a Euro 732.748, pari al 65% dei Proventi Netti di Vendita.

**III.3 Strumenti Finanziari Derivati**

**Copertura tassi d'interesse**

In data 6 agosto 2012 il fondo aveva sottoscritto un contratto derivato di tipo *interest rate swap* con partenza *forward* avente le seguenti caratteristiche:

- Tasso Fisso pagato: 1,7655%;
- Tasso variabile ricevuto: Euribor 3 mesi act 360 (following business days);
- Nozionale di partenza al 31 dicembre 2014: Euro 380.653.813;
- Nozionale al 31 dicembre 2019: Euro 174.559.993;
- decorrenza copertura: 1° gennaio 2015;
- scadenza della copertura: 31 dicembre 2019.

Nella tabella sottostante vengono riportati i nominativi delle banche che hanno sottoscritto i contratti e le relative quote di nozionale:

Banca	Nozionale
Banca IMI S.p.A.	50,0%
Unicredit Banca S.p.A.	50,0%

A seguito della vendita dei tre *asset* menzionata in precedenza ed in concomitanza della sottoscrizione del nuovo contratto di finanziamento, avvenuta il 30 luglio 2015, il Fondo ha provveduto a riadeguare i nozionali dei due contratti derivati con decorrenza 30 giugno 2015, con le medesime controparti Banca IMI e Unicredit, provvedendo contestualmente anche ad un allungamento della durata della copertura fino al 31 marzo 2024, stanti le condizioni del mercato dei tassi d'interesse.

Le condizioni contrattuali del contratto derivato ristrutturato il 30 luglio 2015 sono le seguenti:

- Tasso Fisso pagato: 1,814%;
- Tasso variabile ricevuto: Euribor 3 mesi act 360 (*following business days*), ad eccezione del tasso variabile ricevuto per il periodo 30 giugno 2015-30 luglio 2015 pari all'Euribor 1 mese act 360;
- Nozionale di partenza al 30 giugno 2015: Euro 305.267.575;
- Nozionale al 31 marzo 2024: Euro 19.700.426;
- decorrenza copertura: 30 giugno 2015;
- scadenza della copertura: 31 marzo 2024.

L'operazione di ristrutturazione del derivato è stata condivisa preventivamente dal nuovo *pool* di banche finanziatrici sebbene il periodo oggetto di copertura superi quello del contratto di finanziamento stipulato in data 30 luglio 2015. La SGR aveva incaricato Deloitte ERS che aveva redatto uno specifico parere in merito nel quale si era attestato che l'operazione ha i requisiti per essere definita contabilmente come "di copertura" essendo "altamente probabile" la sottoscrizione di un nuovo contratto di finanziamento per il periodo non coperto.

Al 31 dicembre 2015 la valutazione dello strumento finanziario derivato sopra esposto evidenzia un *mark to market* negativo pari a Euro 26.968.288, non rilevato nella Sezione Reddittuale in quanto il derivato, ad eccezione della porzione non efficace illustrata nella Parte C della Nota Integrativa, 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). A supporto di tale criterio di contabilizzazione è stato richiesto apposito parere alla società Deloitte ERS che ha confermato la correttezza di tale impostazione.

La valutazione della porzione inefficace di Euro 3,6 milioni, iscritta contabilmente all'interno della Relazione al 30 giugno 2015, a seguito del pagamento dei differenziali del secondo semestre 2015, si riduce ad Euro 3.366.622 alla data del 31 dicembre 2015.

Valore Patrimoniale degli Strumenti Finanziari Derivati		
	Strumenti Finanziari quotati	Strumenti Finanziari non quotati
<b>Operazioni su tassi di interesse:</b>		
- futures su titoli di debito, tassi e contratti simili		
- opzioni su tassi e contratti simili		3.366.622
- swap e contratti simili		

**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>2.928.550</b>	
<b>M2. Debiti di imposta</b>	<b>39.995</b>	
<b>M3. Ratei e risconti passivi</b>	<b>147.593</b>	
- Risconti passivi		147.593
<b>M4. Altre</b>	<b>10.558.493</b>	
- Debiti verso fornitori		6.590.815
- Fatture da ricevere per consulenze immobiliari		280.641
- Fatture da ricevere per costi da capitalizzare		130.784
- Fatture da ricevere per spese condominiali e utenze		620.262
- Fatture da ricevere per spese di manutenzione ed altri oneri immobiliari		153.795
- Fatture da ricevere per ritenute a garanzia su SAL		1.667.966
- Fatture da ricevere - altre		158.948
- Fondo rischi ed oneri		200.000
- Note credito da emettere		18.495
- Altri debiti		35.383
- Anticipi da clienti		701.404
<b>M5. Debiti per depositi cauzionali</b>	<b>179.709</b>	
<b>Totale altre passività</b>	<b>13.854.341</b>	

La voce provvigioni ed oneri maturati e non liquidati accoglie principalmente la commissione di gestione del secondo semestre 2015 ancora da corrispondere alla SGR alla data della presente Relazione.

La voce debiti verso fornitori accoglie principalmente i debiti verso le imprese costruttrici per SAL fatturati e non ancora saldati alla data del 31 dicembre 2015 (circa Euro 3,4 milioni) ed il debito nei confronti di Ubis S.p.A. (circa Euro 2,4 milioni) per servizi di *property* e *facility management* e per l'anticipazione di oneri accessori.

La voce "anticipi da clienti" contiene l'importo di incassi ricevuti da clienti per canoni di locazione non ancora fatturati e per un acconto ricevuto sulla vendita di un'unità immobiliare di Corso Montevicchio.

La voce altri oneri accoglie lo stanziamento di Euro 200.000 effettuato in via prudenziale nell'esercizio 2014 in merito al contenzioso in essere con la società alla quale il Fondo aveva affidato l'incarico di progettazione dell'appalto di Piazza Edison a Milano, descritto nel capitolo "Contenziosi" all'interno del paragrafo 1.4.1 della Relazione degli Amministratori.

## 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 (29/09/2009) fino alla data della presente Relazione.

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
<b>IMPORTO INIZIALE DEL FONDO</b>	<b>229.600.000</b>	<b>100,00%</b>
<b>TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI</b>	<b>229.600.000</b>	<b>100,00%</b>
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	-19.867.320	-8,65%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	193.741.229	84,38%
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	-57.759.469	-25,16%
I. Oneri di gestione complessivi	-45.169.067	-19,67%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	8.741.679	3,81%
M. Imposte complessive	-68.912	-0,03%
<b>RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI</b>		
<b>PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI</b>	<b>-64.132.446</b>	<b>-27,93%</b>
<b>VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE</b>	<b>79.687.051</b>	<b>34,71%</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2015</b>	<b>245.085.693</b>	<b>106,74%</b>
<b>TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE</b>		
<b>TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE</b>	<b>5,71%</b>	
<b>NUMERO QUOTE</b>	<b>2.296</b>	
- Quote detenute da Investitori Professionali	2.136	
- Quote detenute da Investitori Esteri	160	

## Sezione V – Altri dati patrimoniali

### V.5 Garanzie ricevute

La Società Unicredit S.p.A., in forza dei contratti di locazione stipulati dal Fondo con Unicredit Business Integrated Solutions, si è costituita quale garante per il pagamento dei canoni di locazione annui, sino ad un importo annuo garantito di Euro 23.996.029, pari all'ammontare dei canoni annui pagabili per ciascun anno di durata del contratto di locazione e di Euro 4.857.219 a garanzia di eventuali danni arrecati agli immobili condotti in locazione.



Gli altri conduttori del Fondo hanno rilasciato a favore del Fondo depositi cauzionali per complessivi Euro 179.709 e ulteriori fidejussioni bancarie per complessivi Euro 4.173.430, di cui Euro 233.678 relativi alla fidejussione rilasciata da REAM SGR per la locazione dell'immobile di Via Alfieri 11 a Torino.

Inoltre, in data 15 maggio 2015, il Fondo ha ricevuto da BNL una fidejussione a garanzia del versamento da parte del Fondo Pacific 1 dell'importo di Euro 22 milioni a saldo della vendita dei tre immobili di Milano descritta in precedenza.

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

Il Fondo ha rilasciato a favore delle banche finanziatrici un'ipoteca di primo grado volontaria, ai sensi dell'art. 2808 del codice civile, per un importo complessivo di Euro 624.000.000 iscritta sull'intero portafoglio immobiliare.

## Parte C – Il risultato economico dell'esercizio

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

La Voce A4.1 "Strumenti finanziari derivati di copertura" accoglie il costo relativo agli interessi corrisposti alle banche nel corso del 2015 (circa Euro 6 milioni) in merito al derivato di copertura di tipo *interest rate swap* stipulato con Banca IMI e Unicredit nel corso del 2012 e avente decorrenza 1 gennaio 2015. Tale strumento prevedeva il versamento di un tasso fisso pari all'1,7655% in cambio del tasso variabile Euribor a 3 mesi. A seguito della vendita dei tre *asset* immobiliari precedentemente descritta e del correlato rimborso del finanziamento di circa Euro 82,3 milioni, il nozionale di tale strumento è stato ristrutturato, con decorrenza 30 giugno 2015, per allinearlo con l'importo del finanziamento coperto. Il nuovo tasso fisso da corrispondere è stato rideterminato nella misura dell'1,814% e la scadenza dello strumento di copertura è stata prorogata sino al 31 marzo 2024.

Contestualmente al rimborso del finanziamento, nella Relazione al 30 giugno 2015, è stato inoltre iscritto contabilmente fra i costi della sezione reddituale, all'interno della voce A4.2 "Strumenti finanziari derivati non di copertura", l'importo di circa Euro 3,6 milioni, pari al valore di mercato della porzione dello strumento finanziario derivato che è risultata essere inefficace in seguito al test di efficacia condotto sullo strumento. Alla data del 31 dicembre 2015, in seguito ai pagamenti dei differenziali effettuati nel secondo semestre 2015 su tale porzione per complessivi Euro 265.410, la valutazione della porzione inefficace residua ammonta a Euro 3.366.622.

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	-5.960.468		-265.410	-3.366.622
- swap e altri contratti simili				

## Sezione II – Beni immobili

Di seguito si fornisce il dettaglio delle sottovoci relative al risultato economico delle operazioni su 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		21.825.015			
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi		1.808.118			
<b>2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI</b>					
2.1 beni immobili		95.683			
2.2 diritti reali immobiliari					
<b>3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE</b>					
3.1 beni immobili		-14.381.073			
3.2 diritti reali immobiliari					
<b>4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI</b>		-4.686.083			
<b>5. AMMORTAMENTI</b>					
<b>6. IMU</b>		-3.700.588			
<b>TOTALE</b>		<b>961.072</b>			

La voce "Altri Proventi" si riferisce principalmente al recupero delle spese condominiali, delle utenze e delle imposte di registro a carico dei conduttori.

La voce "Utile da realizzo" è costituita dall'utile generato dalla vendita di un'unità immobiliare all'interno dell'immobile di Corso Montevocchio.

La voce "plusvalenze/minusvalenze" riflette il minor valore degli immobili di proprietà del Fondo, determinato dall'Esperto Indipendente al 31 dicembre 2015, rispetto al valore attribuito dallo stesso alla fine del precedente esercizio incrementato delle capex realizzate nel corso del 2015. L'ammontare dei costi capitalizzati nell'esercizio è stato pari a Euro 18,9 milioni e fanno riferimento ai principali cantieri attualmente in essere:

- Torino – Arsenale 23: circa Euro 7,6 milioni (appalto Virgin, frazionamento Arsenale 19, 21, 23 e ristrutturazione facciata);
- Milano – Edison: circa Euro 12,3 milioni;
- Torino – Montevocchio: circa Euro 404 migliaia;
- Torino – Arcivescovado 8: circa Euro 456 migliaia (appalto residenze e autorimessa);
- Torino – Via Alfieri 11: circa 146 migliaia per ristrutturazione facciata.

La voce "Oneri per la gestione degli immobili" è prevalentemente costituita da:

- utenze, spese condominiali e costo di *facility management* (Euro 1,8 milioni);
- spese per commissione di intermediazione immobiliare su locazioni (Euro 447 migliaia) e vendite (Euro 536 migliaia);
- spese per manutenzioni e consulenze effettuate sugli immobili e non capitalizzate (Euro 642 migliaia);
- imposte di registro, TASI ed altre imposte ad esclusione dell'IMU (717 migliaia);
- compenso di *property management* (Euro 384 migliaia);
- premi assicurativi (Euro 115 migliaia);
- spese per assistenza e consulenza legale su tematiche immobiliari (Euro 48 migliaia).

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

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

Tale voce ammonta ad Euro 5.657.955 e rappresenta il totale degli interessi passivi maturati nel 2015 sui contratti di finanziamento stipulati dal Fondo (per maggiori informazioni si rimanda alla sezione III.1).

### **Composizione della voce "Altri oneri finanziari"**

Tale voce ammonta ad Euro 1.494.102 ed è costituita principalmente:

- dalle commissioni maturate sul precedente contratto di finanziamento (sino al 30/07/2015) per complessivi Euro 919 migliaia;
- dalla quota di competenza del periodo 30/07/2015 – 31/12/2015 delle commissioni bancarie, delle spese di consulenza e dell'imposta sostitutiva per complessivi Euro 467 migliaia;
- dalla Commissione maturata dalla Banca Agente di entrambi i contratti di finanziamento per complessivi Euro 106 migliaia.

## 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	-5.310.378	2,08%	0,93%					
- provvigioni di base	-5.310.378	2,08%	0,93%					
2) costi ricorrenti degli OICR in cui il fondo investe								
3) compenso del depositario	-65.528	0,03%	0,01%					
4) spese di revisione del fondo	-41.703	0,02%						
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	-53.910	0,02%	0,01%					
7) oneri di gestione degli immobili	-8.386.671	3,28%	1,46%					
8) spese legali e giudiziarie	-195.345	0,08%						
9) spese di pubblicazione del valore della quota ed eventualmente pubblicazione del prospetto informativo								
10) altri oneri gravanti sul fondo	-184.677	0,07%						
<b>COSTI RICORRENTI TOTALI</b>	<b>-14.238.211</b>	<b>5,57%</b>						
11) oneri finanziari di strumenti finanziari	-9.592.501							
di cui:								
- su titoli azionari								
- su titoli di debito								
- su derivati	-9.592.501							
- altri								
12) oneri finanziari per debiti assunti dal fondo	-7.152.057			2,30%				
13) oneri fiscali di pertinenza del fondo	3.125	0,00%						
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>-30.979.644</b>	<b>12,12%</b>						

Il compenso spettante alla Società di Gestione è composto da:

- a) una commissione fissa iniziale corrisposta *una tantum* (up front fee) pari ad un valore di Euro 400.000;
- b) una commissione di gestione;
- c) una commissione variabile finale.

**La Commissione di gestione** è pari allo 0,9% annuo del Valore Complessivo delle Attività del Fondo, con un minimo garantito di Euro 200.000 per ogni semestre, e viene calcolata su base semestrale.

Per Valore Complessivo delle Attività del Fondo si intende 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 risulta 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 in società immobiliari e delle parti di altri fondi immobiliari detenuti dal Fondo alla data di riferimento (per tale intendendosi i relativi valori di acquisizione e/o di conferimento incrementati delle cosiddette "capex").

La Commissione di Gestione viene 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 compenso da corrispondere in via provvisoria per il semestre successivo ed il conguaglio rispetto agli importi erogati, allo stesso titolo, nei 6 (sei) mesi precedenti sulla base delle risultanze contabili.

L'importo di competenza del 2015 comprensivo di conguagli è pari ad Euro 5.310.378.

**La commissione variabile finale** (*Success Fee*) sarà corrisposta al momento della liquidazione del Fondo come di seguito dettagliato:

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

In data odierna, 26 febbraio 2016, il Business Plan a vita intera del Fondo è stato aggiornato e approvato dal Consiglio di Amministrazione di REAM, subordinatamente al parere favorevole del Comitato Consultivo del Fondo e riporta una previsione di rendimento complessivo pari al 7,8% che, ai sensi del Regolamento del Fondo stesso, non fa prevedere il maturare della Commissione Variabile Finale dovuta alla SGR.

E' stato pertanto rilasciato contabilmente l'importo di Euro 500.000 che era stato stanziato complessivamente nel corso dei precedenti esercizi. Tale importo è stato inserito all'interno della voce "L2. Altri ricavi".

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 VIII – Altri ricavi ed oneri

Di seguito si fornisce il dettaglio della composizione delle voci "Altri ricavi" ed "Altri oneri":

<b>1) Altri Ricavi</b>	<b>756.389</b>
- interessi attivi su diponibilità liquide	79.865
- sopravvenienze attive	176.512
- altri ricavi	500.012
<b>2) Altri Oneri</b>	<b>-3.786</b>
-- sopravvenienze passive	-3.577
- altri oneri	-209
<b>Totale</b>	<b>752.603</b>

L'importo delle sopravvenienze attive accoglie principalmente il recupero delle sanzioni, versate dal Fondo in data 6 agosto 2014 e relative all'accertamento ricevuto dall'Agenzia delle Entrate nel 2012 per la tardiva registrazione dell'atto di acquisto del fabbricato situato in Piazza Cordusio a Milano; lo studio notarile che aveva registrato il suddetto atto ha infatti corrisposto al Fondo l'importo di Euro 142.000 a titolo di risarcimento.

Il provento straordinario di Euro 500 migliaia, inserito nella voce "Altri ricavi", fa riferimento al rilascio di accantonamenti effettuati in esercizi precedenti in relazione alla revisione periodica della stima dell'importo della commissione variabile finale corrisposta alla SGR ed illustrata nel precedente paragrafo.

### Sezione IX – Imposte

La voce evidenzia un ricavo di Euro 3.125 e fa riferimento allo storno dell'IVA indetraibile, accantonata nei precedenti esercizi. Infatti, sulla base delle risultanze contabili definitive dell'esercizio 2015, la percentuale consuntiva del pro-rata di detraibilità è stata determinata nella misura del 100%.

## 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.

Si precisa al riguardo che 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 in 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 predispone 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 infine 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 non sono presenti impegni assunti dal Fondo a fronte di strumenti finanziari derivati finalizzati alla copertura dei rischi di portafoglio.

Alla data della presente Relazione risultano in essere due strumenti finanziari derivati finalizzati alla copertura dal rischio di tasso sul contratto di finanziamento del Fondo. Detti strumenti sono descritti nella Sezione III.3 della Parte B 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 58,6% e del 57,8%; il valore massimo e medio tra il valore delle garanzie del finanziamento e il totale delle attività è stato rispettivamente del 140,4% e 124,5%.

Il livello di leva finanziaria utilizzata dal Fondo, calcolato con il metodo lordo e con il metodo degli impegni, ammonta rispettivamente a 3,624 e 2,411 alla data della presente Relazione.

Nel corso del 2015 la Società di gestione non ha percepito dal Fondo, per l'attività di gestione svolta, proventi diversi dalla commissione di gestione precedentemente descritta.

Nel periodo di riferimento della presente Relazione 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 le informazioni inerenti le operazioni di investimento/disinvestimento si rimanda alla Relazione degli Amministratori.

Per il Consiglio di Amministrazione  
Il Presidente