

# **DOCUMENTO INFORMATIVO**

**BORGOSIESIA S.P.A.**

**IN LIQUIDAZIONE**

**Relativo all'operazione di scioglimento del Fondo immobiliare chiuso Gioiello in liquidazione**

**Redatto ai sensi del regolamento per le operazioni con parti correlate approvato da Consob con delibera n.17221 del 12 marzo 2010 (il "Regolamento Parti Correlate") nonché dell'articolo 71 del regolamento approvato da Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato (il "Regolamento Emittenti")**

**Prato, 20 ottobre 2016**

## SOMMARIO

1.	PREMESSA.....	3
2.	AVVERTENZE.....	5
2.1	Rischi connessi a potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione .....	5
2.2	Rischi connessi all'Operazione.....	5
3.	INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE.....	6
3.1	Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione. Indicazione delle fonti di finanziamento e di impiego.....	6
3.2	Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, sulla natura della correlazione e, ove di ciò sia data notizia all'organo di amministrazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione.....	8
3.3	Indicazione delle motivazioni economiche, della convenienza per la Società e delle finalità dell'Operazione. ....	8
3.4	Rapporti con la società oggetto dell'operazione e/o con i soggetti da/a cui le attività sono state acquistate/cedute .....	9
3.5	Rapporti fra i componenti il collegio dei liquidatori della Società e le controparti dell'Operazione.....	10
3.6	Effetti significativi dell'Operazione .....	10
3.7	Dati economici, patrimoniali e finanziari relativi alle attività dismesse/acquisite.....	10
3.8	Modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari. Pareri rilasciati da esperti indipendenti a supporto della congruità di tale corrispettivo. ....	11
3.9	Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione .....	12
3.10	Modifiche dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione/liquidazione della società e/o di società da questo controllate dipendenti dall'Operazione.....	14
3.11	Coinvolgimento nell'Operazione di componenti il collegio dei liquidatori della Società.....	14
3.12	Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative connesse all'Operazione. ....	14
3.13	Documenti a disposizione del pubblico .....	14
4.	PROSPETTIVE DELLA SOCIETÀ E DEL GRUPPO .....	15

## 1. Premessa

La redazione del presente documento muove dalle circostanze di seguito riportate:

- a) in data 3 agosto 2006 Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. – oggi in liquidazione e, di seguito, per brevità "SGR" - provvedeva ad istituire il fondo immobiliare chiuso Gioiello (il "Fondo") il cui patrimonio risulta, alla data del presente documento, suddiviso in 340 quote così sottoscritte:

Sottoscrittore	N. quote	Valore totale	%
<b>Gruppo BGS ( come infra definito)</b>			
SGR	6	1.500.000	1,76%
Borgosesia S.p.A.	125	31.250.000	36,76%
FLP S.r.l.	20	5.000.000	5,88%
Goldfinger Lda	15	3.750.000	4,41%
<b>Gruppo Famiglia Bini</b>			
Bini Cristina	7	1.750.000	2,06%
Bini Gabriele	7	1.750.000	2,06%
Bini Gabriele e Giannetto	1	250.000	0,29%
Bini Gianna	8	2.000.000	2,35%
Bini Giannetto	5	1.250.000	1,47%
Bini Roberto	80	20.000.000	23,53%
Delfino S.p.A.	6	1.500.000	1,76%
Penelope S.p.A.	60	15.000.000	17,65%
<b>TOTALE</b>	<b>340</b>	<b>85.000.000</b>	<b>100,00%</b>

- b) i Sigg.ri Gianna Bini, Cristina Bini, Gabriele Bini, Giannetto Bini, Zucchi Vera (di seguito, i predetti, collettivamente indicati come "Gruppo Bini") e il Sig. Roberto Bini (di seguito il Gruppo Bini ed il Sig. Roberto Bini, collettivamente, "Gruppo Famiglia Bini") risultano titolari, alla data del presente documento, complessivamente di n. 20.956.412 azioni Borgosesia S.p.A. in liquidazione (di seguito, "Società" o "BGS" e, a sua volta, controllante la SGR) e più precisamente:

Azionista	n. azioni
Bini Cristina	4.492.339
Bini Gabriele	4.685.979
Bini Gianna	4.482.339
Bini Giannetto	4.577.346
Bini Roberto	566.258
Zucchi Vera	2.152.151
<b>Totale</b>	<b>20.956.412</b>

- c) in data 11 dicembre 2015 il Collegio dei Liquidatori della SGR ha approvato il piano di smobilizzo e liquidazione del Fondo che, a tale data, prevedeva di addivenire allo scioglimento dello stesso, in ultima analisi, mediante assegnazione ai quotisti del Fondo di azioni di una società denominata Bravo S.p.A. (di seguito, "Bravo") che, prima di allora, si sarebbe resa conferitaria di tutte le residue attività del Fondo;
- d) in data 14 giugno 2016 fra il Gruppo Bini e CdR Replay S.r.l. (di seguito, per brevità, "CdR" e, a sua volta, titolare di n. 6.321.099 azioni BGS) risulta essere stato sottoscritto

un accordo sulla gestione condivisa di azioni BGS e della Società (di seguito, l' "Accordo") che peraltro prevede il lock up delle azioni detenute dagli aderenti;

- e) l'Accordo, inter alia, disciplina modalità attraverso cui addivenire allo scioglimento del Fondo tali da assicurare, in luogo dell'assegnazione a BGS ed alle sue controllate (di seguito, Gruppo o Gruppo BGS) di una partecipazione – peraltro minoritaria - in Bravo S.p.A. come previsto dal piano dell'11 dicembre 2015, di singoli asset in proprietà esclusiva e ciò anche grazie al perfezionamento di successive operazioni straordinarie (Cfr. la Scissione infra definita);
- f) all'Accordo non ha prestato adesione il Sig. Roberto Bini, titolare di n. 80 quote del Fondo. Ciò non di meno, il Gruppo Bini nell'ambito dell'Accordo ha assunto l'impegno, tra l'altro, di fare sì che il Sig. Roberto Bini eserciti i diritti di voto connessi alle predette quote in maniera identica a quella degli aderenti all'Accordo;
- g) anche sulla scorta di quanto previsto dall'Accordo, tutti i quotisti del Fondo hanno inoltrato alla SGR apposita comunicazione con la quale questa viene invitata a valutare la possibilità di addivenire allo scioglimento dello stesso mediante l'assegnazione delle residue attività in lotti - ciascuno del valore pari a quello delle quote possedute dal quotista assegnatario, o da gruppi di questi, sulla base del *net asset value* (di seguito, "NAV")<sup>1</sup> che emergerà dal rendiconto finale del Fondo – anche fra loro qualitativamente diversi;
- h) BGS ha successivamente richiesto la convocazione dell'assemblea dei quotisti del Fondo per discutere e deliberare su seguente ordine del giorno: *richiesta di modifica della procedura di liquidazione e piano di smobilizzo del Fondo Gioiello in liquidazione: delibere inerenti e conseguenti.*
- i) la predetta assemblea, tenutasi il 13 ottobre 2016, ha all'unanimità deliberato di richiedere alla SGR di addivenire allo scioglimento del Fondo nei termini sopra riportati;
- j) in pari data il Collegio dei Liquidatori della SGR, recependo le richieste formulate dai quotisti, ha provveduto a modificare il piano di liquidazione del Fondo prevedendo come relativa modalità attuativa, appunto, l'assegnazione in natura per lotti anche fra loro qualitativamente disomogenei;

Considerato che, come la Società ritiene, lo scioglimento del Fondo mediante assegnazione di lotti qualitativamente disomogenei può equipararsi allo scioglimento di una comunione laddove i comunisti sono rappresentati, oltre che da società Gruppo anche, direttamente e/o indirettamente, da azionisti rilevanti di BGS, la relativa operazione (di seguito, l' "Operazione") è stata ritenuta conclusa con controparti correlate;

In assenza di ulteriori atti negoziali diversi da quelli rappresentanti la mera esecuzione delle volontà espresse nell'assemblea dei quotisti del Fondo del 13 ottobre 2016 - e recepiti nella delibera,

---

<sup>1</sup> Calcolato come differenza tra il *fair value* delle attività e quello delle passività.

di pari data e sopra richiamata, assunta dal Collegio dei Liquidatori della SGR - la predetta data è stata quindi prudenzialmente individuata come quella di perfezionamento dell'Operazione.

Tenuto inoltre conto della rilevanza quantitativa della stessa e del conseguente superamento dei parametri previsti dall'Allegato 3B Regolamento Emittenti la predetta data è stata anche individuata, sempre prudenzialmente, come quella in cui risulta essersi perfezionata una Cessione ed un Acquisto Rilevante ex articolo 71 Regolamento Emittenti col che il presente Documento Informativo ( di seguito anche Documento) include anche le informazioni previste dallo schema 3 dell'Allegato 3B alla predetta delibera fermo restando che eventuali modifiche e/o integrazioni delle stesse verranno portate a conoscenza del Mercato, nei termini regolamentari, una volta puntualmente eseguito il piano di riparto finale del Fondo.

## **2. Avvertenze**

### **2.1 Rischi connessi a potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione**

La liquidazione del Fondo si sostanzia di fatto, secondo la Società, nello scioglimento di una comunione. La stessa avverrà, per la parte diversa dalla liquidità – al netto degli accantonamenti prudenziali effettuati a copertura di eventuali sopravvenienze - mediante l'assegnazione ai relativi quotisti, anche in parte esterni al Gruppo, delle residue attività del Fondo previa formazione di appositi lotti. Tali lotti – che avranno valore pari a quello delle quote possedute dal quotista assegnatario, o da gruppi di questi, sulla base del NAV che emergerà dal rendiconto finale del Fondo - sono stati composti dal Collegio dei Liquidatori della SGR tenendo conto di quanto concordato tra le parti e risultano, come detto, fra loro qualitativamente diversi. Pertanto, sebbene in termini di valore sarà assicurata la parità di trattamento dei quotisti, non vi è certezza che i beni componenti il lotto in tale contesto assegnato al Gruppo, nonostante le analisi da questo condotte e le cautele adottate, presentino un grado di fungibilità almeno pari a quello dei beni costituenti il lotto assegnato agli altri quotisti assegnatari né che i beni immobili di pertinenza delle società le cui partecipazioni concorrono alla formazione del lotto assegnato al Gruppo presentino caratteristiche, in termini di liquidabilità, del tutto identiche a quelle dei beni immobili riferibili, attraverso l'assegnazione delle relative partecipazioni, all'altro lotto.

### **2.2 Rischi connessi all'Operazione**

L'Operazione ha natura essenzialmente permutativa fra *asset* di fatto illiquidi (quote del Fondo) e *asset* che, per contro, si assumono ragionevolmente smobilizzabili. Pertanto, la Società non ritiene che la stessa presenti particolari rischi per il Gruppo. Inoltre, la Società non ritiene che l'eventuale prosecuzione dell'attività liquidatoria del Fondo avrebbe permesso il realizzo dell'insieme delle relative attività in guisa di assicurare al Gruppo il riparto di una somma maggiore, e in tempi più brevi, rispetto a quella che lo stesso si prefigge di realizzare, in un determinato orizzonte temporale, attraverso la alienazione dei cespiti costituenti il lotto assegnato. Tuttavia, come per tutte le operazioni di valorizzazione, lo smobilizzo dei cespiti costituenti il lotto di pertinenza del Gruppo è esposto ai tipici rischi di mercato per beni di questa natura, dati dall'impossibilità di prevedere con certezza tempi e prezzi di realizzo di ciascun cespite.

### 3. Informazioni relative all'operazione

#### 3.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione. Indicazione delle fonti di finanziamento e di impiego

L'Operazione oggetto del presente documento si sostanzia nell'accordo raggiunto fra il Gruppo e il Gruppo Famiglia Bini volto ad addivenire allo scioglimento del Fondo Immobiliare chiuso Gioiello, promosso e gestito da Borgosesia Gestioni SGR SpA in liquidazione mediante - oltre che al riparto della liquidità esistente, al netto degli accantonamenti prudenziali a copertura di possibili sopravvenienze - l'assegnazione ai due gruppi di quotisti - il Gruppo BGS ed il Gruppo Famiglia Bini - delle residue attività di questo mediante formazione di due distinti lotti, qualitativamente fra di loro per buona parte diversi, ma il cui valore complessivo risulterà pari al NAV delle quote del Fondo di rispettiva competenza sulla base del rendiconto finale di questo.

In particolare, i due lotti risultano così composti:

<b>Gruppo BGS (a fronte di 166 quote del Fondo complessivamente detenute )</b>	<b>Gruppo Famiglia Bini (a fronte di 174 quote del Fondo complessivamente detenute )</b>
Intero capitale di Nova Edil S.r.l. con sede in Prato, Via dei Fossi 14/	Intero capitale di Smeraldo S.r.l. con sede in Prato, Via dei Fossi 14/C
Intero capitale di Giada S.r.l. con sede in Prato, Via dei Fossi 14/C	Azioni Bravo S.p.A.
Intero capitale di Realty S.r.l. con sede in Prato, Via dei Fossi 14/C	
Azioni Bravo S.p.A.	

Fermo restando che, come detto, la definitiva quantificazione dei lotti verrà effettuata sulla base del NAV del Fondo emergente dal rendiconto finale, di seguito si riporta una breve descrizione degli asset sopra indicati fermo restando che maggiori informazioni circa gli stessi possono essere tratte dalle stime rassegnate da PRAXI S.p.A. in qualità di esperto indipendente del Fondo ed allegate per estratto al presente Documento in uno col rendiconto semestrale 2016 del Fondo:

- i. Nova Edil S.r.l.: trattasi di società a cui risulta riferito il portafoglio immobiliare acquisito al tempo nell'ambito del concordato fallimentare del Gruppo Bertrand ed in cui il Fondo svolse il ruolo di assuntore e garante. Il valore della relativa partecipazione al 30 giugno 2016 è pari ad €3.840.000,00;
- ii. Giada S.r.l.: il patrimonio della società è dato da disponibilità liquide e da crediti. Il relativo valore al 30 giugno scorso è pari ad €220.847,00;
- iii. Realty S.r.l.: l'unico *asset* della società è di fatto rappresentato dalla partecipazione, pari al 50% del relativo capitale, in Fase Realty S.r.l. che conduce in locazione finanziaria il centro direzionale Telecom di Viale Guidoni in Firenze. Il valore della partecipazione in rassegna al 30 giugno scorso è pari ad €14.670.000,00;
- iv. Smeraldo: il patrimonio della società è dato da disponibilità liquide e da crediti. Il relativo valore al 30 giugno scorso è pari ad €168.608,00;

- v. Bravo: la società è titolare di un portafoglio immobiliare composto da unità con varia destinazione ed il valore della partecipazione al 30 giugno 2016 è pari ad €46.170.000,00.

Giova inoltre qui precisare come:

- a) In data 14 ottobre 2016, in attuazione del piano di liquidazione come sopra approvato dal Collegio dei Liquidatori della SGR, il Fondo abbia conferito a favore di Nova Edil S.r.l. un coacervo di beni mobili (crediti) ed immobili, organizzato in forma di azienda in capo allo stesso (di seguito, il "Conferimento") del valore complessivo netto di € 6.820.000. Il compendio immobiliare così trasferito a Nova Edil S.r.l. è descritto del pari nella perizia di stima PRAXI S.p.A. allegata al Documento ( Cfr perizia immobile in Arese);
- b) Il numero di azioni Bravo S.p.A. e, conseguentemente, il relativo valore, verrà determinato applicando la seguente formula:

168.500 (numero di azioni in cui si suddivide il capitale di Bravo )  
*diviso*

Valore della partecipazione in Bravo

*moltiplicato*

Valore delle azioni Bravo oggetto di assegnazione

laddove:

- il valore della partecipazione in Bravo sarà dato da quello complessivamente attribuito alla partecipazione detenuta in tale società dal Fondo nell'ambito del rendiconto finale;
  - il valore delle azioni Bravo oggetto di assegnazione risulterà pari al NAV del Fondo di pertinenza del Gruppo BGS, sulla base del rendiconto finale (di seguito, rispettivamente, "NAV Finale" e "NAV Finale Gruppo"), ridotto in ragione, oltre che della liquidità ripartita – al lordo degli accantonamenti a copertura di possibili sopravvenienze – del valore, sempre desunto dal rendiconto finale, delle partecipazioni oggetto di assegnazione in Giada S.r.l., Realty S.r.l. e Nova Edil S.r.l., quest'ultimo chiaramente comprensivo di quello del Conferimento;
- c) L'Accordo preveda che le azioni Bravo che, come sopra, perverranno al Gruppo BGS in dipendenza dello scioglimento del Fondo siano annullate nell'ambito della programmata scissione asimmetrica della medesima società (di seguito, "Scissione");
- d) L'Operazione, ferma la sua unitarietà sostanziale, si scomponga di fatto – con la eccezione per la quota di riparto eseguita con mezzi monetari – di due distinte operazioni: una rappresentate una dismissione e l'altra (contestuale) un acquisto, per pari importo, di strumenti finanziari e/o partecipazioni. Le risorse rinvenienti dalla prima verranno quindi integralmente impiegate nella seconda mentre la liquidità effettivamente incassata in sede di scioglimento del Fondo, per nulla influenzata, quanto alla sua determinazione, dall'Operazione stessa, verrà destinata dalla Società e alla copertura dei propri costi di gestione e alla riduzione delle proprie passività e ciò in conformità al piano di ristrutturazione del debito da questa definitivamente approvato il 6 settembre scorso ( di seguito, il "Piano").
- e) L'Operazione comprenda anche appositi accordi in ordine al ristoro ed alla copertura, rispettivamente, di talune sopravvenienze attive e passive – queste ultime al netto delle

somme già come accantonate dalla SGR - che si dovessero manifestare in futuro in dipendenza di atti di gestione posti in essere dal Fondo prima del suo scioglimento.

### **3.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, sulla natura della correlazione e, ove di ciò sia data notizia all'organo di amministrazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione.**

Come precisato, l'Operazione è considerata conclusa con parti correlate stante che, in ultima analisi, in dipendenza dello scioglimento dell'ideale comunione realizzata attraverso la partecipazione al Fondo, il Gruppo BGS procede ad effettuare uno scambio di talune componenti della teorica quota di riparto in natura con soggetti che controllano la Società, anche in forza di un patto parasociale sottoscritto fra taluni di questi.

In particolare i soggetti correlati controparte dell'operazione sono desumibili dal prospetto di seguito riportato:

<b>Nominativo</b>	<b>Generalità</b>	<b>Numero di azioni Borgoesia possedute</b>	<b>% sul capitale votante</b>	<b>Di cui apportate al patto parasociale</b>	<b>% sul capitale votante</b>
Bini Cristina	nata a Firenze il 13.03.1974, residente in Prato, Via Santa Trinita 36 C.F. BNI CST 74C53 D612X	4.492.339	14,786%	4.492.339	14,786%
Bini Gabriele	nato a Firenze il 26/11/1970, residente in Prato, Viale della Repubblica, 264 C.F. BNI GRL 70S26 D612X	4.685.979	15,424%	4.685.979	15,424%
Bini Gianna	nata a Firenze il 09.12.1971, residente in Prato, Via Santa Trinita 36, C.F. BNI GNN 71T49 D612W	4.482.339	14,754%	4.482.339	14,754%
Bini Giannetto	nato a Firenze il 15/05/1976, residente in Prato, Via Petrarca 32/a, C.F. BNI GNT 76E15 D612R	4.577.346	15,067%	4.577.346	15,067%
Zucchi Vera	nata a Monte S. Maria Tiberina il 17.02.1950, residente in Prato, Via Petrarca 13, C.F. ZCC VRE 50B57 F 629 L	2.152.151	7,084%	2.152.151	7,084%
Bini Roberto	nato a Prato il 20 novembre 1937, residente in Prato (PO), alla Via F. Petrarca n. 13, codice fiscale BNI RRT 37S20 G999G	566.258	1,864%	-	-
<b>Totale</b>		<b>20.956.412</b>	<b>68,979%</b>	<b>20.390.154</b>	<b>67,115%</b>

### **3.3 Indicazione delle motivazioni economiche, della convenienza per la Società e delle finalità dell'Operazione.**

Le motivazioni economiche e la convenienza dell'Operazione per il Gruppo (oltre che, chiaramente, per la Società) sono agevolmente valutabili ponendo a confronto la differente tipologia di beni che questo otterrà in assegnazione all'atto dello scioglimento del Fondo rispetto a quelli che, in difetto della stessa, avrebbe ricevuto nell'ipotesi in cui a ciò si fosse pervenuti nel rispetto delle modalità previste dal precedente piano di liquidazione.

Invero, mentre grazie all'Operazione il Gruppo verrà a disporre, anche in dipendenza della successiva Scissione, di singoli beni di cui potrà controllare i relativi flussi oltre a programmarne il processo di dismissione, nell'alternativa ipotesi di assegnazione di una quota di minoranza in Bravo S.p.A. questo avrebbe di fatto esclusivamente acquisito un'aspettativa in ordine alla distribuzione di utili o della quota di ipotetica liquidazione senza peraltro poter influenzare nessuno dei due eventi.

L'utilità e la convenienza dell'Operazione debbono poi essere valutate anche alla luce di ulteriori considerazioni e cioè:

- a) che al 30 giugno 2016 le quote del Fondo di pertinenza del Gruppo risultavano pari al 56,31% del relativo attivo consolidato;
- b) che la delicata posizione finanziaria del Gruppo risulta concretamente ripianabile solo attraverso flussi di cassa rinvenienti da un piano di dismissioni programmato, che, all'evidenza, ben difficilmente avrebbero potuto esserlo con riferimento ad una partecipazione di importo unitariamente rilevante, per di più minoritaria, in una unica società.

Circa gli obiettivi gestionali ed i programmi elaborati dalla Società relativamente alle partecipazioni che verranno assegnate al Gruppo nell'ambito dell'Operazione, si sottolinea inoltre come le stesse siano destinate:

- a) quella in Bravo, ad essere conferita nei prossimi 12 mesi in Nova Edil S.r.l., società quest'ultima che, conseguentemente, risulterà beneficiaria unica della Scissione;
- b) quelle in Giada S.r.l., Realty S.r.l. e Nova Edil S.r.l. (post Scissione) ad essere conferite nei prossimi 12 mesi in New BGS ossia nella società "veicolo" che, all'approvazione del Piano da parte dei creditori interessati, verrà costituita per dare esecuzione allo stesso attraverso, tra l'altro, la dismissione delle predette partecipazioni.

### **3.4 Rapporti con la società oggetto dell'operazione e/o con i soggetti da/a cui le attività sono state acquistate/cedute**

Come precisato il Gruppo detiene 166 quote del Fondo pari al 48,82% delle 340 in circolazione.

Le restanti 174 quote risultano detenute dai soggetti indicati nella tabella di seguito riportata:

<b>Soggetto</b>	<b>N° quote</b>	<b>% sul totale delle quote in circolazione</b>
Delfino S.p.A.	6	1,76%
Penelope spa	60	17,65%
Bini Gabriele e Giannetto	1	0,29%
Gianna Bini	8	2,35%
Cristina Bini	7	2,06%
Giannetto Bini	5	1,47%
Roberto Bini	80	23,53%
Gabriele Bini	7	2,06%

Alla data del Documento la Società rende a favore delle società Giada S.r.l., Realty S.r.l. e Nova Edil S.r.l. talune prestazioni sulla base di appositi contratti di *management* i cui corrispettivi sono desumibili dal prospetto sotto riportato:

<b>Soggetto</b>	<b>Corrispettivo annuo (€)</b>
Giada S.r.l.	6.000
Nova Edil S.r.l. – Property	90.000
Nova Edil S.r.l. – Service	12.000
Realty S.r.l.	10.000

Per contro, Bravo presta a favore della Società servizi a fronte del corrispettivo annuo di €140.000,00.

### **3.5 Rapporti fra i componenti il collegio dei liquidatori della Società e le controparti dell'Operazione.**

Si evidenzia come Mauro Girardi, in forza dell'Accordo Presidente del Collegio dei Liquidatori della Società, ricopra anche la carica di Presidente del Consiglio di Amministrazione di CdR Advance Capital S.p.A., a sua volta controllante CdR Replay S.r.l., società che, in data 14 giugno 2016, ha sottoscritto l'Accordo con il Gruppo Bini.

Il Gruppo Famiglia Bini, inoltre, detiene azioni della Società così come desumibile dal prospetto riportato al paragrafo 3.2.

### **3.6 Effetti significativi dell'Operazione**

Come noto, la Società risulta attualmente in liquidazione volontaria in forza della delibera assunta dagli azionisti in data 30 novembre 2015.

Alla luce di quanto sopra l'Operazione è destinata esclusivamente ad agevolare, allo stato, il processo di liquidazione del patrimonio di questa nonché la connessa estinzione delle passività, finanziarie e non, gravanti il Gruppo e ciò in conformità al Piano.

Sempre in considerazione di quanto sopra indicato in ordine all'attuale status giuridico della Società, l'Operazione non è destinata a produrre con riferimento a questa cambiamenti rilevanti in ordine ai settori, ai mercati di attività, ai prodotti venduti e/o i servizi prestati, all'attività produttiva e di vendita, al personale, agli investimenti da realizzare e alle forme di finanziamento, alla politica di ricerca e sviluppo e alla posizione fiscale.

### **3.7 Dati economici, patrimoniali e finanziari relativi alle attività dismesse/acquisite**

In allegato al Documento sono riportati:

- per Giada S.r.l., Realty S.r.l., Nova Edil S.r.l., Bravo S.p.A. e Smeraldo S.r.l., tavola comparativa degli stati patrimoniali e dei conti economici riclassificati relativi agli ultimi due esercizi chiusi corredati da sintetiche note esplicative dandosi atto che gli stessi non risultano soggetti a revisione legale ad opera di società a ciò autorizzata;

- per il Fondo copia dei rendiconti annuali 2014 e 2015 nonché delle relazioni semestrali 2015 e 2016 corredati dai rispettivi giudizi rilasciati dal revisore Deloitte.

### **3.8 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari. Pareri rilasciati da esperti indipendenti a supporto della congruità di tale corrispettivo.**

Come in precedenza evidenziato, l'Operazione si è tradotta, in ultima analisi, nella individuazione delle modalità secondo cui addivenire allo scioglimento di una sorta di comunione di beni realizzata attraverso la partecipazione al Fondo.

Alla concerta definizione dei termini dell'Operazione si perverrà quindi:

- a) muovendo da quello che sarà il NAV Finale, dandosi atto che alla determinazione dello stesso, in conformità alle disposizioni dettate dal Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio da ultimo approvato in data 19 gennaio 2015 da Banca d'Italia, la SGR perverrà sulla base delle stime rassegnate dall'esperto indipendente PRAXI Spa;
- b) individuando prioritariamente gli *asset* che, in ogni caso, saranno destinati al Gruppo - e più precisamente le partecipazioni in Giada S.r.l., Realty S.r.l. e Nova Edil S.r.l. post Conferimento (di seguito, "Attività Fisse") – ed attribuendo a queste lo stesso valore che sarà loro assegnato dall'Esperto Indipendente ai fini della determinazione del NAV Finale;
- c) sottraendo al valore al NAV Finale Gruppo il valore delle residue disponibilità liquide - al lordo degli accantonamenti destinati a fronteggiare possibili sopravvenienze – rapportate alle 166 quote del Fondo detenute (di seguito, "Attività Liquide Pro Quota") nonché quello delle Attività Fisse ed individuando così il valore delle azioni Bravo che in sede di scioglimento verranno assegnate al Gruppo.

Sulla base di quanto sopra il corrispettivo dell'Operazione corrisponderà al NAV Finale Gruppo la cui congruità consegue, necessariamente, al processo valutativo adottato dalla SGR per la determinazione del NAV Finale.

Posto quindi che, a prescindere dall'Operazione, la ricchezza che perverrebbe al Gruppo in dipendenza dello scioglimento del Fondo risulterebbe sempre di ammontare pari NAV Finale Gruppo e che, quindi, il relativo effetto si traduce in ultima analisi solo nella possibilità di permettere a questo la scelta, nell'ambito delle diverse componenti il NAV Finale, di beni aventi un valore complessivo pari al NAV Finale Gruppo, le analisi e le valutazioni condotte preventivamente dalla Società, peraltro in armonia con la *policy* in materia di operazioni fra parte correlate, si sono incentrate sul grado di fungibilità dei singoli beni, chiaramente diversi dalle Attività Liquide Pro Quota, e ciò tenendo anche conto che, in virtù dell'Accordo, le azioni Bravo assegnate in tale contesto al Gruppo – da intendersi come naturale quanto inevitabile posta di "equilibrio" a cui imputare le differenze fra il NAV Finale Gruppo, da un lato e, dall'altro, la somma fra le Attività Fisse e le Attività Liquide Pro Quota – saranno oggetto di successivo annullamento nell'ambito della Scissione a cui conseguirà l'assegnazione al Gruppo di singoli *asset* della scissa.

In dipendenza di quanto sopra il Collegio dei Liquidatori della Società, preso atto di come nessuno dei propri componenti potesse considerarsi indipendente ai sensi del proprio regolamento per le operazioni con parti correlate, nella seduta del 06 settembre 2016 ha provveduto ad individuare nel

Dott. Roberto Giacometti l'esperto indipendente previsto dalla *policy* sopra richiamata, sottolineando come lo stesso (i) abbia già ricoperto in passato il ruolo di amministratore indipendente della Società; (ii) risulti incaricato a svolgere il ruolo di arbitratore nell'ambito dell'Accordo nell'ipotesi da questo disciplinate; (iii) non intrattenga ad oggi relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con la Società, le sue controllate e/o controllanti né con società soggette a comune controllo. Al predetto esperto la Società ha in specie richiesto di esprimersi, stante la natura dell'Operazione, sulla fungibilità dei beni oggetto di futura assegnazione e, quindi, delle Attività Fisse.

Il predetto esperto, in data 11 ottobre 2016 ha rassegnato il proprio parere (allegato al Documento) nel quale questo conclude affermando come: *"le modalità di scioglimento del Fondo Gioiello.....siano assolutamente condivisibili e fatte nell'interesse della società Borgosesia SpA, che la liquidità assegnata nonché le partecipazioni che rivestono caratteristiche di fungibilità elevata permetteranno di superare la situazione di disagio finanziario nella quale la società versa attualmente"*. Nella formulazione del proprio elaborato l'esperto ha inoltre tenuto conto delle stime rassegnate da PRAXI SpA, quest'ultima in qualità di esperto indipendente del Fondo, che, per quanto noto alla Società, non contengono informazioni ingannevoli od inesatte.

### **3.9 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione**

Stante le peculiarità dell'Operazione, la Società ritiene che i derivanti effetti sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del Gruppo siano limitati e agevolmente comprensibili. A ragione di ciò, è fornita qui di seguito solo una descrizione di tali effetti pro-forma rispetto ai dati del bilancio semestrale abbreviato del Gruppo al 30 giugno 2016.

Precisando come:

- a. In assenza di situazioni patrimoniali di Giada S.r.l., Nova Edil S.r.l. e Realty S.r.l. al 30 giugno scorso, i relativi dati siano stati tratti ai presenti fini, con le limitazioni del caso, dal rendiconto del Fondo a tale data;
- b. alla data del 30 giugno 2016, le partecipazioni in Giada S.r.l., Nova Edil S.r.l. e Realty S.r.l. risultavano iscritte nel rendiconto del Fondo – concorrendo così alla formazione del relativo NAV – rispettivamente per € 220.847,00, 3.840.000,00 e 13.060.000,00 laddove la differenza fra tale ultimo valore ed il patrimonio netto di Realty, sempre a pari data (€ 14.670.000), consegua ad una svalutazione prudenziale operata dalla SGR rispetto alla stima rassegnata dall'esperto indipendente PRAXI SpA., svalutazione che viene mantenuta anche i fini dei dati pro forma;
  - a) in forza del Conferimento il patrimonio netto di Nova Edil si sia incrementato, dopo il 30 giugno 2016, in ragione di €6.820.000;
  - b) nessuna delle società destinate ad essere consolidate integralmente in dipendenza dell'Operazione abbia in forza personale dipendente,

le rettifiche patrimoniali pro forma conseguenti all'Operazione sono quindi così sintetizzabili:

Posta oggetto di rettifica	Importo contabile	Rettifica pro forma	Importo Rettificato	Effetto Consolidamento pro forma	Importo rettificato consolidato
Attività					-
Titoli disponibili per la vendita	37.074.639	- 37.074.639	-		-
Disponibilità liquide	1.558.628	3.051.034	4.609.662	188.000	4.797.662
Partecipazione in Giada	-	221.000	221.000	- 221.000	-
Partecipazione in Nova Edil		3.840.000	3.840.000	- 3.840.000	-
Incremento Partecipazione Nova Edil portato dal Conferimento	-	6.820.000	6.820.000	- 6.820.000	-
Partecipazione in Realty	-	13.060.000	13.060.000	- 13.060.000	-
Azioni Bravo		10.082.605	10.082.605		10.082.605
Partecipazione in Fase Realty				13.090.000	13.090.000
Investimenti immobiliari	6.292.135		6.292.135	9.700.000	15.992.135
Altri crediti	1.112.448		1.112.448	1.834.000	2.946.448
Passività					
Debiti Commerciali	1.580.703		1.580.703	841.000	2.421.703
Altri Debiti	2.135.928		2.135.928	30.000	2.165.928

laddove:

- 1) il valore delle quote del Fondo è stato annullato in contropartita a quello:
  - delle Attività Liquide Pro Quota al lordo del credito rappresentato dall'escrow account che sarà costituito dalla SGR a fronte di possibili future sopravvenienze;
  - del valore della partecipazione totalitaria in Giada S.r.l.;
  - del valore della partecipazione totalitaria in Nova Edil S.r.l. e del valore del Conferimento;
  - del valore della partecipazione totalitaria in Realty S.r.l.;
  - del valore delle azioni Bravo assegnate,
- 2) il valore di carico delle partecipazioni in Giada, Nova Edil post Conferimento e Realty è stato successivamente annullato a seguito del consolidamento integrale pro forma delle stesse

Sotto il profilo economico si evidenzia come i relativi effetti complessivi, stante la natura essenzialmente permutativa e patrimoniale dell'Operazione, sono destinati ad annullarsi.

Quanto agli effetti strettamente connessi all'Operazione sul principale indice di bilancio – alla luce dell'attività in concreto esercitata dalla Società – ossia il NAV per azione, questi sono di fatto irrilevanti attesa la più volte ricordata natura essenzialmente permutativa della stessa. In dipendenza di ciò è quindi ragionevole ritenere che quello di €0.796 - calcolato su base consolidata al 30 giugno 2016 e considerando unitariamente le n. 31.275.080 azioni ordinarie, al netto di quelle detenute in portafoglio, e di risparmio in circolazione – non registri a tale data effetti pro forma apprezzabili.

### **3.10 Modifiche dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione/liquidazione della società e/o di società da questo controllate dipendenti dall'Operazione.**

Non sono previste, in dipendenza dell'Operazione, modifiche ai compensi spettanti ai liquidatori della Società né agli amministratori o liquidatori delle società del Gruppo.

### **3.11 Coinvolgimento nell'Operazione di componenti il collegio dei liquidatori della Società**

Nell'Operazione risultano direttamente coinvolti i Sigg.ri Gabriele Bini e Nicola Rossi, il primo in dipendenza delle quote del Fondo detenute da sé e da suoi congiunti (cfr. Paragrafo 1 "Premessa"), il secondo in qualità di Consigliere Delegato di Penelope S.p.A. e Presidente del Consiglio di Amministrazione di Delfino S.p.A., società quotiste del Fondo e controllate dal Gruppo Famiglia Bini. Entrambi hanno dichiarato il proprio conflitto di interessi e si sono astenuti dal voto nel corso del collegio dei liquidatori della Società che ha approvato l'Operazione.

### **3.12 Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative connesse all'Operazione.**

Le trattative relative all'Operazione sono state condotte direttamente dal Presidente del Collegio dei Liquidatori Mauro Girardi e dal liquidatore Giancarlo Cecchi. L'Operazione è stata approvata dal Collegio dei Liquidatori del 13 ottobre scorso all'unanimità dei presenti non prima di aver preso atto dell'astensione dal voto dei liquidatori Gabriele Bini e Nicola Rossi a ragione di quanto indicato al precedente punto 2.6

### **3.13 Documenti a disposizione del pubblico**

Il Documento ed i suoi allegati vengono posti a disposizione del pubblico presso la sede legale della società in Prato Via dei fossi 14 e sul sito internet della stessa nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato 1 Info all'indirizzo [www.1info.it](http://www.1info.it)

#### 4. Prospettive della Società e del Gruppo

Come in precedenza precisato la Società risulta attualmente in liquidazione in forza della delibera assunta dagli azionisti il 30 novembre 2015.

L'Accordo peraltro disciplina la realizzazione di un'articolata operazione che, in sintesi, prevede:

- a) Il conferimento dell'intera azienda di pertinenza della Società – fatta eccezione per le partecipazioni in SGR e Giada S.r.l. e per un ufficio in Biella – a favore di New BGS, costituita in forma di società per azioni e, in un primo momento, interamente controllata dalla Società.
- b) la promozione da parte della Società di una offerta pubblica di scambio, nei 90 giorni successivi al conferimento di cui sopra, fra azioni di New BGS e quelle della Società – ordinarie e di risparmio – aperta a tutti gli azionisti di questa, diversi da CdR, ed a cui il Gruppo Bini si è impegnato irrevocabilmente ad aderire.

Le predette operazioni potranno trovare attuazione entro i prossimi 12 mesi ma ciò solo a condizione che il Piano venga approvato dai destinatari dello stesso.

In tale scenario CdR diverrà socio di maggioranza della Società, destinata a permanere quotata, ed in tale veste, previa revoca della procedura di liquidazione in atto, ne focalizzerà l'attività sugli investimenti in talune tipologie di *asset* non performing ferma la possibilità che siano valutate altre forme di integrazione con quelle già esercitate in tale settore dal Gruppo Cdr Advance Capital di cui CdR è parte.

Per contro, nella denegata ipotesi di mancata approvazione del Piano, la Società procederà nel proprio processo di liquidazione e ciò, eventualmente, anche nell'ambito di una procedura concorsuale minore.

Fermo quanto precede, pur nella limitata attività da questi esercitata, la Società ed il Gruppo, hanno registrato, a far corso dal trascorso esercizio, un seppur flebile segnale di inversione di tendenza nella caduta dei valori del comparto immobiliare, circostanza questa che permette di ritenere il relativo patrimonio di proprietà non destinato a subire, nel medio periodo, significative ulteriori svalutazioni.

Quanto all'evolversi della struttura finanziaria consolidata, si evidenzia come le relative esposizioni sono, allo stato, destinate ad essere regolate nell'ambito del Piano in corso di valutazione da parte dei creditori destinatari dello stesso.

Quanto al risultato economico dell'esercizio in corso, lo stesso, anche a livello consolidato, appare quindi strettamente collegato all'attuazione del piano di dimissioni posto a base del Piano e dall'approvazione dello stesso.



**Borgosesia Gestioni S.G.R. S.p.A.**

*In liquidazione*

***Fondo comune di investimento immobiliare  
riservato di tipo chiuso "GIOIELLO in liquidazione"***

**RELAZIONE SEMESTRALE E  
NOTA ILLUSTRATIVA  
al 30 giugno 2016**

**Valore della quota: Euro 223.341,199**

*Prato, 27 luglio 2016*

## Indice

<b>INDICE</b> .....	<b>2</b>
<b>1 PROSPETTI CONTABILI</b> .....	<b>3</b>
1.1 Situazione patrimoniale e sezione reddituale .....	3
1.2 Valore della quota.....	8
1.3 Criteri di valutazione del Valore Contabile Netto del Fondo.....	8
<b>2 NOTA ILLUSTRATIVA</b> .....	<b>14</b>
2.1 Il Mercato Immobiliare .....	14
2.2 Composizione degli <i>assets</i> del Fondo, politiche di investimento e prospettive.....	17
2.3 Eventi significativi e commenti ai dati semestrali .....	20
2.4 Elenco delle partecipazioni detenute .....	26
2.5 Prestiti stipulati per il finanziamento delle operazioni di rimborso anticipato di quote .....	26
2.6 Relazione di stima dell'Esperto Indipendente .....	26
2.7 Informazioni circa le operazioni di investimento/disinvestimento effettuate ed il gruppo di appartenenza della controparte .....	27
2.8 Informazioni circa il gruppo di appartenenza dell'Intermediario Finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei beni conferiti (o acquistati/ceduti) rispetto alla politica d'investimento (Mef n. 30 del 5 marzo 2015).....	28
2.9 Altre informazioni ex Allegato IV 6.2 Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 ..	28
<b>3 ALLEGATI</b> .....	<b>29</b>

## **1 Prospetti contabili**

### **1.1 Situazione patrimoniale e sezione reddituale**

In osservanza delle disposizioni contenute nel Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio), nelle pagine che seguono sono riportati gli schemi contabili - Stato Patrimoniale e Conto Economico - del Fondo comune di investimento immobiliare riservato di tipo chiuso denominato "GIOIELLO" (il Fondo) promosso e gestito da Borgosesia Gestioni SGR Spa in liquidazione (la SGR).

I dati esposti nei suddetti schemi sono riferiti al 30 giugno 2016 e sono posti a confronto con quelli riferiti al 31 dicembre 2015.

Si segnala che il Fondo Gioiello è stato posto in liquidazione, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013, previa conforme autorizzazione da parte del Comitato consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti. Con successiva delibera in data 14 maggio 2013 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato il piano di realizzo/smobilizzo degli attivi.

Durante il periodo di liquidazione, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività del Fondo che, sulla base del piano di realizzo – aggiornato in data 9 dicembre 2015 -, dovrebbe essere ultimata entro il 2017.

Borgoesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione - Fondo Gioiello in liquidazione  
Relazione semestrale al 30 giugno 2016

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 30/06/2016				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
(Valori in Euro)				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2016		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>63.459.455</b>	<b>82,80</b>	<b>64.057.210</b>	<b>60,63</b>
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>	<b>63.459.455</b>	<b>82,80</b>	<b>64.057.210</b>	<b>60,63</b>
A1. Partecipazioni di controllo	63.459.455	82,80	64.057.210	60,63
A2. Partecipazioni non di controllo	-	-	-	-
A3. Altri titoli di capitale	-	-	-	-
A4. Titoli di debito	-	-	-	-
A5. Parti di OICR	-	-	-	-
<b>Strumenti finanziari quotati</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
A6. Titoli di capitale	-	-	-	-
A7. Titoli di debito	-	-	-	-
A8. Parti di OICR	-	-	-	-
<b>Strumenti finanziari derivati</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</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>5.230.000</b>	<b>6,82</b>	<b>35.280.000</b>	<b>33,39</b>
B1. Immobili dati in locazione	5.230.000	6,82	35.280.000	33,39
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	-	-	-
B3. Altri immobili	-	-	-	-
B4. Diritti reali immobiliari	-	-	-	-
<b>C. CREDITI</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	-	-	-
C2. Altri	-	-	-	-
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
D1. A vista	-	-	-	-
D2. Altri	-	-	-	-
<b>E. ALTRI BENI</b>	<b>353</b>	<b>0,00</b>	<b>705</b>	<b>0,00</b>
E1. Immobilizzazioni immateriali	-	-	-	-
E2. Immobilizzazioni materiali	353	0,00	705	0,00
<b>F. POSIZIONE NETTA DILIQUIDITA'</b>	<b>6.249.107</b>	<b>8,15</b>	<b>2.782.314</b>	<b>2,63</b>
F1. Liquidità disponibile	6.249.107	8,15	2.782.314	2,63
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	-	-	-
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	-	-	-
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>1.699.069</b>	<b>2,22</b>	<b>3.530.578</b>	<b>3,34</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	-	-	-
G2. Ratei e risconti attivi	21.313	0,03	42.445	0,04
G3. Risparmio d'imposta	-	-	-	-
G4. Altre	1.677.756	2,19	3.488.133	3,30
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>76.637.984</b>	<b>100,00</b>	<b>105.650.807</b>	<b>100,00</b>

Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione - Fondo Gioiello in liquidazione  
 Relazione semestrale al 30 giugno 2016

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 30/06/2016			
SITUAZIONE PATRIMONIALE			
(Valori in Euro)			
PASSIVITA' ENETTO	Situazione al 30/06/2016		Situazione a fine esercizio precedente
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	-		<b>23.719.068</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	-		23.719.068
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	-		-
H3. Altri	-		-
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	-		-
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	-		-
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	-		-
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	-		-
L1. Proventi da distribuire	-		-
L2. Altri debiti verso i partecipanti	-		-
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>701.976</b>		<b>3.458.085</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	195.138		265.658
M2. Debiti di imposta	-		20.069
M3. Ratei e risconti passivi	-		19.737
M4. Altre	506.839		2.932.860
M5. Debiti per depositi cauzionali	-		219.760
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>701.976</b>		<b>27.177.153</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>75.936.008</b>		<b>78.473.654</b>
Numero delle quote in circolazione	340		340
Valore unitario delle quote	223.341,199		230.804,865
Importi richiamati e non ancora versati	-		-
Valore unitario quote da emettere	-		-
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	-		-

Nel corso del semestre, anche in ragione dello stato liquidatorio del fondo, non si è dato corso all'emissione di nuove quote.

Borgoesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione - Fondo Gioiello in liquidazione  
 Relazione semestrale al 30 giugno 2016

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 30/06/2016				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Relazione al 30/06/2016		Relazione esercizio precedente	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	-	2.147.755	-	4.444.625
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>				
<b>A1. PARTECIPAZIONI</b>	-	2.147.755	-	4.444.625
A1.1 dividendi e altri proventi	-	-	-	-
A1.2 utili / perdite da realizzi	-	-	-	19.275
A1.3 plusvalenze / minusvalenze	-	2.147.755	-	4.425.350
<b>A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	-	-	-	-
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	-	-	-	-
A2.2 utili / perdite da realizzi	-	-	-	-
A2.3 plusvalenze / minusvalenze	-	-	-	-
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
<b>A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	-	-	-	-
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi	-	-	-	-
A3.2 utili / perdite da realizzi	-	-	-	-
A3.3 plusvalenze / minusvalenze	-	-	-	-
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
<b>A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	-	-	-	-
A4.1 di copertura	-	-	-	-
A4.2 non di copertura	-	-	-	-
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	-	2.147.755	-	4.444.625
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>		177.995	-	2.954.978
<b>B1.</b> Canoni di locazione e altri proventi		393.035		2.420.194
<b>B2.</b> Utile/perdite da realizzi	-	37.150	-	-
<b>B3.</b> Plusvalenze/minusvalenze	-	50.000	-	4.818.754
<b>B4.</b> Oneri per le gestione di beni immobili	-	63.797	-	306.358
<b>B5.</b> Ammortamenti	-	-	-	-
<b>B6.</b> Imposte sugli Immobili	-	64.093	-	250.060
<b>Risultato gestione beni immobili</b>		177.995		2.954.978
<b>C. CREDITI</b>	-	-	-	-
<b>C1.</b> Interessi attivi e proventi assimilati	-	-	-	-
<b>C2.</b> Incrementi / decrementi di valore	-	-	-	-
<b>Risultato gestione crediti</b>		-		-
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	-	-	-	-
<b>D1.</b> Interessi attivi e proventi assimilati	-	-	-	-
<b>E. ALTRI BENI</b>	-	353	-	1.410
<b>E1.</b> Proventi	-	-	-	-
<b>E2.</b> Utili / perdite da realizzi	-	-	-	-
<b>E3.</b> Plusvalenze / minusvalenze	-	353	-	1.410
<b>Risultato gestione investimenti</b>	-	1.970.113	-	7.401.013

Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione - Fondo Gioiello in liquidazione  
Relazione semestrale al 30 giugno 2016

	Relazione al 30/06/2016		Relazione esercizio precedente	
<b>F. F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>	-		-	
<b>F1. OPERAZIONI DI COPERTURA</b>	-		-	
F1.1 risultati realizzati	-		-	
F1.2 risultati non realizzati	-		-	
<b>F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA</b>	-		-	
F2.1 risultati realizzati	-		-	
F2.2 risultati non realizzati	-		-	
<b>F3. LIQUIDITA'</b>	-		-	
F3.1 risultati realizzati	-		-	
F3.2 risultati non realizzati	-		-	
<b>G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE</b>	-		-	
<b>G1.</b> Proventi delle operazioni di pronti contro termine e assimilate	-		-	
<b>G2.</b> Proventi delle operazioni di prestito titoli	-		-	
<b>Risultato lordo della gestione caratteristica</b>		- 1.970.113		- 7.401.013
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>	- 378.803		- 1.351.202	
<b>H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	-		- 902.098	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-		- 902.098	
H1.2 su altri finanziamenti	-		-	
<b>H2. ALTRI ONERI FINANZIARI</b>	- 378.803		- 449.104	
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		- 2.348.915		- 8.752.215
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	- 1.095.226		- 1.014.040	
<b>II.</b> Provvigione di gestione SGR	- 195.138		- 584.327	
<b>I2.</b> Commissioni banca depositaria	- 15.243		- 29.804	
<b>I3.</b> Oneri per esperti indipendenti	- 37.000		- 81.635	
<b>I4.</b> Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-		-	
<b>I5.</b> Altri oneri di gestione	- 847.846		- 318.275	
<b>L. ALTRI RICAVI E ONERI</b>	906.495		1.229.699	
<b>L1.</b> Interessi attivi su disponibilità liquide	-		0	
<b>L2.</b> Altri ricavi	962.908		1.962.294	
<b>L3.</b> Altri oneri	- 56.413		- 732.595	
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		- 2.537.647		- 8.536.556
<b>M. IMPOSTE</b>	-		-	
<b>M1.</b> Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-		-	
<b>M2.</b> Risparmio di imposta	-		-	
<b>M3.</b> Altre imposte	-		-	
<b>Utile / perdita dell'esercizio</b>		- 2.537.647		- 8.536.556

## 1.2 Valore della quota

Il Valore Unitario delle n. 340 quote in circolazione, al 30 giugno 2016, determinato in conformità dell'articolo 40 del Regolamento del Fondo, è pari ad Euro 223.341,199.

Circa le variazioni fatte registrare nel semestre, tanto dal patrimonio gestito che dal valore della Quota, si rimanda al successivo punto 2.3.

## 1.3 Criteri di valutazione del Valore Contabile Netto del Fondo

La valutazione del Valore Contabile Netto del Fondo al 30 giugno 2016 è stata effettuata secondo quanto disposto dal Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio), in ossequio ai criteri contenuti nella procedura "Esperti Indipendenti – Criteri di valutazione" adottata dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 21 febbraio 2011 e successive modifiche ed integrazioni.

Tutte le componenti della Sezione Reddittuale (proventi ed oneri) sono state determinate e contabilizzate nel rispetto del principio della competenza temporale attraverso la rilevazione - ove necessario - di ratei e risconti attivi e passivi.

Di seguito sono riportati i criteri di valutazione di generale adozione:

### *Immobili*

Il valore degli immobili è riferito alle risultanze della Relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente, ai sensi dal Regolamento Banca d'Italia del 19/01/2015 - Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafo 2.5 (Beni immobili) e paragrafo 4 (Esperti indipendenti) e dal DM 30 del 5 marzo 2015 (Art. 16).

Più precisamente gli immobili, contabilizzati all'atto dell'acquisto al costo incrementato degli oneri di diretta imputazione, sono stati adeguati al valore corrente di mercato accertato dalla società "PRAXI S.p.a." in qualità di Esperto Indipendente designato dalla SGR.

Le stime operate dall'Esperto Indipendente si fondano sui seguenti approcci metodologici.

1. **Metodo comparativo (o del mercato)**. Si basa sul confronto fra i beni oggetto di valutazione e altri beni con essi comparabili, recentemente compravenduti o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali.
2. **Metodo reddituale**. Prende in considerazione due diverse tecniche di valutazione:

- a) *Capitalizzazione diretta*. Si basa sulla capitalizzazione ad un determinato tasso - c.d. "*cap rate*"- dei redditi netti futuri generati dalla proprietà immobiliare. Il tasso applicato tiene conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine con applicazione di un coefficiente rettificativo esplicativo delle caratteristiche peculiari del cespite.
- b) *Metodo dei flussi di cassa attualizzati* (DCF, *Discounted Cash-Flow*), basato:
- sulla determinazione, per un periodo di anni che tiene conto delle scadenze contrattuali di ciascuna unità immobiliare, dei redditi netti futuri derivanti dalla proprietà immobiliare;
  - sulla determinazione del valore di mercato della proprietà immobiliare mediante la capitalizzazione in perpetuità, alla fine di tale periodo, del reddito netto al tasso "*cap rate*";
  - sull'attualizzazione al tasso "*cap rate*", alla data della valutazione, dei redditi netti-flussi di cassa futuri.

**3. Metodo della trasformazione**. Si basa sull'attualizzazione, alla data della valutazione, dei flussi di cassa generati dall'investimento immobiliare nell'arco di tempo corrispondente alla sua durata. A tale metodo è associabile un modello valutativo finanziario (attualizzazione dei flussi di cassa) basato su di un progetto di sviluppo definito in quantità edificabili, destinazioni d'uso, costi di trasformazione e ricavi sostenibili. In altri termini, si utilizza un'analisi costi - ricavi per individuare il Valore di Mercato dell'iniziativa oggetto di indagine.

Il modello si articola in uno schema di flussi di cassa (entrate ed uscite) relativi al progetto immobiliare di trasformazione. Tra le uscite sono previste quelle conseguenti alla costruzione, demolizione, urbanizzazione, progettazione e direzione lavori e altri costi; tra le entrate quelle derivanti dalle vendite effettuate per ciascun settore di destinazione d'uso (residenziale, industriale, artigianale, commerciale, terziario e dei servizi).

La distribuzione temporale dei costi e dei ricavi consente di ottenere uno schema di flussi di cassa al netto del profitto del promotore che vanno portati all'attualità con un opportuno tasso di sconto che rappresenta il costo del capitale.

Sulla base della destinazione d'uso e della strategia caratterizzante ciascun immobile è stato adottato il criterio o i criteri di valutazione ritenuti maggiormente appropriati.

### ***Partecipazioni***

Le partecipazioni in società non quotate sono valutate facendo ricorso a metodologie che variano a secondo del tipo di partecipazione detenuta (di controllo o meno) e dell'attività esercitata dalla società partecipata.

Più precisamente:

- alle partecipazioni di controllo in società la cui attività consiste prevalentemente nell'investimento in beni immobili (di seguito, società immobiliari) è attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo. Il patrimonio netto a tali fini è determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari risultanti dall'ultimo bilancio approvato i criteri di valutazione descritti nel paragrafo precedente; le altre poste attive e passive del bilancio della partecipata non sono di norma oggetto di nuova valutazione salvo i casi in cui sono disponibili situazioni contabili aggiornate. Le eventuali rivalutazioni o svalutazioni dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari determinano, rispettivamente, un aumento o una diminuzione del patrimonio netto contabile della partecipata medesima, tenendo in debito conto i connessi effetti fiscali. Sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento del bilancio ed il momento della valutazione;
- alle partecipazioni non di controllo in società immobiliari è attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo. Al fine di tener conto nella valutazione della partecipata di ulteriori componenti economicamente rilevanti, il patrimonio netto di questa può essere rettificato, alla luce di un generale principio di prudenza, mediante l'applicazione di metodi basati (i) su transazioni comparabili aventi ad oggetto partecipazioni significative rispetto a quella detenuta dal Fondo e a condizione che il trasferimento della stessa sia effettuato da soggetto non legato, direttamente od indirettamente, alla società partecipata o alla SGR o (ii) su indicatori di tipo economico – finanziario. Di norma l'adeguamento del valore delle partecipazioni in questione viene effettuato dopo il decorso di un anno dal loro acquisto;
- alle partecipazioni in altre imprese, decorso almeno un anno dal loro acquisto, può essere attribuito un maggior valore determinato facendo ricorso a metodi basati (i) su transazioni comparabili aventi ad oggetto partecipazioni significative rispetto a quella detenuta dal Fondo (e, comunque, mai inferiore al 2% del capitale), a condizione che il trasferimento delle stesse sia effettuato da soggetto non legato, direttamente od indirettamente, alla società partecipata o alla SGR e che dallo stesso non derivi una modifica degli assetti proprietari della società partecipata; (ii) su indicatori di tipo economico – patrimoniale (quali, ad esempio, il *Discount Cash Flow* ) ma a condizione che la società partecipata abbia chiuso in utile almeno 3 esercizi consecutivi, il tasso di attualizzazione e/o capitalizzazione remunerati adeguatamente il rischio di impresa e le grandezze reddituali assunte siano depurate dalle componenti di natura straordinaria.

### **Parti di OICR**

Le parti di OICR risultano valorizzate sulla base dell'ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tener conto:

- dei prezzi di mercato, nel caso in cui le parti in questione siano ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato;
- nel caso di OICR di tipo chiuso, di eventuali elementi oggettivi di valutazione

relativi a fatti verificatisi dopo la determinazione dell'ultimo valore reso noto al pubblico.

La valutazione delle parti di OICR detenute dal Fondo è operata nel rispetto dei criteri sopra indicati, tenendo peraltro in debito conto gli effetti indotti dalla stipulazione di eventuali contratti di opzione aventi ad oggetto le stesse.

### ***Depositi bancari***

Sono valutati in base al loro valore nominale:

- le disponibilità liquide;
- le posizioni debitorie. Per i finanziamenti con rimborso rateizzato, si fa riferimento al debito residuo in linea capitale.

I depositi bancari a vista sono valutati al valore nominale. Per le altre forme di deposito si tiene conto delle caratteristiche e del rendimento delle stesse.

### ***Crediti e altre attività***

I crediti e le altre attività sono esposti al valore di presunto realizzo.

### ***Altri beni***

Nella presente relazione sono iscritti costi per immobilizzazioni materiali, rappresentanti, in specie, mobili e arredi di proprietà del Fondo. Essi sono stati contabilizzati al costo di acquisto ed ammortizzati nel periodo di anni 5, corrispondente ad una percentuale annua di ammortamento del 20%, ridotta del 50% per il primo anno di impiego.

### ***Posizione netta di liquidità***

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

### ***Debiti ed altre passività***

I debiti e le altre passività sono esposti al loro valore nominale.

### ***Ratei e risconti***

Sono calcolati secondo il principio della competenza economica e temporale.

### ***Costi e Ricavi***

Sono contabilizzati secondo il principio della competenza economica e dell'inerenza all'attività svolta dal Fondo.

### ***Imposte***

A partire dal 1° gennaio 2004 l'utile conseguito dai fondi immobiliari non è

soggetto a tassazione a seguito delle modifiche introdotte al D.L. 351/2001 dal D.L. 269/2003, convertito con modificazioni nella Legge 24 novembre 2003 n. 326.

Il Decreto Legge 31 maggio 2010, n. 78 "Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica", successivamente convertito in legge, ha introdotto, all'articolo 32 "Riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi", significative modifiche in materia fiscale (e, peraltro, ha abolito l'imposta sui fondi "familiari" o "a ristretta base partecipativa" introdotta col D.L.112/2008).

Tale norma è stata successivamente modificata dal DL 70/2011 che ha previsto, in capo ai titolari di un numero di quote superiore al 5% rispetto a quelle in circolazione alla fine dell'esercizio, la tassazione "per trasparenza" (e, quindi, indipendentemente dal relativo incasso ) dei proventi di competenza.

Tale regola, peraltro, non trova applicazione in capo a determinati soggetti "qualificati" (e tra questi, ad esempio, gli intermediari bancari e finanziari) per i quali la tassazione continua ad effettuarsi sui proventi effettivamente corrisposti.

Peraltro, in capo ai soggetti per i quali la tassazione dei proventi viene operata "per trasparenza", la normativa sopra richiamata ha introdotto una imposta sostitutiva straordinaria del 5%, da applicarsi sul valore delle quote possedute al 31 dicembre 2010.

In alternativa al regime fiscale sopra descritto, la norma ha accordato la facoltà di addivenire allo scioglimento anticipato del fondo, con delibera da adottarsi entro il 31 dicembre 2011. In tale ultima ipotesi, *inter alia*:

- non trova applicazione la tassazione dei proventi "per trasparenza";
- sui risultati della liquidazione del fondo, che non potrà protrarsi per oltre cinque anni, viene applicata una imposta sostitutiva del 7%.

Tutto ciò premesso, considerando che (nel 2011) la maggioranza dei partecipanti al Fondo si è dichiarata contraria allo scioglimento anticipato dello stesso, il risultato di periodo (se positivo) sarà imputato proporzionalmente ai soggetti partecipanti non "qualificati".

### ***Informativa in ordine agli incarichi assegnati agli Esperti Indipendenti ed al processo di valutazione***

In dipendenza della Comunicazione congiunta emanata il 29 luglio 2010 dal Banca d'Italia e Consob, il Consiglio di Amministrazione della SGR - in data 21 febbraio 2011 - ha approvato una apposita procedura nell'ambito della quale sono state definite le politiche, le regole ed i processi che presiedono alla valutazione da parte degli organi aziendali degli immobili e delle partecipazioni in società immobiliari di pertinenza di ciascun fondo.

Tale procedura è stata in seguito aggiornata al fine di tener conto delle modifiche organizzative e normative.

Tale procedura definisce in particolare:

- i criteri adoperati per la nomina e la selezione degli Esperti Indipendenti adottando particolari cautele al fine di prevenire eventuali conflitti di interesse;
- i flussi informativi, le tempistiche, le funzioni coinvolte per la predisposizione e per la verifica delle relazioni di stima;
- il contenuto minimo del contratto regolante il rapporto con l'esperto indipendente;
- le informazioni minime che gli Esperti Indipendenti debbono fornire nelle proprie relazioni di stima con riguardo alle attività svolte, alle motivazioni sottese all'impiego di una determinata metodologia di valutazione, ai parametri, alle ipotesi nonché ai rischi considerati;
- i criteri di valorizzazione per i singoli *assets*.

Con riferimento infine ai compensi ordinari riconosciuti agli Esperti Indipendenti, si riporta di seguito, in forma schematica, la seguente informativa di sintesi:

<b>Società</b>	<b>Oggetto</b>	<b>Scadenza</b>	<b>Compenso ordinario</b>
PRAXI Spa	Valutazione portafoglio immobiliare e partecipazioni in società immobiliari	30/06/2016	€ 500,00 per immobile valutato + € 2.000,00 per ogni società

dandosi ulteriormente atto che il predetto Esperto Indipendente non svolge nell'interesse di altri fondi gestiti dalla SGR, di quest'ultima o di società rientranti nel gruppo di appartenenza della stessa, attività diverse da quelle valutativa.

## 2 Nota Illustrativa

### 2.1 Il Mercato Immobiliare <sup>1</sup>

#### Il Quadro Macroeconomico

Nell'area euro continua una ripresa graduale, frenata però dal basso livello di investimenti, alta disoccupazione (seppure in calo) e diminuzione delle esportazioni nette. Diversi elementi di criticità provengono dal settore bancario. Il rischio deflazione dovrebbe essere contenuto grazie alle misure della Banca centrale europea.

Nei primi mesi dell'anno i timori sulla crescita globale hanno determinato forti cali dei corsi sui mercati finanziari internazionali, in parte poi riassorbiti. Nell'area Euro è stato particolarmente sfavorevole l'andamento dei titoli bancari, che ha interessato soprattutto la Germania e l'Italia. In tale contesto è aumentata l'attenzione dei mercati alla qualità del credito, anche a seguito delle incertezze degli operatori riguardo alla regolamentazione del settore.

Negli Stati Uniti e negli altri paesi avanzati l'espansione prosegue, mentre le economie emergenti restano un elemento di rischio per la crescita mondiale.

In Cina si sono allontanati i timori di un *hard landing*, ma continua il rallentamento dell'economia.

Il calo del prezzo del petrolio non si è tradotto in un rafforzamento dell'attività globale. L'FMI e l'OCSE hanno rivisto al ribasso le previsioni sulla crescita e sul commercio internazionale ed in particolare nell'area Euro.

Tra le incognite politiche dei prossimi mesi si possono elencare le elezioni presidenziali negli Stati Uniti e la decisioni del Regno Unito di uscire dall'Unione europea. Tali eventi secondo gli analisti dovrebbero avere effetti determinanti sullo scenario globale e sia nel breve che lungo periodo, potrebbero creare un rallentamento degli investimenti.

In Italia nel primo trimestre del 2016 è proseguita, anche se a ritmi più contenuti, la ripresa ciclica, sospinta dal consolidamento dei consumi e dall'accelerazione degli investimenti. Gli indicatori più recenti segnalano che nei primi mesi di quest'anno l'attività economica avrebbe beneficiato del riavvio della manifattura, cui si sarebbe aggiunto il consolidamento della ripresa nel settore dei servizi e nel comparto edile.

Le imprese rimangono ottimiste sulle prospettive dei prossimi mesi, pur con alcuni segnali di cautela. In tale contesto si rileva la ripresa graduale del credito, favorita dal contributo espansivo delle misure di politica monetaria; i prestiti alle imprese manifatturiere crescono, mentre restano in flessione quelli al settore delle costruzioni e alle società di minore dimensione.

Analizzando il sistema bancario nel suo insieme, possiamo rilevare che la raccolta non ha risentito delle recenti tensioni finanziarie: l'aumento dei depositi e l'espansione della raccolta interbancaria sull'estero hanno più che compensato la riduzione delle obbligazioni.

---

<sup>1</sup> Fonti: *Scenari Immobiliari*, Banca d'Italia, ISTAT, Agenzia del Territorio, *Il Sole 24 Ore*, CBRE

Le consistenze ancora elevate di attività deteriorate comprimono la capacità reddituale delle banche e possono porre un vincolo all'erogazione di nuovi finanziamenti; tuttavia, con il proseguire della ripresa, si rafforzano i segnali di miglioramento della qualità del credito. Si evidenzia, inoltre, che all'inizio di aprile è stata resa nota la costituzione di un fondo di investimento privato volto sia a sostenere i futuri aumenti di capitale da parte di banche in difficoltà sia a contribuire alla dismissione dei crediti deteriorati attualmente nei bilanci degli intermediari italiani.

In questo quadro, la crescita dell'Italia sarebbe sospinta soprattutto dalla domanda interna. Nel primo trimestre di quest'anno il PIL è aumentato dello 0,3 per cento, con un lieve rafforzamento rispetto alla fine del 2015; le più recenti informazioni congiunturali indicano una crescita al ribasso, riflettendo soprattutto un più debole andamento dell'economia mondiale. La domanda interna sarebbe sostenuta dall'accelerazione dei consumi, favorita dal progressivo miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, e dalla ripresa degli investimenti, che beneficerebbe di condizioni finanziarie favorevoli e, per l'anno in corso, degli incentivi alla spesa in beni strumentali introdotti nell'ultima legge di stabilità. Proseguirebbe il rafforzamento dell'occupazione, spinta dal progressivo consolidamento dell'attività economica e dagli interventi di sostegno alla domanda di lavoro.

## **Il mercato immobiliare**

La ripresa dei mercati immobiliari si sta consolidando nella maggior parte delle aree geografiche, con performance in linea con il trend economico. L'elevata liquidità e le previsioni di una crescita moderata, accompagnate dall'elevata volatilità dei mercati finanziari, comportano un crescente afflusso di capitali nel settore immobiliare.

Il comparto residenziale è in crescita nella maggior parte delle aree geografiche. Il 2015 ha visto migliorare la maggior parte dei parametri, con prospettive di consolidamento nel 2016.

Nel complesso i primi mesi del 2016 hanno evidenziato segnali di crescita anche nella maggior parte dei mercati europei, grazie anche alla ripresa dei mutui. Tuttavia resta il problema dell'accessibilità, che assume connotati particolarmente gravi nei mercati in cui la crescita dei prezzi è stata più vistosa, come Londra e le principali città svizzere. Le compravendite sono aumentate vistosamente in tutti i mercati più importanti, sebbene restino lontane dalle punte della fase pre-recessione.

Più lenta la ripresa dei prezzi, complessivamente stabili, sebbene esistano numerose eccezioni sia in positivo che in negativo.

Si segnala che la geografia degli investimenti (a livello europeo) potrebbe subire cambiamenti significativi nei prossimi mesi, come conseguenza dell'evoluzione del mercato inglese, soprattutto londinese, dove è concentrato il patrimonio dei veicoli britannici e quote significativi degli operatori internazionali. Tra i rischi maggiori ci sono, infatti, l'incognita Brexit e il calo degli investimenti (da parte dei fondi sovrani dei Paesi produttori di petrolio), che causerebbe un eccesso di offerta nel mercato commerciale della capitale.

## **Il mercato "al dettaglio"**

Scenari immobiliari rileva che il residenziale è considerato una *asset class* attrattivo soprattutto in Europa e Asia. La percentuale di investimenti residenziali è in aumento, sia perché la performance del comparto abitativo è meno legata ai cicli economici, sia perché la carenza di prodotti terziari di qualità nelle zone di pregio induce una parte degli investitori a rivolgersi ad altri comparti, quale l'abitativo specializzato.

Case per anziani e studenti sono considerate tra le *asset class* più interessanti.

La crescente richiesta del residenziale è confermata dal lancio del primo Reit inglese specializzato. Inoltre, il residenziale rappresenta il settore più importante per i veicoli operativi in alcuni Paesi europei, come Svizzera e Spagna. Tra i Paesi emergenti, si segnalano maggiori opportunità in considerazione delle proiezioni demografiche e dell'espansione della classe media.

In Italia la discesa del mercato immobiliare delle abitazioni si sta stabilizzando. Infatti, secondo i dati dell'Agenzia delle Entrate, nel corso dell'anno il mercato ha mostrato tassi di calo in rallentamento. Già a partire dal 2015 si è osservata l'inversione di tendenza con il ritorno alla crescita del numero delle transazioni. Il rialzo delle compravendite è il risultato di una buona performance delle aree del Nord e soprattutto del Centro. Al Sud si registra ancora un calo tendenziale, ma con intensità decisamente ridotta rispetto ai valori dei trimestri del 2013 e del 2014.

## **Il mercato "corporate"**

Gli uffici sono tra i settori soggetti al più rapido turnover, anche perché rappresentano la quota più consistente dei fondi immobiliari in liquidazione o in scadenza, soprattutto in Europa. Le alienazioni, tuttavia, sono compensate da un elevato numero di nuovi investimenti, prevalentemente nei *central business district* delle città più importanti, dato che gli spazi direzionali continuano a rappresentare il *core business* di molte società. Il costante rinnovamento dei patrimoni con destinazione uffici è condizionato dall'evoluzione strutturale del mercato del lavoro, guidato dall'affermazione di nuovi fenomeni economici e sociali e dal progresso tecnologico.

Il *retail* ha perso il ruolo dominante che aveva in passato, pur continuando a rappresentare l'*asset class* privilegiata di un buon numero di fondi, con un'attenzione crescente verso i format innovativi e l'*e-commerce*.

I centri commerciali sono ritenuti interessanti solo se situati all'interno delle aree urbane con un ampio bacino d'utenza o dotati di un elevato numero di servizi. I centri commerciali tradizionali nelle aree periferiche presentano elevati tassi di *vacancy* e vengono progressivamente venduti dalle società di gestione.

La piccola distribuzione è limitata agli spazi di lusso nelle *top location* delle città più importanti.

La logistica in passato era considerata interessante soprattutto per gli investimenti diretti, mentre negli ultimi anni ha costituito una delle *asset class*

privilegiate dei fondi immobiliari, anche come conseguenza dello sviluppo dell'*e-commerce*. Si tratta di un settore ciclico e, dunque, presenta un maggiore livello di rischio essendo strettamente legato al trend economico. Per ridurre il rischio i fondi investono esclusivamente in immobili di grandi dimensioni, alto standing, situati nei pressi dei nodi strategici, già completati e affittati a locatari di alto livello e con contratti di lungo periodo. Un'espansione più rapida degli investimenti logistici è frenata esclusivamente da una forte carenza di offerta. Infatti molti Reit, soprattutto americani, investono nello sviluppo di complessi logistici, con forte concentrazione nel settore dei parchi multi-tenant.

### **I fondi immobiliari italiani**

I fondi immobiliari italiani stanno superando in modo positivo la doppia crisi economica ed immobiliare degli ultimi anni. Il crescente peso del settore immobiliare nel contesto economico è confermato dal ruolo sempre più importante degli strumenti di risparmio gestito che, nel complesso, rispondono meglio di altri all'esigenza da parte di investitori privati e istituzionali di trovare prodotti in grado di offrire un elevato livello di sicurezza e rendimenti competitivi. I principali ostacoli allo sviluppo dei fondi sono rappresentati da carenze legislative, soprattutto sul piano fiscale, a cui il governo sta cercando di porre rimedio con l'approvazione di interventi normativi mirati.

Il miglioramento delle prospettive economiche, la presenza di una liquidità consistente e la crescente domanda di una gestione professionale dei patrimoni immobiliari stanno favorendo lo sviluppo dei fondi immobiliari anche nel nostro paese.

Dopo una lieve flessione nel biennio 2008-2009, il patrimonio dei fondi operativi ha ricominciato a crescere negli ultimi due anni.

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

L'indebitamento medio si mantiene costante evidenziando, tuttavia, delle oscillazioni tra i vari fondi. Sono molto differenziate anche le performance. Il Roe medio è ancora in territorio negativo, anche se in netto miglioramento rispetto agli anni scorsi. Relativamente all'*asset allocation*, si segnala un leggero incremento negli investimenti in immobili a destinazione d'uso uffici, soprattutto se situati nelle *top location*.

## **2.2 Composizione degli *assets* del Fondo, politiche di investimento e prospettive**

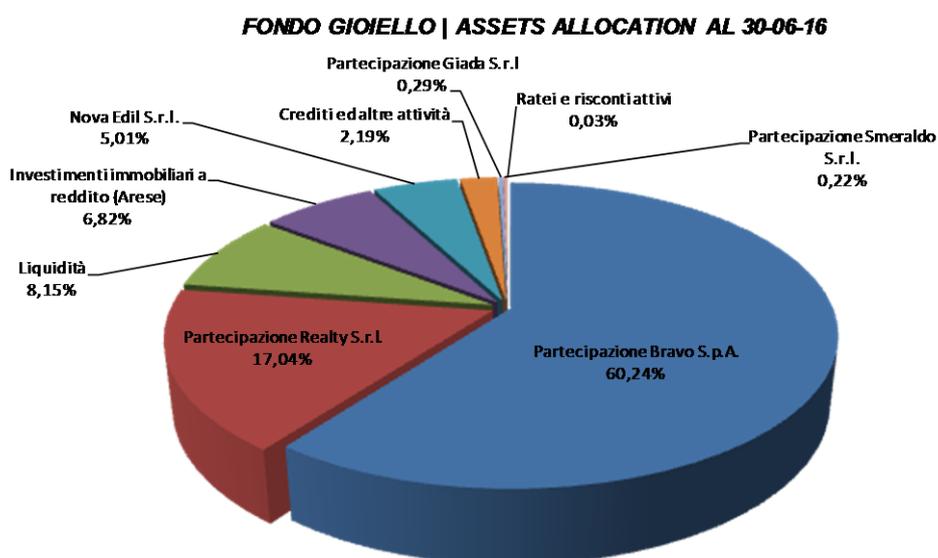
Di seguito si riportano, in ordine decrescente di valore, i beni in cui è investito il Fondo:

FONDO GIOIELLO COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITA' AL 30.06.16:

Descrizione	Valore	%
Partecipazione Bravo S.p.A.	46.170.000	60,24%
Partecipazione Realty S.r.l.	13.060.000	17,04%
Liquidità	6.249.107	8,15%
Investimenti immobiliari a reddito (Arese)	5.230.000	6,82%
Nova Edil S.r.l.	3.840.000	5,01%
Crediti ed altre attività	1.678.109	2,19%
Partecipazione Giada S.r.l.	220.847	0,29%
Partecipazione Smeraldo S.r.l.	168.608	0,22%
Ratei e risconti attivi	21.313	0,03%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>76.637.984</b>	<b>100,00%</b>

Rispetto alla composizione delle attività al 31 dicembre 2015 (cfr. Relazione di gestione al 31.12.2015) non si evidenziano scostamenti di rilievo suscettibili di modificare in modo significativo l'*asset allocation* complessiva del Fondo.

L'*asset allocation* viene di seguito graficamente rappresentato:

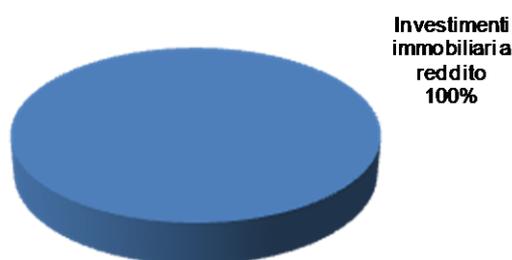


La ripartizioni per area geografica e per tipologia del portafoglio immobiliare detenuto direttamente dal Fondo al 30 giugno 2016 è la seguente:

**Fondo Gioiello 30.06.16 - ASSETS ALLOCATION  
Per Area Geografica**



**Fondo Gioiello 30.06.16 - ASSETS ALLOCATION  
Per Tipologia**



Con riferimento alle *politiche di investimento* perseguite dal Fondo sino al suo scioglimento, si evidenzia come nel tempo sia proseguita una gestione “opportunistica” del portafoglio al cui interno sono stati “mixati” immobili “a reddito” e “a sviluppo” che, stante il carattere “generalistico” del Fondo, hanno avuto le più svariate destinazioni: dal commerciale alla logistica, dal direzionale al residenziale.

Sempre con l’obiettivo di raggiungere il rendimento prefissato, il Fondo – nei limiti previsti dal Regolamento – ha effettuato anche investimenti di carattere mobiliare ed in particolare in società ritenute comunque sinergiche.

Con riferimento al periodo successivo alla messa in liquidazione del Fondo, si segnala che la SGR, in considerazione anche del piano di smobilizzo degli attivi (aggiornato in data 9 dicembre 2015), non ha effettuato nuovi investimenti ma ha costituito, per conto del Fondo Gioiello la società “Logistica Gioiello Srl” che, come indicato nella Relazione di gestione al 31.12.2015, è stata liquidata nel corso del 2015.

Con riferimento alle prospettive future si segnala che la Borgosesia Gestione SGR nei prossimi mesi ritiene di poter terminare le operazioni riguardanti la chiusura della liquidazione del Fondo ed in particolare:

- la cessione e/o conferimento di tutti o parte degli assets direttamente detenuti;

- l'estinzione di tutte le passività;
- l'assegnazione ai partecipanti del Fondo Gioiello delle partecipazioni e della liquidità residua.

## 2.3 Eventi significativi e commenti ai dati semestrali

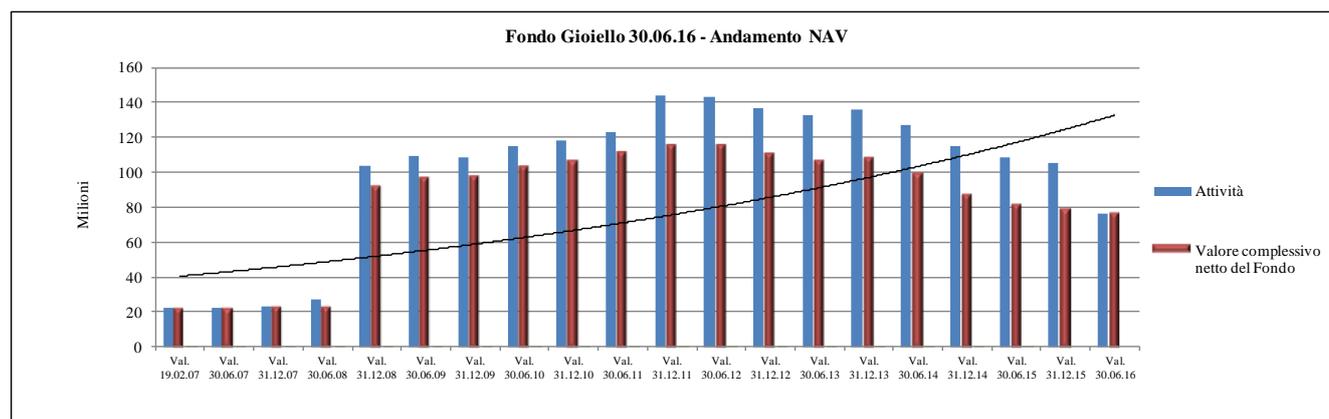
Si riporta di seguito, in formato tabellare e grafico, l'andamento del valore della quota e del patrimonio del Fondo:

- in forma tabellare:

Fondo Gioiello €	Val. 19.02.07	Val. 30.06.07	Val. 31.12.07	Val. 30.06.08	Val. 31.12.08	Val. 30.06.09	Val. 31.12.09	Val. 30.06.10	Val. 31.12.10	Val. 30.06.11	Val. 31.12.11	Val. 30.06.12
Attività	22.500.000,00	22.718.052,00	23.346.779,41	27.046.848,20	103.941.220,17	109.002.165,16	108.712.242,00	114.907.484,60	118.538.628,00	123.009.515,76	143.879.116,15	143.103.217,77
Valore complessivo netto del Fondo	22.500.000,00	22.701.302,00	23.209.198,54	23.429.312,02	91.482.173,02	96.671.148,03	96.886.498,32	102.959.692,37	105.994.714,96	110.900.747,74	115.196.841,88	115.019.396,78
Valore della quota	250.000,000	252.236,693	257.879,984	260.325,689	285.881,791	302.097,338	302.770,307	321.749,039	331.233,484	321.749,039	338.814,241	338.292,343

Fondo Gioiello €	Val. 30.06.11	Val. 31.12.11	Val. 30.06.12	Val. 31.12.12	Val. 30.06.13	Val. 31.12.13	Val. 30.06.14	Val. 31.12.14	Val. 30.06.15	Val. 31.12.15	Val. 30.06.16	IRR su valore nominale (19.2.07-30.6.16)
Attività	123.009.515,76	143.879.116,15	143.103.217,77	136.777.564,00	133.061.783,07	135.959.008,45	127.000.910,92	114.721.639,78	108.414.896,83	105.650.806,69	76.637.983,89	
Valore complessivo netto del Fondo	110.900.747,74	115.196.841,88	115.019.396,78	110.437.960,00	106.215.644,40	107.797.918,90	98.831.068,48	87.010.210,50	80.975.124,52	78.473.654,12	75.936.007,57	
Valore della quota	321.749,039	338.814,241	338.292,343	324.817,529	312.398,954	317.052,703	290.679,613	255.912,384	238.162,131	230.804,865	223.341,199	-2,06%

- in forma grafica:



Il rendimento conseguito dal Fondo sino a tutto il 30 giugno 2016 si attesta a -2,06%.

Con riferimento alle attività di gestione dei rischi e del loro controllo (c.d. "risk management") si evidenzia che, stante lo stato liquidatorio del Fondo e considerando le modalità con cui si procederà allo smobilizzo degli *assets* direttamente/indirettamente detenuti (cfr. piano di smobilizzo), la SGR, d'intesa col *Risk Manager*, ha confermato i rating assegnati nel periodo ante-liquidazione ed ha ritenuto opportuno focalizzare le attività connesse alla riduzione dei rischi valutando il processo di smobilizzo e la compatibilità dello stesso ai dettami normativi.

In particolare al Fondo Gioiello continua ad assegnarsi un *risk rating* pari ad A, corrispondente ad un livello di rischio/rendimento “*floor*” abbinato ad una classe “Core + II”.

La tabella seguente mostra la classificazione adottata:

Classificazione	Punteggio	Rating	Spread over Euribor 6 mesi
Core I	Fino a 5	AA+	1% - 3%
Core II	Da 5,01 a 8	AA	3,01% - 6%
Core+ I	Da 8,01 a 11	A+	6,01% - 8%
Core+ II	Da 11,01 a 14	A	8,01% - 10%
Value Added I	Da 14,01 a 17	BB+	10,01% - 13%
Value Added II	Da 17,01 a 20	BB	13,01% - 15%
Opportunistic I	Da 20,01 a 22	B+	15,01% - 18%
Opportunistic II	Oltre 22	B	> 18%

Per maggiori approfondimenti e per i commenti ai dati semestrali si rinvia al successivo paragrafo.

### Eventi significativi

Di seguito sono riportati i principali avvenimenti del semestre.

La SGR per conto del Fondo Gioiello (come già indicato nella Relazione di gestione al 31.12.2015) ha formalizzato - in data 24 marzo 2016 - la vendita degli immobili di **Fiano Romano (Lotto 1 e Lotto 2)** con contestuale estinzione sia del finanziamento in *pool* (di originari 20 milioni di euro) erogato da Unicredit e Banca Popolare di Vicenza, sia del mutuo (di originari 8 milioni di euro) erogato da Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato).

Si segnala che a fronte dell'estinzione dei finanziamenti di cui sopra il Fondo è stato liberato da tutte le garanzie rilasciate ed in particolare da:

- costituzione in pegno di n. 82.565 azioni ordinarie aventi valore nominale pari a € 82.565,00 e rappresentative del 49% del capitale sociale di Bravo Spa, società come noto integralmente posseduta dal fondo;
- impegno alla decurtazione della linea capitale in presenza di eventi quali la stipula di nuovi contratti di locazioni con riferimento all'immobile di Fiano Romano e/o la dismissione degli immobili ex Gruppo Bertrand (ossia quelli detenuti dal fondo per il tramite di Nova Edil);
- impegno ad alimentare sino all'importo di € 1.000.000 il conto corrente indisponibile denominato DSRA.

Con riferimento alle società partecipate dal Fondo si segnala che per consentire alle società Nova Edil Srl e Bravo Spa (società partecipate al 100%) di far fronte alle esigenze di liquidità e valorizzare al meglio le attività delle stesse, il Collegio dei liquidatori della SGR - in data 27 giugno - ha deliberato di rinunciare ai crediti vantati dal Fondo Gioiello nei confronti delle società partecipate garantendo alle stesse un rafforzamento patrimoniale.

In particolare il Collegio ha deliberato di convertire i seguenti finanziamenti in capitale:

- finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Bravo Spa pari ad euro 1.050.000,00
- finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Nova Edil Srl pari ad euro 500.000,00

L'attività di gestione posta in essere nel semestre con riferimento al portafoglio immobiliare detenuto direttamente e/o per il tramite di società partecipate può essere così riassunta:

#### **Immobili direttamente detenuti dal Fondo**

Circa gli immobili detenuti direttamente dal Fondo si segnala che non vi sono eventi significativi salvo quanto già indicato in merito alla vendita di Fiano Romano Lotto 1 e Lotto 2.

#### **Immobili detenuti da società partecipate**

In riferimento agli immobili detenuti dalle società partecipate si segnala che:

##### **Bravo Spa**

- per l'immobile di **Marcon (VE), via Venier n. 7**, in data 11 marzo 2016, la Bravo Spa ha stipulato un nuovo contratto di locazione con la società Bat-Tech per un canone annuo di Euro 9.600
- per l'immobile di **Settimo Torinese (TO), via E. De Nicola n. 62** in data 9 giugno 2016, la Bravo Spa ha stipulato un nuovo contratto di locazione con la società Logistica Stura Srl per un canone annuo di Euro 60.000, prevedendo un incremento dello stesso fino ad Euro 72.000 a partire da 5° anno ed Euro 84.000 a partire da settimo anno.
- per l'immobile di **Prato (PO), via dei fossi 14/C**, la porzioni dell'edificio locata all'ACI Prato è stata liberata il 15 giugno 2016 e conseguentemente risolto il contratto di locazione.

- per l'immobile di **Prato (PO), via Clementi n. 22**, la porzioni dell'edificio locata all'ASL Prato è stata liberata il 6 aprile 2016 e conseguentemente risolto il contratto di locazione.
- per l'immobile di **Casale Sul Sile (TV)**, in data 17 giugno 2016 è stato formalizzato l'atto di cessione di una porzione dell'immobile di mq 440 al prezzo di Euro 158.000.

Si segnala, inoltre, che in data 4 luglio 2016 la società Bravo Spa ha formalizzato l'atto di cessione della partecipazione detenuta nella società Okatan Srl (società partecipata al 100%) al prezzo di **Euro 7.894.700**. Si segnala che nel portafoglio della stessa era presente l'immobile - sito in **Forte dei Marmi (LU), viale Matteotti n. 3/A**.

#### **Smit Real Estate Srl**

- per l'immobile di **Schio (VI), via dell'Industria n. 135**, non si segnalano particolari avvenimenti riguardo al fallimento del conduttore "ST Srl" già "Smit Textile Spa" nonché in merito alla richiesta di liberazione dell'immobile locato.

#### **Fase Realty Srl (2)**

- in riferimento all'immobile di **Firenze (FI), v.le Guidoni nr. 40/42**, la società sta definendo la vendita dell'immobile per un corrispettivo di euro 50 milioni (attualmente sono ancora in corso due trattative – con primari operatori del settore).

---

<sup>2</sup> Società nella quale il Fondo detiene una partecipazione pari al 50% del capitale per il tramite di Realty Srl

## Commenti ai dati semestrali

La relazione semestrale al 30 giugno 2016 evidenzia un risultato negativo per € 2.537.647 la cui formazione può essere così sintetizzata (valori in €/unità):

		€/mgl
Minusvalenza da valutazione su partecipazione detenuta in Bravo Spa	-1.410.000	-1.410,0
Minusvalenza da valutazione su partecipazione detenuta in Nova Edil Srl	-590.000	-590,0
Minusvalenza da valutazione su partecipazione detenuta in Realty Srl	-120.000	-120,0
Minusvalenza da valutazione su partecipazione Giada S.r.l.	-35.483	-35,5
Minusvalenza da valutazione su partecipazione Smeraldo S.r.l.	7.728	7,7
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	<b>-2.147.755</b>	<b>-2.147,8</b>
Proventi per locazioni ed oneri accessori	393.035	393,0
Minusvalenze da valutazione su immobile in Arese (MI)	-50.000	-50,0
utili / perdite da realizzi	-37.150	-37,2
Oneri per la gestione di beni immobili	-63.797	-63,8
Imposte sugli immobili	-64.093	-64,1
<b>Risultato gestione beni immobili</b>	<b>177.995</b>	<b>178,0</b>
Oneri finanziari ed altri oneri	-378.803	-378,8
<b>Risultato gestione finanziaria</b>	<b>-378.803</b>	<b>-378,8</b>
Commissione di gestione di competenza Borgosesia SGR	-195.138	-195,1
Altri proventi ed altri oneri	6.054	6,1
<b>Perdita dell'esercizio</b>	<b>-2.537.647</b>	<b>-2.537,6</b>

Sul risultato del semestre determinanti risultano essere gli effetti derivanti:

- in negativo, dalle minusvalenze registrate, sempre sulla base delle stime rassegnate dall'Esperto Indipendente, dalle partecipazioni detenute dal Fondo per complessivi 2.147,8 €/mgl;
- in negativo, (i) dalla minusvalenza registrata dall'immobile posseduto direttamente dal Fondo (per complessivi 50 €/mgl), (ii) dalla perdita da realizzo riguardante la vendita degli immobili di Fiano Romano (pari a 37,2 €/mgl) e (iii) dagli oneri finanziari (per complessivi 378,8 €/mgl) riguardanti i mutui estinti con la vendita suddetta (mutuo di originari 20 milioni erogato da un pool di Banche formato da Unicredit Spa e Banca Popolare di Vicenza SCPA e mutuo di originari 8 milioni erogato da Banca Popolare di Vicenza SCPA);
- in positivo dai proventi per locazioni e oneri accessori pari a 393 €/mgl.

Altre poste che contribuiscono alla formazione del risultato semestrale sono, in negativo, (i) le commissioni di gestione (pari a 195,1 €/mgl), (ii) gli oneri per imposte e tasse sugli immobili (pari a 64,1 €/mgl), (iii) gli oneri per la gestione ordinaria degli stessi (pari a 63,8 €/mgl) e, in positivo, la voce "altri proventi ed altri oneri" pari a 6,1 €/mgl.

Riguardo alla struttura finanziaria al 30 giugno 2016, giova segnalare che le disponibilità liquide del Fondo ammontano a circa 6.249 €/mgl.

Si informa che in data 27 giugno il Collegio dei liquidatori, tenuto conto della consistente liquidità detenuta dal Fondo Gioiello in liquidazione, ha deliberato di procedere ad un rimborso parziale delle quote ai sottoscrittori per un importo pari ad euro 2.040 €/mgl (corrispondente ad euro 6 €/mgl a quota). Tale importo è stata determinato considerando la liquidità disponibile dal Fondo Gioiello nonché le passività risultanti sia dalla situazione patrimoniale in essere che gli eventuali oneri necessari per completare la liquidazione dello stesso.

## 2.4 Elenco delle partecipazioni detenute

Alla data del 30 giugno 2016 il Fondo detiene le partecipazioni indicate nel prospetto sotto riportato:

Società Partecipata	Tipo di partecipazione	% Partecipazione (Diretta)	Costo Storico	Valore al 31.12.15	2016			Valore al 30.06.16
					Acquisizioni e/o cessioni	Conversione Finanzi. in Equity	Plusvalenze (minusvalenze) da valutazione	
Bravo Spa	Controllo	100,00%	40.735.000	46.530.000		1.050.000	-1.410.000	46.170.000
Realty Srl	Controllo	100,00%	7.950.904	13.180.000			-120.000	13.060.000
Nova Edil Srl (già Nova Edil Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	3.052.127	3.930.000		500.000	-590.000	3.840.000
Smeraldo Srl (già Finanziaria Tessile Betrand Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	0	160.880			7.728	168.608
Giada Srl (già Filati Betrand Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	129.350	256.330			-35.483	220.847
<b>TOTALE</b>			<b>51.867.381</b>	<b>64.057.210</b>	<b>0</b>	<b>1.550.000</b>	<b>-2.147.755</b>	<b>63.459.455</b>

## 2.5 Prestiti stipulati per il finanziamento delle operazioni di rimborso anticipato di quote

Il Fondo non ha contratto prestiti finalizzati al rimborso anticipato di quote.

## 2.6 Relazione di stima dell'Esperto Indipendente

PRAXI Spa, in qualità di Esperto Indipendente del Fondo, ha fornito i propri rapporti valutativi (allegati alla presente relazione) aventi ad oggetto gli immobili e le partecipazioni in società immobiliari detenute dal Fondo.

L'Esperto Indipendente attribuisce i seguenti valori (in €/mgl):

- Arese (MI) V.le Luraghi s.n.c. € 5.230 €/mgl
- Partecipazione 100% in Bravo Spa € 46.170 €/mgl
- Partecipazione 100% in Realty Srl € 13.060 €/mgl
- Partecipazione 100% in Nova Edil Spa in a.s. € 3.840 €/mgl
- Partecipazione 100% in Giada Srl € 220,8 €/mgl
- Partecipazione 100% in Nova Edil Spa in a.s. € 168,6 €/mgl

Conformemente alla normativa di riferimento gli immobili sono valorizzati sulla base delle stime effettuate dall'Esperto Indipendente attraverso l'utilizzo di modelli di valutazione coerenti con quelli adottati nei precedenti esercizi.

Si evidenzia, inoltre, come le stime operate dall'Esperto Indipendente siano state oggetto di esame da parte della SGR all'esito del quale questa ha ritenuto di recepirne integralmente le risultanze ad eccezione dell'immobile di **viale Guidoni – Firenze –** (immobile indirettamente detenuto per il tramite della società **Fase Realty Srl**) per il

quale la SGR ha ritenuto prudente considerare, come da trattative in corso (con primari operatori del settore), il possibile prezzo di cessione pari a Euro 50 milioni.

## **2.7 Informazioni circa le operazioni di investimento/disinvestimento effettuate ed il gruppo di appartenenza della controparte**

In forma tabellare vengono di seguito riepilogate le operazioni di investimento/disinvestimento concluse nel semestre di riferimento, il valore di ciascuna di queste nonché il gruppo di appartenenza della controparte:

<b>Progressivo</b>	<b>Descrizione Operazione</b>	<b>Controvalore (€/mgl)</b>	<b>Controparte/ gruppo di appartenenza</b>
1	Cessione degli immobili di Fiano Romano (lotto 1 e lotto 2).	30.000	Prologis Italy XXVI Srl

Alla data della presente relazione non sono state perfezionate dal Fondo, operazioni in potenziale conflitto di interesse.

## 2.8 Informazioni circa il gruppo di appartenenza dell'Intermediario Finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei beni conferiti (o acquistati/ceduti) rispetto alla politica d'investimento (Mef n. 30 del 5 marzo 2015)

Nel primo semestre 2016 il Fondo non si è avvalso dei servizi dell'Intermediario Finanziario incaricato dell'accertamento della compatibilità e della redditività dei beni ceduti rispetto alla politica d'investimento perché non si sono verificati i presupposti previsti dalla normativa primaria e regolamentare.

## 2.9 Altre informazioni ex Allegato IV 6.2 Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015

Si riporta di seguito l'elenco dei beni immobili e diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo al 30.06.2016, secondo lo schema riportato nella Tavola C dell'Allegato IV 6.2 del Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

N	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati			Costo storico (€)	Ipotecche (€)	Ulteriori informazioni
					Canone per m2 (€)	Tipo contratto	Scadenza contratto			
Lombardia										
1	ARESE (MI) VIALE LURAGHI		1969	6.802				7.406.029		
	Edificio A5	Industriale		4.200		Porzione non locata				
	Edificio UA5	Uffici/Direzionale		836		Porzione non locata				
	Edificio UA5	Uffici/Direzionale		883		Porzione non locata				
	Edificio UA5	Uffici/Direzionale		883		Porzione non locata				

Si riporta la tabella di cui alla Tavola B par II.1, ALLEGATO IV.6.2, del Provvedimento Banca d'Italia 19.01.2015 relativa ai cespiti disinvestiti dal Fondo dall'avvio dell'operatività alla data del 30 giugno 2016.

Beni disinvestiti	Quantità	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo d'acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Partecipazione in Publihome Srl	eur 49.500 - 50% su C.S.	27/03/08	224.500	224.500	05/12/2010	260.000	-	-	35.500
Partecipazione in Anemos Srl	eur 10.000 - 100% su C.S.	17/09/08	60.000	60.000	17/12/2009	70.000	-	-	10.000
Immobile in Firenze P.za Libertà		25/07/07	6.135.733	5.000.000	25/11/2011	5.000.000	75.827	-62.145	-1.122.051
Partecipazione in Asigest holding Spa	eur 1.490.560 - 13,04% su C.S.	17/04/08	1.490.560	1.490.560	17/12/2012	1.507.429	-	0	16.869
Immobile in Fiano Romano - Roma		24/10/07	43.460.000	30.000.000	24/03/2016	30.000.000	12.633.956	- 4.639.697	-5.465.742
<b>TOTALE</b>			<b>51.370.793</b>	<b>36.775.060</b>		<b>36.837.429</b>	<b>12.709.782</b>	<b>-4.701.842</b>	<b>-6.525.424</b>

### 3 Allegati

**Allegato 1** Estratto Relazione di stima dell'Esperto  
Indipendente PRAXI S.p.A. al 30 giugno 2016  
(Portafoglio Immobiliare Fondo Gioiello);

**Allegato 2** Estratto Relazione di stima dell'Esperto  
Indipendente PRAXI S.p.A. al 30 giugno 2016  
(Partecipazioni in Società Immobiliari);

Per il Collegio dei Liquidatori

Il liquidatore  
Muzio Clementi





**PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA**

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.

20145 MILANO - Via Mario Pagano, 69/A - Tel. +39 02 43 002 - Fax +39 02 481 29 29

milano@praxi.praxi www.praxi.praxi

**ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE**

Spettabile

**BORGOSIESIA GESTIONI SGR S.p.A. in liquidazione**

Via dei Fossi 14/C

59100 PRATO

Milano, 15 Luglio 2016

Ns. Rif.: PP/val 16.2467

Facendo seguito all'incarico affidatoci (Ns. Rif.: MM/val 13.8380 del 4 Settembre 2013) da BORGOSIESIA GESTIONI SGR S.p.A. in liquidazione, Società che gestisce il Fondo Comune di Investimento Immobiliare denominato "Gioiello", Praxi S.p.A., in qualità di Esperto indipendente, ha effettuato l'aggiornamento semestrale della stima del Valore di Mercato del patrimonio immobiliare in capo al suddetto Fondo, con riferimento alla data del **30 Giugno 2016**.

La nostra attività è stata svolta in conformità con quanto disposto dal Regolamento Banca d'Italia del 19/1/2015 Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafi 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti) e dal DM 30 del 5/3/2015 (Art. 16).

La nostra attività di valutazione e la presente relazione di stima sono conformi agli standard fissati dal RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") - edizione 2014. **PRAXI Real Estate è Società di Valutazione "regulated by RICS"** [Firm n° 710985].

## **PATRIMONIO IMMOBILIARE**

Il Fondo Gioiello è costituito da **52 immobili**, tra fabbricati ed aree, per un Valore di Mercato complessivo al 30 Giugno 2016 pari a poco più di **141 milioni di euro**, localizzati nel centro-nord Italia (per lo più in Piemonte, Toscana e Veneto).



BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VERONA  
LONDON

Sede Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 65 60 - Fax +39 011 650 21 82  
Aut. MLPS 13/1/0003868/03.04 e 39/0006096/MA004.A003 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01132750017

<i>Progr.</i>	<i>Proprietà</i>	<i>Indirizzo</i>
1	Bravo S.p.A.	Agliana (PT), località Salceto
2	Bravo S.p.A.	Agugliano (AN), loc. Montevarino - Piazza A. Moro 25
3	Nova Edil S.p.A.	Alghero (SS), loc. Capo Caccia - Porto Conte
4	Fondo Gioiello	Arese edifici A5 e UA5 - Lainate -(MI), viale Luraghi
5	Bravo S.p.A.	Arese Building 2 - Garbagnate-Lainate (MI),
6	Bravo S.p.A.	Arezzo, via Arturo Chiari 15
7	Nova Edil S.p.A.	Benna (BI), via Garibaldi
8	Nova Edil S.p.A.	Biella, via Addis Abeba
9a	Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 8 e 94)
9b	Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 9 e 95)
9c	Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 16 e 85)
10	Nova Edil S.p.A.	Biella, via don Sturzo
11	Nova Edil S.p.A.	Biella, via Tripoli 16/C
12	Nova Edil S.p.A.	Busto Arsizio (VA), via della Vite
13	Bravo S.p.A.	Cantagallo (PO), frazione Usella - via di Migliana 10
14	Nova Edil S.p.A.	Caprile (BI), frazione Noveis Basso
15	Bravo S.p.A.	Casale sul Sile (TV), via Colombo
16	Nova Edil S.p.A.	Coggiola (BI), località Cascina Vacchera
17	Bravo S.p.A.	Cusano di Zoppola (PN), via Ellero 1/H
18	Fase Realty S.r.l.	Firenze, viale Guidoni 40/42 (INTERO IMMOBILE)
19	Nova Edil S.p.A.	Gaglianico (BI), via Matteotti 129
20	Bravo S.p.A.	Maniago (PN), via dell'Industria 10
21	Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 3/via Pialoi
22	Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 7
23	Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 68 A (ex 74)
24	Nova Edil S.p.A.	Mediglia (MI), via Caravaggio 34
25	Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 5
26	Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 9
27	Bravo S.p.A.	Montebelluna (TV), via Fermi 12/14/16/18
28	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Amalfi 55
29	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Milano 5/7/9
30	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Palermo
31	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Puccini 93
32	Bravo S.p.A.	Pistoia, viale Adua 77/79
33	Bravo S.p.A.	Ponte di Piave (TV), via Postumia

<i>Progr.</i>	<i>Proprietà</i>	<i>Indirizzo</i>
34	Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Gornella 2/4/6/8
35	Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Pastore
36	Bravo S.p.A.	Prato, via Clementi 22/24/28/30/32
37	Bravo S.p.A.	Prato, via Filzi 130/5-6-7-8-9
38	Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/C
39	Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/G
40	Nova Edil S.p.A.	Prato, via Libero Grassi 39
41	Bravo S.p.A.	Prato, via Purgatorio 62/64
42	Bravo S.p.A.	Quarto d'Altino (VE), via Pascoli
43	Nova Edil S.p.A.	San Giuliano Milanese (MI), via Nikolaj Vasilevic Gogol 6
44	Nova Edil S.p.A.	Saronno (VA), zona stazione Saronno sud
45	Smit R. E. S.r.l.	Schio (VI), viale dell'Industria 135
46	Bravo S.p.A.	Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62
47	Bravo S.p.A.	Spinea (VE), via delle Industrie 30/32 - (porzione scorporata dalla proprietà indivisa e frazionata)
48	Bravo S.p.A.	Tarvisio (UD), via Roma
49	Nova Edil S.p.A.	Trivero (BI), frazione Vico 21/22/24
50	Bravo S.p.A.	Verrone (BI), strada Trossi 11
51	Nova Edil S.p.A.	Gaglianico (BI) via Italia
52	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO) via Aniene

## DEFINIZIONE DI VALORE E CRITERI DI VALUTAZIONE

La valutazione ha determinato il Valore di Mercato degli immobili in oggetto.

Secondo la definizione del RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book"), per Valore di Mercato si intende l'ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe

essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, consapevole e senza coercizioni (RICS Red Book VPS4 1.2 - edizione 2014).

In relazione alle caratteristiche, alle destinazioni d'uso ed alle potenzialità di utilizzo di ciascun immobile, per la determinazione del Valore di Mercato sono stati adottati, in forma autonoma o combinati tra loro, i seguenti approcci:

– **metodo comparativo**

Il Valore dell'immobile deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.

– **metodo della capitalizzazione**

Il Valore dell'immobile deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili (attraverso un processo del tutto analogo a quello sopra descritto trattando del metodo comparativo); il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima.

– **metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

Nel caso di aree edificabili ed immobili trasformabili, la valutazione è stata sviluppata applicando il criterio del Valore di Trasformazione; in base a tale criterio, il Valore attuale della proprietà deriva dalla attualizzazione del cash flow generato dall'operazione di sviluppo immobiliare, sulla base dei ricavi attesi e della sommatoria dei costi di realizzazione, tenendo conto degli oneri/proventi finanziari e del rischio imprenditoriale.

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, tenendo quindi conto dei contratti di locazione in essere, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfitto.

La nostra attività valutativa è stata condotta, sia dal punto di vista dei criteri estimativi che delle metodologie operative, nel rispetto delle normative vigenti e secondo le migliori prassi peritali a livello italiano ed internazionale.

## **ORIGINE DEI DATI UTILIZZATI NELLA STIMA**

La stima è basata sui dati fornitici dalla SGR, di seguito riportati in sintesi, che, in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati corretti ed aggiornati:

- planimetrie e consistenze lorde immobili (già in loro possesso);
- documentazione catastale;
- dati urbanistici;
- contratti di locazione;
- rent roll (consistenze, riepilogo contratti e principali clausole e limitazioni);
- IMU e TASI;
- premi assicurativi;
- previsioni progettuali di sviluppo e SAL;
- bilanci /previsioni di bilancio delle Società.

In particolare, abbiamo desunto dalla documentazione fornitaci e dal confronto con il Fund Manager i dati relativi:

- alle consistenze degli immobili (si precisa che la congruità complessiva dei dati di consistenza è stata da noi verificata a campione, mediante misurazioni effettuate sulle planimetrie forniteci);
- ai contratti di locazione (unità immobiliari interessate, canoni, scadenze, step-up, opzioni di rinnovo e/o di recesso anticipato, ecc.);
- alle previsioni progettuali relative agli immobili interessati o destinati ad interventi di trasformazione (destinazioni, tempistiche, costi e oneri professionali, ecc.);
- ai bilanci per la valutazione delle Società in capo al Fondo, di cui ad una Relazione di Stima separata.

Derivano invece da nostre autonome analisi ed indagini i dati relativi a:

- valori/canoni di mercato, per le diverse destinazioni d'uso e zone interessate;
- determinazione tassi di capitalizzazione e di attualizzazione;
- costi a carico della proprietà riguardanti property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite (per gli immobili a reddito);
- costi di costruzione diretti ed indiretti (per gli interventi di ristrutturazione/trasformazione);

- prezzi finali di vendita e tempi di assorbimento del mercato, relativamente alle varie destinazioni d'uso di cui ai progetti di ristrutturazione/trasformazione.

## APPROCCI ESTIMATIVI

### METODO COMPARATIVO

Il Valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables. Tali valori unitari sono stati ottenuti applicando parametri desunti dalle specifiche indagini di mercato condotte nelle zone interessate. Ulteriori aggiustamenti dei parametri sono stati applicati in funzione dello stato manutentivo/conservativo e dell'esposizione (ove significativo). Ai Valori di Mercato "liberi" così ottenuti è stato poi applicato un coefficiente di abbattimento in relazione allo stato occupazionale dei beni. Nel caso delle unità residenziali occupate tale coefficiente di abbattimento è stato assunto pari al 20%, in considerazione delle consuetudini di mercato.

I seguenti immobili sono stati valutati in toto o in parte applicando tale metodo:

- *Agugliano, Alghero, Benna, Biella, Busto Arsizio, Caprile, Coggiola, Gaglianico, Mediglia, Monastier, Prato, San Giuliano Milanese.*

### IMMOBILI A REDDITO

Per immobili a reddito si intendono gli immobili che si trovano in condizioni tali da essere in grado di generare per il proprietario un reddito locativo, senza necessità di interventi edilizi sostanziali, né di cambi di destinazione d'uso.

*Sono stati valutati con questo criterio gran parte degli immobili del fondo escluso quelli citati per metodo comparativo e immobili da trasformare/valorizzare.*

Per gli immobili locati o locabili (a reddito), costituiti dalle residue proprietà generalmente caratterizzati da immobili strumentali (essenzialmente produttivi), abbiamo adottato il **metodo DCF** che tiene conto delle situazioni locative in essere nonché delle possibilità offerte dal mercato riguardo alla locazione degli immobili a nuovi soggetti. Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

I ricavi da locazione sono stati desunti dai contratti di affitto in essere, ove esistenti, e da specifiche indagini di mercato da noi condotte nelle zone e per le tipologie interessate. Per le

unità immobiliari sfitte e per quelle i cui contratti di affitto andranno a scadere nel corso del periodo di durata del cash-flow dell'investimento, si è tenuto debitamente conto dei tempi necessari alla messa/rimessa a reddito delle stesse, a condizioni di mercato (commercializzazione, periodi di "vacancy/free rent" e "step-up" ad inizio contratti, tempi correlati ad interventi di restyling, ecc.).

I costi a carico della proprietà (IMU, TASI, assicurazione, property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite) o sono stati forniti direttamente dalla Committente o sono stati determinati in modo analitico, sulla base dei dati inviati dalla SGR, ove disponibili, oppure di nostre autonome quantificazioni, basate sugli standard di mercato e sulle esperienze di immobili analoghi.

La durata del cash-flow dell'investimento è stata determinata facendo riferimento al numero di anni di un contratto di locazione ad uso diverso ed al tempo necessario, alla scadenza del suddetto contratto, per condurre a regime il nuovo contratto di affitto, previa rinegoziazione/ negoziazione a condizioni di mercato del contratto stesso, e successivamente, nel momento di massimizzazione del reddito locativo e, conseguentemente, del prezzo di vendita finale, cedere l'immobile ad un investitore "ordinario".

Si precisa che la durata del cash-flow assunto a base della valutazione dell'immobile non è influenzata né subordinata alle scelte e alle decisioni di investimento della SGR, che possono coincidere o meno con l'atteggiamento dell'investitore "ordinario"; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions della presente stima si discostino da quanto contenuto nel business plan del Fondo.

## **IMMOBILI TRASFORMABILI / DA VALORIZZARE**

Per immobili trasformabili/da valorizzare si intendono gli immobili che necessitano (o per i quali è comunque opportuno, in ottica di migliore valorizzazione) di interventi edilizi di sostanziale entità, finalizzati alla realizzazione di un bene significativamente diverso (per caratteristiche, dimensioni, destinazione d'uso, ecc.) da quello attuale.

I seguenti immobili sono stati valutati in toto o in parte applicando tale metodo:

- *Agliana, Montemurlo - via Palermo, Saronno, Tarvisio.*

Gli immobili trasformabili/da valorizzare sono stati stimati sulla base del criterio del Valore di Trasformazione, per il quale il Valore del bene deriva dall'attualizzazione del cash flow (DCF) generato dall'operazione di sviluppo immobiliare, sulla base dei ricavi attesi e della sommatoria dei costi da sostenere per realizzare la trasformazione; un appropriato tasso di attualizzazione considera le componenti finanziarie ed il rischio imprenditoriale dell'operazione.

Gli elementi essenziali dei progetti/ipotesi progettuali di trasformazione sono stati desunti dalla documentazione fornitaci dalla SGR, che abbiamo assunto come completa ed aggiornata.

Abbiamo comunque verificato la sostanziale fattibilità delle ipotesi di valorizzazione, basandoci sulla documentazione disponibile e su autonome verifiche urbanistico-edilizie.

La componente positiva del DCF è costituita dai futuri ricavi da vendita dell'immobile trasformato, che sono stati determinati, in relazione alle specifiche localizzazioni e destinazioni d'uso, a partire dai redditi locativi potenziali e dalle quotazioni correnti di mercato.

I canoni locativi teorici, tradotti in valore mediante l'applicazione di adeguati tassi di capitalizzazione, e i prezzi di mercato sono stati proiettati alla data di prevista vendita, sulla base di una ragionevole previsione di trend del mercato immobiliare.

Nel calcolo dei ricavi abbiamo tenuto conto, ove esistenti, degli effetti negativi sul reddito complessivo prodotti dalle fasi di "step-up" dei contratti di affitto, che costituiscono uno standard di mercato, soprattutto per le attività commerciali, che devono fisiologicamente affrontare una fase di avviamento, prima di raggiungere la condizione di regime del business (e quindi essere in grado di riconoscere al proprietario dell'immobile l'affitto "pieno").

I costi da sostenere per realizzare la trasformazione sono stati raggruppati in tre categorie principali: i **costi diretti di costruzione/ristrutturazione e, ove necessario, di demolizione** (corrispettivo da riconoscere all'impresa di costruzioni per la esecuzione "chiavi in mano" dei lavori), i **costi di concessione** (importi da versare e/o opere di interesse pubblico da realizzare, per ottenere dal Comune i titoli autorizzativi), e i **costi generali** (oneri professionali per progettazione, direzione lavori, ecc.; costi amministrativi e gestionali; provvigioni per commercializzazione).

I costi sono stati da noi stimati, sulla base delle previste caratteristiche degli immobili da realizzare, facendo riferimento ai parametri standard di mercato, nelle diverse aree geografiche interessate. In presenza di specifici contratti di appalto e/o di prestazione professionale, nella stima si sono considerati i costi a carico della proprietà previsti da tali contratti.

La **tempistica delle operazioni di sviluppo** è stata desunta dai programmi del Fondo, che abbiamo integrato con nostre autonome considerazioni riguardo alla prevedibile durata dell'iter urbanistico-autorizzativo, ai tempi di realizzazione delle opere e di collocazione sul mercato degli immobili finiti, in relazione alla loro entità e caratteristiche ed agli specifici ambiti urbani in cui essi sono inseriti.

**Indicazione dei comparables e delle fonti di provenienza e grado di attendibilità**

I parametri di mercato (applicati sia nella metodologia comparativa sia in quelle di trasformazione e dei DCF) sono stati determinati sulla base di indagini effettuate presso i principali operatori immobiliari locali e nazionali, nonché attraverso una analisi delle pubblicazioni di settore (Agenzia del Territorio, Scenari Immobiliari, Nomisma, ecc). I dati raccolti sono stati inoltre confrontati con la banca dati di Praxi, costantemente aggiornata grazie anche alle perizie effettuate ai fini della concessione dei mutui residenziali e del finanziamento corporate, e con il Centro Studi PRAXI Real Estate - Analisi e indagini di mercato.

**VARIABILI MACROECONOMICHE**

Il cash flow è espresso in moneta corrente, e quindi incorpora una previsione di inflazione (per l'indicizzazione dei costi) e di andamento del mercato immobiliare (per l'indicizzazione dei ricavi).

Il trend dell'**inflazione** è tratto dalle previsioni formulate da Consensus Economics (uno tra i principali Centri di ricerche economiche e finanziarie mondiali – [www.consensuseconomics.com](http://www.consensuseconomics.com)) e pubblicate sul numero di Aprile 2016 di Consensus Forecast, da cui è tratta la tabella che segue.

Italy											
* % change over previous year	Historical				Consensus Forecasts						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022-2026 <sup>1</sup>
Gross Domestic Product*	-2.8	-1.7	-0.3	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2
Household Consumption*	-3.9	-2.5	0.6	0.9	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	1.1
Gross Fixed Investment*	-9.3	-6.6	-3.4	0.8	1.9	2.4	2.4	2.7	2.3	2.1	1.9
Industrial Production*	-6.3	-3.2	-0.6	1.0	1.7	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
Consumer Prices*	3.1	1.2	0.2	0.1	0.1	1.1	1.4	1.6	1.8	1.7	1.8
Current Account Balance (Euro bn)	-6.9	14.1	29.7	35.8	35.3	33.9	34.0	32.5	32.3	27.0	26.7
10 Year Treasury Bond Yield, % <sup>2</sup>	4.5	4.1	1.9	1.6	1.4 <sup>3</sup>	1.6 <sup>4</sup>	2.2	2.6	3.0	3.5	4.1

Per i primi due anni (quattro semestri) del DCF è stato utilizzato il dato puntuale indicato da Consensus Forecast, mentre per il rimanente periodo si è considerata la media dei valori previsti, giungendo quindi al seguente risultato:

Trend inflazione 1^ semestre	0,05%	
Trend inflazione 2^ semestre	0,55%	
Trend inflazione 3^ semestre	0,55%	
Trend inflazione 4^ semestre	0,70%	
Trend inflazione dal 5^ semestre in poi	0,85%	1,70% annuo

Il trend del **mercato immobiliare** è stato determinato separatamente per il primo biennio del cash-flow e per il periodo successivo.

Per il primo biennio la stima del trend è di tipo puntuale, e si basa sulle previsioni formulate da Nomisma nell'ultimo rapporto pubblicato, relative ai segmenti del mercato non residenziale (uffici e negozi).

Tavola 2.8

**13 grandi città – Uffici – Previsioni dei prezzi medi a valori correnti  
(variazioni % annuali)**

Città	2016	2017	2018
Bari	-1,8	-0,2	0,8
Bologna	-1,9	0,1	1,4
Cagliari	-1,3	0,1	1,0
Catania	-1,0	0,2	0,9
Firenze	-1,0	0,5	1,5
Genova	-1,9	0,1	1,5
Milano	-0,7	1,2	2,3
Napoli	-1,3	0,4	1,5
Padova	-0,5	1,3	2,3
Palermo	-1,7	0,0	1,2
Roma	-1,3	0,4	1,4
Torino	-1,0	0,6	1,6
Venezia	-0,6	1,1	2,1
<b>Media 13 grandi città</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>

Fonte: Nomisma

Tavola 2.9

**13 grandi città – Negozi – Previsioni dei prezzi medi a valori correnti  
(variazioni % annuali)**

Città	2016	2017	2018
Bari	-1,7	0,0	0,9
Bologna	-1,5	0,4	1,4
Cagliari	-1,5	-0,1	0,8
Catania	-0,8	0,4	1,0
Firenze	-1,2	0,3	1,1
Genova	-0,9	0,8	1,9
Milano	-0,1	1,5	2,4
Napoli	-0,8	0,7	1,6
Padova	-0,3	1,4	2,3
Palermo	-0,9	0,6	1,4
Roma	-1,2	0,3	1,3
Torino	-1,6	0,2	1,2
Venezia	0,7	2,0	2,6
<b>Media 13 grandi città</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>

Fonte: Nomisma

Per il periodo successivo si è assunto che l'andamento del mercato immobiliare sia in linea con quello dell'inflazione, e si è quindi fatto riferimento alle previsioni di Consensus Forecast di cui sopra.

Complessivamente, il trend del mercato previsto nei DCF è perciò così configurato:

Trend mercato immobiliare 1^ semestre	-0,48%		
Trend mercato immobiliare 2^ semestre	0,33%		
Trend mercato immobiliare 3^ semestre	0,33%		
Trend mercato immobiliare 4^ semestre	0,83%		
Trend mercato immobiliare dal 5^ semestre in poi	0,85%	1,70%	annuo

Inoltre, per la determinazione del rendimento potenziale del capitale investito (equity), di cui si tratta più specificamente nel paragrafo successivo, si sono anche formulate previsioni circa l'andamento dei Titoli di Stato a lungo termine (rendimento risk free) e dell'EurIRS (base per la determinazione del costo del debito a lungo termine).

Il trend dei Titoli di Stato è stato anch'esso desunto da Consensus Forecast, ed è pari al 3,2% annuo:

Italy											
* % change over previous year	Historical				Consensus Forecasts						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022-2026 <sup>1</sup>
Gross Domestic Product*	-2.8	-1.7	-0.3	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2
Household Consumption*	-3.9	-2.5	0.6	0.9	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	1.1
Gross Fixed Investment*	-9.3	-6.6	-3.4	0.8	1.9	2.4	2.4	2.7	2.3	2.1	1.9
Industrial Production*	-6.3	-3.2	-0.6	1.0	1.7	1.8	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
Consumer Prices*	3.1	1.2	0.2	0.1	0.1	1.1	1.4	1.6	1.8	1.7	1.8
Current Account Balance (Euro bn)	-6.9	14.1	29.7	35.8	35.3	33.9	34.0	32.5	32.3	27.0	20.1
10 Year Treasury Bond Yield, % <sup>2</sup>	4.5	4.1	4.0	4.6	4.4	4.6	4.2	4.5	4.0	3.5	3.1

Il trend dell'EurIRS è stato ipotizzato equivalente alla media dei valori degli ultimi dodici mesi, rilevata dalla stampa specializzata, ed è pari all'1,2% annuo:

Maggio 2015	1,1700	
Giugno 2015	1,4900	
Luglio 2015	1,4800	
Agosto 2015	1,3500	
Settembre 2015	1,4000	
Ottobre 2015	1,3100	
Novembre 2015	1,3100	
Dicembre 2015	1,3300	
Gennaio 2016	1,2400	
Febbraio 2016	0,9400	
Marzo 2016	0,9500	
Aprile 2016	0,8900	
		media EurIRS ultimi dodici mesi
		1,20

#### TASSI DI CAPITALIZZAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE

Nelle valutazioni sono stati utilizzati opportuni tassi di capitalizzazione e di attualizzazione, che sono stati determinati sulla base dei criteri qui di seguito esposti, tenendo conto dell'andamento previsionale delle variabili macroeconomiche e immobiliari sopra illustrato.

#### Considerazioni generali in merito ai tassi

Il **tasso di capitalizzazione** corrisponde al rapporto che esiste, sul mercato, tra il rendimento locativo (affitto) ed il valore di un determinato immobile.

Di norma, nella prassi italiana si fa riferimento al rendimento lordo (il cosiddetto *cash on cash return*), cioè non si deducono dal reddito locativo le spese a carico della proprietà (imposte immobiliari, assicurazione, property management, ecc.).

Essendo comunque una grandezza che esprime il rendimento dell'investimento, il tasso di capitalizzazione implicitamente apprezza il rischio dell'investimento nell'immobile in esame, o quantomeno il rischio medio del cluster di mercato a cui l'immobile appartiene.

**Il tasso di attualizzazione** è la variabile matematica utilizzata per determinare il "valore equivalente", ad una certa data, di una grandezza economica che si genera in un differente momento temporale.

Nel caso degli investimenti immobiliari, questo tasso viene utilizzato per determinare il valore attuale dei costi e dei ricavi (*cash-flow*) previsti nell'arco dell'investimento stesso.

Il tasso di attualizzazione apprezza quindi il rischio specifico dell'operazione (oltre che l'andamento delle variabili macroeconomiche e finanziarie), e si differenzia quindi di caso in caso, in relazione alla natura, ubicazione, dimensione, ecc. dell'investimento immobiliare in esame.

In realtà, fra i due tassi esiste un rapporto diretto, tanto è vero che, (a parità di altre variabili ed a condizione che entrambi i procedimenti vengono correttamente sviluppati), la stima del Valore di Mercato di un immobile a reddito elaborata tramite la capitalizzazione diretta oppure tramite il DCF dovrebbe condurre al medesimo risultato.

I fattori di differenziazione sono essenzialmente due:

- come già ricordato, nella prassi italiana il tasso di capitalizzazione è riferito al reddito locativo lordo, mentre il tasso di attualizzazione viene applicato ad un *cash-flow* dove si detraggono dal reddito locativo lordo i costi "immobiliari" a carico della proprietà (che, sulla base dei dati raccolti nel nostro database, attualmente corrispondono in media al 12% del canone lordo);
- il procedimento di capitalizzazione considera una rendita costante perpetua (e quindi è "al netto" del futuro andamento del mercato immobiliare), mentre nel DCF i costi ed i ricavi che concorrono a determinare il *cash-flow* sono indicizzati sulla base del prevedibile andamento dell'inflazione e del mercato.

#### Rendimenti di mercato

In linea teorica, nel caso di immobili a reddito, il rendimento di un investimento immobiliare incorpora implicitamente due fattori:

- la componente risk-free
- la componente di premio al rischio specifica dell'investimento immobiliare di cui si tratta.

Va opportunamente precisato che, nell'approccio valutativo adottato da Praxi, il rendimento immobiliare viene ricavato direttamente da una indagine di mercato, estesa all'intero territorio

nazionale e riferita alle principali tipologie: uffici e negozi tradizionali; ricettivo; grande distribuzione; leisure and entertainment; logistico-produttivo.

Per ciascuna tipologia viene determinato il range di oscillazione del rendimento lordo, con riferimento ad un best case e ad un worst case; all'interno di tale intervallo, il tasso di capitalizzazione dell'immobile in esame viene determinato sulla base della sua situazione e condizione specifica, con riferimento a:

- situazione locativa (qualità e numero degli inquilini, condizioni e clausole dei contratti di affitto, rischio sfritto)
- fattori estrinseci (validità della localizzazione, a livello nazionale e locale, e trend del mercato di riferimento)
- fattori intrinseci (qualità e stato manutentivo, fungibilità, flessibilità, taglio dimensionale).

Dai rendimenti lordi (tassi di capitalizzazione) deriviamo il range del tasso di attualizzazione da utilizzare nel DCF degli immobili a reddito, tenendo conto dell'incidenza dei costi a carico della proprietà e del trend previsionale del mercato immobiliare. Il posizionamento puntuale all'interno di tale range settoriale dipende dai fattori di rischio specifici del singolo immobile.

Il range del tasso di attualizzazione da utilizzare nel DCF degli immobili in sviluppo (Valore di Trasformazione) incorpora un ulteriore premio per il rischio proprio delle operazioni di sviluppo, che attualmente quantifichiamo nel 6% sulla base di osservazioni empiriche di mercato. Anche per il Valore di trasformazione, il posizionamento puntuale all'interno del range dei tassi di attualizzazione dipende dai fattori di rischio specifici della singola operazione di sviluppo.

Da quanto sopra esposto, risulta evidente che il nostro approccio non adotta una metodologia WACC per la determinazione del tasso di attualizzazione del DCF.

E' comunque possibile risalire a ritroso alla remunerazione dell'equity investito, sulla base della leva finanziaria e del costo del finanziamento di un investimento immobiliare standard che abbiamo rilevato dal mercato.

Il risultato di questo calcolo a ritroso è esposto nello sviluppo della valutazione dei singoli immobili, immediatamente sotto al "tachimetro", che evidenzia visivamente il grado di rischio attribuito all'immobile oggetto di stima, rispetto al range del segmento immobiliare cui l'immobile stesso appartiene.

#### Utile dell'imprenditore (investitore)

In conformità con gli standard estimativi internazionali e secondo le consolidate *best practices* del mercato italiano, questo approccio estimativo considera la remunerazione dei capitali investiti all'interno del tasso di attualizzazione: la remunerazione prevista per l'equity corrisponde al tasso di rendimento (IRR) per l'investitore, mentre il tasso complessivo (che deriva dalla media ponderata tra la remunerazione dell'equity ed il costo del debito) corrisponde all'IRR dell'investimento.

### Durata del DCF

Il nostro modello di DCF per la stima del Valore di Mercato degli immobili a reddito prevede una durata standard di 15 anni, con scansione semestrale. Tale periodo consente di includere l'intero ciclo di un contratto di locazione ordinario (6+6 anni), più gli eventuali tempi di vacancy e messa a reddito, e quindi, in termini generali, consente la normalizzazione del flusso di reddito locativo e la determinazione del terminal value per capitalizzazione diretta, utilizzando il canone dell'ultimo periodo ed il *going out cap rate* di cui sopra.

### **PRECISAZIONI E ASSUMPTIONS**

- Le consistenze immobiliari corrispondono sostanzialmente alla GEA - Gross External Area, come internazionalmente definita, e sono state fornite dalla SGR (già in loro possesso);
- Per lo sviluppo della stima abbiamo quindi determinato la superficie virtuale degli immobili, attribuendo alle diverse tipologie di superficie una ponderazione rappresentativa del loro pregio immobiliare. In particolare, gli spazi accessori sono stati virtualizzati in proporzione sia alla loro collocazione/consistenza/quantità all'interno dell'immobile sia alle superfici ed alle destinazioni degli spazi principali nonché ai parametri assegnati agli stessi.
- Negli sviluppi valutativi degli immobili sono stati considerati gli stati occupazionali, così come ci sono stati comunicati dalla SGR.
- Nella stima si è tenuto conto del fatto che gli immobili in gran parte risultano in piena proprietà e per il resto in comproprietà o in proprietà superficiaria, in alcuni casi contemplando le quote facenti capo al Fondo in esame.
- Per gli immobili a reddito, vengono riportati nel foglio "DCF" dello sviluppo valutativo alcuni indicatori significativi, oltre al Valore di Mercato ed alla quota di sfritto, utili alla interpretazione sintetica dei risultati della valutazione:
  - Canone attuale, che corrisponde al Canone annuo generato complessivamente dai contratti di locazione in essere.
  - Rendimento attuale, che costituisce la redditività dei contratti di locazione in essere, rispetto al Valore di Mercato delle unità attualmente locate.
  - Canone di Mercato, che rappresenta il Canone Locativo di Mercato totale dell'immobile, secondo i parametri determinati dalla stima.
  - Rendimento di mercato, che coincide con il *cap rate* dell'immobile.
  - Capex, che riguarda l'ammontare complessivo degli interventi iniziali di ripristino/ristrutturazione previsti a carico della proprietà, comprensivi degli investimenti programmati nel corso degli anni dalla proprietà stessa.

- Reversionary yield (rapporto tra il Canone Locativo di Mercato ed il Valore di Mercato, più l'eventuale CAPEX iniziale, determinati dalla stima), che corrisponde al rendimento teoricamente ottenibile da un investitore che acquistasse l'immobile ad un prezzo equivalente al Valore di stima e ottenesse di metterlo interamente a reddito, a condizioni equivalenti al Canone di Mercato stimato.
- Le valutazioni dei veicoli Societari sono state riportate in un Report separato.

## **METODOLOGIA DI LAVORO**

La nostra attività ha riguardato solamente la determinazione del Valore di Mercato degli immobili in portafoglio al Fondo Gioiello e, in conformità all'incarico affidatoci, non ha compreso attività di Due Diligence e rilievo, né accessi presso uffici pubblici per indagini edilizie, catastali, ecc. (anche se, ai fini della verifica della situazione urbanistica degli immobili in Agliana, Montemurlo - via Palermo, Saronno e Tarvisio, abbiamo effettuato specifici accertamenti presso gli Uffici Tecnici dei rispettivi Comuni).

A supporto della valutazione si è perciò assunta la documentazione tecnica fornitaci dalla proprietà, da cui, in particolare, abbiamo rilevato le consistenze e le destinazioni d'uso, senza effettuare alcuna ulteriore verifica. Contestualmente abbiamo effettuato specifiche indagini di mercato nelle zone interessate, coinvolgendo intermediari ed operatori del settore immobiliare e verificando, ove possibile, anche casi di transazioni recenti; tali informazioni hanno integrato ed aggiornato la banca dati sul mercato immobiliare già in possesso della nostra Società.

## **VARIAZIONI INTERVENUTE RISPETTO ALLA PRECEDENTE VALUTAZIONE**

Si evidenziano di seguito le principali variazioni intervenute rispetto alla precedente valutazione.

### ***Variazioni dell'oggetto della stima***

Si registra la cessione dell'immobile di Forte dei Marmi (Okatan S.r.l.) e dei due di Fiano Romano (RM) (Lotto 1 e Lotto 2 ) in carico alla società Borgosesia Gestioni SGR - Fondo Gioiello in liquidazione ed infine di una porzione dell'immobile di Casale sul Sile (TV), via Colombo ( Bravo S.p.A.).

### ***Variazioni di natura giuridica, normativa e contrattuale***

Nel semestre trascorso sono stati risolti contratti di affitto, liberati spazi occupati, rinegoziati canoni e stipulati nuovi contratti di locazione. Per quanto concerne gli ingressi, il contratto di affitto con più rilevanza in quanto riguarda un intero immobile, è quello stipulato (decorrenza Giugno 2016) dalla Logistica Stura Srl per il fabbricato industriale/logistico di Settimo Torinese (TO).

### ***Variazioni di natura estimativa***

- il trend dei Titoli di Stato è passato dal 3,6% (31/12/2015) al 3,2% (30/06/2016);
- il trend dell'inflazione è passato dal 1,8% (31/12/2015) al 1,7% (30/06/2016);
- come già precisato, nel modello DCF l'andamento dell'inflazione (per l'indicizzazione dei costi) e del mercato immobiliare (per l'indicizzazione dei ricavi) sono stati determinati in modo puntuale per i primi quattro semestri, sulla base delle previsioni elaborate rispettivamente da Consensus Forecast e da Nomisma; successivamente al primo biennio, gli andamenti di inflazione e mercato sono stati assunti come coincidenti, e riferiti alle previsioni a lungo termine di Consensus Forecast;
- riguardo ai rendimenti degli immobili a reddito, nel semestre si rileva sul mercato una tendenziale diminuzione dei cap rate, per effetto della diminuzione del rendimento dei Titoli di Stato ed anche di un leggero miglioramento delle condizioni di accesso al finanziamento bancario;
- riguardo ai rendimenti delle aree/immobili trasformabili, invece, si registra un ulteriore lieve incremento dei rendimenti attesi dagli investitori (e quindi dei tassi di attualizzazione), stante la perdurante elevata percezione di rischio rispetto a questa categoria di asset; ciò nonostante, grazie alla diminuzione del tasso di inflazione tendenziale e al relativo miglioramento delle previsioni a breve relative al trend del mercato immobiliare, i Valori delle aree/immobili trasformabili sono rimasti pressoché invariati rispetto al semestre precedente;

- i parametri di vendita degli immobili/porzioni immobiliari residenziali e produttivo-artigianali sono rimasti invariati o lievemente diminuiti, come rilevato dalle indagini inerenti i mercati locali.
- Le principali variazioni in termini di valore assoluto (uguali/superiori a € 50.000) con le relative motivazioni rispetto alla scorsa valutazione semestrale, si registrano sui seguenti immobili:

Indirizzo	$\Delta$	Variazioni Giugno 2016
Agliana (PT), località Saboto	-120.000	RIDUZIONE RICA VI - VARIAZIONE TASSO ATTUALIZZAZIONE
Agugliano (AN), loc. Montevarino - Piazza A. Moro 25	-6.000	RIDUZIONE PARAMETRO
Arese edifici A5 e UA5 - Lainate - (MI), viale Luraghi	-50.000	TASSO - RIDUZIONE IRV E CAPEX
Arezzo, via Arturo Chiari 15	-160.000	RIDUZIONE IRV - TASSO
Casale sul Sile (TV), via Colombo	-160.000	PORZIONE VENDUTA - TASSO-RIDUZIONE IRV E CAPEX
Firenze, viale Guidoni 40/42 (INTERO IMMOBILE)	-370.000	TASSO - DIMINUITO IRV
Maniago (PN), via dell'Industria 10	-50.000	TASSO - RIDUZIONE IRV E CAPEX
Postojna di Paese (TV), via Gomella 2/4/6/8	-100.000	VARIAZIONI CONTRATTUALI - RIDUZIONE IRV - TASSO
Prato, via dei Fossi 14/C	-100.000	TASSO - VACANCY - IRV
Prato, via Purgatorio 62/64	-50.000	TASSO-RIDUZIONE IRV E CAPEX
Quarto d'Alino (VE), via Pascoli	-74.000	TASSO-RIDUZIONE IRV E CAPEX - INQUILINO LASCIA
Schio (VI), viale dell'Industria 135	-150.000	ALZATO TASSO
Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62	-300.000	APPLICATE NUOVE CONDIZIONI CONTRATTUALI 3 SCALETTE a regime da 2° sessennio MIGLIORATO TASSO E ALTRE VARIABILI

## GRUPPO DI LAVORO

La presente valutazione è stata elaborata dal seguente gruppo di lavoro:

- Antonio Gamba (Legale rappresentante di Praxi S.p.A., iscritto all'Albo degli Ingegneri di Milano al n° A 8913 dal 1966) - *Coordinatore del progetto*
- Massimo Maestri MRICS (n° 1279512 dal 2008) - *Responsabile tecnico del progetto*
- Paolo Penati - *Senior Valuer*
- Centro Studi PRAXI Real Estate

L'editing è stato curato dal team di back-office della Sede PRAXI di Milano.

**CONCLUSIONI DI STIMA**

Sulla base di quanto riportato in precedenza e nel Report di Stima successivo, è nostra opinione che il Valore di Mercato degli immobili in capo al FONDO GIOIELLO, con riferimento alla data del 30 Giugno 2016, sia pari a:

**€ 141.455.700,00** (euro centoquarantunomilioniquattrocentocinquantacinquemilasettecento/00).

così raggruppati per società:

<i>Progressivo</i>	<i>Società'</i>	<i>VM 30/06/2016 (€)</i>
1	Bravo S.p.A.	66.283.000
2	Fase Real S.r.l.	54.690.000
3	Fondo Gioiello	5.230.000
4	Nova Edil S.p.A.	4.472.700
5	Smit R. E. S.r.l.	10.780.000
<b>TOTALE</b>		<b>€ 141.455.700</b>

Nel Report di Stima sono descritti analiticamente gli immobili e i procedimenti di valutazione adottati.

La presente relazione è sottoscritta da Antonio Gamba in qualità di Legale Rappresentante di PRAXI S.p.A. e da Massimo Maestri in qualità di Responsabile Tecnico della valutazione; si dichiara che entrambi i firmatari sono in possesso dei requisiti prescritti dal comma 2 dell'art. 16 del DM 30/2015.

Restando a disposizione per ogni chiarimento, ci è gradita l'occasione per porgere distinti saluti.

Praxi S.p.A.  
*Responsabile Tecnico*  
Massimo Maestri




Praxi S.p.A.  
*Legale Rappresentante*  
Antonio Gamba






**PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA**

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.  
20145 MILANO - Via Mario Pagano, 69/A - Tel. +39 02 43 002 - Fax +39 02 481 29 29  
milano@praxi.praxi - www.praxi.praxi

**ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE**

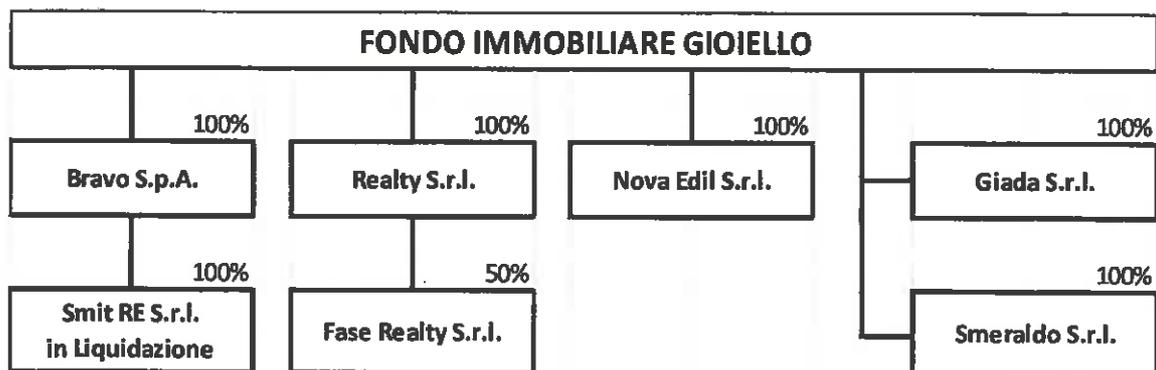
Spettabile  
**BORGOSIESIA GESTIONI SGR S.p.A.**  
Via Aldo Moro, 3/A  
13900 - BIELLA

Milano, 25 luglio 2016  
Ns. Rif.: PG/val 16.2568

Facendo seguito all'incarico conferitoci, esponiamo nella presente i risultati della valutazione, con riferimento della stima al **30 giugno 2016**, del Capitale Economico delle seguenti Società controllate dalla Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. (*in Liquidazione*) attraverso il Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso denominato "GIOIELLO":

- BRAVO S.p.A.
- SMIT REAL ESTATE S.R.L.
- REALTY S.R.L.
- FASE REALTY S.R.L.
- NOVA EDIL S.R.L.
- GIADA S.R.L.
- SMERALDO S.R.L.

La struttura e l'entità delle partecipazioni si articolano come segue:



BIOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VERONA  
LONDON

Sede Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 65 60 - Fax +39 011 650 21 82  
Aut. N.º 13/10003868/03.04 e 390006096/MA004.A003 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01132750017

## EVENTI SIGNIFICATIVI

Il Fondo Gioiello è stato posto in liquidazione con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013 previa conforme autorizzazione da parte del Comitato Consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti. Con successiva delibera in data 14 maggio 2013 il Consiglio di Amministrazione ha poi provveduto ad approvare il piano di realizzo degli attivi dello stesso. Durante il periodo di liquidazione, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività del Fondo sulla base del piano di realizzo come sopra approvato.

In data 3 luglio 2013, in nome e per conto del Fondo Gioiello, la SGR ha proceduto alla costituzione di una *newco* "Logistica Gioiello S.r.l." nella quale, come previsto dal piano di smobilizzo degli attivi del fondo, avrebbero dovuto essere in futuro conferiti i beni immobili direttamente detenuti. Nel corso del 2015, la società è stata posta in liquidazione.

Al 30/06/2016 il Fondo Gioiello detiene anche il controllo delle società immobiliari denominate GIADA S.r.l. e SMERALDO S.r.l. Per queste società, che alla stessa data non possedevano immobili, il valore del loro Capitale Economico è stato considerato pari al Patrimonio Netto (Vedasi l'Allegato in calce a questa relazione per i relativi Bilanci).

In data 11/04/2016 la Bravo SpA ha stipulato con Datcha srl un contratto preliminare per la cessione della totalità delle quote sociali della controllata OKATAN Srl. La cessione è avvenuta per un corrispettivo di € 7.900.000 con stipula del rogito definitivo da effettuarsi entro il 30 giugno 2016.

Gli effetti economici della predetta transazione sono incorporati nei dati di bilancio al 30/06/2016 esposti nel capitolo relativo.

## SCOPO DELLA STIMA E CRITERI DI VALUTAZIONE

Questa stima è stata effettuata ai fini della determinazione del valore complessivo netto del Fondo in conformità con quanto disposto dal Regolamento Banca d'Italia del 19/1/2015 Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafi 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti) e dal DM 30 del 5/3/2015 (Art. 16).

La valutazione delle Società è stata da noi sviluppata utilizzando il criterio metodologico, tra quelli prevalentemente utilizzati dalla prassi professionale, giudicato più idoneo allo scopo.

Nel caso specifico è stato adottato il "metodo patrimoniale semplice" che conduce alla determinazione del patrimonio netto rettificato. Per Valore del Capitale Economico (*Equity Value*) si intende quindi il Patrimonio Netto delle Società risultante dalla differenza del totale delle attività e delle passività di bilancio, opportunamente valutate e, se necessario, rettificato.

Il Patrimonio Netto Rettificato costituisce quindi la base per la valutazione delle partecipazioni detenute da Borgosesia Gestioni SGR S.p.A.

La determinazione del valore di mercato degli immobili di proprietà è descritta nella Relazione di stima immobiliare (Rif.: Ns. Rif.: PP/val 16.2467 del 15 Luglio 2016), da noi redatta con riferimento alla data del 30 giugno 2016.

## **PREMESSE E LIMITI DELL'INCARICO**

Le Società ancora attive sono state valutate in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale (*going concern*), senza sostanziali mutamenti di direzione e di gestione (c.d. ipotesi "*stand alone*") in quanto non disponiamo al momento attuale di informazioni tali da consentirci di determinare gli eventuali riflessi economici, sui valori patrimoniali, che potrebbero derivare dalla messa in liquidazione del Fondo Gioiello.

Si è presunto, altresì, che le società che presentano un deficit patrimoniale vengano ricapitalizzate nei termini di legge se non già poste in liquidazione.

Il nostro lavoro si è basato su dati e informazioni storiche e prospettive disponibili alla data di predisposizione del presente documento, forniteci dal Management della Società.

Le rettifiche IAS/IFRS 17 – ove applicabili – sono riferite alle consistenze patrimoniali evidenziate dalle bozze di bilancio al 31/12/2015. Per le Società che non presentano la necessità di operare rettifiche derivanti dalla presenza di leasing finanziari, si è fatto riferimento al loro Patrimonio Netto di bilancio a tale data.

Il Management ci ha inoltre confermato che nell'arco di tempo intercorso dal 1° Gennaio 2016 alla data della presente relazione non si sono manifestati altri eventi economicamente o giuridicamente rilevanti.

Non rientrano nell'ambito di questo incarico lo svolgimento di procedure di revisione contabile o verifiche atte ad accertare l'eventuale esistenza di attività o passività, di qualsiasi natura, non risultanti dai bilanci utilizzati ai fini della valutazione.

Come già indicato nel capitolo precedente, la finalità del nostro lavoro è quella di stimare il valore corrente teorico della partecipazione. Questo valore non deve essere inteso come possibile prezzo di cessione della Società.

Al fine di determinare quest'ultimo sarebbe infatti necessario sviluppare ulteriori considerazioni quali l'eventuale urgenza di una delle parti contraenti a concludere l'operazione e le potenziali sinergie conseguibili dalla transazione. Occorrerebbe altresì prendere in esame altri elementi quali, per esempio, la situazione finanziaria, attuale e prospettica, della Società, l'identità e gli scopi delle parti contraenti e gli eventuali specifici accordi sottoscritti dalle parti.

I risultati ai quali si perviene nella presente relazione di stima non potranno pertanto essere utilizzati per finalità diverse da quelle previste dal presente incarico.

## CONCLUSIONI DI VALORE

In base a quanto più dettagliatamente esposto nella relazione allegata, è nostra opinione che il Valore di Mercato (*fair value*) del Capitale Economico delle società oggetto di stima, con riferimento alla data del 30/06/2016, sia pari a:

BRAVO S.P.A.	€ 46.170.000,00 (Euro quarantasei milioni centosettanta mila/00)
REALTY S.R.L.	€ 14.670.000,00 (Euro quattordici milioni seicentosettanta mila/00)
NOVA EDIL S.R.L.	€ 3.840.000,00 (Euro tre milioni ottocentoquaranta mila/00)

I predetti importi includono il valore delle partecipazioni nelle seguenti società il cui Capitale Economico - riferito alla data del 30/06/2016 - è riportato qui di seguito.

**BRAVO SPA**, partecipazione del 100% nel capitale delle Società:

SMIT RE S.R.L. (IN LIQUIDAZIONE)	€ 6.957.000,00 (Meno Euro sei milioni novecento cinquanta settemila/00)
----------------------------------	--

**REALTY SRL**, partecipazione del 50% nel capitale della Società:

FASE REALTY S.R.L.	€ 29.400.000,00 (Euro ventinove milioni quattrocento mila/00)
--------------------	--

Altre Società controllate direttamente dal Fondo Gioiello (Patrimonio Netto):

GIADA S.R.L.	€ 220.847,00 (Euro duecento ventimila ottocentoquarantasette/00)
SMERALDO S.R.L.	€ 168.608,00 (Euro cento sessantottomila seicentootto/00)

Restando a disposizione per ogni eventuale chiarimento ci è gradita l'occasione per porgere i migliori saluti.

Praxi S.p.A.  
Responsabile Tecnico  
Massimo Maestri




Praxi S.p.A.  
Legale Rappresentante  
Antonio Gamba




**FONDO IMMOBILIARE GIOIELLO**

**4 - Immobile sito in Lainate-Arese (MI), viale Luraghi - edifici A5 e UA5**

**MILANO, LUGLIO 2016**

#### **4.1 UBICAZIONE**

L'immobile oggetto di valutazione, in proprietà al Fondo Gioiello, è ubicato all'interno della vastissima area Fiat-Alfa Romeo, che si estende nei territori di Arese, Garbagnate Milanese, Lainate e Rho, comuni in provincia di Milano, parzialmente ricadenti nel Parco delle Groane. L'accesso alla suddetta area si ha da viale Luraghi - Arese, anche se l'immobile in esame fa parte del territorio di Lainate.

La suddetta area è ubicata a nord-ovest di Milano, non lontano dal nuovo polo della Fiera di Milano (Rho/Però), una delle strutture fieristiche più moderne e innovative al mondo.

Nella zona è in corso un processo di reindustrializzazione in base al quale molti dei vecchi fabbricati industriali sono stati oggetto di demolizione e rimpiazzo o ristrutturazione. Il contesto risulta pertanto caratterizzato da immobili a destinazione industriale nuovi, ristrutturati e da demolire, oltre che da aree libere (da bonificare) edificabili.

L'accessibilità viabilistica risulta ottima, grazie alle vicine autostrada dei Laghi (A8 - uscita Arese) e strada statale n. 233 - Varesina.

La congiunzione delle linee Milano-Novara e Milano-Varese-Porto Ceresio fanno della zona un importante nodo ferroviario.

## 4.2 DESCRIZIONE GENERALE

L'immobile, in gran parte locato, anche se attualmente inutilizzato, e per il resto sfitto, è costituito da un fabbricato costruito a metà degli anni '60, ristrutturato nonché bonificato dall'amianto nel 2006 (porzione industriale A5) ed ampliato a cavallo tra il 2006 ed il 2007 (porzione direzionale UA5). Il fabbricato, che ha pianta rettangolare, si compone di una porzione A5, sviluppata su un unico piano fuori terra, con un'altezza sotto trave di 7 m, e adibita a magazzino, e di una porzione UA5, elevata su tre piani fuori terra e destinata ad uffici. Sono presenti inoltre due aree, di cui una cintata nonché pavimentata in c.a., ove sono alloggiati alcuni impianti, ed una esterna pertinenziale non recintabile, pavimentata in autobloccanti.

La struttura portante dell'edificio è mista in c.a., c.a.p. (UA5) e acciaio (A5), le scale sono in c.a., i solai sono in c.a.p., i tamponamenti sono con profili a cassetta, strati coibentati in lana di roccia e finitura in cartongesso, la copertura è a shed con struttura in acciaio, pannelli sandwich e lucernari in polycarbonato, i serramenti esterni sono in alluminio preverniciato e vetro stratificato (A5), vetri blindati o alluminio e vetrocamera (UA5). Sono presenti compartimentazioni in blocchi REI 120, partizioni interne in pareti mobili e controsoffitti in lastre di gesso alleggerito. Le pavimentazioni sono di tipo industriale (A5) o di tipo flottante o in ceramica monocottura. I rivestimenti dei servizi igienici sono in ceramica monocottura. Le porte interne sono in alluminio/laminato o in metallo (anche con maniglioni antipanico).

La dotazione impiantistica del complesso comprende l'impianto idrico-sanitario, l'impianto elettrico di illuminazione e F.M., gli impianti di riscaldamento e di condizionamento, l'impianto idrico antincendio, l'impianto di rivelazione fumi, l'impianto di sollevamento con ascensore e l'impianto di trasmissione dati, comunicazione telefonica e citofonica.

Il bene complessivamente si trova in buone condizioni di manutenzione e di conservazione.

I dati catastali sono indicati di seguito.

### **Catasto Fabbricati**

Comune di Lainate

Foglio 10 mappale 267 subalterni 710, 711, 722, 723, 748.

### 4.3 SVILUPPO DELLA VALUTAZIONE

Le definizioni di valore, i criteri di valutazione, le metodologie e le assumptions di carattere generale sono riportate nella lettera introduttiva alla presente stima.

Il modello di valutazione (DCF) presuppone il mantenimento dell'immobile nelle attuali destinazioni d'uso (magazzino e uffici), con la prosecuzione dei contratti in essere fino alla loro naturale scadenza.

L'ipotesi valutativa prevede che la cessione dell'immobile ad un investitore avvenga al 15<sup>o</sup> anno, una volta completato il ciclo di 6+6 anni dei contratti in essere ed effettuato il rinnovo a condizioni di mercato, previ opportuni restyling e vacancy (per gli spazi sfitti, la stipula di un nuovo contratto 6+6, previ adeguati restyling e vacancy, e la rimessa a reddito a condizioni di mercato con opportuni restyling e vacancy).

Sulla base delle indagini di mercato da noi condotte nell'area Fiat-Alfa Romeo in questione, si sono rilevati canoni di mercato per gli immobili industriali, compresi tra 50 €/mq-anno e 60 €/mq-anno e per gli uffici, a servizio degli stessi intorno a 100 €/mq-anno. Alla luce della collocazione all'interno dell'area, delle dimensioni, della conformazione, della dotazione impiantistica, della tipologia, delle caratteristiche, delle finiture, delle prevedibili condizioni, è stato adottato un parametri unitario di locazione di 50 €/mq-anno per il magazzino ed 100 €/mq-anno per gli uffici.

Sono stati rilevati i seguenti comparables di riferimento:

<b>Tipo</b>	<b>V/A</b>	<b>Importo (euro/anno)</b>	<b>mq</b>	<b>Parametro (€/mq-anno)</b>	<b>Indirizzo o Zona</b>	<b>Man.</b>
C	A	80.000	1.550	52	ARESE	Sufficiente
C	A	32.500	500	65	RHO	Sufficiente
C	A	22.000	400	55	ARESE	Sufficiente

La valutazione è analiticamente sviluppata nelle pagine che seguono.

## **FONDO IMMOBILIARE GIOIELLO**

**4 - Immobile sito in Lainate-Arese (MI), viale Luraghi - edifici A5 e UA5**

### **SVILUPPO DELLA VALUTAZIONE**

# **BORGOSESIA SGR**

## ***Fondo Gioiello***

### **Lainate (MI) viale Luraghi - Arese edifici A5 e UA5**

**Valutazione al 30/06/2016**

#### **Dati base**

##### **COSTI A CARICO PROPRIETA'**

IMU/TASI	27.606	€/anno	dato fornito dal Committente
Assicurazione	5.000	€/anno	dato fornito dal Committente
Property management	5.000	1,00%	sul canone di locazione
Accantonamento spese straordinarie	22.000	0,50%	sul costo costruzione
<b>Totale</b>	<b>59.606</b>	<b>€/anno</b>	

##### **INESIGIBILITA' CANONI**

Inesigibilità/morosità canoni 2,0% del canone annuo

##### **PROVVIGIONI**

Provvigioni su locazione 10,0% del canone annuo  
Provvigioni su vendita 1,5% del prezzo di cessione

##### **IMPOSTA DI REGISTRO**

Imposta di registro contratti di locazione 0,5% del canone annuo

**BORGOSESIA SGR**

Fondo Gioiello

Lainate (MI) viale Luraghi - Arese edifici A5 e UA5

Valutazione al 30/6/2016

Locazioni e Capex

Trend inflazione	1,0005	1,0060	1,0115	1,0186	1,0273	1,0360	1,0448	1,0537	1,0627	1,0717	1,0808	1,0900	1,0993	1,1086	1,1180
Trend mercato	0,9952	0,9985	1,0018	1,0101	1,0187	1,0274	1,0361	1,0449	1,0538	1,0628	1,0718	1,0809	1,0901	1,0994	1,1087

Conduttore	Destinazione d'uso	Canone attuale (a regime)	Indicizzazione canone in essere	Scadenza contratto	Consistenza comm.	Parametro Canone Mercato	Indicizzazione Canone Mercato	Totale Canone Mercato	2^ rinnovo	Parametri 2^ rinnovo	Totali 2^ rinnovo	31/12/2016	30/6/2017	31/12/2017	30/6/2018	31/12/2018	30/6/2019	31/12/2019	30/6/2020	31/12/2020	30/6/2021	31/12/2021	30/6/2022	31/12/2022	30/6/2023	31/12/2023	
												0,25	0,75	1,25	1,75	2,25	2,75	3,25	3,75	4,25	4,75	5,25	5,75	6,25	6,75	7,25	
Sfitto	Magazzino				4.200 mq	50	75%	210.000	SI	50	210.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000
	Provvigioni su affitto		10%					-21.000		10%	-21.000		-21.000														
	Vacancy							-390.256			-390.256	6	6	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Capex					50		-210.000		50	-210.000	-210.000	-104.843	-52.638	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sfitto	Uffici				2.602 mq	100	75%	260.200	SI	100	260.200	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100
	Provvigioni su affitto		10%					-26.000		10%	-26.000		-26.000														
	Vacancy							-483.545			-483.545	6	6	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Capex					50		-130.100		50	-130.100	-130.100	-129.905	-65.221	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Investimenti programmati</b>												0															
<b>Totale ricavi (indicizzati)</b>												0	0	117.857	236.954	238.465	239.985	241.515	243.055	244.604	246.163	247.732	249.311	250.901	252.500	254.110	
<b>Totale provvigioni su affitto</b>												0	-47.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Totale capex e investimenti programmati</b>												-340.100															

Canone attuale (a regime) 0  
 Canone di Mercato 470.200  
 Capex e investimenti programmati -680.200

**BORGOSESIA SGR**

Fondo Gioiello

Lainate (MI) viale Luraghi - Arese edifici A5 e UA5

Valutazione al 30/6/2016

Locazioni e Capex

Trend inflazione	1,1275	1,1371	1,1468	1,1565	1,1663	1,1762	1,1862	1,1963	1,2065	1,2168	1,2271	1,2375	1,2480	1,2586	1,2693
Trend mercato	1,1181	1,1276	1,1372	1,1469	1,1566	1,1664	1,1763	1,1863	1,1964	1,2066	1,2169	1,2272	1,2376	1,2481	1,2587

Conduttore	Destinazione d'uso	Canone attuale (a regime)	Indicizzazione canone in essere	Scadenza contratto	Consistenza comm.	Parametro Canone Mercato	Indicizzazione Canone Mercato	Totale Canone Mercato	2^ rinnovo	Parametri 2^ rinnovo	Totali 2^ rinnovo	30/6/2024	31/12/2024	30/6/2025	31/12/2025	30/6/2026	31/12/2026	30/6/2027	31/12/2027	30/6/2028	31/12/2028	30/6/2029	31/12/2029	30/6/2030	31/12/2030	30/6/2031
												7,75	8,25	8,75	9,25	9,75	10,25	10,75	11,25	11,75	12,25	12,75	13,25	13,75	14,25	14,75
Sfitto	Magazzino				4.200 mq	50	75%	210.000	SI	50	210.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000
	Provvigioni su affitto		10%					-21.000		10%	-21.000															
	Vacancy							-390.256			-390.256	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Capex					50		-210.000		50	-210.000															
Sfitto	Uffici				2.602 mq	100	75%	260.200	SI	100	260.200	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100	130.100
	Provvigioni su affitto		10%					-26.000		10%	-26.000															
	Vacancy							-483.545			-483.545	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Capex					50		-130.100		50	-130.100															
<b>Investimenti programmati</b>												0														
<b>Totale ricavi (indicizzati)</b>												255.729	257.359	259.000	260.651	262.313	263.985	265.668	267.361	269.065	270.780	0	287.918	289.754	291.601	293.460
<b>Totale provvigioni su affitto</b>												0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-47.000	0	0	0
<b>Totale capex e investimenti programmati</b>												0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-340.100	0	0	0

Canone attuale (a regime) 0  
 Canone di Mercato 470.200  
 Capex e investimenti programmati -680.200

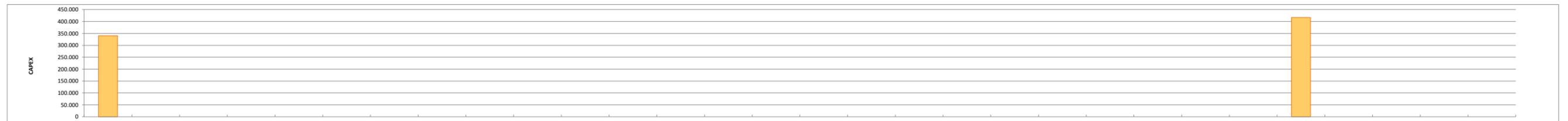
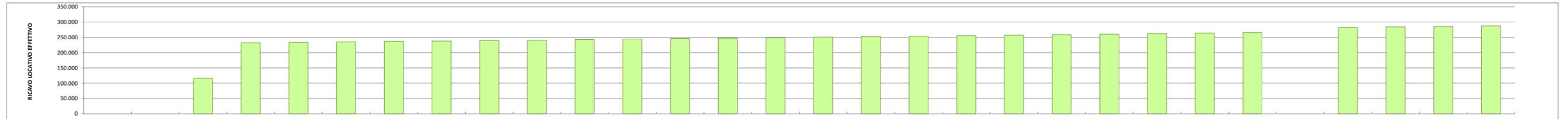
**BORGOSIESIA SGR**  
**Fondo Gioiello**  
**Lainate (MI) viale Luraghi - Arese edifici A5 e UA5**  
**Valutazione al 30/06/2016**

**DISCOUNTED CASH FLOW**

		1,0005	1,0060	1,0115	1,0186	1,0273	1,0360	1,0448	1,0537	1,0627	1,0717	1,0808	1,0900	1,0993	1,1086	1,1180	1,1275	1,1371	1,1468	1,1565	1,1663	1,1762	1,1862	1,1963	1,2065	1,2168	1,2271	1,2375	1,2480	1,2586	1,2693
		0,9952	0,9985	1,0018	1,0101	1,0187	1,0274	1,0361	1,0449	1,0538	1,0628	1,0718	1,0809	1,0901	1,0994	1,1087	1,1181	1,1276	1,1372	1,1469	1,1566	1,1664	1,1763	1,1863	1,1964	1,2066	1,2169	1,2272	1,2376	1,2481	1,2587
	Periodo	31/12/2016	30/6/2017	31/12/2017	30/6/2018	31/12/2018	30/6/2019	31/12/2019	30/6/2020	31/12/2020	30/6/2021	31/12/2021	30/6/2022	31/12/2022	30/6/2023	31/12/2023	30/6/2024	31/12/2024	30/6/2025	31/12/2025	30/6/2026	31/12/2026	30/6/2027	31/12/2027	30/6/2028	31/12/2028	30/6/2029	31/12/2029	30/6/2030	31/12/2030	30/6/2031
<b>COSTI</b>																															
Costi a carico proprietà	€	29.800	30.000	30.100	30.400	30.600	30.900	31.100	31.400	31.700	31.900	32.200	32.500	32.800	33.000	33.300	33.600	33.900	34.200	34.500	34.800	35.100	35.400	35.700	36.000	36.300	36.600	36.900	37.200	37.500	37.800
Imposta di registro	0,5% €	0	0	600	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.400	1.400	1.400	1.400	1.500	1.500
Provvigioni su locazione	10,0% €	0	46.900	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provvigioni su vendita	1,5% €	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	121.000
CAPEX	€	340.300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	417.300	0	0	0	0
<b>Totale costi</b>	<b>€</b>	<b>370.100</b>	<b>76.900</b>	<b>30.700</b>	<b>31.600</b>	<b>31.800</b>	<b>32.100</b>	<b>32.300</b>	<b>32.600</b>	<b>32.900</b>	<b>33.100</b>	<b>33.400</b>	<b>33.700</b>	<b>34.100</b>	<b>34.300</b>	<b>34.600</b>	<b>34.900</b>	<b>35.200</b>	<b>35.500</b>	<b>35.800</b>	<b>36.100</b>	<b>36.400</b>	<b>36.700</b>	<b>37.000</b>	<b>37.300</b>	<b>37.700</b>	<b>511.100</b>	<b>38.300</b>	<b>38.600</b>	<b>39.000</b>	<b>160.300</b>
<b>RICAVI</b>																															
Canone locativo	€	0	0	117.857	236.954	238.465	239.985	241.515	243.055	244.604	246.163	247.732	249.311	250.901	252.500	254.110	255.729	257.359	259.000	260.651	262.313	263.985	265.668	267.361	269.065	270.780	0	287.918	289.754	291.601	293.460
Inesigibilità canonici	2,0% €	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ricavo locativo effettivo	€	0	0	115.500	232.200	233.700	235.200	236.700	238.200	239.700	241.200	242.800	244.300	245.900	247.500	249.000	250.600	252.200	253.800	255.400	257.100	258.700	260.400	262.000	263.700	265.400	0	282.200	284.000	285.800	287.600
Prezzo di cessione finale	€	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8.062.600
<b>Totale ricavi</b>	<b>€</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>115.500</b>	<b>232.200</b>	<b>233.700</b>	<b>235.200</b>	<b>236.700</b>	<b>238.200</b>	<b>239.700</b>	<b>241.200</b>	<b>242.800</b>	<b>244.300</b>	<b>245.900</b>	<b>247.500</b>	<b>249.000</b>	<b>250.600</b>	<b>252.200</b>	<b>253.800</b>	<b>255.400</b>	<b>257.100</b>	<b>258.700</b>	<b>260.400</b>	<b>262.000</b>	<b>263.700</b>	<b>265.400</b>	<b>0</b>	<b>282.200</b>	<b>284.000</b>	<b>285.800</b>	<b>8.349.600</b>
cash flow		-370.100	-76.900	84.800	200.600	201.900	203.100	204.400	205.600	206.800	208.100	209.400	210.600	211.800	213.200	214.400	215.700	217.000	218.300	219.600	221.000	222.300	223.700	225.000	226.400	227.700	-511.100	243.900	245.400	246.800	8.189.300
cash flow attualizzato		-363.190	-72.673	77.174	175.807	170.401	165.073	159.984	154.971	150.109	145.465	140.959	136.523	132.222	128.173	124.126	120.259	116.509	112.871	109.343	105.970	102.650	99.475	96.352	93.365	90.428	-195.468	89.828	87.037	84.296	2.693.628

Tasso attualizzazione anno	7,83%
Going-out cap rate	7,28%

**VALORE DI MERCATO**  
**€ 5.230.000**



**RIEPILOGO DATI DI VALUTAZIONE**

Valore di Mercato	€ 5.230.000
Quota sfritto	100%

Canone attuale a regime	€ 0
Rendimento attuale	0,00%

Canone di Mercato	€ 470.200
Rendimento di mercato	6,97%

Capex	-€ 680.200
Reversionary yield	8,00%

## BORGOSESIA SGR

### Fondo Gioiello

Lainate (MI) viale Luraghi - Arese edifici A5 e UA5

Valutazione al

30/06/2016

#### VARIABILI MACROECONOMICHE E IMMOBILIARI DI RIFERIMENTO

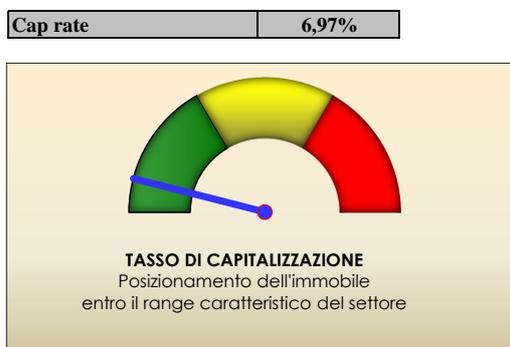
Le variabili di seguito indicate rappresentano una previsione dell'andamento a medio-lungo termine, elaborata da PRAXI sulla base di fonti ufficiali (tra cui ISTAT, EUROSTAT, Banca d'Italia) e delle previsioni di Istituti di Ricerca internazionali (Consensus Forecast) e nazionali (Nomisma).

Trend inflazione 1^ semestre	0,05%		
Trend inflazione 2^ semestre	0,55%		
Trend inflazione 3^ semestre	0,55%		
Trend inflazione 4^ semestre	0,70%		
Trend inflazione dal 5^ semestre in poi	0,85%	1,70%	annuo
Trend mercato immobiliare 1^ semestre	-0,48%		
Trend mercato immobiliare 2^ semestre	0,33%		
Trend mercato immobiliare 3^ semestre	0,33%		
Trend mercato immobiliare 4^ semestre	0,83%		
Trend mercato immobiliare dal 5^ semestre in poi	0,85%	1,70%	annuo
Trend EurIRS		1,20%	annuo
Trend Titoli di Stato		3,20%	annuo

#### TASSO DI CAPITALIZZAZIONE (CAP RATE)

Il tasso di capitalizzazione attribuito all'immobile oggetto di stima deriva da una indagine condotta da PRAXI con riferimento allo specifico segmento di mercato, e tiene conto delle principali componenti di rischio che caratterizzano l'immobile stesso: situazione locativa (inquilini e contratti, appetibilità dell'immobile, rischio sfitto), fattori estrinseci (localizzazione, trend di mercato) e fattori intrinseci (taglio dimensionale, frazionabilità, qualità e stato di manutenzione, fungibilità).

Il grafico che segue evidenzia il posizionamento del tasso di capitalizzazione attribuito all'immobile rispetto al range del mercato di riferimento.



Nell'ipotesi di leva finanziaria pari al 50% dell'investimento complessivo, e assumendo il costo del denaro pari al 4,10% (in linea con le attuali condizioni di mercato per un investimento immobiliare di questo genere), il tasso sopra indicato esprime un rendimento implicito del capitale investito (equity) pari al **13,30%** annuo.

#### TASSO DI ATTUALIZZAZIONE (DISCOUNT RATE)

Il tasso utilizzato per l'attualizzazione del flusso di cassa generato dall'immobile è stato determinato a partire dal cap rate, rettificato per tenere conto dell'incidenza standard dei costi a carico della proprietà (IMU, assicurazione, property management, accantonamento spese straordinarie) e del previsto trend di mercato.

Cap rate lordo	6,97%
Incidenza standard costi proprietà	12%
Cap rate netto	6,13%
Trend mercato	1,70%

<b>Discount rate</b>	<b>7,83%</b>
----------------------	--------------

#### TASSO DI CAPITALIZZAZIONE PER VALORE FINALE (GOING OUT CAP RATE)

Il tasso utilizzato per la determinazione del Valore finale dell'immobile (Terminal Value) è stato calcolato a partire dal cap rate attuale, incrementato di uno spread che tiene conto, in via prudenziale, dell'incertezza insita in una proiezione di lungo periodo.

Cap rate	6,97%
Spread	0,31%

<b>Going out cap rate</b>	<b>7,28%</b>
---------------------------	--------------

# BORGOSIESIA SGR

## Fondo Gioiello

Lainate (MI) viale Luraghi - Arese edifici A5 e UA5

*Valutazione al*

*30/6/2016*

### CONSISTENZE

<b>Conduttore</b>	<b>S.U.L.</b>		<b>Destinazione</b>
Sfitto	4.200	<i>mq</i>	magazzino
Sfitto	2.602	<i>mq</i>	uffici
<b>Totale</b>	<b>6.802</b>	<b><i>mq</i></b>	

**FONDO IMMOBILIARE GIOIELLO**

**4 - Immobile sito in Lainate-Arese (MI), viale Luraghi - edifici A5 e UA5**

**ALLEGATI**





## GIADA SRL

## Tavola comparativa esercizi 2014 e 2015

## Italian GAAP

## STATO PATRIMONIALE

ATTIVO	31/12/2015	31/12/2014
<b>A) CREDITI VERSO SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI</b>		
<b>Totale crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (A)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B) IMMOBILIZZAZIONI</b>		
<i>I - Immobilizzazioni immateriali</i>		
Valore lordo	4.344	4.344
Ammortamenti	3.475	2.607
Totale immobilizzazioni immateriali (I)	869	1.737
<i>II - Immobilizzazioni materiali</i>		
Totale immobilizzazioni materiali (II)	0	0
<i>III - Immobilizzazioni finanziarie</i>		
Totale immobilizzazioni finanziarie (III)	0	0
<b>Totale immobilizzazioni (B)</b>	<b>869</b>	<b>1.737</b>
<b>C) ATTIVO CIRCOLANTE</b>		
<i>I - Rimanenze</i>		
Totale rimanenze (I)	0	0
<i>II - Crediti</i>		
Esigibili entro l'esercizio successivo	354.347	342.630
Totale crediti (II)	354.347	342.630
<i>III- Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>		
Totale attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (III)	0	0

*IV - Disponibilità liquide*

Totale disponibilità liquide (IV)	151.881	174.143
-----------------------------------	---------	---------

<b>Totale attivo circolante (C)</b>	<b>506.228</b>	<b>516.773</b>
-------------------------------------	----------------	----------------

**D) RATEI E RISCONTI**

<b>Totale ratei e risconti (D)</b>	<b>23</b>	<b>1.220</b>
------------------------------------	-----------	--------------

<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>507.120</b>	<b>519.730</b>
----------------------	----------------	----------------

**STATO PATRIMONIALE**

<b>PASSIVO</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
----------------	-------------------	-------------------

**A) PATRIMONIO NETTO**

I - Capitale	103.291	103.291
--------------	---------	---------

II - Riserva da soprapprezzo delle azioni	0	0
---	---	---

III - Riserve di rivalutazione	0	0
--------------------------------	---	---

IV - Riserva legale	18.005	9.721
---------------------	--------	-------

V - Riserve statutarie	0	0
------------------------	---	---

VI - Riserva per azioni proprie in portafoglio	0	0
--	---	---

VII - Altre riserve, distintamente indicate		
---	--	--

Riserva straordinaria o facoltativa	340.991	183.601
-------------------------------------	---------	---------

Versamenti in conto capitale	11.274	11.274
------------------------------	--------	--------

Varie altre riserve	1	1
---------------------	---	---

Totale altre riserve (VII)	352.266	194.876
----------------------------	---------	---------

VIII - Utili (perdite) portati a nuovo	13.096	13.096
--	--------	--------

IX - Utile (perdita) dell'esercizio		
-------------------------------------	--	--

Utile (perdita) dell'esercizio	-345	165.674
--------------------------------	------	---------

Utile (perdita) residua	-345	165.674
-------------------------	------	---------

<b>Totale patrimonio netto (A)</b>	<b>486.313</b>	<b>486.658</b>
------------------------------------	----------------	----------------

**B) FONDI PER RISCHI E ONERI**

<b>Totale fondi per rischi e oneri (B)</b>	<b>4.383</b>	<b>4.383</b>
--	--------------	--------------

<b>C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>D) DEBITI</b>		
Esigibili entro l'esercizio successivo	16.424	28.689
<b>Totale debiti (D)</b>	<b>16.424</b>	<b>28.689</b>
<b>E) RATEI E RISCONTI</b>		
<b>Totale ratei e risconti (E)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>507.120</b>	<b>519.730</b>

**CONTI D'ORDINE**

31/12/2015                      31/12/2014

**CONTO ECONOMICO**

31/12/2015                      31/12/2014

<b>A) VALORE DELLA PRODUZIONE:</b>		
5) Altri ricavi e proventi		
Altri	27	1
Totale altri ricavi e proventi (5)	27	1
<b>Totale valore della produzione (A)</b>	<b>27</b>	<b>1</b>
<b>B) COSTI DELLA PRODUZIONE:</b>		
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	0	866
7) per servizi	9.604	9.505
10) ammortamenti e svalutazioni:		
a),b),c) Ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e materiali, altre svalutazioni delle immobilizzazioni	869	869
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	869	869
Totale ammortamenti e svalutazioni (10)	869	869
14) Oneri diversi di gestione	811	653
<b>Totale costi della produzione (B)</b>	<b>11.284</b>	<b>11.893</b>

<b>Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)</b>	<b>-11.257</b>	<b>-11.892</b>
---	----------------	----------------

**C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI:**

16) altri proventi finanziari:

d) proventi diversi dai precedenti

altri	12.084	12.181
-------	--------	--------

Totale proventi diversi dai precedenti (d)	12.084	12.181
--	--------	--------

Totale altri proventi finanziari (16)	12.084	12.181
---------------------------------------	--------	--------

17) interessi e altri oneri finanziari

altri	1.172	1.172
-------	-------	-------

Totale interessi e altri oneri finanziari (17)	1.172	1.172
--	-------	-------

<b>Totale proventi e oneri finanziari (C) (15+16-17+-17-bis)</b>	<b>10.912</b>	<b>11.009</b>
--	---------------	---------------

**D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE.:**

<b>Totale delle rettifiche di valore di attività finanziarie (D) (18-19)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
--	----------	----------

**E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI:**

20) Proventi

Altri	0	182.904
-------	---	---------

Totale proventi (20)	0	182.904
----------------------	---	---------

21) Oneri

Altri	0	3.866
-------	---	-------

Totale oneri (21)	0	3.866
-------------------	---	-------

<b>Totale delle partite straordinarie (E) (20-21)</b>	<b>0</b>	<b>179.038</b>
---	----------	----------------

<b>Risultato prima delle imposte (A-B+-C+-D+-E)</b>	<b>-345</b>	<b>178.155</b>
---	-------------	----------------

22) Imposte sul reddito dell'esercizio correnti, differite e anticipate

Imposte correnti	0	12.481
------------------	---	--------

Totale imposte sul reddito dell'esercizio (22)	0	12.481
--	---	--------

<b>23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>	<b>-345</b>	<b>165.674</b>
---	-------------	----------------

## Note Esplicative

- I crediti accolgono, quanto ad Euro 240.000, quello nei confronti della correlata Bravo Spa

<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
a.Debiti Finanziari	0	0
b.Meno Crediti Finanziari	268.997	256.997
c.Meno Liquidità	151.881	174.143
	<b>420.878</b>	<b>431.140</b>

<b>Cash Flow dell'attività operativa prima delle variazioni del CCN</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>Reddito esercizio</b>	-345	165.674
Ammortamenti, svalutazioni ed altri accantonamenti	869	869
Accantonamento TFR	0	0
Rettifiche di valori di attività finanziaria	0	0
	<b>524</b>	<b>166.543</b>

**REALTY SRL UNIPERSONALE**  
**Tavola comparativa esercizi 2014 e 2015**  
**Italian GAAP**

**STATO PATRIMONIALE**

<b>ATTIVO</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>A) CREDITI VERSO SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI</b>		
<b>Totale crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (A)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B) IMMOBILIZZAZIONI</b>		
<i>I - Immobilizzazioni immateriali</i>		
Valore lordo	3.076	3.076
Ammortamenti	2.806	2.536
Totale immobilizzazioni immateriali (I)	270	540
<i>II - Immobilizzazioni materiali</i>		
Totale immobilizzazioni materiali (II)	0	0
<i>III - Immobilizzazioni finanziarie</i>		
Crediti		
Esigibili entro l'esercizio successivo	703.915	703.915
Totale crediti	703.915	703.915
Altre immobilizzazioni finanziarie	538.308	538.308
Totale immobilizzazioni finanziarie (III)	1.242.223	1.242.223
<b>Totale immobilizzazioni (B)</b>	<b>1.242.493</b>	<b>1.242.763</b>
<b>C) ATTIVO CIRCOLANTE</b>		
<i>I - Rimanenze</i>		
Totale rimanenze (I)	0	0
<i>II - Crediti</i>		
Totale crediti (II)	0	0

*III- Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni*

Totale attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (III) 0 0

*IV - Disponibilità liquide*

Totale disponibilità liquide (IV) 16.426 5.017

**Totale attivo circolante (C) 16.426 5.017**

**D) RATEI E RISCONTI**

**Totale ratei e risconti (D) 19 44**

**TOTALE ATTIVO 1.258.938 1.247.824**

**STATO PATRIMONIALE**

**PASSIVO 31/12/2015 31/12/2014**

**A) PATRIMONIO NETTO**

I - Capitale	24.024	24.024
II - Riserva da soprapprezzo delle azioni	0	0
III - Riserve di rivalutazione	0	0
IV - Riserva legale	0	0
V - Riserve statutarie	0	0
VI - Riserva per azioni proprie in portafoglio	0	0
VII - Altre riserve, distintamente indicate		
Versamenti in conto capitale	1.214.079	1.231.235
Varie altre riserve	-1	0
Totale altre riserve (VII)	1.214.078	1.231.235
VIII - Utili (perdite) portati a nuovo	0	0
IX - Utile (perdita) dell'esercizio		
Utile (perdita) dell'esercizio	-17.916	-17.157
Utile (perdita) residua	-17.916	-17.157

<b>Totale patrimonio netto (A)</b>	<b>1.220.186</b>	<b>1.238.102</b>
<b>B) FONDI PER RISCHI E ONERI</b>		
<b>Totale fondi per rischi e oneri (B)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO</b>		
	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>D) DEBITI</b>		
Esigibili entro l'esercizio successivo	8.752	9.722
Esigibili oltre l'esercizio successivo	30.000	0
<b>Totale debiti (D)</b>	<b>38.752</b>	<b>9.722</b>
<b>E) RATEI E RISCONTI</b>		
<b>Totale ratei e risconti (E)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>1.258.938</b>	<b>1.247.824</b>

**CONTI D'ORDINE**

31/12/2015                      31/12/2014

**CONTO ECONOMICO**

31/12/2015                      31/12/2014

<b>A) VALORE DELLA PRODUZIONE:</b>		
5) Altri ricavi e proventi		
Altri	0	74
Totale altri ricavi e proventi (5)	0	74
<b>Totale valore della produzione (A)</b>	<b>0</b>	<b>74</b>
<b>B) COSTI DELLA PRODUZIONE:</b>		
7) per servizi	16.584	16.409
10) ammortamenti e svalutazioni:		
a),b),c) Ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e materiali, altre svalutazioni delle immobilizzazioni	270	270
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	270	270
Totale ammortamenti e svalutazioni (10)	270	270

14) Oneri diversi di gestione	1.062	551
<b>Totale costi della produzione (B)</b>	<b>17.916</b>	<b>17.230</b>
<b>Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)</b>	<b>-17.916</b>	<b>-17.156</b>
<b>C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI:</b>		
16) altri proventi finanziari:		
d) proventi diversi dai precedenti		
altri	1	0
Totale proventi diversi dai precedenti (d)	1	0
Totale altri proventi finanziari (16)	1	0
<b>Totale proventi e oneri finanziari (C) (15+16-17+-17-bis)</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE.:</b>		
<b>Totale delle rettifiche di valore di attività finanziarie (D) (18-19)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI:</b>		
21) Oneri		
Altri	1	1
Totale oneri (21)	1	1
<b>Totale delle partite straordinarie (E) (20-21)</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Risultato prima delle imposte (A-B+-C+-D+-E)</b>	<b>-17.916</b>	<b>-17.157</b>
<b>23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>	<b>-17.916</b>	<b>-17.157</b>

#### Note esplicative

- Le Immobilizzazioni Finanziarie al 31/12/2015 sono integralmente rappresentate dalla partecipazione di collegamento – pari al 50% del relativo capitale – in Fase Realty S.r.l.. Maggiori informazioni circa la consistenza di tale ultima società possono essere tratte dalla perizia PRAXI S.p.A. allegata per estratto al presente Documento in uno col rendiconto semestrale 2016 del Fondo

<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
a.Debiti Finanziari	-30.000	0
b.Meno Crediti Finanziari	703.915	703.915
c.Meno Liquidità	16.426	5.017
	<b>690.341</b>	<b>708.932</b>

<b>Cash Flow dell'attività operativa prima delle variazioni del CCN</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>Reddito esercizio</b>	-17.916	-17.157
Ammortamenti, svalutazioni ed altri accantonamenti	270	270
Accantonamento TFR	0	0
Rettifiche di valori di attività finanziaria	0	0
	<b>-17.646</b>	<b>-16.887</b>

## NOVA EDIL SRL UNIPERSONALE

## Tavola comparativa esercizi 2014 e 2015

## Italian GAAP

## STATO PATRIMONIALE

ATTIVO	31/12/2015	31/12/2014
<b>A) CREDITI VERSO SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI</b>		
<b>Totale crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (A)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B) IMMOBILIZZAZIONI</b>		
<i>I - Immobilizzazioni immateriali</i>		
Valore lordo	5.842	5.842
Ammortamenti	5.643	4.475
Totale immobilizzazioni immateriali (I)	199	1.367
<i>II - Immobilizzazioni materiali</i>		
Valore lordo	359.988	359.988
Ammortamenti	359.988	359.988
Totale immobilizzazioni materiali (II)	0	0
<i>III - Immobilizzazioni finanziarie</i>		
Crediti		
Esigibili entro l'esercizio successivo	1	1
Totale crediti	1	1
Totale immobilizzazioni finanziarie (III)	1	1
<b>Totale immobilizzazioni (B)</b>	<b>200</b>	<b>1.368</b>
<b>C) ATTIVO CIRCOLANTE</b>		
<i>I - Rimanenze</i>		
Totale rimanenze (I)	2.389.060	2.408.717
<i>II - Crediti</i>		

Esigibili entro l'esercizio successivo	126.654	107.157
Esigibili oltre l'esercizio successivo	13.318	13.318
Totale crediti (II)	139.972	120.475
<i>III- Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>		
Totale attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (III)	0	0
<i>IV - Disponibilità liquide</i>		
Totale disponibilità liquide (IV)	104.059	17.714
<b>Totale attivo circolante (C)</b>	<b>2.633.091</b>	<b>2.546.906</b>
<b>D) RATEI E RISCONTI</b>		
<b>Totale ratei e risconti (D)</b>	<b>2.846</b>	<b>2.196</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>2.636.137</b>	<b>2.550.470</b>

#### STATO PATRIMONIALE

PASSIVO	31/12/2015	31/12/2014
<b>A) PATRIMONIO NETTO</b>		
I - Capitale	100.000	100.000
II - Riserva da soprapprezzo delle azioni	1.033.585	1.033.585
III - Riserve di rivalutazione	0	0
IV - Riserva legale	20.000	20.000
V - Riserve statutarie	0	0
VI - Riserva per azioni proprie in portafoglio	0	0
VII - Altre riserve, distintamente indicate		
Totale altre riserve (VII)	0	0
VIII - Utili (perdite) portati a nuovo	-444.430	-299.902
IX - Utile (perdita) dell'esercizio		
Utile (perdita) dell'esercizio	-148.244	-144.529

Utile (perdita) residua	-148.244	-144.529
<b>Totale patrimonio netto (A)</b>	<b>560.911</b>	<b>709.154</b>
<b>B) FONDI PER RISCHI E ONERI</b>		
<b>Totale fondi per rischi e oneri (B)</b>	<b>20.576</b>	<b>20.576</b>
<b>C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO</b>		
	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>D) DEBITI</b>		
Esigibili entro l'esercizio successivo	48.788	106.061
Esigibili oltre l'esercizio successivo	2.004.441	1.704.441
<b>Totale debiti (D)</b>	<b>2.053.229</b>	<b>1.810.502</b>
<b>E) RATEI E RISCOINTI</b>		
<b>Totale ratei e risconti (E)</b>	<b>1.421</b>	<b>10.238</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>2.636.137</b>	<b>2.550.470</b>

#### CONTI D'ORDINE

	31/12/2015	31/12/2014
Impegni assunti dall'impresa		
Totale impegni assunti dall'impresa	350.000	350.000
<b>TOTALE CONTI D'ORDINE</b>	<b>350.000</b>	<b>350.000</b>

#### CONTO ECONOMICO

	31/12/2015	31/12/2014
<b>A) VALORE DELLA PRODUZIONE:</b>		
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	24.201	10.200
5) Altri ricavi e proventi		
Altri	5.081	5
Totale altri ricavi e proventi (5)	5.081	5
<b>Totale valore della produzione (A)</b>	<b>29.282</b>	<b>10.205</b>

**B) COSTI DELLA PRODUZIONE:**

7) per servizi	120.555	122.861
10) ammortamenti e svalutazioni:		
a),b),c) Ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e materiali, altre svalutazioni delle immobilizzazioni	1.168	1.168
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	1.168	1.168
Totale ammortamenti e svalutazioni (10)	1.168	1.168
11) Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	19.657	0
14) Oneri diversi di gestione	29.981	28.660

<b>Totale costi della produzione (B)</b>	<b>171.361</b>	<b>152.689</b>
--	----------------	----------------

<b>Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)</b>	<b>-142.079</b>	<b>-142.484</b>
---	-----------------	-----------------

**C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI:**

16) altri proventi finanziari:		
d) proventi diversi dai precedenti		
altri	23	33
Totale proventi diversi dai precedenti (d)	23	33
Totale altri proventi finanziari (16)	23	33
17) interessi e altri oneri finanziari		
altri	2.294	2.348
Totale interessi e altri oneri finanziari (17)	2.294	2.348

<b>Totale proventi e oneri finanziari (C) (15+16-17+-17-bis)</b>	<b>-2.271</b>	<b>-2.315</b>
--	---------------	---------------

**D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE.:**

<b>Totale delle rettifiche di valore di attività finanziarie (D) (18-19)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
--	----------	----------

**E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI:**

20) Proventi		
Altri	0	631

Totale proventi (20)	0	631
21) Oneri		
Imposte relative ad esercizi precedenti	3.891	360
Altri	3	1
Totale oneri (21)	3.894	361
<b>Totale delle partite straordinarie (E) (20-21)</b>	<b>-3.894</b>	<b>270</b>
<b>Risultato prima delle imposte (A-B+-C+-D+-E)</b>	<b>-148.244</b>	<b>-144.529</b>
<b>23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>	<b>-148.244</b>	<b>-144.529</b>

### Note Esplicative

- Le Rimanenze sono integralmente rappresentate da immobili. Per maggiori informazioni sugli stessi si rinvia alla perizia PRAXI S.p.A. allegata per estratto al presente Documento in uno col rendiconto semestrale 2016 del Fondo;

<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
a. Debiti Finanziari	0	152
b. Meno Crediti Finanziari	0	0
c. Meno Liquidità	104.059	17.714
	<b>104.059</b>	<b>17.866</b>

<b>Cash Flow dell'attività operativa prima delle variazioni del CCN</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>Reddito esercizio</b>	<b>-148.244</b>	<b>-144.529</b>
Ammortamenti, svalutazioni ed altri accantonamenti	1.168	1.168
Accantonamento TFR	0	0
Variazione delle materie prime	19.657	0
Rettifiche di valori di attività finanziaria	0	0
	<b>-127.419</b>	<b>-143.361</b>

**BRAVO S.P.A. UNIPERSONALE**  
**Tavola comparativa esercizi 2014 e 2015**  
**Italian GAAP**

**STATO PATRIMONIALE**

<b>ATTIVO</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>A) CREDITI VERSO SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI</b>		
<b>Totale crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (A)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B) IMMOBILIZZAZIONI</b>		
<i>I - Immobilizzazioni immateriali</i>		
Valore lordo	545.058	228.947
Ammortamenti	80.133	58.114
Totale immobilizzazioni immateriali (I)	464.925	170.833
<i>II - Immobilizzazioni materiali</i>		
Valore lordo	68.190.158	66.206.081
Ammortamenti	17.403.500	16.174.211
Svalutazioni	3.806.275	3.108.291
Totale immobilizzazioni materiali (II)	46.980.383	46.923.579
<i>III - Immobilizzazioni finanziarie</i>		
Crediti		
Esigibili oltre l'esercizio successivo	526.659	461.690
Totale crediti	526.659	461.690
Altre immobilizzazioni finanziarie	4.705.133	4.705.133
Totale immobilizzazioni finanziarie (III)	5.231.792	5.166.823
<b>Totale immobilizzazioni (B)</b>	<b>52.677.100</b>	<b>52.261.235</b>
<b>C) ATTIVO CIRCOLANTE</b>		
<i>I - Rimanenze</i>		

Totale rimanenze (I)	4.840	4.840
<i>II - Crediti</i>		
Esigibili entro l'esercizio successivo	10.681.726	12.389.460
Esigibili oltre l'esercizio successivo	306.873	310.143
Totale crediti (II)	10.988.599	12.699.603
<i>III- Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>		
Totale attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (III)	0	0
<i>IV - Disponibilità liquide</i>		
Totale disponibilità liquide (IV)	907.866	1.434.861
<b>Totale attivo circolante (C)</b>	<b>11.901.305</b>	<b>14.139.304</b>
<b>D) RATEI E RISCONTI</b>		
<b>Totale ratei e risconti (D)</b>	<b>1.779.992</b>	<b>2.457.998</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>66.358.397</b>	<b>68.858.537</b>

#### STATO PATRIMONIALE

<b>PASSIVO</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>A) PATRIMONIO NETTO</b>		
I - Capitale	168.500	168.500
II - Riserva da soprapprezzo delle azioni	0	0
III - Riserve di rivalutazione	32.279.661	32.279.661
IV - Riserva legale	92.024	92.024
V - Riserve statutarie	0	0
VI - Riserva per azioni proprie in portafoglio	0	0
VII - Altre riserve, distintamente indicate		
Riserva straordinaria o facoltativa	1.525.692	1.525.692
Versamenti in conto capitale	21.325.677	21.325.677

Riserva avanzo di fusione	3.120.289	3.120.289
Varie altre riserve	-1	2
Totale altre riserve (VII)	25.971.657	25.971.660
VIII - Utili (perdite) portati a nuovo	-15.359.820	-9.182.358
IX - Utile (perdita) dell'esercizio		
Utile (perdita) dell'esercizio	-926.434	-6.177.463
Utile (perdita) residua	-926.434	-6.177.463
<b>Totale patrimonio netto (A)</b>	<b>42.225.588</b>	<b>43.152.024</b>
<b>B) FONDI PER RISCHI E ONERI</b>		
<b>Totale fondi per rischi e oneri (B)</b>	<b>7.137.355</b>	<b>7.692.604</b>
<b>C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO</b>		
	<b>130.022</b>	<b>116.270</b>
<b>D) DEBITI</b>		
Esigibili entro l'esercizio successivo	12.741.643	12.585.084
Esigibili oltre l'esercizio successivo	3.705.149	4.684.228
<b>Totale debiti (D)</b>	<b>16.446.792</b>	<b>17.269.312</b>
<b>E) RATEI E RISCONTI</b>		
<b>Totale ratei e risconti (E)</b>	<b>418.640</b>	<b>628.327</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>66.358.397</b>	<b>68.858.537</b>

**CONTI D'ORDINE**

	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
Impegni assunti dall'impresa		
Totale impegni assunti dall'impresa	14.792.531	21.488.402
<b>TOTALE CONTI D'ORDINE</b>	<b>14.792.531</b>	<b>21.488.402</b>

## CONTO ECONOMICO

	31/12/2015	31/12/2014
<b>A) VALORE DELLA PRODUZIONE:</b>		
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	3.204.186	4.656.488
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	471.232	289.039
5) Altri ricavi e proventi		
Altri	4.737.520	870.615
Totale altri ricavi e proventi (5)	4.737.520	870.615
<b>Totale valore della produzione (A)</b>	<b>8.412.938</b>	<b>5.816.142</b>
<b>B) COSTI DELLA PRODUZIONE:</b>		
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	6.174	7.633
7) per servizi	1.355.582	1.137.879
8) per godimento di beni di terzi	1.767.515	2.589.304
9) per il personale:		
a) salari e stipendi	185.672	192.354
b) oneri sociali	57.970	59.439
c), d), e) trattamento di fine rapporto, trattamento di quiescenza, altri costi del personale	16.511	20.285
c) Trattamento di fine rapporto	15.113	15.057
e) Altri costi	1.398	5.228
Totale costi per il personale (9)	260.153	272.078
10) ammortamenti e svalutazioni:		
a),b),c) Ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e materiali, altre svalutazioni delle immobilizzazioni	2.233.441	1.998.449
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	22.019	3.575
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	1.409.353	1.388.631
c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	802.069	606.243
d) Svalutazione dei crediti compresi nell'attivo circolante e	70.885	6.078.309

delle disponibilità liquide		
Totale ammortamenti e svalutazioni (10)	2.304.326	8.076.758
12) Accantonamenti per rischi	200.000	0
14) Oneri diversi di gestione	1.308.954	1.806.836
<b>Totale costi della produzione (B)</b>	<b>7.202.704</b>	<b>13.890.488</b>
<b>Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)</b>	<b>1.210.234</b>	<b>-8.074.346</b>
<b>C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI:</b>		
16) altri proventi finanziari:		
d) proventi diversi dai precedenti		
da imprese controllate	121.539	151.960
altri	157.999	117.006
Totale proventi diversi dai precedenti (d)	279.538	268.966
Totale altri proventi finanziari (16)	279.538	268.966
17) interessi e altri oneri finanziari		
altri	287.231	213.955
Totale interessi e altri oneri finanziari (17)	287.231	213.955
<b>Totale proventi e oneri finanziari (C) (15+16-17+-17-bis)</b>	<b>-7.693</b>	<b>55.011</b>
<b>D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE.:</b>		
18) Rivalutazioni:		
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni	0	17.929
Totale rivalutazioni (18)	0	17.929
19) Svalutazioni:		
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni	0	106.993
Totale svalutazioni (19)	0	106.993
<b>Totale delle rettifiche di valore di attività finanziarie (D) (18-19)</b>	<b>0</b>	<b>-89.064</b>

**E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI:**

## 20) Proventi

Altri	435.295	1.293
Totale proventi (20)	435.295	1.293

## 21) Oneri

Minusvalenze da alienazioni i cui effetti contabili non sono iscrivibili al n.14	92.342	0
Imposte relative ad esercizi precedenti	80.456	137.503
Altri	827.473	0
Totale oneri (21)	1.000.271	137.503

<b>Totale delle partite straordinarie (E) (20-21)</b>	<b>-564.976</b>	<b>-136.210</b>
---	-----------------	-----------------

<b>Risultato prima delle imposte (A-B+-C+-D+-E)</b>	<b>637.565</b>	<b>-8.244.609</b>
---	----------------	-------------------

## 22) Imposte sul reddito dell'esercizio correnti, differite e anticipate

Imposte correnti	1.129.426	1.115.365
Imposte anticipate	-1.170.057	1.945.501
Imposte differite	-735.484	-1.237.010
Totale imposte sul reddito dell'esercizio (22)	1.563.999	-2.067.146

<b>23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>	<b>-926.434</b>	<b>-6.177.463</b>
---	-----------------	-------------------

**Note esplicative**

- Le immobilizzazioni materiali sono per la più parte rappresentate da immobili destinati alla locazione. Per maggiori informazioni sugli stessi si rinvia alla perizia PRAXI S.p.A. allegata per estratto al presente Documento in uno col rendiconto semestrale 2016 del Fondo;
- Le immobilizzazioni finanziarie accolgono, per Euro/mln 4,7, la partecipazione in Okatan srl integralmente dismessa nel corso del 2016;
- I Crediti ricomprendono al 31/12/2015 imposte anticipate per Euro/mln 5,0
- Gli Altri Debiti accolgono passività nei confronti dell'Erario per Euro/mln 5,6 al 31/12/2015;

- I Debiti Verso Banche ed Altri Finanziatori ammontano, al 31/12/2015, ad Euro/mln 6,6 di cui scaduti ed in corso di rinegoziazione Euro/ml 2,3;
- Al 31/12/2015 la Società aveva in essere operazioni di locazione finanziaria di natura traslativa con riferimento alle quali si precisa che: il capitale originariamente mutuato assommava ad Euro/mln 25,5 e le rate a scadere ad Euro/mln 14,6 (escluso imposta sostitutiva);
- Il Fondo rischi pari al 31/12/2015 a Euro/mln 7,1, comprende prevalentemente accantonamenti al fondo ripristino ambientale.

<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
a.Debiti Finanziari	- 6.722.618,39	-7.392.651
b.Meno Crediti Finanziari	1.018.058	1.056.454
c.Meno Liquidità	907.866	1.434.861
	<b>-4.796.695</b>	<b>-4.901.336</b>

<b>Cash Flow dell'attività operativa prima delle variazioni del CCN</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>Reddito esercizio</b>	-926.434	-6.177.463
Ammortamenti, svalutazioni ed altri accantonamenti	2.169.799	1.998.449
Accantonamento TFR	15.113	15.057
Rettifiche di valori di attività finanziaria	0	-89.064
	<b>1.258.478</b>	<b>-4.253.021</b>

## SMERALDO SRL

## Tavola comparativa esercizi 2014 e 2015

## Italian GAAP

## STATO PATRIMONIALE

ATTIVO	31/12/2015	31/12/2014
<b>A) CREDITI VERSO SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI</b>		
<b>Totale crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (A)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B) IMMOBILIZZAZIONI</b>		
<i>I - Immobilizzazioni immateriali</i>		
Valore lordo	5.044	5.044
Ammortamenti	4.035	3.027
Totale immobilizzazioni immateriali (I)	1.009	2.017
<i>II - Immobilizzazioni materiali</i>		
Totale immobilizzazioni materiali (II)	0	0
<i>III - Immobilizzazioni finanziarie</i>		
Totale immobilizzazioni finanziarie (III)	0	0
<b>Totale immobilizzazioni (B)</b>	<b>1.009</b>	<b>2.017</b>
<b>C) ATTIVO CIRCOLANTE</b>		
<i>I - Rimanenze</i>		
Totale rimanenze (I)	0	0
<i>II - Crediti</i>		
Esigibili entro l'esercizio successivo	185.142	178.163
Totale crediti (II)	185.142	178.163
<i>III- Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>		
Totale attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (III)	0	0

*IV - Disponibilità liquide*

Totale disponibilità liquide (IV)	31.317	11.674
-----------------------------------	--------	--------

<b>Totale attivo circolante (C)</b>	<b>216.459</b>	<b>189.837</b>
-------------------------------------	----------------	----------------

**D) RATEI E RISCONTI**

<b>Totale ratei e risconti (D)</b>	<b>23</b>	<b>1.857</b>
------------------------------------	-----------	--------------

<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>217.491</b>	<b>193.711</b>
----------------------	----------------	----------------

**STATO PATRIMONIALE**

<b>PASSIVO</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
----------------	-------------------	-------------------

**A) PATRIMONIO NETTO**

I - Capitale	10.000	10.000
--------------	--------	--------

II - Riserva da soprapprezzo delle azioni	70.000	70.000
---	--------	--------

III - Riserve di rivalutazione	0	0
--------------------------------	---	---

IV - Riserva legale	5.590	5.590
---------------------	-------	-------

V - Riserve statutarie	0	0
------------------------	---	---

VI - Riserva per azioni proprie in portafoglio	0	0
--	---	---

VII - Altre riserve, distintamente indicate		
---	--	--

Riserva straordinaria o facoltativa	83.983	92.572
-------------------------------------	--------	--------

Varie altre riserve	0	-1
---------------------	---	----

Totale altre riserve (VII)	83.983	92.571
----------------------------	--------	--------

VIII - Utili (perdite) portati a nuovo	0	0
--	---	---

IX - Utile (perdita) dell'esercizio		
-------------------------------------	--	--

Utile (perdita) dell'esercizio	-8.938	-8.589
--------------------------------	--------	--------

Utile (perdita) residua	-8.938	-8.589
-------------------------	--------	--------

<b>Totale patrimonio netto (A)</b>	<b>160.635</b>	<b>169.572</b>
------------------------------------	----------------	----------------

**B) FONDI PER RISCHI E ONERI**

<b>Totale fondi per rischi e oneri (B)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
--	----------	----------

**C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO**

<b>0</b>	<b>0</b>
----------	----------

<b>SUBORDINATO</b>		
<b>D) DEBITI</b>		
Esigibili entro l'esercizio successivo	18.420	22.703
Esigibili oltre l'esercizio successivo	38.436	1.436
<b>Totale debiti (D)</b>	<b>56.856</b>	<b>24.139</b>
<b>E) RATEI E RISCONTI</b>		
<b>Totale ratei e risconti (E)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>217.491</b>	<b>193.711</b>

#### CONTI D'ORDINE

31/12/2015                      31/12/2014

#### CONTO ECONOMICO

31/12/2015                      31/12/2014

<b>A) VALORE DELLA PRODUZIONE:</b>		
<b>Totale valore della produzione (A)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B) COSTI DELLA PRODUZIONE:</b>		
7) per servizi	9.376	9.212
10) ammortamenti e svalutazioni:		
a),b),c) Ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e materiali, altre svalutazioni delle immobilizzazioni	1.009	1.009
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	1.009	1.009
Totale ammortamenti e svalutazioni (10)	1.009	1.009
14) Oneri diversi di gestione	770	551
<b>Totale costi della produzione (B)</b>	<b>11.155</b>	<b>10.772</b>
<b>Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)</b>	<b>-11.155</b>	<b>-10.772</b>
<b>C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI:</b>		
16) altri proventi finanziari:		

d) proventi diversi dai precedenti		
altri	4.026	4.000
Totale proventi diversi dai precedenti (d)	4.026	4.000
Totale altri proventi finanziari (16)	4.026	4.000
17) interessi e altri oneri finanziari		
altri	1.809	1.816
Totale interessi e altri oneri finanziari (17)	1.809	1.816
<b>Totale proventi e oneri finanziari (C) (15+16-17+-17-bis)</b>	<b>2.217</b>	<b>2.184</b>
<b>D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE.:</b>		
<b>Totale delle rettifiche di valore di attività finanziarie (D) (18-19)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI:</b>		
21) Oneri		
Altri	0	1
Totale oneri (21)	0	1
<b>Totale delle partite straordinarie (E) (20-21)</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>
<b>Risultato prima delle imposte (A-B+-C+-D+-E)</b>	<b>-8.938</b>	<b>-8.589</b>
<b>23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>	<b>-8.938</b>	<b>-8.589</b>

#### Note Esplicative

- Al 31/12/2015 i Crediti risultano vantati per Euro/mgl 95 nei confronti dell'erario e, per il residuo, di altri;

<b>Posizione Finanziaria Netta</b>		
a. Debiti Finanziari	-38.436	-1.436
b. Meno Crediti Finanziari	89.666	85.666
c. Meno Liquidità	31.317	11.674
	<b>82.547</b>	<b>95.904</b>

<b>Cash Flow dell'attività operativa prima delle variazioni del CCN</b>		
<b>Reddito esercizio</b>	-8.938	-8.589
Ammortamenti, svalutazioni ed altri accantonamenti	1.009	1.009
Accantonamento TFR	0	0
Rettifiche di valori di attività finanziaria	0	0
	<b>-7.929</b>	<b>-7.580</b>



**Borgosesia Gestioni S.G.R. S.p.A.**

in liquidazione

**Fondo comune di investimento immobiliare  
riservato di tipo chiuso “*Gioiello in liquidazione*”**

\*\*\*

**RENDICONTO DI GESTIONE  
al 31 dicembre 2014**

**Valore della quota: €255.912,384**

*Prato, 25 febbraio 2015*

## INDICE

<b>INFORMAZIONI SOCIETARIE .....</b>	<b>3</b>
<b>INFORMAZIONI GENERALI.....</b>	<b>4</b>
<b>RELAZIONE DEI LIQUIDATORI .....</b>	<b>5</b>
<i>Il Fondo e l'attività di gestione .....</i>	<i>9</i>
<b>RENDICONTO AL 31/12/2013.....</b>	<b>20</b>
<i>SITUAZIONE PATRIMONIALE .....</i>	<i>20</i>
<i>SEZIONE REDDITUALE.....</i>	<i>22</i>
<i>NOTA INTEGRATIVA .....</i>	<i>24</i>
<i>PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA.....</i>	<i>24</i>
<i>PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO .....</i>	<i>27</i>
Sezione I – Criteri di valutazione .....	27
Sezione II – Le attività .....	32
Sezione III – Le passività.....	50
Sezione IV – Il valore complessivo netto.....	53
Sezione V – Altri dati patrimoniali.....	54
<i>PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO .....</i>	<i>55</i>
Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari.....	55
Sezione II – Beni immobili .....	55
Sezione III – Crediti .....	55
Sezione IV – Depositi bancari.....	55
Sezione V – Altri beni .....	56
Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari .....	56
Sezione VII – Oneri di gestione .....	56
Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri.....	58
Sezione IX – Imposte.....	58
<i>PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI.....</i>	<i>58</i>

## INFORMAZIONI SOCIETARIE

### Società di Gestione

Borgoesia Gestioni S.p.A.– Società di Gestione del Risparmio in Liquidazione  
Iscrizione n.211 all'Albo di cui all'articolo 35, primo comma, del Decreto Legislativo 58/98  
Sede legale e uffici: Via dei Fossi 14/c – Prato  
Tel. 0574 622769 – Fax 0574 622556  
Capitale sociale 1.200.000 i.v.  
Partita IVA e Registro Imprese di Prato 02207130028

### Collegio dei Liquidatori

<i>Liquidatori</i>	Dott. Fabio Colotto – Sig. Roberto Bini <i>Il Liquidatore Rag. Nicola Rossi si è dimesso il 23.02.2015.</i>
<i>Direttore Fondo</i>	Dott. Fabio Colotto

### Collegio Sindacale

<i>Presidente</i>	Dott. Stefano Mauro Barni
<i>Sindaci effettivi</i>	Dott.ssa Silvia Sanesi - Dott. Luca Noferi
<i>Sindaci supplenti</i>	Dott. Francesco Cappellini

### Società di Revisione

Deloitte & Touche S.p.A.

### Banca Depositaria

Bnp Paribas Securities Services

## INFORMAZIONI GENERALI

Il presente rendiconto è redatto secondo le disposizioni dettate dal Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successive modifiche/integrazioni, ed è conforme ai principi contabili italiani di generale accettazione. Esso rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica del Fondo comune di investimento immobiliare riservato di tipo chiuso denominato Gioiello in liquidazione al 31 dicembre 2014 ed è composto, in osservanza a quanto disposto dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, dal Decreto del Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, n. 228 del 24 maggio 1999 e dalle direttive impartite dalla Banca d'Italia con il Provvedimento citato, dai seguenti documenti:

- 1) Situazione patrimoniale
- 2) Sezione reddituale
- 3) Nota integrativa
- 4) Altri allegati

Il rendiconto è corredato dalla Relazione dei Liquidatori della Borgosesia Gestioni S.p.A. – Società di Gestione del Risparmio in liquidazione (di seguito anche Borgosesia Gestioni SGR Spa oppure SGR), quale Responsabile dell'attività gestoria del Fondo Gioiello in liquidazione (di seguito anche Fondo o Fondo Gioiello).

La Nota integrativa forma parte integrante del rendiconto. Essa fornisce informazioni più dettagliate sui dati contabili delle sezioni patrimoniale e reddituale ed ulteriori notizie al pubblico, rispetto a quelle ricavabili dagli schemi di bilancio, in quanto ritenute necessarie ad esprimere in modo chiaro, veritiero e corretto i dati esposti nel rendiconto d'esercizio.

La Nota integrativa è ripartita in parti e sezioni che illustrano singoli aspetti della gestione in funzione dell'operatività svolta dal Fondo Gioiello.

Il rendiconto annuale, l'ottavo predisposto dall'avvio dell'operatività del Fondo, è redatto in unità di €, salvo dove diversamente specificato.

Il rendiconto al 31 dicembre 2014 è stato oggetto di revisione contabile da parte di Deloitte & Touche S.p.A..

Si segnala che il Fondo Gioiello è stato posto in liquidazione, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013 - previa conforme autorizzazione da parte del Comitato Consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti.

Con successiva delibera in data 14 maggio 2013 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato il piano di realizzo/smobilizzo degli attivi dello stesso.

Durante il periodo di liquidazione, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività del Fondo che, sulla base del piano di realizzo come sopra approvato, dovrebbe essere ultimata entro il 2016.

Dando seguito a quanto riportato nel piano di smobilizzo, in data 3 luglio 2013, in nome e per conto del Fondo Gioiello, la SGR ha costituito una newco "Logistica Gioiello Srl" nella quale, in alternativa alla vendita diretta degli immobili, nei prossimi mesi saranno conferiti i beni immobili direttamente detenuti.

Si segnala, come già indicato nel precedente rendiconto, che in data 20 giugno 2013 l'Assemblea dei Soci della Borgosesia Gestioni SGR Spa ha deliberato la messa in liquidazione della società di gestione nominando due liquidatori, il Dott. Fabio Colotto e il Rag. Nicola Rossi.

In data 23 febbraio 2015, in seguito alle dimissioni del liquidatore Rag. Nicola Rossi, l'assemblea dei soci della SGR ha nominato il sig. Roberto Bini come nuovo liquidatore.

## RELAZIONE DEI LIQUIDATORI

Redatta ai sensi dell'allegato IV 6.4 del Provvedimento Banca d'Italia del 8 maggio 2012 e successive modifiche ed integrazioni.

### Quadro Macroeconomico ed implicazioni sulle attività del Fondo

#### Il quadro macroeconomico

L'espansione dell'economia mondiale nel corso del primo semestre 2014 è stata modesta e caratterizzata dal graduale rallentamento nella crescita della produzione industriale.

Il commercio internazionale ha registrato una diminuzione congiunturale nel primo trimestre, a cui ha fatto seguito una crescita nel secondo.

La ripresa è avvenuta in maniera disomogenea nelle diverse aree economiche e ciò ha comportato, in alcuni paesi, l'avvio di un piano di rientro dalle misure eccezionali messe in atto per contrastare la crisi, mentre in altri la necessità di proseguire sulla strada di misure non convenzionali e di riforme per poter consolidare la crescita economica.

Nel complesso l'economia statunitense sembra essere avviata verso una ripresa solida, con un tasso di disoccupazione sceso al 6,1 per cento e un tasso d'inflazione all'1,7.

Con riferimento alle economie asiatiche, il Giappone sta lentamente tornando su un sentiero di moderata crescita, dopo l'ampia caduta dei livelli d'attività indotta dall'aumento della tassazione indiretta.

L'economia cinese ha mostrato una variazione congiunturale del PIL del 2,0 per cento nel secondo trimestre del 2014, grazie alla domanda estera e agli incentivi governativi. I dati più recenti segnalano, tuttavia, un rallentamento della crescita nel settore manifatturiero.

L'area dei paesi emergenti, nonostante la fase di difficoltà attraversata da alcuni paesi, nel complesso continua a contribuire significativamente alla crescita dell'economia internazionale.

L'Area dell'Euro ha registrato una variazione nulla del PIL in termini congiunturali, dopo essere cresciuta dello 0,2 per cento nel primo trimestre 2014. Nel mese di settembre la Banca Centrale Europea (BCE) ha rivisto leggermente al ribasso le previsioni economiche per l'Area dell'Euro; l'istituto centrale stima una crescita del PIL dello 0,9 per cento nel 2014, dell'1,6 per cento nel 2015 e dell'1,9 per cento nel 2016. Il permanere della debolezza della domanda interna, e le situazioni di crisi in Ucraina e in Medio Oriente, potrebbero influire negativamente sulla ripresa. Inoltre, le sanzioni decise contro la Russia iniziano ad influire negativamente sulla performance economica, soprattutto in Europa. Se mantenute per un periodo lungo potrebbero ridurre le prospettive di crescita. Ulteriori rischi riguardano i mercati immobiliari cinese e americano e le difficoltà mostrate dall'Area dell'Euro a tornare a tassi di crescita significativi riducendo i forti squilibri interni. Per quanto riguarda i tassi di cambio nominali bilaterali tra le principali valute si osserva una relativa instabilità. Il recente intervento e le ulteriori azioni introdotte dalla BCE potrebbero spingere verso il basso il valore dell'euro rispetto ad altre valute. Nell'Area dell'Euro, la debolezza della domanda interna e la discesa costante dell'inflazione, se non adeguatamente contrastate da politiche monetarie e fiscali più accomodanti, potrebbero far emergere rischi di spirale deflazionistica.

Con specifico riferimento all'economia italiana - contrariamente a quanto previsto fino al periodo primaverile - la prima metà del 2014 è stata caratterizzata da una nuova contrazione del prodotto interno lordo italiano.

I dati relativi ai primi due trimestri dell'anno 2014, comunicati dall'ISTAT successivamente alla pubblicazione del DEF, fanno emergere un quadro non favorevole. Dal punto di vista tecnico la contrazione del PIL per due trimestri consecutivi (rispettivamente pari a -0,1 e -0,2 per cento) suggella l'entrata in recessione dell'economia italiana per la terza volta dal 2009. Tuttavia, l'intenso processo di contrazione dell'occupazione e del tessuto produttivo (variazione negativa del numero di imprese) che ha interessato il biennio 2012-2013 può ritenersi sostanzialmente concluso. Considerando le variazioni congiunturali del PIL molto contenute realizzatesi negli ultimi quattro trimestri, la fase attuale può essere più correttamente configurata come un periodo di stagnazione. Il prodotto interno lordo italiano, pur in presenza di un lento miglioramento delle condizioni finanziarie,

di una politica fiscale divenuta meno restrittiva e di un contesto internazionale ancora incerto ma non più recessivo, è ancora fermo.

Le riforme effettuate, pur avendo iniziato a produrre un miglioramento strutturale, non sono ancora state in grado di invertire la tendenza ciclica.

Pur in presenza di alcuni dati incoraggianti rispetto a quelli dell'industria (quali, ad esempio, le tendenze delle immatricolazioni di nuove autovetture e più in generale segnali di sostanziale tenuta dei consumi), il profilo del PIL è risultato pressoché piatto nella seconda metà del 2014, con una ulteriore lieve contrazione nel terzo trimestre. In termini di crescita annuale, il 2014 si è chiuso con una variazione negativa rispetto al 2013 pari a -0,3 punti percentuali.

Per il 2015 si prevede una crescita, nello scenario programmatico, pari allo 0,6 per cento. E' previsto un graduale rafforzamento negli anni successivi, anche grazie alle politiche che il Governo introdurrà insieme alle riforme in corso di realizzazione e quelle in programma.

Per il 2015, gli obiettivi di indebitamento netto sono rivisti al 2,9 per cento del PIL. Per il 2015, la differenza tra il saldo a legislazione vigente e quello programmatico, pari a 0,7 punti percentuali di PIL, è motivata dalla volontà di finanziare impegni di spesa nei settori ritenuti più rilevanti per la crescita economica e ridurre la pressione fiscale per le famiglie e le imprese, con l'obiettivo duplice di supportare la domanda aggregata e la competitività del Paese. Ulteriori interventi di riduzione della spesa pubblica assicureranno il parziale finanziamento delle misure descritte e il miglioramento qualitativo della spesa.

Nel passaggio dal 2014 al 2015 sarà garantito un leggero miglioramento del saldo strutturale di bilancio. Infine, sarà rafforzato il percorso di consolidamento delle finanze pubbliche a partire dal 2016, assicurando un profilo dell'indebitamento netto programmatico coerente con un miglioramento del saldo strutturale di bilancio di 0,5 punti di PIL fino al raggiungimento del pareggio nel 2017. L'avanzo primario programmatico sarà crescente negli anni fino a raggiungere quasi il 4,0 per cento del PIL nel 2018.

## **Il mercato immobiliare**

Il mercato immobiliare italiano nel I trimestre 2014 è tornato in crescita, seppure con un moderato rialzo dell'1,6%. Era dal IV trimestre 2011 che il tasso tendenziale riferito al totale delle compravendite immobiliari non registrava un segno positivo.

Il dato moderatamente positivo, tuttavia, è il risultato di andamenti compositi nei diversi comparti: positivo, sopra il 4%, nel residenziale e commerciale, ancora negativo negli altri comparti. In secondo luogo, non bisogna trascurare che quanto riscontrato dipende in parte dagli effetti che ha avuto sul mercato l'entrata in vigore, il 1° gennaio 2014, del nuovo regime delle imposte di registro, ipotecaria e catastale applicabile agli atti di trasferimento a titolo oneroso di diritti reali immobiliari. A partire da tale data, infatti, per la generalità dei trasferimenti immobiliari, la nuova disciplina risulta normalmente più vantaggiosa e deve avere, per questo, indotto gli acquirenti a traslare la stipula degli atti di compravendita al 2014, con l'effetto di far risultare più depresso l'andamento dell'ultimo trimestre del 2013 e, per contro, più positivo l'andamento del I trimestre 2014.

Sempre con riferimento al I Trimestre 2014, il rialzo delle compravendite di abitazioni è il risultato di una buona performance delle aree del Nord (+4,7%) e soprattutto del Centro (+10,5%). Al Sud si registra ancora un calo tendenziale, -1,6%, ma con intensità decisamente ridotta rispetto ai valori dei trimestri del 2012 e 2013.

Il tasso tendenziale positivo delle compravendite di abitazioni registrato a livello nazionale si conferma sia nell'ambito territoriale dei capoluoghi sia in quello dei comuni minori, ma con intensità diverse. In particolare nei capoluoghi il rialzo registrato nel I trimestre 2014 è più deciso, +8,8%, con un picco nei capoluoghi del Centro pari a +17,3% rispetto al I trimestre 2013. Nei comuni minori la crescita delle transazioni è moderata, realizzando un tasso tendenziale del +1,7%. Al Sud, unica area territoriale in calo, sia i capoluoghi sia i comuni minori perdono, in questo trimestre, poco meno del 2%, attenuando comunque le decise variazioni negative registrate nel 2013.

Nelle otto maggiori città italiane per popolazione, nel I trimestre 2014, il dato positivo del mercato residenziale migliora rispetto al dato nazionale. Con circa 18 mila abitazioni compravendute nelle metropoli italiane, il tasso tendenziale registrato nel I trimestre 2014 è pari a +10,2%.

Spiccano con le loro buone performance i mercati di Roma, Bologna e Genova che mostrano tassi tendenziali di crescita superiori al 20%. Inoltre, torna positivo il mercato nella città di Torino, +10,8%, si confermano in rialzo le compravendite di abitazioni a Firenze e Milano. Moderatamente negativo è il risultato della città di Palermo, -1%, e rimangono ancora decisamente in perdita le transazioni a Napoli, dove, però, il dato delle compravendite nel I trimestre del 2013 era stato alterato dalle dismissioni del patrimonio immobiliare pubblico del Comune.

Complessivamente, secondo quanto comunica l'Agenzia delle Entrate, dopo il risultato positivo dei primi tre mesi dell'anno, dovuto agli effetti del nuovo regime fiscale in materia di imposte di registro, ipotecaria e catastale, il mercato immobiliare ha segnato, nei trimestri successivi, un nuovo calo pari al 3,6% rispetto all'analogo periodo del 2013. Come accennato, sono invece risultate in controtendenza le compravendite di abitazioni nelle città capoluogo, che risalgono dell'1,8%, e del 10,3% quelle degli immobili industriali.

In generale, la flessione è stata contenuta nel settore residenziale, che perde solo l'1% rispetto all'anno precedente, mentre si registrano cali superiori al 5% nel settore commerciale (-5,1%), nel terziario (-6,9%) e nelle pertinenze (-5,1%).

Il comparto produttivo dà segnali di ripartenza al Nord e al Centro, con volumi di vendite che salgono rispettivamente del +16,2% e del +9,1%; il Sud invece perde l'8,5%.

## **Il mercato "al dettaglio"**

Fermo quanto sopra premesso, complessivamente, nel corso dell'anno 2014, aumentano del 3,8% le compravendite di abitazioni nelle otto maggiori città italiane, mentre i comuni delle rispettive province perdono l'1,2%. Spiccano i rialzi di Firenze (+12,6%), Bologna (+10,8%) e Genova (+10,3%), seguiti da quelli di Palermo (+7%), Milano (+6,9%) e Roma (+3,9%). Di contro, a Torino e a Napoli le vendite di case sono in discesa, rispettivamente del -5,5% e del -6,3%. Nelle province delle principali città le perdite più elevate si registrano in quella di Bologna (-6,7%) e di Genova (-4,8%). Più contenute invece sono le flessioni nell'interland di Milano (-2,9%), Torino (-2%) e Palermo (-1,7%). Positivo il mercato nelle province di Napoli (+2%) e Roma (+0,9%), ma il primato spetta a quella di Firenze che raggiunge il +9,7% rispetto al secondo trimestre 2013.

## **Il mercato "corporate"**

Nel I trimestre del 2014, i settori non residenziali presentano andamenti delle compravendite differenziati, con il settore commerciale che, rispetto allo stesso trimestre del 2013, cresce del 4,7%, il settore produttivo che perde poco meno dell'1% e il settore terziario ancora in calo con un tasso tendenziale negativo pari a circa il 10%.

Tutti i settori mostrano una contrazione elevata delle vendite dal 2004, con le maggiori sofferenze per i settori terziario e commerciale i quali, rispetto al I trimestre 2004, hanno perso quasi la metà degli scambi; il settore produttivo segna dal 2004 una contrazione di circa il 35%.

Il settore terziario, che comprende le unità immobiliari censite in catasto come uffici e istituti di credito, con 2.134 compravendite mostra nel I trimestre 2014 un tasso tendenziale pari a -10,3%, proseguendo in tal modo il trend negativo che vede il comparto in perdita da dieci trimestri consecutivi.

Tra le diverse aree geografiche la contrazione maggiore si riscontra al Centro, -24,9%, segue il Sud con un calo del 9,8% e infine il Nord perde il 4,6% degli scambi del settore.

Analizzando le province delle maggiori città italiane, risultano andamenti molto differenziati, anche in considerazione dell'esiguo numero di compravendite che si registrano in un trimestre, per cui le variazioni percentuali possono risultare elevate a fronte di lievi variazioni in termini assoluti. Nel I trimestre 2014 nelle province delle otto principali città italiane per popolazione si sono avute

complessivamente 656 compravendite per il settore terziario che perde il 2,4% degli scambi rispetto al I trimestre del 2013.

Con riguardo ai successivi trimestri dell'anno 2014, la contrazione maggiore si registra al Centro (-22,3%), seguito dal Sud (-4,3%), e in coda il Nord (-2,2%).

## I fondi immobiliari italiani

Il mercato dei fondi immobiliari italiani è pari al 3% dell'industria nazionale del risparmio gestito.

I 215 fondi censiti da Assogestioni a giugno 2014 hanno registrato un totale delle attività pari a 41.634 milioni di euro ed un patrimonio pari a 26.216 milioni di euro. I volumi in termini di attività e patrimonio sono rispettivamente incrementati dell'1,5% e del 2,4% su base semestrale.

L'indebitamento complessivo, ossia il valore dei finanziamenti complessivamente ricevuti sia direttamente che indirettamente tramite partecipazioni di controllo in società immobiliari, ha continuato a diminuire (-0,5% nei primi mesi dell'anno) arrivando a 14.558 milioni di euro.

Il numero di fondi che fanno ricorso alla leva, ossia effettuano operazioni di finanziamento per incrementare le attività investite, durante il primo semestre dell'anno è diminuito ed è pari al 75% dei 215 fondi presi in analisi. Il grado di utilizzo della leva è sceso in termini percentuali dell'1,2% attestandosi al 62,2%.

Nel corso dell'anno 2014 l'offerta dei fondi immobiliari è composta dal 90% di fondi riservati e dal 10% di fondi retail.

Osservando i clienti a cui il fondo è stato rivolto e la modalità di costituzione del portafoglio immobiliare si distinguono le seguenti categorie:

- 16 fondi retail costituiti in modo ordinario (2.868 milioni di euro di patrimonio);
- 6 fondi retail costituiti mediante apporto (1.199 milioni di euro di patrimonio);
- 40 fondi riservati costituiti in modo ordinario (3.776 milioni di euro di patrimonio);
- 153 fondi riservati costituiti mediante apporto (18.373 milioni di euro di patrimonio).

I fondi speculativi rappresentano quasi un quarto dell'offerta complessiva, il 12% dell'attivo complessivo ed il 5% del patrimonio totale.

Negli ultimi anni le condizioni di mercato hanno comportato una riduzione del livello delle movimentazioni del portafoglio immobiliare.

Si stima che nel corso dell'anno 2014 siano stati acquistati e conferiti immobili per 1,9 miliardi di euro, mentre ne sono stati venduti 0,5 miliardi di euro.

La composizione delle attività rispetto all'anno 2013 è leggermente variata, ma risulta molto più concentrata rispetto a 5/6 anni fa.

Essa risulta così ripartita:

- immobili e diritti reali immobiliari: 88,7%;
- valori mobiliari e liquidità: 7%;
- partecipazioni di controllo in società immobiliari: 1,8%;
- strumenti rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione: 0,2%;
- altro: 2,3%.

L'investimento complessivo in immobili, ossia quello diretto e quello realizzato tramite partecipazioni di controllo in società immobiliari, è pari a 38.572 milioni di euro ed è aumentato dell'1,1% in sei mesi.

La ripartizione degli investimenti per destinazione d'uso è in linea con gli anni precedenti: Uffici (52%); Commerciale (13%); Altro (12%); Residenziale (10%); Turistico/Ricreativo (5%); Logistica (3%); Industriale (3%); e RSA (1%).

## Il Fondo e l'attività di gestione

### Premessa

Il Fondo Immobiliare Chiuso Gioiello (il Fondo) è stato istituito con delibera del Consiglio di Amministrazione di Borgosesia Gestioni SGR Spa (l'SGR) in data 3 agosto 2006.

Il Regolamento del Fondo (il Regolamento) è stato approvato da Banca d'Italia in data 10 novembre 2006 e l'inizio dell'operatività dello stesso data 19 febbraio 2007.

Il Regolamento, in conformità alla delibera assunta dall'Assemblea dei Partecipanti in data 18 maggio 2007 e su conforme parere del Comitato Consultivo, è stato oggetto di successive modifiche volte ad ampliare le possibilità di investimento del Fondo, definitivamente approvate dalla Banca d'Italia in data 29 novembre 2007. Il testo regolamentare è stato ancora modificato con delibera del Consiglio di Amministrazione della SGR del 21 febbraio 2011 al fine di recepire le modifiche apportate al DM 228/99 in tema di assemblea dei partecipanti e di richiesta del "periodo di grazia" propedeutico allo smobilizzo degli investimenti.

Il 15 luglio 2011, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato una serie di modifiche al Regolamento miranti essenzialmente a precisare (i) per quanto occorrente, la possibilità di investire le attività del Fondo in quote di altri OICR nonché di apportare allo stesso tale tipologia di attivi; (ii) le modalità di ricorso all'indebitamento bancario / finanziario ed il limite di suo accollo al Fondo in sede di apporti in natura.

Da ultimo, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013, previa conforme autorizzazione da parte del Comitato consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti il Fondo Gioiello è stato posto in liquidazione ed è stato modificato il rispettivo Regolamento prevedendo (all'art.37) la possibilità di procedere alle operazioni di liquidazione mediante assegnazione, anche proporzionale, dei beni in natura ai partecipanti dello stesso.

Con successiva delibera in data 14 maggio 2013 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha poi approvato il piano di realizzo/smobilizzo degli attivi.

Il Fondo ha originariamente raccolto sottoscrizioni per complessivi 80.000.000 di € (suddivisi in 320 quote da 250.000 € di valore nominale) di cui 22.500.000 di € liberate in denaro e 57.500.000 di € mediante apporti in natura.

In forza della delibera consiliare del 9 dicembre 2009, l'SGR ha comunicato a Banca d'Italia ed ai partecipanti la riapertura del periodo di sottoscrizione - sino a tutto il 10 dicembre 2010 - per un controvalore di nominali 80 milioni; durante tale periodo, peraltro, non sono state raccolte nuove sottoscrizioni.

La SGR, in forza della delibera consiliare dell'11 marzo 2011, ha comunicato all'organo di vigilanza e ai partecipanti una nuova riapertura del periodo di sottoscrizione con durata sino al 31 dicembre 2011 e con un obiettivo di raccolta pari a 65 milioni di Euro. Nell'ambito di tale periodo, il 30 novembre 2011, sono state emesse n. 20 quote - al prezzo unitario di € 346.564,837 corrispondente al NAV del 30 giugno 2011 - portando a n. 340 il numero di quote in circolazione - e ciò a fronte dell'apporto di un compendio immobiliare sito in Fiano Romano nei termini ed alle condizioni infra descritte.

Con la messa in liquidazione del Fondo, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'attività della SGR è stata e sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività che, sulla base del piano di smobilizzo dovrebbe trovare ragionevole ultimazione entro il 2016.

Le funzioni di Banca Depositaria sono esercitate da BNP Paribas Securities Service S.p.A.

- **Illustrazione dell'attività di gestione e delle direttrici seguite nell'attuazione della politica di investimento**

Il Fondo è un fondo comune di investimento immobiliare di cui all'articolo 1, comma 1, lettera d - bis del DM 228/1999.

Scopo del Fondo è la gestione professionale del proprio patrimonio finalizzato a valorizzare lo stesso con un orizzonte temporale di medio/lungo periodo, ottenere un equilibrato rendimento e ripartire tra i partecipanti il risultato netto della gestione a seguito dello smobilizzo degli investimenti realizzati.

La politica di investimento del Fondo non può essere più perseguita in quanto lo stesso è stato posto in liquidazione in via anticipata.

Il patrimonio del Fondo poteva essere investito, in misura non inferiore ai 2/3 del suo Valore Complessivo Netto, in:

- (a) beni immobili, con varia destinazione (inclusi, a titolo esemplificativo, gli immobili a destinazione alberghiera, residenziale, industriale, commerciale, direzionale e di logistica), che per natura e caratteristiche intrinseche si presentavano idonei a produrre adeguato reddito e ad aumentare il valore dei capitali conferiti, valutando i rischi complessivi del portafoglio, ivi incluse le aree da edificare e gli immobili da completare, ristrutturare o riconvertire e successivamente mettere a reddito o ricollocare sul mercato; e/o
- (b) diritti reali immobiliari prevalentemente su beni immobili aventi le caratteristiche indicate alla precedente lettera (a); e/o
- (c) partecipazioni di maggioranza o di minoranza in società immobiliari, quotate o non quotate, aventi ad oggetto prevalente l'attività, anche in via indiretta, di acquisto, costruzione, vendita, gestione e/o locazione di immobili e/o l'attività di acquisizione e/o alienazione di diritti reali immobiliari nonché in crediti derivanti dalla concessione a queste di finanziamenti sotto ogni forma.
- (d) in misura non superiore al 25 % (venticinque per cento) del Totale delle Attività del Fondo in società di cui alla precedente lettera (c) che prevedevano nel proprio oggetto sociale la possibilità di svolgere attività di costruzione e ristrutturazione non affidandone in via preminente l'appalto a terzi,
- (e) quote di altri OICR il cui patrimonio fosse investito o destinato ad essere investito, prevalentemente in beni indicati alle precedenti lettere (a), (b), (c) e (d).

Il Fondo, nel limite di 1/3 (un terzo) del suo Valore Complessivo Netto, poteva effettuare investimenti in strumenti finanziari quotati e non quotati, depositi bancari, crediti e titoli rappresentativi di credito nonché in altri beni con valore determinabile almeno semestralmente.

Con riferimento alle *politiche di investimento* perseguite dal Fondo sino al suo scioglimento, si evidenzia come nel tempo sia proseguita una gestione "opportunistica" del portafoglio al cui interno sono stati "mixati" immobili "a reddito" e "a sviluppo" che, stante il carattere "generalistico" del Fondo, hanno avuto le più svariate destinazioni: dal commerciale alla logistica, dal direzionale al residenziale.

Sempre con l'obiettivo di raggiungere il rendimento prefissato, il Fondo – nei limiti previsti dal Regolamento – ha proceduto anche ad investimenti di carattere mobiliare ed in particolare in società ritenute comunque sinergiche.

Come già indicato precedentemente, l'SGR, in considerazione dello stato di liquidazione del Fondo e del piano di smobilizzo approvato, non ha effettuato nuovi investimenti ma ha solo costituito, per conto del Fondo, la società "Logistica Gioiello Srl" nella quale, in alternativa alla

vendita diretta degli immobili, nei prossimi mesi saranno conferiti tutti i cespiti immobiliari direttamente detenuti al 31 dicembre 2014.

Con riferimento alle prospettive future, l'SGR ritiene di poter concludere le operazioni riguardanti la vendita e/o il conferimento degli immobili nella società neo-costituita nonché assegnare, in maniera proporzionale ai partecipanti del Fondo, tutte le partecipazioni da quest'ultimo detenute; il tutto al fine di poter ultimare il piano di smobilizzo dell'attivo entro l'esercizio 2016.

Stante lo stato di liquidazione del Fondo, la SGR - d'intesa col Risk Manager - ha confermato i rating assegnati nel periodo ante-liquidazione ed ha ritenuto opportuno focalizzare le attività connesse alla gestione dei rischi valutando il processo di smobilizzo e la compatibilità dello stesso ai dettami normativi.

### **Attività di gestione del Fondo**

I principali avvenimenti verificatisi nell'anno 2014 possono così riassumersi:

La SGR per conto del Fondo Gioiello sta definendo, con le banche "Unicredit" e "Banca Popolare di Vicenza", le modalità più idonee per poter conferire gli immobili di Fiano Romano (lotto 1 e lotto 2) e Arese nella società "Logistica Gioiello Srl" nonché rinegoziare i finanziamenti in essere su tali immobili. A tal fine la SGR ha richiesto alle banche la sospensione e/o pagamento parziale delle rate scadute a dicembre 2013 nonché la sospensione e/o pagamento parziale delle rate scadute a giugno e dicembre 2014.

Di seguito il dettaglio delle rate scadute e non pagate (capitale e interessi):

quota capitale 31/12/2013 (linea A e linea B)	1.200.000,00
quota capitale 31/12/2014 (linea A e linea B)	1.200.000,00
<b>Totale quota capitale non rimborsata</b>	<b>2.400.000,00</b>
interessi parziale 31/12/2013 linea A	209.011,17
interessi parziale 31/12/2013 linea B	44.335,70
<b>Totale interessi parziale 31/12/2013</b>	<b>253.346,87</b>
- di cui Interessi di mora su rata 31/12/2013	3.346,87
interessi da 01.01.2014 al 30/06/14 linea A	398.593,80
interessi da 01.01.2014 al 30/06/14 linea b	84.550,20
<b>Totale interessi da 01.01.2014 al 30/06/14</b>	<b>483.144,00</b>
interessi 01.07.2014 - 31.12.2014 linea A	392.708,25
interessi 01.07.2014 - 31.12.2014 linea B	83.301,75
<b>Totale interessi 01.07.2014 - 31.12.2014</b>	<b>476.010,00</b>

Le caratteristiche riguardanti il finanziamento in pool erogato da Unicredit e Banca Popolare di Vicenza sono di seguito riportate:

- L'importo complessivo originariamente accordato, pari a € 20.000.000,00, risulta ripartito in due linee. In particolare:
  - (i) un finanziamento fondiario ai sensi dell'articolo 38 e seguenti del D.Lgs. 1° settembre 1993 n. 385 (il "T.U.B.") fino all'importo massimo complessivo in linea capitale pari al minore tra:
    - il 60% del valore di mercato dell'Immobile Fiano Romano (Lotto 1);
    - € 16.500.000,00 (la "Linea A")
  - (ii) un finanziamento fondiario ai sensi dell'articolo 38 e seguenti del T.U.B. fino all'importo massimo complessivo in linea capitale pari al minore tra:
    - il 60% del valore di mercato dell'Immobile di Arese viale Luraghi;
    - € 3.500.000,00 (la "Linea B").

- Per entrambe le linee (Linea A e Linea B) la data di scadenza è 31 dicembre 2015, salvo esercizio dell'Opzione di Estensione.
- La modalità di rimborso è determinata nella misura del 6% della linea capitale da corrispondersi al 31 dicembre di ogni anno.
- Il tasso di interesse risulta pari all'Euribor a 6 mesi divisore 360, maggiorato del margine pari a 550 punti base in ragione d'anno, e ciò con riferimento ad entrambe le linee.

A fronte del finanziamento in parola il Fondo ha rilasciato le seguenti garanzie:

- *ipoteca di primo e secondo grado sugli immobili di Fiano Romano e Arese sopra indicati;*
- *costituzione in pegno di n. 82.565 azioni ordinarie aventi valore nominale pari a € 82.565,00 e rappresentative del 49% del capitale sociale di Bravo Spa, società come noto integralmente posseduta dal fondo; tale garanzia peraltro è cessata in quanto si è conclusa, positivamente per il Fondo, l'azione di rivendica promossa nel 2002 dalla Charter Luxembourg S.A. la cui causa era pendente presso la Corte di Cassazione (cfr. infra);*
- *canalizzazione degli affitti relativi agli immobili di Fiano Romano e Arese e costituzione in pegno dei crediti nonché del saldo del conto corrente di afflusso;*
- *impegno alla decurtazione della linea capitale in presenza di eventi quali la stipula di nuovi contratti di locazioni con riferimento all'immobile di Fiano Romano e/o la dismissione degli immobili ex Gruppo Bertrand (ossia quelli detenuti dal fondo per il tramite di Nova Edil);*
- *impegno ad alimentare sino all'importo di € 1.000.000 un conto corrente che rimarrà indisponibile per tutta la durata del mutuo.*

Tra i *covenants* del mutuo, è previsto il mantenimento di un DSCR - di fatto, il rapporto fra locazioni e dismissioni (da un lato), e necessità di cassa al servizio dell'indebitamento del Fondo (dall'altro) - superiore ad 1,1 nonché una serie di impegni in ordine alla *governance* del fondo che, per quanto stringenti, assicurano alla SGR una piena autonomia gestoria nel rispetto della normativa di riferimento.

Per i motivi già illustrati in precedenza la SGR per conto del Fondo Gioiello non ha provveduto al calcolo e alla verifica del rispetto dei *covenant* previsti nel contratto di finanziamento in pool ed ha sospeso i pagamenti riguardanti anche il mutuo di originari 8 milioni di euro erogato da Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato).

Di seguito il dettaglio delle rate scadute e non pagate riguardanti il mutuo erogato da Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato):

quota capitale 30/06/2014	219.867,33
quota capitale 31/12/2014	226.339,12
<b>Totale quota capitale non rimborsata</b>	<b>446.206,45</b>
interessi 01.01.2014 - 30.06.2014	34.266,78
interessi 01.07.2014 - 31.12.2014	32.740,46
<b>Totale interessi da 01.01.2014 al 31/12/14</b>	<b>67.007,24</b>

Con riferimento alle società partecipate dal Fondo si segnala che:

- Nel corso del 2014, in nome e per conto del Fondo Gioiello, i liquidatori della SGR, per consentire alla società Bravo S.p.A. di far fronte alle esigenze di liquidità e valorizzare al meglio le attività della stessa, hanno deliberato l'erogazione di un finanziamento soci infruttifero dal Fondo a Bravo S.p.A. di euro 474.000 da convertirsi eventualmente in c/futuro aumento capitale sociale qualora se ne ravveda la concreta necessità.

- In data 11 aprile 2014, in nome e per conto del Fondo Gioiello, il rag. Nicola Rossi (liquidatore della SGR), per consentire alla società Nova Edil Srl (partecipata al 100% dal Fondo) di far fronte alle esigenze di liquidità nonché valorizzare al meglio le attività della stessa ed agevolare il

processo di liquidazione del Fondo, ha autorizzato l'erogazione di un finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Nova Edil Srl di euro 100.000. Il Collegio dei Liquidatori in data 29 aprile 2014 ha ratificato l'operato del rag. Rossi ed ha deliberato anche la modifica del precedente finanziamento erogato il 6 agosto 2013 da fruttifero in infruttifero.

Al 30 giugno 2014, in considerazione della risoluzione del preliminare d'acquisto con cui la società Bravo S.p.A. si era resa disponibile a rilevare dalla società Borgosesia S.p.A. un'area edificabile posta nel comune di Prato (ubicata nell'area di maggiore dimensione denominata "Macrolotto 2") versando una caparra/acconto di € 260.000, la stessa società Bravo Spa risulta essere creditrice per un residuo importo di Euro 210.000 verso la società Borgosesia Spa.

In data 11 luglio 2014 la società Borgosesia Spa (sia in qualità di partecipante del Fondo Gioiello che in qualità di holding del gruppo Borgosesia) ha formalmente chiesto alla Borgosesia SGR ed alle altre società direttamente ed indirettamente controllate e/o collegate di aderire alle iniziative volte a risanare l'esposizione debitoria che (in conseguenza della situazione economico-finanziaria) il gruppo Borgosesia stava definendo con i diversi Istituti di credito. La società Borgosesia Gestioni SGR Spa (anche per conto del Fondo Gioiello) ha manifestato, con delibera del collegio dei Liquidatori del 21 luglio 2014, la propria volontà ad aderire alle predette iniziative che verranno assunte dalla capo-gruppo dichiarandosi pronta ad accollarsi i relativi costi per la parte di competenza.

In particolare, le suddette iniziative volte al risanamento dell'esposizione debitoria del gruppo Borgosesia, oggetto di negoziazione con gli istituti di credito, potrebbero prevedere la dismissione di alcuni immobili appartenenti al Fondo Gioiello o a sue società controllate al 31 dicembre 2014.

Nel presente rendiconto, coerentemente con quanto previsto dalla normativa di riferimento, gli immobili sono valorizzati sulla base delle stime effettuate dall'Esperto Indipendente attraverso l'utilizzo di modelli di valutazione (coerenti con quelli adottati nei precedenti esercizi) che non prevedono la dismissione con un orizzonte temporale di breve periodo. In considerazione del limitato orizzonte temporale nel quale potrebbero essere previste le cessioni di tali immobili non si esclude che l'eventuale valore di realizzo riguardante la vendita degli stessi si discosti dal valore di valutazione indicato nel presente rendiconto di gestione.

L'attività di gestione attuata nell'esercizio 2014 con riferimento al portafoglio immobiliare detenuto direttamente e per il tramite di società partecipate può essere così riassunta:

### **Immobili direttamente detenuti dal Fondo**

In relazione all'immobile di **Fiano Romano Lotto 1**, (immobile oggetto di incendio verificatosi nella notte fra il 31.12.2012 ed il 01.01.2013), si segnala che i lavori di ripristino riguardanti i comparti C e D risultano completamente ultimati.

Relativamente ai comparti A e B si segnala che gli stessi sono stati completamente demoliti ed i lavori di ricostruzione sono terminati a luglio 2014.

In riferimento al sinistro, che ha interessato il Lotto 1, si segnala (come già indicato nel precedente rendiconto) che la SGR, per conto del Fondo Gioiello, ha presentato regolare denuncia alla compagnia assicuratrice e sottoscritto (nel 2013) con la stessa l'atto di liquidazione del danno per € 6.500.000 di cui € 50.000 per oneri peritali.

Relativamente ai comparti 1F-1E-1G dell'immobile di **Fiano Romano Lotto 1** (attualmente locati a SG Soluzioni Logistiche srl) si informa che - stante l'attuale crisi economica - è in corso di definizione la rinegoziazione dei tre contratti di locazione (attualmente in vigore) prevedendo la risoluzione consensuale degli stessi e la sottoscrizione di unico nuovo contratto che prevederà un canone annuo di circa 879.000 Euro.

Riguardo all'immobile di **Fiano Romano Lotto 2**, si segnala che in data 31 ottobre 2014 è stato sottoscritto un *addendum* al contratto di locazione (attualmente in essere con "Gramma Farmaceutici Srl") che prevede in via temporanea ed eccezionale - stante l'attuale crisi economica -

uno sconto del canone di locazione annuo pari ad euro 53.539 per il periodo dal 1 novembre 2014 al 31 ottobre 2015.

Circa l'immobile **A5-UA5 di Arese**, si segnala che la controversia con il conduttore "Pirelli&C. Eco Technology" è stata definita dal collegio Arbitrale in data 27 maggio 2014. Il collegio arbitrale respingendo tutte le richieste formulate dalle parti ha riconosciuto la riduzione (pari al 25%) del canone annuo di locazione (con decorrenza maggio 2013) riguardante i locali con destinazione uffici (comparto UA5) nonché la riduzione del 5% del canone riguardante l'edificio U5 destinazione magazzino. In data 22 dicembre 2014 la società "Pirelli&C. Eco Technology", ha impugnato il provvedimento del Lodo Arbitrale del 27 maggio 2014 - corretto con ordinanza del 18 luglio 2014. Il contenzioso, pertanto, è tuttora in fase di definizione.

### **Immobili detenuti da società partecipate**

In riferimento agli immobili detenuti dalle società partecipate si segnala che:

#### **Bravo Spa**

- per l'immobile di **Maniago (PN), via dell'Industria n. 10**, il conduttore "Electrolux HPI Spa" ha consegnato la porzione locata dell'immobile (pari a mq 35.508) causa disdetta dal contratto di locazione regolarmente formalizzata. In data 3 luglio 2014 il conduttore "ZML Industries Spa" ha comunicato regolare disdetta del contratto di locazione riguardante la porzione di mq 30.915 con efficacia dal 5 aprile 2016.
- per l'immobile di **Arese (MI), Building 2 + Tunnel, v.le Alfa Romeo**, il conduttore "CN Logistics Srl" in data 30 aprile 2014 ha sottoscritto un *addendum* al contratto di locazione già in essere finalizzato alla locazione di una porzione aggiuntiva con conseguente riconoscimento di un maggior canone per euro 69.540 sul quale saranno riconosciuti i seguenti sconti: per il 1° e 2° anno sarà riconosciuto un sconto annuo di euro 23.180 – per il 3° anno uno sconto annuo di euro 18.000;
- per l'immobile di **Pistoia (PT) viale Adua n.77**, si segnala che è tuttora in corso il decreto ingiuntivo nei confronti del conduttore moroso "Ministero del Tesoro" il cui canone annuo è pari a € 153.429;
- per l'immobile di **Prato (PO) via Ancona**, la società Bravo Spa ha formalizzato l'atto di vendita riguardante il preliminare sottoscritto il 17 ottobre 2014 per un importo pari ad Euro 250.000;
- per l'immobile di **Casale sul Sile (TV) via Colombo**, la società Bravo Spa ha formalizzato l'atto di vendita della porzione locata al conduttore Fondline Srl per un importo pari ad Euro 480.000;
- per l'immobile di **Postioma (TV) via Gonella**, la società Bravo Spa ha ceduto l'area scoperta attinente l'immobile di mq 160 per un importo pari ad Euro 14.750;
- per l'immobile di **via Scarpellini (in Montemurlo PO)** la società Bravo ha formalizzato l'atto di vendita riguardante una porzione dell'immobile per un valore pari ad Euro 320.000;
- riguardo all'immobile di **via Scarpellini (in Montemurlo PO)**, si informa che la Bravo Spa ha valutato la possibilità di procedere all'acquisto del diritto di superficie e del relativo impianto fotovoltaico (attualmente detenuto dalla società Borgosesia Spa). Trattandosi di un'operazione in conflitto di interessi rientrante nell'ambito di applicazione dell'art. 38 del Regolamento Congiunto Consob - Banca d'Italia, la SGR ha attivato la procedura in materia di conflitto di interessi e tutti presidi necessari – anche in considerazione del piano di smobilizzo del Fondo - al fine di valutare l'opportunità di avviare la suddetta operazione.

### Smit Real Estate Srl

- per l'immobile di **Schio (VI), via dell'Industria n. 135**, è stato stipulato con decorrenza 1 gennaio 2013 un nuovo contratto di locazione con il conduttore "ST Srl" già "Smit Textile Spa" (in sostituzione del precedente contratto) che prevede un canone annuo iniziale pari ad € 1.000.000, ed è stato definito un accordo transattivo per i debiti pregressi che prevede un piano di pagamento da gennaio 2013 a dicembre 2016. Si segnala che il conduttore attualmente è moroso e nei confronti dello stesso la società ha agito mediante decreto ingiuntivo e successivo atto di precetto. Si segnala che a luglio 2014 la società "ST Srl" (società fallita a febbraio 2015) ha ceduto il ramo d'azienda alla società GlencoveSrl.

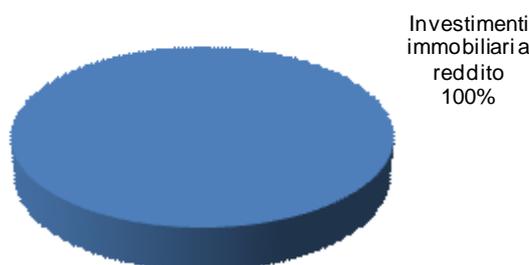
### Fase Realty Srl<sup>1</sup>

- in riferimento all'immobile di **Firenze (FI), v.le Guidoni nr. 40/42**, sono stati ultimati gli ulteriori lavori di manutenzione straordinaria concordati con il conduttore Telecom in sede di rinnovo del relativo contratto.

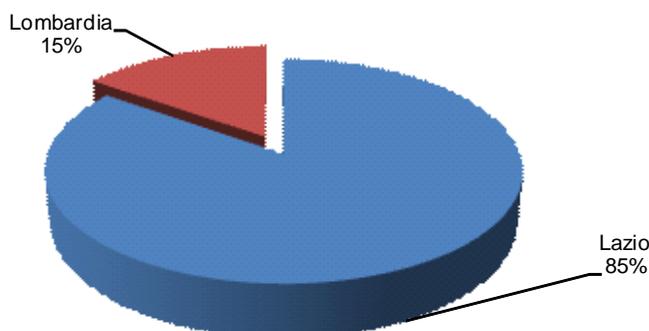
Alla fine dell'esercizio la suddivisione del portafoglio immobiliare detenuto direttamente/indirettamente dal Fondo non evidenzia scostamenti di rilievo suscettibili di modificare in modo significativo l'*asset allocation*.

L'*asset allocation* degli immobili direttamente detenuti dal Fondo viene di seguito graficamente rappresentata:

**Fondo Gioiello 31.12.14 - ASSETS ALLOCATION  
Per Tipologia**



**Fondo Gioiello 31.12.14 - ASSETS ALLOCATION  
Per Area Geografica**



<sup>1</sup> Società nella quale il Fondo detiene una partecipazione pari al 50% del capitale per il tramite di Realty Srl

Circa la suddivisione del portafoglio di pertinenza del Fondo fra le varie tipologie di “asset allocation”, si ritiene opportuno qui di seguito indicare i criteri a tal fine utilizzati.

In sintesi:

- Per “investimenti immobiliari a reddito” si intendono i beni immobili concessi in locazione a terzi o che, acquisiti con tale finalità, risultino sfitti da meno di sei mesi consecutivi;
- Per “investimenti immobiliari a sviluppo” si intendono i beni immobili non rientranti nella precedente categoria.

L’asset allocation del Fondo su base consolidata – considerando anche gli immobili detenuti attraverso le società controllate e collegate – è indicata nella tabella seguente. Si segnala che, ai fini della presente rappresentazione, il valore degli immobili detenuti da società partecipate viene assunto applicando al loro valore la percentuale di partecipazione detenuta nei singoli “veicoli”, eventualmente demoltiplicata in presenza di “catene” societarie.

Società	Indirizzo	Proprietà	Valore di Mercato 31/12/2013 (euro)	Valore di Mercato 31/12/2014 (euro)	Delta %	Strategia	Destinazione	Ubicazione
Fondo Gioiello	Arese edifici A5 e UA5 - Lainate (MI), viale Luraghi	100%	6.590.000	6.050.000	-8,2%	Reddito	Logistica	Lombardia
Fondo Gioiello	Fiano Romano (RM), via della Mole Saracena - 2° lotto	100%	11.050.000	8.910.000	-19,4%	Reddito	Industriale	Lazio
Fondo Gioiello	Fiano Romano (RM), via della Mole Saracena - 1° lotto	100%	28.420.000	24.920.000	-12,3%	Reddito	Logistica	Lazio
Bravo S.p.A.	Agliana (PT), località Salceto	100%	2.030.000	1.920.000	-5,4%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Bravo S.p.A.	Agugliano (AN), loc. Montevarino - piazza Aldo Moro 25 (già via Brodolini)	100%	108.000	102.000	-5,6%	Sviluppo	Commerciale	Marche
Bravo S.p.A.	Arese Building 2 - Garbagnate-Lainate (MI),	100%	22.740.000	21.370.000	-6,0%	Reddito	Logistica	Lombardia
Bravo S.p.A.	Arezzo, via Arturo Chiari 15	100%	4.760.000	4.490.000	-5,7%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Bravo S.p.A.	Cantagallo (PO), frazione Usella - via di Migliana 10	100%	380.000	360.000	-5,3%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Casale sul Sile (TV), via Colombo	100%	1.890.000	1.200.000	-36,5%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Cusano di Zoppola (PN), via Ellero 1/H	100%	950.000	867.000	-8,7%	Sviluppo	Industriale	Friuli V.N.
Bravo S.p.A.	Maniago (PN), via dell'Industria 10	100%	15.800.000	13.590.000	-14,1%	Reddito	Logistica	Friuli V.N.
Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 3/via Pialoi	100%	600.000	550.000	-8,3%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 7	100%	1.370.000	1.310.000	-4,4%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 68 A (ex 74)	100%	1.330.000	1.280.000	-3,8%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 5	100%	1.810.000	1.710.000	-5,5%	Sviluppo	Residenziale	Veneto
Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 9	100%	551.000	524.000	-4,9%	Sviluppo	Residenziale	Veneto
Bravo S.p.A.	Montebelluna (TV), via Fermi 12/14/16/18	100%	350.000	339.000	-3,1%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Amalli 55	100%	390.000	376.000	-3,6%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Ancona 18	100%	290.000	264.000	-9,0%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Milano 5/7/9 angolo via Scarpellini	100%	1.690.000	1.330.000	-21,3%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Palermo	100%	910.000	890.000	-2,2%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Puccini 97	100%	550.000	529.000	-3,8%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Pistoia, viale Adua 77/79	100%	2.180.000	2.050.000	-6,0%	Reddito	Direzionale	Toscana
Bravo S.p.A.	Ponte di Piave (TV), via Postumia	100%	2.040.000	1.880.000	-7,8%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Gonnella 2/4/6/8	100%	3.500.000	3.280.000	-6,3%	Reddito	Logistica	Veneto
Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Pastore	100%	650.000	620.000	-4,6%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Prato, via Clementi 22/24/28/30/32	100%	720.000	685.000	-4,9%	Reddito	Direzionale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via Filzi 130/5-6-7-8-9	100%	670.000	641.000	-4,3%	Reddito	Commerciale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/C	100%	9.040.000	8.530.000	-5,6%	Reddito	Direzionale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/G	100%	200.000	196.000	-2,0%	Reddito	Commerciale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via Purgatorio 62/64	100%	2.830.000	2.630.000	-7,1%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Quarto d'Altino (VE), via Pascoli	100%	660.000	532.000	-19,4%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62	100%	1.560.000	1.450.000	-7,1%	Reddito	Industriale	Piemonte
Bravo S.p.A.	Spinea (VE), via delle Industrie 28/30/32 - (porzione scorporata dalla proprietà indivisa e frazionata)	100% della proprietà	140.000	128.000	-8,6%	Sviluppo	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Tarvisio (UD), via Roma	100%	2.570.000	2.430.000	-5,4%	Sviluppo	Commerciale	Friuli V.N.
Bravo S.p.A.	Verrone (BI), strada Trossi 11	100%	1.610.000	1.520.000	-5,6%	Sviluppo	Industriale	Piemonte
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO) via Aniene	100%	637.000	595.000	-6,6%	Reddito	Altro	Toscana
Fase Realty S.r.l.	Firenze, viale Guidoni 40/42 (intero immobile)	100%	66.470.000	61.350.000	-7,7%	Reddito	Direzionale	Toscana
Nova Edil S.p.A.	Alghero (SS), loc. Capo Caccia - Porto Conte	il 75% medio	700.000	630.000	-10,0%	Sviluppo	Altro	Sardegna
Nova Edil S.p.A.	Benna (BI), via Garibaldi	100%	20.000	19.500	-2,5%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Addis Abeba	100%	18.000	16.500	-8,3%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 8 e 94)	100%	46.000	44.000	-4,3%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 9 e 95)	100%	64.000	61.000	-4,7%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 16 e 85)	100%	87.000	82.000	-5,7%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via don Sturzo	100%	130.000	126.000	-3,1%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Tripoli 16/C	100%	30.000	28.000	-6,7%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Busto Arsizio (VA), via della Vite	100%	154.000	146.000	-5,2%	Sviluppo	Residenziale	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Caprile (BI), frazione Noves Basso	67% della proprietà	64.000	60.000	-6,3%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Coggiola (BI), località Cascina Vacchera	67% della proprietà	46.000	43.000	-6,5%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Gaglianico (BI), via Matteotti 129	100%	560.000	527.000	-5,9%	Sviluppo	Direzionale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Mediglia (MI), via Caravaggio 34	100%	182.000	174.000	-4,4%	Sviluppo	Residenziale	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Prato, via Libero Grassi 39	100%	278.000	267.000	-4,0%	Sviluppo	Residenziale	Toscana
Nova Edil S.p.A.	San Giuliano Milanese (MI), via Nikolaj Vasilevic Gogol 6	100%	74.000	70.000	-5,4%	Sviluppo	Altro	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Saronno (VA), zona stazione Saronno sud	100%	2.790.000	2.530.000	-9,3%	Sviluppo	Altro	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Trivero (BI), frazione Vico 21/22/24	67% della proprietà	44.000	44.000	0,0%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Gaglianico (BI) via Italia	100%	39.000	36.000	-7,7%	Sviluppo	Altro	Toscana
Okatan S.r.l.	Forte dei Marmi (LU), viale della Repubblica 3 - ex Hotel Nettuno	100%	7.250.000	7.270.000	0,3%	Sviluppo	Altro	Toscana
Smit Real Estate S.r.l.	Schio (VI), viale dell'Industria 135	100%	14.970.000	12.430.000	-17,0%	Reddito	Industriale	Veneto
	<b>TOTALE</b>		<b>227.582.000</b>	<b>205.992.000</b>	<b>-9,49%</b>			

Come rappresentato il deprezzamento medio del portafoglio si attesta, al netto delle dismissioni e delle nuove acquisizioni, intorno al 9,49% e ciò in linea con la generale tendenza ribassista del mercato immobiliare; l'effetto di ciò sugli immobili direttamente posseduti dal Fondo è di circa €/mgl 6.180. Circa le motivazioni che hanno determinato la riduzione del valore degli immobili rispetto all'esercizio precedente si rimanda alla relazione dell'Esperto Indipendente allegata al presente rendiconto.

Conformemente a quanto previsto dal testo regolamentare, il Fondo può ricorrere all'indebitamento fino al 60% del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e al 20% delle altre attività presenti nel proprio patrimonio.

Il valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari, da utilizzare come riferimento per calcolare il limite di assunzione dei prestiti è pari alla media tra il costo storico e il valore attuale (valore di mercato). Qualora il valore attuale degli immobili sia inferiore al costo storico degli stessi e resti tale per almeno un esercizio, il valore di riferimento per calcolare il limite di assunzione dei prestiti è il valore attuale.

Durante il periodo di liquidazione, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività del Fondo.

In dipendenza di quanto sopra, al 31 dicembre 2014, il Fondo risulta investito per il 59,69% del totale delle attività in società immobiliari non quotate (*le cui partecipazioni, in sede di riparto dell'attivo, saranno assegnate in natura ai partecipanti del Fondo*) e per 34,76% in immobili a reddito che, nel corso dei prossimi anni, saranno venduti e/o eventualmente conferiti alla società "Logistica Gioiello srl" le cui quote di partecipazione detenute dal Fondo saranno assegnate in natura ai partecipanti dello stesso (cfr. paragrafo "Sezione II – Le attività").

- **Descrizione di eventi di particolare importanza per il Fondo verificatisi nell'esercizio e gli eventuali effetti degli stessi sulla composizione degli investimenti e, per quanto possibile, sul risultato economico dell'esercizio**

Richiamando quanto già illustrato al precedente capoverso "Attività di gestione del Fondo" in ordine agli eventi caratterizzanti la gestione del Fondo nel trascorso esercizio, si evidenziano qui di seguito ed in forma tabellare gli effetti dagli stessi prodotti tanto sulla composizione degli investimenti quanto sul risultato economico:

Operazione	Effetti	
	Sulla composizione del portafoglio	Sul risultato economico
Erogazione Finanziamento Soci da Fondo Gioiello a Nova Edil srl	Iscrizione credito vs NovaEdil srl per finanziamento fruttifero €/mgl 100	Nessuno
Erogazione Finanziamento Soci da Fondo Gioiello a Bravo SpA	Aumento crediti vs Bravo SpA per finanziamento infruttifero €/mgl 474	Nessuno

- **Linee strategiche che si intendono adottare per il futuro**

Stante l'anticipato scioglimento del Fondo, la futura attività di questo sarà limitata alla liquidazione del relativo patrimonio nel rispetto delle condizioni prevista nel piano di smobilizzo approvato dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 14.05.2013.

- **Illustrazione dei rapporti intrattenuti nell'arco dell'esercizio con altre società del gruppo di appartenenza della SGR**

Il Fondo, al 31 dicembre 2014, risulta essere sottoscritto da società controllate dal Gruppo Borgosesia in misura pari al 48,82% delle quote attualmente in circolazione.

I principali rapporti economici e/o patrimoniali intrattenuti dal predetto Gruppo con il Fondo e/o le società da questo partecipate possono essere in sintesi così riepilogati:

- Locazione da parte di Bravo Spa a favore di Borgosesia S.p.A. di due porzioni di immobile sito in Prato via dei Fossi, 14/c, verso un corrispettivo annuo di € 53.076;
- Rilascio a favore della Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato) da parte di Borgosesia S.p.A. e nell'interesse del Fondo di garanzia fidejussoria per € 8 milioni e ciò a fronte del finanziamento di pari importo da questa erogato. Le commissioni a tale titolo maturate a favore di Borgosesia S.p.A. nel corso dell'esercizio – computate in ragione dello 0,5% su base annua – sono ammontate ad € 40.000;
- Sottoscrizione di contratti di *property*, *asset management* e *segreteria generale*, quali servizi offerti da Borgosesia Spa verso:
  - Fondo Gioiello (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 32, successivamente incrementato ad €/mgl 57,9 a fronte dell'apporto dell'immobile di Fiano Lotto 1;
  - Bravo Spa (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 140;
  - Nova Edil Srl (*asset management e property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 90 ed €/mgl 12;
  - Borgosesia SGR (*segreteria generale*) ad un compenso annuale di €/mgl 49;
  - Smitre srl (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 7,5;
  - Realty (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 10;
  - Fase Realty (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 12;
  - Logistica Gioiello (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 6;
  - Giada Srl (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 6;
  - Smeraldo Srl (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 6.

Si evidenzia come tutte le operazioni e/o attività sopra indicate concluse direttamente dal Fondo siano state realizzate nel pieno rispetto della normativa primaria, secondaria e regolamentare dettata in tema di operazioni in conflitto interessi che, tra l'altro, prevede l'espressione del vincolante parere del Comitato Consultivo.

Analoghe cautele e procedure sono state adottate per le operazioni concluse per il tramite di società partecipate dal Fondo a far corso dal 10 maggio 2010, ossia dalla data in cui il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato di estendere anche a queste la *policy* in tema di conflitti di interesse.

- ***Illustrazione dell'attività di collocamento delle quote o azioni, e canali distributivi utilizzati***

Per quanto riguarda il collocamento delle quote, lo stesso è avvenuto nel rispetto della normativa vigente e senza l'impiego di intermediari finanziari.

- ***Eventuali fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio che possono avere effetti sulla gestione***

Dopo la chiusura dell'esercizio non si segnalano eventi di rilievo.

- ***Operatività posta in essere su strumenti finanziari derivati e le strategie seguite dal gestore***

Il Fondo non ha posto in essere operazioni in strumenti finanziari derivati o strategie connesse al loro utilizzo.

- **Rischi di Business e continuità gestionale**

Stante lo stato di liquidazione in atto, sulla base delle assunzioni formulate in sede di redazione del piano di smobilizzo degli attivi del Fondo e delle considerazioni sopra esposte in merito alla ridefinizione e rinegoziazione dei finanziamenti in essere con Unicredit e Banca Popolare di Vicenza (come riportato nel paragrafo "Attività di gestione"), i liquidatori della SGR ritengono che questo abbia adeguate risorse per fronteggiare, in particolare nei 12 mesi successivi alla data di riferimento della presente relazione, le proprie obbligazioni.

Per il Collegio dei Liquidatori della Borgosesia  
Gestioni SGR SpA in liquidazione

  
Il liquidatore  
Fabio Colotto

## RENDICONTO AL 31/12/2014

### SITUAZIONE PATRIMONIALE

RENDICONTO DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 31/12/2014				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
(Valori in Euro)				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2014		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>68.482.560</b>	<b>59,69</b>	<b>83.956.199</b>	<b>61,75</b>
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>	<b>68.482.560</b>	<b>59,69</b>	<b>83.956.199</b>	<b>61,75</b>
A1. Partecipazioni di controllo	68.482.560	59,69	83.956.199	61,75
A2. Partecipazioni non di controllo	-	-	-	-
A3. Altri titoli di capitale	-	-	-	-
A4. Titoli di debito	-	-	-	-
A5. Parti di OICR	-	-	-	-
<b>Strumenti finanziari quotati</b>	-	-	-	-
A6. Titoli di capitale	-	-	-	-
A7. Titoli di debito	-	-	-	-
A8. Parti di OICR	-	-	-	-
<b>Strumenti finanziari derivati</b>	-	-	-	-
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	-	-	-	-
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	-	-	-	-
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	-	-	-	-
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>39.880.000</b>	<b>34,76</b>	<b>46.060.000</b>	<b>33,88</b>
B1. Immobili dati in locazione	39.880.000	34,76	46.060.000	33,88
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	-	-	-
B3. Altri immobili	-	-	-	-
B4. Diritti reali immobiliari	-	-	-	-
<b>C. CREDITI</b>	<b>805.515</b>	<b>0,70</b>	<b>979.215</b>	<b>0,72</b>
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	-	-	-
C2. Altri	805.515	0,70	979.215	0,72
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	-	-	-	-
D1. A vista	-	-	-	-
D2. Altri	-	-	-	-
<b>E. ALTRI BENI</b>	<b>2.115</b>	<b>0,00</b>	<b>3.525</b>	<b>0,00</b>
E1. Immobilizzazioni immateriali	-	-	-	-
E2. Immobilizzazioni materiali	2.115	0,00	3.525	0,00
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>1.258.602</b>	<b>1,10</b>	<b>1.845.639</b>	<b>1,36</b>
F1. Liquidità disponibile	1.258.602	1,10	1.845.639	1,36
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	-	-	-
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	-	-	-
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>4.292.847</b>	<b>3,74</b>	<b>3.114.430</b>	<b>2,29</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	-	-	-
G2. Ratei e risconti attivi	21.619	0,02	27.889	0,02
G3. Risparmio d'imposta	-	-	-	-
G4. Altre	4.271.228	3,72	3.086.541	2,27
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>114.721.640</b>	<b>100,00</b>	<b>135.959.008</b>	<b>100,00</b>

RENDICONTO DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 31/12/2014				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
(Valori in Euro)				
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2014		Situazione a fine esercizio precedente	
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>23.719.068</b>		<b>23.932.648</b>	
H1. Finanziamenti ipotecari	23.719.068		23.932.648	
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	-		-	
H3. Altri	-		-	
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>-</b>		<b>-</b>	
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	-		-	
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	-		-	
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>-</b>		<b>-</b>	
L1. Proventi da distribuire	-		-	
L2. Altri debiti verso i partecipanti	-		-	
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>3.992.362</b>		<b>4.228.441</b>	
M1. Provigioni ed oneri maturati e non liquidati	1.620.291		1.405.595	
M2. Debiti di imposta	32.555		205.692	
M3. Ratei e risconti passivi	245.992		800.283	
M4. Altre	1.833.523		1.556.871	
M5. Debiti per depositi cauzionali	260.000		260.000	
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>27.711.429</b>		<b>28.161.090</b>	
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>87.010.210,500</b>		<b>107.797.919</b>	
Numero delle quote in circolazione	340		340	
Valore unitario delle quote	255.912,384		317.052,703	
Importi richiamati e non ancora versati	-		-	
Valore unitario quote da emettere	-		-	
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	-		-	

## SEZIONE REDDITUALE

RENDICONTO DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 31/12/2014				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Rendiconto al 31/12/2014		Rendiconto esercizio precedente	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	-	15.473.639	-	1.715.660
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>				
<b>A1. PARTECIPAZIONI</b>	-	15.473.639	-	1.715.660
A1.1 dividendi e altri proventi	-	-	-	-
A1.2 utili / perdite da realizzi	-	-	-	-
A1.3 plusvalenze / minusvalenze	-	15.473.639	-	1.715.660
<b>A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	-	-	-	-
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	-	-	-	-
A2.2 utili / perdite da realizzi	-	-	-	-
A2.3 plusvalenze / minusvalenze	-	-	-	-
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
<b>A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	-	-	-	-
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi	-	-	-	-
A3.2 utili / perdite da realizzi	-	-	-	-
A3.3 plusvalenze / minusvalenze	-	-	-	-
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
<b>A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	-	-	-	-
A4.1 di copertura	-	-	-	-
A4.2 non di copertura	-	-	-	-
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	-	15.473.639	-	1.715.660
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	-	2.968.148	-	1.221.654
<b>B1.</b> Canoni di locazione e altri proventi	-	6.627.491	-	4.723.472
<b>B2.</b> Utile/perdite da realizzi	-	-	-	-
<b>B3.</b> Plusvalenze/minusvalenze	-	9.002.036	-	2.988.009
<b>B4.</b> Oneri per le gestione di beni immobili	-	369.661	-	290.405
<b>B5.</b> Ammortamenti	-	-	-	-
<b>B6.</b> Imposte sugli Immobili	-	223.942	-	223.405
<b>Risultato gestione beni immobili</b>	-	2.968.148	-	1.221.654
<b>C. CREDITI</b>	-	78.224	-	94.513
<b>C1.</b> Interessi attivi e proventi assimilati	-	78.224	-	94.513
<b>C2.</b> Incrementi / decrementi di valore	-	-	-	-
<b>Risultato gestione crediti</b>	-	78.224	-	94.513
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	-	-	-	-
<b>D1.</b> Interessi attivi e proventi assimilati	-	-	-	-
<b>E. ALTRI BENI</b>	-	1.410	-	1.410
<b>E1.</b> Proventi	-	-	-	-
<b>E2.</b> Utili / perdite da realizzi	-	-	-	-
<b>E3.</b> Plusvalenze / minusvalenze	-	1.410	-	1.410
<b>Risultato gestione investimenti</b>	-	18.364.973	-	400.903

	Rendiconto al 31/12/2014		Rendiconto esercizio precedente	
<b>F. F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>	-		-	
<b>F1. OPERAZIONI DI COPERTURA</b>	-		-	
F1.1 risultati realizzati	-		-	
F1.2 risultati non realizzati	-		-	
<b>F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA</b>	-		-	
F2.1 risultati realizzati	-		-	
F2.2 risultati non realizzati	-		-	
<b>F3. LIQUIDITA'</b>	-		-	
F3.1 risultati realizzati	-		-	
F3.2 risultati non realizzati	-		-	
<b>G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE</b>	-		-	
<b>G1.</b> Proventi delle operazioni di pronti contro termine e assimilate	-		-	
<b>G2.</b> Proventi delle operazioni di prestito titoli	-		-	
<b>Risultato lordo della gestione caratteristica</b>	-	<b>18.364.973</b>	-	<b>400.903</b>
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>	-	<b>1.031.405</b>	-	<b>1.094.616</b>
<b>H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	-	<b>1.026.161</b>	-	<b>1.093.853</b>
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-	1.026.161	-	1.093.853
H1.2 su altri finanziamenti	-	-	-	-
<b>H2. ALTRI ONERI FINANZIARI</b>	-	<b>5.244</b>	-	<b>762</b>
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>	-	<b>19.396.377</b>	-	<b>1.495.518</b>
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	-	<b>1.283.516</b>	-	<b>1.479.745</b>
<b>I1.</b> Provigione di gestione SGR	-	<b>866.719</b>	-	<b>1.109.547</b>
<b>I2.</b> Commissioni banca depositaria	-	<b>35.573</b>	-	<b>36.444</b>
<b>I3.</b> Oneri per esperti indipendenti	-	<b>80.980</b>	-	<b>89.100</b>
<b>I4.</b> Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-	-	-	-
<b>I5.</b> Altri oneri di gestione	-	<b>300.244</b>	-	<b>244.654</b>
<b>L. ALTRI RICAVI E ONERI</b>	-	<b>107.815</b>	-	<b>335.222</b>
<b>L1.</b> Interessi attivi su disponibilità liquide	-	-	-	<b>0</b>
<b>L2.</b> Altri ricavi	-	<b>35.263</b>	-	<b>465.751</b>
<b>L3.</b> Altri oneri	-	<b>143.078</b>	-	<b>130.530</b>
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>	-	<b>20.787.708</b>	-	<b>2.640.041</b>
<b>M. IMPOSTE</b>	-		-	
<b>M1.</b> Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-		-	
<b>M2.</b> Risparmio di imposta	-		-	
<b>M3.</b> Altre imposte	-		-	
<b>Utile / perdita dell'esercizio</b>	-	<b>20.787.708</b>	-	<b>2.640.041</b>

## NOTA INTEGRATIVA

### PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Al 31 dicembre 2014 la compagine dei sottoscrittori del Fondo risulta essere la seguente:

SITUAZIONE AL 31.12.2014			
Sottoscrittore	N. quote	Valore tot.	%
Borgosesia spa	125	31.250.000,00	36,8%
Roberto Bini	80	20.000.000,00	23,5%
Penelope spa	60	15.000.000,00	17,6%
FLP Srl	20	5.000.000,00	5,9%
Goldfinger (ex Figerbiella)	15	3.750.000,00	4,4%
Gianna Bini	8	2.000.000,00	2,4%
Gabriele Bini	7	1.750.000,00	2,1%
Cristina Bini	7	1.750.000,00	2,1%
Delfino Spa	6	1.500.000,00	1,8%
Borgosesia SGR	6	1.500.000,00	1,8%
Giannetto Bini	5	1.250.000,00	1,5%
Giannetto e Gabriele Bini	1	250.000,00	0,3%
<b>TOTALE</b>	<b>340</b>	<b>85.000.000,00</b>	<b>100,0%</b>

Nel corso dell'esercizio 2014 non sono stati distribuiti proventi, né sono stati eseguiti rimborsi parziali.

Il Fondo non è suddiviso in comparti. Non è prevista l'emissione di diverse classi di quote.

La variazione riguardante il valore della quota ed il valore complessivo netto del Fondo, dalla data di avvio dell'operatività al 31 dicembre 2014, è la seguente:

Data di riferimento	Valore complessivo netto del Fondo	Tasso IRR	Valore della quota	Numero di quote in circ.	Tasso Obiettivo
19.02.07	22.500.000,00	-	250.000,00	90	-
30.06.07	22.701.302,00	2,51%	252.236,69	90	8,00%
31.12.07	23.209.198,54	3,64%	257.879,98	90	8,00%
30.06.08	23.429.312,01	3,02%	260.325,69	90	8,00%
31.12.08	91.482.173,02	12,43%	285.881,79	320	8,00%
30.06.09	96.671.148,03	12,19%	302.097,34	320	8,00%
31.12.09	96.886.498,32	8,89%	302.770,31	320	8,00%
30.06.10	102.959.692,48	9,75%	321.749,04	320	8,00%
31.12.10	105.994.714,96	9,07%	331.233,48	320	8,00%
30.06.11	110.900.747,74	9,14%	321.749,04	320	8,00%
31.12.11	115.196.841,88	7,22%	338.814,24	340	8,00%
30.06.12	115.019.396,78	6,28%	338.292,34	340	8,00%
31.12.12	110.437.960,00	4,65%	324.817,53	340	8,00%
31.12.13	107.797.918,90	3,35%	317.052,70	340	8,00%
31.12.14	87.010.210,50	-0,47%	255.912,38	340	8,00%

Il tasso interno di rendimento al 31 dicembre 2014 si attesta pertanto a -0,47%.

I principali elementi legati alla gestione degli immobili e/o partecipazioni immobiliari che hanno influito sul valore della quota rilevata al 31 dicembre 2014 sono i seguenti:

- Decremento del valore delle partecipazioni detenute dal Fondo per €/mgl 15.474 determinato dalle seguenti voci:

Società Partecipata	Tipo di partecipazione	% Partecipazione (Diretta)	Valore al 31.12.13	2014			Valore al 31.12.14
				Acquisizioni e/o cessioni	Conversione Finanz.ti in Equity	Plusvalenze (minusvalenze) da valutazione	
Bravo Spa	Controllo	100,00%	62.340.000			-14.720.000	47.620.000
Realty Srl	Controllo	100,00%	17.220.000			-710.000	16.510.000
Nova Edil Srl (già Nova Edil Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	4.300.000			-330.000	3.970.000
Smeraldo Srl (già Finanziaria Tessile Betrand Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	0			169.580	169.580
Giada Srl (già Filati Betrand Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	90.757			122.223	212.980
Logistica Gioiello Srl	Controllo	100,00%	5.442			-5.442	0
<b>TOTALE</b>			<b>83.956.199</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-15.473.639</b>	<b>68.482.560</b>

- minusvalenza netta derivante dalla valutazione degli immobili detenuti dal fondo per €/mgl 9.002 il cui dettaglio è di seguito riportato.

Immobile	Valore determinato 31.12.13	Capex	Acquisti (cessioni)	Plusvalenze	Minusvalenze	Valore determinato 31.12.14
Fiano Romano Lotto 2 (RM)	11.050.000				(2.140.000)	8.910.000
Arese-Lainate (MI)	6.590.000				(540.000)	6.050.000
Fiano Romano Lotto 1 (RM)	28.420.000	2.822.036			(6.322.036)	24.920.000
<b>TOTALE</b>	<b>46.060.000</b>	<b>2.822.036</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(9.002.036)</b>	<b>39.880.000</b>

Si evidenzia come il Collegio dei Liquidatori della SGR abbia ritenuto di condividere le stime operate dall'Esperto Indipendente con riferimento a tutti gli attivi oggetto di valutazione.

Con riferimento alle attività di gestione dei rischi e del loro controllo (c.d."risk management") si evidenzia come per le operazioni perfezionate negli esercizi in cui il fondo non era in liquidazione siano state predisposte, dal Risk Manager, apposite schede di valutazione riferite alle operazioni di investimento/disinvestimento, tali da permettere agli Amministratori (dopo Liquidatori) di esprimere un giudizio consapevole sia in ordine al profilo di rischio che in merito alla loro coerenza con la politica di investimento del Fondo.

Il modello di Risk Management adottato ha riguardato:

- il rischio immobiliare;
- il rischio finanziario;
- il rischio operativo;
- il rischio di mercato;
- il rischio di concentrazione.

L'analisi preliminare di questi rischi, svolta (nel periodo in cui il Fondo non era in liquidazione) dal Team di gestione e dalla funzione di Risk Management in maniera disgiunta e indipendente, ha riguardato la fase di *due diligence*, consentendo l'elaborazione di schede di *risk assessment*.

Le schede sono state sviluppate seguendo la metodologia IRB (Internal Rating Based) con un approccio quali/quantitativo funzionale alla determinazione di un Risk Rating finale comparabile non solo nel tempo ma anche con i rating di altri investimenti.

I Risk Rating elaborati sono stati classificati nel seguente modo:

<b>Classificazione</b>	<b>Punteggio</b>	<b>Rating</b>	<b>Spread over Euribor 6 mesi</b>
<b>Core I</b>	<b>Fino a 5</b>	<b>AA+</b>	<b>1% - 3%</b>
<b>Core II</b>	<b>Da 5,01 a 8</b>	<b>AA</b>	<b>3,01% - 6%</b>
<b>Core + I</b>	<b>Da 8,01 a 11</b>	<b>A+</b>	<b>6,01% - 8%</b>
<b>Core + II</b>	<b>Da 11,01 a 14</b>	<b>A</b>	<b>8,01% - 10%</b>
<b>Value Added I</b>	<b>Da 14,01 a 17</b>	<b>BB+</b>	<b>10,01% - 13%</b>
<b>Value Added II</b>	<b>Da 17,01 a 20</b>	<b>BB</b>	<b>13,01% - 15%</b>
<b>Opportunistic I</b>	<b>Da 20,01 a 22</b>	<b>B+</b>	<b>15,01% - 18%</b>
<b>Opportunistic II</b>	<b>Oltre 22</b>	<b>B</b>	<b>&gt; 18%</b>

Al 31 dicembre 2014, stante lo stato di liquidazione del Fondo ed in considerazione delle modalità con cui si procederà allo smobilizzo degli assets direttamente/indirettamente detenuti (cfr. piano di smobilizzo), la SGR, d'intesa col Risk Manager, ha confermato i rating assegnati nel periodo ante-liquidazione ed ha ritenuto opportuno focalizzare le attività connesse alla riduzione dei rischi valutando il processo di smobilizzo e la compatibilità dello stesso ai dettami normativi.

Si segnala, inoltre, che il Fondo Gioiello non ha attuato operazioni volte alla copertura dei rischi di portafoglio.

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

### Sezione I – Criteri di valutazione

I fatti di gestione verificatisi nel corso dell'esercizio sono stati rilevati in contabilità secondo i principi di generale diffusione e applicazione, in linea con il Regolamento emanato dalla Banca d'Italia in data 8 maggio 2012 e successive modifiche, in attuazione del Decreto Legislativo 24.2.1998 n. 58 e del Regolamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze, n. 228 del 24 maggio 1999.

Tutte le componenti della Sezione Reddittuale (proventi ed oneri) sono state determinate e contabilizzate nel rispetto del principio della competenza temporale attraverso la rilevazione - ove necessario - di ratei e risconti attivi e passivi.

In sintesi, i criteri di valutazione adottati da Fondo sono i seguenti:

#### **Immobili**

Il valore degli immobili è riferito alle risultanze della Relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente, ai sensi dell'art. 14-*bis*, quarto comma, della Legge 25 gennaio 1994, n. 86 e dell'art. 17, Titolo IV, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, nonché di quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 8 maggio 2012 e successive modifiche/integrazioni, Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti).

Più precisamente gli immobili, contabilizzati all'atto dell'acquisto al costo incrementato degli oneri di diretta imputazione, sono stati successivamente adeguati al valore corrente di mercato accertato da PRAXI S.p.A. nella sua qualità, appunto, di Esperto Indipendente designato dalla SGR.

Le stime operate dall'Esperto Indipendente si fondano sui seguenti approcci metodologici.

1. **Metodo comparativo (o del mercato).** Si basa sul confronto fra i beni oggetto di valutazione e altri beni con essi comparabili, recentemente compravenduti o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali.
2. **Metodo reddituale.** Prende in considerazione due diverse tecniche di valutazione:
  - a) *Capitalizzazione diretta.* Si basa sulla capitalizzazione ad un determinato tasso - c.d. "cap rate"- dei redditi netti futuri generati dalla proprietà immobiliare. Il tasso applicato tiene conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine con applicazione di un coefficiente rettificativo esplicativo delle caratteristiche peculiari del cespite.
  - b) *Metodo dei flussi di cassa attualizzati* (DCF, Discounted Cash-Flow), basato:
    - sulla determinazione, per un periodo di anni che tiene conto delle scadenze contrattuali di ciascuna unità immobiliare, dei redditi netti futuri derivanti dalla proprietà immobiliare;
    - sulla determinazione del valore di mercato della proprietà immobiliare mediante la capitalizzazione in perpetuità, alla fine di tale periodo, del reddito netto al tasso "cap rate";
    - sull'attualizzazione al tasso "cap rate", alla data della valutazione, dei redditi netti-flussi di cassa futuri.
3. **Metodo della trasformazione.** Si basa sull'attualizzazione, alla data della valutazione, dei flussi di cassa generati dall'investimento immobiliare nell'arco di tempo corrispondente alla sua durata. A tale metodo è associabile un modello valutativo finanziario (attualizzazione dei flussi di cassa) basato su di un progetto di sviluppo definito in quantità edificabili, destinazioni d'uso, costi di trasformazione e ricavi sostenibili. In altri termini, si utilizza una analisi costi - ricavi per individuare il Valore di Mercato dell'iniziativa oggetto di indagine. Il modello si articola in uno schema di flussi di cassa (entrate ed uscite) relative al progetto immobiliare di trasformazione. Tra le uscite sono previste quelle conseguenti alla

costruzione, demolizione, urbanizzazione, progettazione e direzione lavori e altri costi; tra le entrate quelle derivanti dalle vendite effettuate per ciascun settore di destinazione d'uso (residenziale, industriale, artigianale, commerciale, terziario e dei servizi). La distribuzione temporale dei costi e dei ricavi consente di ottenere uno schema di flussi di cassa al netto del profitto del promotore che vanno portati all'attualità con un opportuno tasso di sconto che rappresenta il costo del capitale.

Sulla base della destinazione d'uso e della strategia caratterizzante ciascun immobile è adottato il criterio o i criteri di valutazione ritenuti maggiormente appropriati.

### **Partecipazioni**

Le partecipazioni in società non quotate sono valutate facendo ricorso a metodologie che variano a seconda del tipo di partecipazione detenuta (di controllo o meno) e dell'attività esercitata dalla società partecipata.

Più precisamente:

- alle partecipazioni di controllo in società la cui attività consiste prevalentemente nell'investimento in beni immobili (di seguito, società immobiliari) viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo. Il patrimonio netto a tali fini viene determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari risultanti dall'ultimo bilancio approvato i criteri di valutazione descritti nel paragrafo precedente; le altre poste attive e passive del bilancio della partecipata non sono di norma oggetto di nuova valutazione. Le eventuali rivalutazioni o svalutazioni dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari determinano, rispettivamente, un aumento o una diminuzione del patrimonio netto contabile della partecipata medesima, tenendo in debito conto i connessi effetti fiscali. Sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento del bilancio ed il momento della valutazione;
- alle partecipazioni non di controllo in società immobiliari viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo. Al fine di tener conto nella valutazione della partecipata di ulteriori componenti economicamente rilevanti, il patrimonio netto di questa può essere rettificato, alla luce di un generale principio di prudenza, mediante l'applicazione di metodi basati (i) su transazioni comparabili aventi ad oggetto partecipazioni significative rispetto a quella detenuta dal Fondo e a condizione che il trasferimento della stessa sia effettuato da soggetto non legato, direttamente od indirettamente, alla società partecipata o alla SGR o (ii) su indicatori di tipo economico – finanziario. Di norma l'adeguamento del valore delle partecipazioni in questione viene effettuato dopo il decorso di un anno dal loro acquisto;
- alle partecipazioni in altre imprese, decorso almeno un anno dal loro acquisto, può essere attribuito un maggior valore determinato facendo ricorso a metodi basati (i) su transazioni comparabili aventi ad oggetto partecipazioni significative rispetto a quella detenuta dal Fondo (e, comunque, mai inferiore al 2% del capitale), a condizione che il trasferimento delle stesse sia effettuato da soggetto non legato, direttamente od indirettamente, alla società partecipata o alla SGR e che dallo stesso non derivi una modifica degli assetti proprietari della società partecipata; (ii) su indicatori di tipo economico – patrimoniale (quali, ad esempio, il Discount Cash Flow ) ma a condizione che la società partecipata abbia chiuso in utile almeno 3 esercizi consecutivi, il tasso di attualizzazione e/o capitalizzazione remunerati adeguatamente il rischio di impresa e le grandezze reddituali assunte siano depurate dalle componenti di natura straordinaria.

### **Parti di OICR**

Le parti di OICR risultano valorizzate sulla base dell'ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tener conto:

- dei prezzi di mercato, nel caso in cui le parti in questione siano ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato;

- nel caso di OICR di tipo chiuso, di eventuali elementi oggettivi di valutazione relativi a fatti verificatisi dopo la determinazione dell'ultimo valore reso noto al pubblico.

### **Crediti e altre attività**

I crediti e le altre attività sono esposti al valore di presunto realizzo.

### **Altri beni**

Nel presente Rendiconto sono iscritti costi per immobilizzazioni materiali, rappresentanti, in specie, mobili e arredi di proprietà del Fondo. Essi sono stati contabilizzati inizialmente al costo di acquisto e sono iscritti al presumibile valore di realizzo.

### **Posizione netta di liquidità**

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

### **Debiti ed altre passività**

I debiti e le altre passività sono esposti al loro valore nominale.

### **Ratei e risconti**

Sono calcolati secondo il principio della competenza economica e temporale.

### **Costi e Ricavi**

Sono contabilizzati secondo il principio della competenza economica e dell'inerenza all'attività svolta dal Fondo.

### **Imposte**

A L'articolo 32 del D.L. 31 maggio 2010, n.° 78, che è stato, successivamente, con modificazioni, convertito nella legge 122 del 30 luglio 2010 e ancora modificato dal D.L. 70 del 13 maggio 2011, convertito, sempre con modificazioni, nella legge 12 luglio 2011, n.° 106, ha, sostanzialmente modificato l'assetto normativo dei Fondi Comuni d'Investimento Immobiliare.

La nuova disciplina, nell'ottica di un più ampio quadro normativo comunitario, ha posto, quali caratteristiche di ogni fondo immobiliare chiuso, l'effettiva gestione collettiva del risparmio e la completa autonomia delle scelte gestionali da parte della società che li gestisce, da qualsiasi tipo d'influenza, presunta o meno, da parte degli investitori, proprio perché la SGR diviene soggetto centrale e di equilibrio fra una pluralità di investitori.

Il richiamato articolo 32, nel suo testo definitivo, nell'ottica di fornire una disciplina fiscale precisa priva di incertezze interpretative, ha previsto, per i fondi che fossero già costituiti alla data di entrata in vigore della norma, i seguenti parametri di comportamento laddove al fondo non vi partecipassero investitori istituzionali così come definiti e individuati dal comma 3 dello stesso sopra citato articolo 32:

- L'imputazione, per trasparenza, dei redditi conseguiti dal fondo e rilevati nei rendiconti di gestione in capo ai partecipanti non istituzionali che possiedano quote di partecipazione al fondo superiori al 5 per cento del valore dello stesso;
- Sempre in testa ai partecipanti non istituzionali che possiedano quote di partecipazione al fondo superiori al 5 per cento, la normativa ha previsto l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sul reddito nella misura del 5 per cento da calcolarsi sul valore medio delle quote detenute alla data del 31 dicembre 2010;
- Per i fondi che alla data del 31 dicembre 2010 presentavano un assetto partecipativo diverso da quello ora previsto per i fondi istituzionali, e nei quali vi partecipasse almeno

un partecipante non istituzionale, con una quota superiore al 5 per cento, è stata concessa la facoltà di sciogliere il fondo medesimo entro il 31 dicembre 2011 e versare un'imposta sostitutiva delle imposte sul reddito e Irap pari al 7 per cento del valore netto del fondo alla data del 31 dicembre 2010 e, successivamente, per gli utili conseguiti a partire dal 1 (primo) gennaio 2011 e fino al termine della liquidazione, la corresponsione sempre di un'imposta sostitutiva delle imposte sul reddito e Irap pari al 7 per cento.

Nel caso di specie del Fondo Gioiello la società non ha optato per il suo scioglimento anticipato, pertanto ai fini delle imposte sul reddito si rientra nella fattispecie dell'imposta sostitutiva (una tantum) del 5 per cento sul valore medio delle quote detenute alla data del 31 dicembre 2010; mentre per gli utili periodici realizzati gli stessi sono/saranno imputati per trasparenza a carico dei sottoscrittori (non istituzionali) che detengono una quota partecipativa superiore al 5 per cento.

### **Criteria di valutazione utilizzati per l'emissione di nuove quote**

I criteri per l'emissione di nuove quote sono disciplinati dal Regolamento del Fondo.

Si informa che il Consiglio di Amministrazione di Borgosesia Gestioni SGR, in data 11 marzo 2011 ha disposto:

- di riaprire il periodo di sottoscrizione per il Fondo Gioiello dal 14 marzo 2011 al 31 dicembre 2011 con un obiettivo di raccolta di 65.000.000 di Euro;
- di stabilire che il rimborso delle quote agli aventi diritto avvenga, se del caso in proporzione, per valuta coincidente con l'incasso delle nuove sottoscrizioni in danaro e per un valore pari a quello di emissione e coincidente con l'ultimo NAV del fondo accertato prima delle singole nuove sottoscrizioni;
- di prevedere che l'intera operazione venisse puntualmente a conformarsi con le disposizioni previste in materia dal vigente regolamento del fondo e più in particolare da quelle contenute nell'articolo 30 che di seguito si riporta:

#### *Articolo 30*

##### *Emissione delle Quote*

1. *Le Quote spettanti ai Soggetti Apportanti a fronte dei rispettivi Apporti sono emesse alla data di efficacia degli atti di conferimento dei beni oggetto di Apporto in Natura e alla data di effettuazione dei versamenti previsti per gli Apporti in Denaro.*
2. *Il numero di Quote attribuito ai Soggetti Apportanti è determinato come segue:*
  - (i) *a ciascun soggetto che effettui un Apporto in Natura è attribuito un numero di Quote pari al valore del relativo Apporto in Natura (determinato in base alle previsioni del precedente articolo 29) suddiviso per: (a) il Valore Nominale della Quota del Fondo, ovvero, per le Quote emesse nel Periodo di Riapertura delle Sottoscrizioni, per (b) il Valore Unitario della Quota del Fondo più recentemente determinato; resta inteso che, laddove l'applicazione di tale rapporto dia luogo ad un numero non intero di Quote, la relativa sottoscrizione da parte del Soggetto Apportante dovrà essere integrata con il versamento di una somma in danaro, di ammontare pari alla differenza tra il valore delle Quote emesse arrotondato per difetto ed il valore dei beni conferiti;*
  - (ii) *a ciascun soggetto che effettui un Apporto in Denaro è attribuito un numero di quote pari all'importo dal medesimo corrisposto a fronte del richiamo degli impegni effettuato dalla SGR, suddiviso per: (a) il Valore Nominale della Quota del Fondo, ovvero, per le Quote emesse nel Periodo di Riapertura delle Sottoscrizioni, per (b) il Valore Unitario della Quota del Fondo più recentemente determinato.*
3. *Il Valore Unitario della Quota del Fondo assunto a riferimento per le successive emissioni di Quote e del relativo sovrapprezzo è comunicato a tutti i Partecipanti prima della scadenza del Periodo di Richiamo degli Impegni, mediante apposita comunicazione recante anche l'ammontare complessivo degli impegni richiamati a fronte di Apporti in Denaro e di Apporti in Natura.*

**Informativa in ordine agli incarichi assegnati agli Esperti Indipendenti ed al processo di valutazione**

In dipendenza della Comunicazione congiunta emanata il 29 luglio 2010 da Banca d'Italia e Consob il Consiglio di Amministrazione della SGR, in data 21 febbraio 2011 – ha approvato un'apposita procedura nell'ambito della quale sono state definite le politiche, le regole ed i processi che presiedono alla valutazione da parte degli organi aziendali degli immobili e delle partecipazioni in società immobiliari di pertinenza di ciascun fondo.

Tale procedura è stata in seguito rivista ed aggiornata al fine di tener conto delle modifiche organizzative e normative. In particolare sono stati fissati:

- i criteri adoperati per la nomina e la selezione degli Esperti Indipendenti adottando particolari cautele al fine di prevenire eventuali conflitti di interesse;
- i flussi informativi, le tempistiche, le funzioni coinvolte per la predisposizione e per la verifica delle relazioni di stima;
- il contenuto minimo del contratto regolante il rapporto con l'esperto indipendente tenendo presente che, trattandosi di un affidamento a terzi di un processo critico della propria attività con profili di rischio assimilabili all'outsourcing, lo stesso deve riportare tutte le misure necessarie per assicurare il soddisfacimento delle cautele previste all'articolo 21 comma 2 lettera *b-c-d-e-f-g* e *k* del Regolamento Congiunto Consob e Banca d'Italia del 29 ottobre 2007;
- le informazioni minime che gli Esperti Indipendenti debbono fornire nelle proprie relazioni di stima con riguardo alle attività svolte, alle motivazioni sottese all'impiego di una determinata metodologia di valutazione, ai parametri, alle ipotesi nonché ai rischi considerati;
- i criteri di valorizzazione per i singoli assets.

Con riferimento infine ai compensi ordinari riconosciuti agli Esperti Indipendenti, si riporta di seguito, in forma schematica, la seguente informativa di sintesi:

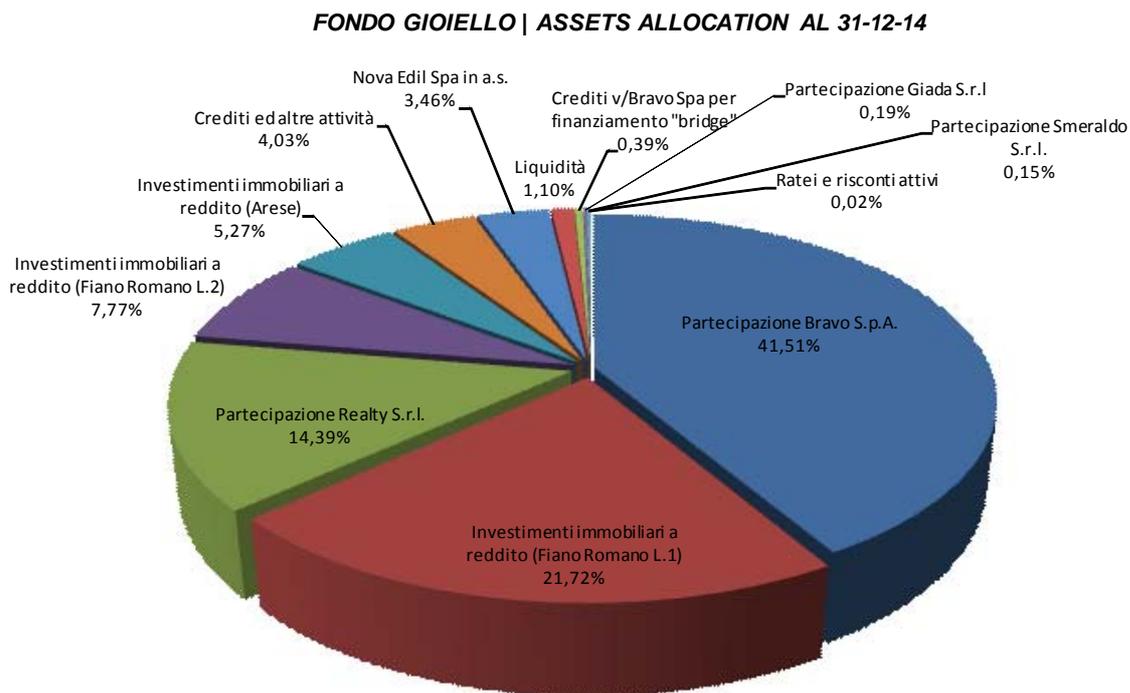
Società	Oggetto	Scadenza	Compenso ordinario
<b>PRAXI Spa</b>	Valutazione portafoglio immobiliare e partecipazioni in società immobiliari	30/06/2016	€ 500,00 per immobile valutato + € 2.000,00 per ogni società

Si da atto che il predetto Esperto Indipendente non svolge nell'interesse di altri fondi gestiti dalla SGR, di quest'ultima o di società rientranti nel gruppo di appartenenza della stessa, attività diverse da quelle valutativa.

## Sezione II – Le attività

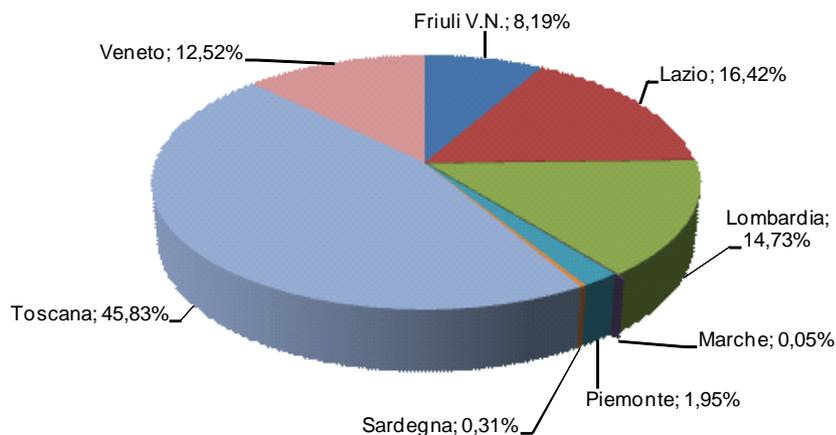
Le attività del Fondo al 31 dicembre 2014 sono così suddivise:

Descrizione	Valore	%
Partecipazione Bravo S.p.A.	47.620.000	41,51%
Investimenti immobiliari a reddito (Fiano Romano L.1)	24.920.000	21,72%
Partecipazione Realty S.r.l.	16.510.000	14,39%
Investimenti immobiliari a reddito (Fiano Romano L.2)	8.910.000	7,77%
Investimenti immobiliari a reddito (Arese)	6.050.000	5,27%
Crediti ed altre attività	4.628.858	4,03%
Nova Edil Spa in a.s.	3.970.000	3,46%
Liquidità	1.258.602	1,10%
Crediti v/Bravo Spa per finanziamento "bridge"	450.000	0,39%
Partecipazione Giada S.r.l.	212.980	0,19%
Partecipazione Smeraldo S.r.l.	169.580	0,15%
Ratei e risconti attivi	21.619	0,02%
Partecipazione Logistica Gioiello S.r.l.	0	0,00%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>114.721.640</b>	<b>100,00%</b>



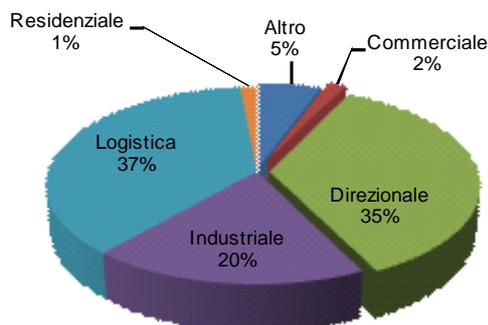
La ripartizione per area geografica degli *investimenti immobiliari* del Fondo è desumibile dal grafico sotto riportato precisandosi che lo stesso è realizzato su base consolidata ossia tenendo conto dell'ubicazione dei beni detenuti anche per il tramite di società controllate e collegate. Il "peso" attribuito agli immobili detenuti per il tramite di società controllate e collegate è determinato applicando al valore di questi la percentuale di partecipazione detenuta in seno alla società proprietaria, eventualmente demoltiplicata per tener conto dell'effetto di diluizione generato dalla catena societaria.

**Fondo Gioiello 31.12.14 - ASSETS ALLOCATION  
Per Area Geografica**



La ripartizione degli investimenti immobiliari del Fondo in termini di settori economici di impiego, sempre su base consolidata, è così sintetizzabile:

**Fondo Gioiello 31.12.14 - ASSETS ALLOCATION  
Per Tipologia**



## II.1 Strumenti finanziari non quotati

Nel corso dell'esercizio non vi sono state movimentazioni.

Si riportano di seguito le informazioni richieste ai sensi del Provvedimento Banca d'Italia 8.5.12 All IV 6.2 – Tavola A, per ciascuna delle partecipazioni detenute dal Fondo alla fine dell'esercizio:

### **Bravo S.p.A.**

Denominazione e sede della Società: BRAVO S.p.A., sede in Prato (PO) Via dei Fossi n. 14/c  
C.F./P.I. 00679510412

Attività esercitata dalla Società: Oggetto prevalente l'acquisto, la vendita, la permuta, la costruzione e la gestione di immobili commerciali ed industriali e la lottizzazione di terreni ad uso commerciale ed industriale.

La società però si inibisce la costruzione e la ristrutturazione di immobili di qualsiasi tipo, se non affidandone preminentemente l'appalto a terzi.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	168.500	100%	40.735.000	47.620.000	62.340.000
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	31/12/2014*	31/12/2013	31/12/2011	31/12/2010
1) totale attività	62.462.563	69.596.948	89.572.168	95.016.386
2) partecipazioni	4.797.476	4.797.476	2.250.812	1.138.396
3) immobili	42.294.993	46.945.918	67.698.468	68.818.711
4) indebitamento a breve termine	11.636.835	9.218.442	15.097.811	17.893.246
5) indebitamento a medio/lungo termine	4.447.392	5.964.563	17.761.925	20.974.978
6) patrimonio netto	41.337.739	49.329.485	55.434.064	54.893.687

Dati reddituali	31/12/2014*	31/12/2013	31/12/2011	31/12/2010
1) fatturato	5.403.737	5.699.118	6.402.310	7.407.051
2) margine operativo lordo	-6.154.087	-682.468	1.995.943	3.303.879
3) risultato operativo	-7.900.224	-1.745.851	-1.489.567	-569.124
4) saldo proventi/oneri finanziari	54.936	-3.564.530	-162.153	-432.926
5) saldo proventi/oneri straordinari	-146.459		-203.923	-48.852
6) risultato prima delle imposte	-7.991.746	-5.310.381	-1.855.643	-1.050.902
7) utile (perdita) netto	-7.991.746	-5.991.194	-1.309.623	-904.768
8) ammortamenti dell'esercizio	-1.834.157	-3.116.475	-2.597.379	-2.542.052

\* riferito alla situazione contabile disponibile alla data di predisposizione del rendiconto finale di liquidazione.

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:

1 - criteri di valutazione

I criteri di valutazione sono quelli espressi in precedenza sub "PARTE B – Sez. 1 Partecipazioni".

Nella specie, trattandosi di partecipazione di controllo in società immobiliare non quotata la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili, alla stessa è stato attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo (100%). Il patrimonio netto a tal fine utilizzato è stato determinato rettificando quello contabile riferito alla situazione contabile al 31.12.2014, non formalmente approvata dall'Assemblea dei Soci, in ragione del maggior valore attribuito agli immobili di pertinenza della società – accertato facendo ricorso ai criteri di valutazione indicati alla precedente "PARTE B – Sez. 1 Immobili" e sulla base della stima effettuata dall'Esperto Indipendente Praxi – tenendo in debito conto i relativi effetti fiscali. La stessa metodologia è stata applicata agli immobili detenuti in forza di contratti di locazione finanziaria di natura "traslativa" riflettendo preventivamente gli effetti sostanziali dell'operazione di locazione sul patrimonio contabile facendo ricorso alla metodologia prevista dal principio contabile internazionale IAS 17.

Inoltre, sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento della situazione contabile ed il momento della valutazione.

2 - elementi di calcolo

La concreta applicazione del criterio valutativo indicato al precedente capoverso è desumibile dal prospetto di seguito riportato:

DESCRIZIONE	EUR
Patrimonio Netto civilistico <b>Smitre Spa</b> al 31.12.2014	-3.620.833
Effetto sul Patrimonio Netto delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2014	4.140.376
<b>Patrimonio Netto civilistico Smitre Spa al 31.12.2014 rettificato IAS 17</b>	<b>519.543</b> A
Valore immobili in applicazione delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2014	-16.835.103
Valore Portafoglio Immobiliare stimato da PRA XI Spa al 31.12.2014	12.430.000
- Minusvalore/Plusvalore lordo immobile	-4.405.103
Effetto fiscale 31,4% (IRES 27,50%, IRAP 3,9%)	0
<b>-Minusvalore/Plusvalore netto immobile</b>	<b>-4.405.103</b> B
<b>Patrimonio Netto civilistico Smitre Spa al 31.12.2014 rettificato a valori 31.12.2014 (A+B)</b>	<b>-3.885.560</b> C
<b>Valore partecipazione di Smitre Spa al 31.12.2014 detenuta Bravo Spa</b> (in considerazione del PN civilistico negativo)	<b>0</b> D
Effetto fiscale 31,4% (IRES 27,50%, IRAP 3,9%)	n.c.
<b>Plusvalore (Minusvalore) Netto Smitre Spa</b> (in considerazione del PN civilistico negativo)	<b>0</b> E
<b>DESCRIZIONE</b>	
<b>EUR</b>	
Patrimonio Netto civilistico <b>Okatan Srl</b> al 31.12.2014	2.991.747
Valore Portafoglio Immobiliare stimato da PRA XI Spa al 31.12.2014	7.270.000
Valore di Bilancio Immobili al 31.12.2014	-4.926.997
Plusvalore lordo	2.343.003
Effetto fiscale 31,4% (IRES 27,50%, IRAP 3,9%)	-735.703
Plusvalore netto (G+H)	1.607.300
<b>Patrimonio Netto civilistico Okatan Srl al 31.12.2014 a valori di mercato 31.12.2014 (F+I)</b>	<b>4.599.047</b> L
<b>Valore partecipazione di Okatan Srl al 31.12.2014 detenuta da Bravo Spa</b>	<b>4.704.583</b> M
Effetto fiscale 31,4% (IRES 27,50%, IRAP 3,9%)	n.c.
<b>Plusvalore (Minusvalore) Netto Okatan Srl (L-M)</b>	<b>-105.536</b> N
<b>Patrimonio Netto civilistico Bravo Spa al 31.12.2014 (vedere nota in calce)</b>	38.043.586
Effetto sul Patrimonio Netto delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2014	5.502.413
<b>Patrimonio Netto Bravo S.p.A. al 31.12.2014 rettificato IAS 17</b>	<b>43.545.999</b> O
Valore immobili al 31.12.2014 con applicazione delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2014	-74.060.714
Valore Portafoglio Immobiliare stimato da PRA XI Spa al 31.12.2014	80.158.000
Plusvalore lordo immobili	6.097.286
Effetto fiscale 31,4% (IRES 27,50%, IRAP 3,9%)	-1.914.548
<b>Plusvalore netto immobili (P+Q)</b>	<b>4.182.738</b> R
<b>Plusvalore netto partecipazione Smitre Spa</b> (come evidenziato dal punto E)	<b>0</b>
<b>Plusvalore netto partecipazione Okatan Srl</b>	<b>-105.536</b>
<b>Patrimonio Netto Bravo Spa a valori di mercato al 31.12.2014 (O+R+E+N)</b>	<b>47.623.201</b>
<b>arrotondato in</b>	<b>47.620.000</b>
<b>Nota:</b> Il Patrimonio Netto civilistico della società Bravo Spa tiene conto delle rettifiche derivanti dal Patrimonio Netto civilistico negativo riguardante la società controllata Smitre Srl.	

Per quanto riguarda gli effetti della valorizzazione della partecipazione in Bravo Spa, si veda anche quando riportato nel paragrafo “ Parte A – Andamento del valore della quota”.

**D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalla Società**

Società	Indirizzo	Proprietà	Valore di Mercato 31/12/2013 (euro)	Valore di Mercato 31/12/2014 (euro)	Delta %	Strategia	Destinazione	Ubicazione
Bravo S.p.A.	Agliana (PT), località Salceto	100%	2.030.000	1.920.000	-5,4%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Bravo S.p.A.	Agugliano (AN), loc. Montevarino - piazza Aldo Moro 25 (già via Brodolini)	100%	108.000	102.000	-5,6%	Sviluppo	Commerciale	Marche
Bravo S.p.A.	Arese Building 2 - Garbagnate-Lainate (MI)	100%	22.740.000	21.370.000	-6,0%	Reddito	Logistica	Lombardia
Bravo S.p.A.	Arezzo, via Arturo Chiani 15	100%	4.760.000	4.490.000	-5,7%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Bravo S.p.A.	Cantagallo (PO), frazione Usella - via di Migliana 10	100%	380.000	360.000	-5,3%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Casale sul Sile (TV), via Colombo	100%	1.890.000	1.200.000	-36,5%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Cusano di Zoppola (PN), via Ellero 1/H	100%	950.000	867.000	-8,7%	Sviluppo	Industriale	Friuli V.N.
Bravo S.p.A.	Maniago (PN), via dell'Industria 10	100%	15.800.000	13.580.000	-14,1%	Reddito	Logistica	Friuli V.N.
Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 3/via Pialoi	100%	600.000	550.000	-8,3%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 7	100%	1.370.000	1.310.000	-4,4%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 68 A (ex 74)	100%	1.330.000	1.280.000	-3,8%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 5	100%	1.810.000	1.710.000	-5,5%	Sviluppo	Residenziale	Veneto
Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 9	100%	551.000	524.000	-4,9%	Sviluppo	Residenziale	Veneto
Bravo S.p.A.	Montebelluna (TV), via Fermi 12/14/16/18	100%	350.000	339.000	-3,1%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Amalfi 55	100%	390.000	376.000	-3,6%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Ancona 18	100%	290.000	264.000	-9,0%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Milano 5/7/9 angolo via Scarpellini	100%	1.690.000	1.330.000	-21,3%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Palermo	100%	910.000	890.000	-2,2%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Puccini 97	100%	550.000	529.000	-3,8%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Pistoia, viale Adua 77/79	100%	2.180.000	2.050.000	-6,0%	Reddito	Direzionale	Toscana
Bravo S.p.A.	Ponte di Piave (TV), via Postumia	100%	2.040.000	1.880.000	-7,8%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Gonnella 2/4/6/8	100%	3.500.000	3.280.000	-6,3%	Reddito	Logistica	Veneto
Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Pastore	100%	650.000	620.000	-4,6%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Prato, via Clementi 22/24/28/30/32	100%	720.000	685.000	-4,9%	Reddito	Direzionale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via Filzi 130/5-6-7-8-9	100%	670.000	641.000	-4,3%	Reddito	Commerciale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/C	100%	9.040.000	8.530.000	-5,6%	Reddito	Direzionale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/G	100%	200.000	196.000	-2,0%	Reddito	Commerciale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via Purgatorio 62/64	100%	2.830.000	2.630.000	-7,1%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Quarto d'Altino (VE), via Pascoli	100%	660.000	532.000	-19,4%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62	100%	1.560.000	1.450.000	-7,1%	Reddito	Industriale	Piemonte
Bravo S.p.A.	Spinea (VE), via delle Industrie 28/30/32 - (porzione scorporata dalla proprietà indivisa e frazionata)	100% della proprietà	140.000	128.000	-8,6%	Sviluppo	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Tarvisio (UD), via Roma	100%	2.570.000	2.430.000	-5,4%	Sviluppo	Commerciale	Friuli V.N.
Bravo S.p.A.	Verrone (BI), strada Trossi 11	100%	1.610.000	1.520.000	-5,6%	Sviluppo	Industriale	Piemonte
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO) via Aniene	100%	637.000	595.000	-6,6%	Reddito	Altro	Toscana
Okatan S.r.l.	Forte dei Marmi (LU), viale della Repubblica 3 - ex Hotel Nettuno	100%	7.250.000	7.270.000	0,3%	Sviluppo	Altro	Toscana
Smit Real Estate S.r.l.	Schio (VI), viale dell'Industria 135	100%	14.970.000	12.430.000	-17,0%	Reddito	Industriale	Veneto

Si informa che l'immobile in Schio (VI) è condotto in locazione finanziaria dalla Società SMIT.RE Srl, controllata al 100% da Bravo Spa, mentre l'immobile in Forte dei Marmi è di proprietà di Okatan Srl controllata al 100% da Bravo Spa.

**E) Descrizione delle operazioni**

L'acquisto della partecipazione è avvenuto mediante apporto operato da Borgosesia Real Estate S.p.A. nel luglio 2008 e ciò nell'ambito della ordinaria politica di investimento del Fondo il cui regolamento espressamente prevede, senza limiti di sorta se non quelli di concentrazione del rischio, l'investimento in società che investono prevalentemente in beni immobili ed il cui oggetto sociale – come nel caso di specie – esclude la costruzione e/o ristrutturazione di immobili se non mediante appalti concessi a terzi.

**F) Altre informazioni**

In nome e per conto del Fondo Gioiello, la SGR, per consentire alla società Bravo S.p.A. di poter continuare lo sviluppo del proprio piano investimenti, ha deliberato di rafforzare il patrimonio della stessa Bravo S.p.A. mediante la rinuncia parziale del credito che il Fondo Gioiello vantava nei confronti della stessa, convertendo l'importo di € 2.450.000 in equity. Nel corso dell'anno 2013 e 2014, in nome e per conto del Fondo Gioiello, i liquidatori della SGR, per consentire alla società Bravo S.p.A. di far fronte alle esigenze di liquidità nonché valorizzare al meglio le attività della stessa ed agevolare il processo di liquidazione del Fondo, hanno deliberato l'erogazione di più finanziamenti soci infruttifero da convertirsi eventualmente in c/futuro aumento capitale sociale. Al 31.12.2014 il debito per finanziamento soci verso il Fondo è pari ad euro 1.050.000.

### Realty S.r.l.

Denominazione e sede della Società: REALTY S.r.l., sede in Prato (PO) Via dei Fossi n. 14/c  
 C.F./P.I. 02045210974

Attività esercitata dalla Società: La promozione e la partecipazione ad operazioni ed investimenti nel settore immobiliare.

Il coordinamento e la gestione di operazioni ed investimenti nel settore immobiliare;

L'assunzione di partecipazioni in altre società od enti sia in Italia che all'estero, il finanziamento, il coordinamento tecnico e finanziario delle società od enti cui partecipa in particolare rientrano nell'oggetto sociale la vendita, la permuta, la locazione e la sublocazione di immobili di tutte le tipologie e di aree, la progettazione, la costruzione, la demolizione, la manutenzione di edifici ed opere edili in genere, la progettazione e la realizzazione di lavori di bonifica e di opere di urbanizzazione, l'esecuzione di appalti per le suddette attività, la prestazione di servizi nel settore immobiliare.

#### A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	24.024	100%	7.762.000	16.510.000	17.220.000
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

#### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	31/12/2014*	31/12/2013	31/12/2011	31/12/2010
1) totale attività	1.247.850	1.258.144	1.303.210	1.313.645
2) partecipazioni	538.308	538.308	1.242.223	1.292.223
3) immobili				
4) indebitamento a breve termine	9.667	2.884	12.675	6.308
5) indebitamento a medio/lungo termine				
6) patrimonio netto	1.238.182	1.255.260	1.290.535	1.307.337

Dati reddituali	31/12/2014*	31/12/2013	31/12/2011	31/12/2010
1) fatturato				83
2) margine operativo lordo	-16.393	-16.731	-16.462	-12.887
3) risultato operativo	-16.943	-17.522	-16.807	-13.472
4) saldo proventi/oneri finanziari	-207	2	4	101
5) saldo proventi/oneri straordinari	73			
6) risultato prima delle imposte	-17.077	-17.520	-16.803	-13.371
7) utile (perdita) netto	-17.077	-17.520	-16.803	-13.371
8) ammortamenti dell'esercizio	-270	-615	-345	-585

\* riferito alla situazione contabile disponibile alla data di predisposizione del rendiconto finale di liquidazione.

#### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:

##### 1 - criteri di valutazione

Atteso che l'attività della società consiste esclusivamente nella detenzione di una partecipazione di collegamento in seno a Fase Realty S.r.l., società a sua volta esercente, esclusivamente, quella di locazione di beni immobili, i criteri utilizzati per la valutazione della partecipazione in questione sono quelli espressi in precedenza sub "PARTE B – Sez. 1 Partecipazioni".

Trattandosi di partecipazione di controllo in società immobiliare non quotata la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili, alla stessa è stato attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo (100%). Il patrimonio

netto a tal fine utilizzato è stato determinato rettificando quello contabile, riferito alla situazione contabile al 31.12.2014, in ragione del maggior valore attribuito agli immobili di pertinenza della società – accertato facendo ricorso ai criteri di valutazione indicati alla precedente “PARTE B – Sez. 1 Immobili ” e sulla base della stima effettuata dall'Esperto Indipendente Praxi, incrementa da parte del costo di opere migliorative delle caratteristiche fisiche dell'immobile – tenendo in debito conto i relativi effetti fiscali. La stessa metodologia è stata applicata agli immobili detenuti in forza di contratti di locazione finanziaria di natura “traslativa” riflettendo preventivamente gli effetti sostanziali dell'operazione di locazione sul patrimonio contabile facendo ricorso alla metodologia prevista dal principio contabile internazionale IAS 17.

Sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento della situazione contabile ed il momento della valutazione.

In relazione a quanto sopra si evidenzia come Fase Realty S.r.l. detenga, in forza di un contratto di locazione finanziaria di natura “traslativa”, un importante immobile sito in Firenze viale Guidoni 40/42 integralmente concesso in sub-locazione a Telecom. Il valore del predetto bene ammonta al 31.12.2014, sulla base della stima effettuata dall'Esperto Indipendente Praxi S.p.A., ad €61.350.000 (contro €66.470.000 al 31.12.13).

2 - elementi di calcolo

La concreta applicazione del criterio valutativo indicato al precedente capoverso è desumibile dal prospetto di seguito riportato:

DESCRIZIONE	EUR	
Patrimonio Netto civilistico <b>Fase Realty Srl</b> al 31.12.2014	751.924	A
Effetto sul Patrimonio Netto delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2014	10.686.062	B
Valore immobili al 31.12.2014 con applicazione delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2014	<b>-29.880.229</b>	
Valore Portafoglio Immobiliare stimato da PRAXI Spa al 31.12.2014	61.350.000	
Plusvalore lordo	31.469.771	
Effetto fiscale 31,4% (IRES 27,50%, IRAP 3,9%)	<b>-9.881.508</b>	
Plusvalore netto	21.588.263	C
<b>Patrimonio Netto civilistico Fase Realty Srl al 31.12.2014 rettificato con al valori 31.12.2014 (A+B+C)</b>	<b>33.026.249</b>	
<b>di cui la Quota di Proprietà di Realty Srl (50%)</b>	<b>16.513.124</b>	D
<b>valore partecipazione in Fase Realty al 31.12.2014 detenuta da Realty (comp. di finaz. Soci)</b>	<b>1.242.223</b>	E
Effetto fiscale 32,32% (IRES 27,50%, IRAP 4,82%)	n.c.	
<b>Plusvalore (Minusvalore) Netto Fase Realty Srl (D-E)</b>	<b>15.270.901</b>	F
Patrimonio Netto civilistico Realty Srl al 31.12.2014	1.238.182	G
<b>Patrimonio Netto Realty Srl a valori di mercato al 31.12.2014 (F+G) arr/0000</b>	<b>16.510.000</b>	

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalla Società

Come accennato in precedenza, Realty S.r.l. non detiene direttamente beni immobili e/o diritti reali immobiliari. Per contro, alla collegata di questa, Fase Realty S.r.l. è riferito il seguente bene immobile:

Società	Indirizzo	Proprietà	Valore di Mercato 31/12/2013 (euro)	Valore di Mercato 31/12/2014 (euro)	Delta %	Strategia	Destinazione	Ubicazione
Fase Realty S.r.l.	Firenze, viale Guidoni 40/42 (intero immobile)	100%	66.470.000	61.350.000	-7,7%	Reddito	Direzionale	Toscana

E) Descrizione delle operazioni:

L'acquisto della partecipazione è avvenuto mediante apporto operato da Borgosesia Real Estate S.p.A. nel luglio 2008 e ciò nell'ambito della ordinaria politica di investimento del Fondo il cui regolamento espressamente prevede - nei limiti, oltre che di concentrazione del rischio, del 25% delle attività del Fondo - la possibilità di investire in società che investono

prevalentemente in beni immobili ed il cui oggetto sociale – come nel caso di specie – non esclude la costruzione e/o ristrutturazione diretta di immobili.

F) Altre informazioni

Alla chiusura dell'esercizio risulta che il Fondo ha erogato alla società partecipata finanziamenti "in conto capitale" per complessivi € 1.231.235, al netto della copertura perdita degli esercizi precedenti.

**Giada S.r.l. (già Filati Bertrand S.p.A. in a.s.)**

Denominazione e sede della Società: Giada S.r.l. (già Filati Bertrand S.p.A. in a.s.), Prato (PO) Via dei Fossi n. 14/c

Attività esercitata dalla Società: L'oggetto sociale prevede lavorazione, anche a mezzo di terzi e per conto terzi ed il commercio di fibre tessili naturali, artificiali e sintetiche e dei relativi prodotti. La Società non è attualmente operativa.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	103.291	100,00%	309.350	212.980	90.757
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	31/12/2014*	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) totale attività	519.738	342.954	283.965	458.072
2) partecipazioni				
3) immobili				
4) indebitamento a breve termine	16.208	17.588	321.456	21.060
5) indebitamento a medio/lungo termine				309.350
6) patrimonio netto	499.147	320.983	-37.491	127.662

Dati reddituali	31/12/2014*	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) fatturato			1.561	
2) margine operativo lordo	-869	-869	-41.161	-16.378
3) risultato operativo	-11.565	-18.540	-251.571	-16.700
4) saldo proventi/oneri finanziari	10.691	4.056	138	45
5) saldo proventi/oneri straordinari	179.038	13.381	-386.308	-455933
6) risultato prima delle imposte	178.164	-1.103	-637.741	-472.588
7) utile (perdita) netto	178.164	-1.103	-637.741	-472.588
8) ammortamenti dell'esercizio	-869	-869	-210.410	-322

\* riferito alla situazione contabile disponibile alla data di predisposizione del rendiconto finale di liquidazione.

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:

La valutazione delle partecipazioni in società non immobiliari costituenti l'ex Gruppo Bertrand è stata effettuata sulla base del riparto del costo d'acquisto complessivamente sostenuto per l'intera operazione. Alla partecipazione in Giada Srl è stato attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo (al 31.12.2014) tenendo conto nella valutazione del risultato del periodo il quale riflette un provento straordinario verificatosi nell'anno. I criteri utilizzati per la valutazione della partecipazione in questione sono quelli espressi in precedenza sub "PARTE B – Sez. 1 Partecipazioni".

- D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate:  
 Non sono presenti
- E) Descrizione delle operazioni:  
 La partecipazione è stata acquisita nell'ambito della "operazione Bertrand" i cui termini e condizioni vengono ampiamente descritti nella Relazione degli Amministratori riportata nel rendiconto 2010 a cui qui si fa ampio rinvio.
- F) Altre operazioni  
 Nel corso dell'esercizio non sono stati intrattenuti rapporti con la società.

**Nova Edil S.r.l. (già Nova Edil S.p.A. in a.s.)**

Denominazione e sede della Società: Nova Edil S.r.l. (già Nova Edil S.p.A. in a.s.) Prato (PO) Via dei Fossi n. 14/c

Attività esercitata dalla Società: L'oggetto sociale prevede l'acquisto, la vendita, la permuta, la costruzione e la ristrutturazione – queste ultime attività prevalentemente mediante affidamento in appalto a terzi dei relativi lavori - nonché la gestione di immobili di ogni genere e destinazione

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	100.000	100,00%	4.352.127	3.970.000	4.300.000
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	31/12/2014*	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) totale attività	4.162.629	2.584.658	2.846.734	5.198.367
2) partecipazioni				981.775
3) immobili	2.408.717	2.408.717	2.467.708	3.347.500
4) indebitamento a breve termine	263.253	84.686	1.364.090	4.589.199
5) indebitamento a medio/lungo termine	1.546.208	1.604.441	158.233	233.635
6) patrimonio netto	997.525	853.683	1.285.314	-504.259

Dati reddituali	31/12/2014*	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) fatturato	10.205	32.210	3.696	843
2) margine operativo lordo	-112.654	-120.173	-85.416	-143.695
3) risultato operativo	-141.184	-171.236	-236.769	-225.040
4) saldo proventi/oneri finanziari	-2.852	-4.134	101.294	-9
5) saldo proventi/oneri straordinari	195	10.943		
6) risultato prima delle imposte	-143.842	-164.427	-135.475	-225.049
7) utile (perdita) netto	143.842	-164.427	-135.475	-225.049
8) ammortamenti dell'esercizio	-1.168	-1.168	-970	

\* riferito alla situazione contabile disponibile alla data di predisposizione del rendiconto finale di liquidazione.

- C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:  
 1 - criteri di valutazione

La valutazione della partecipazione è stata operata in aderenza ai principi previsti dalla normativa di riferimento; nel dettaglio è stato stimato il capitale economico della società mediante rettifica del patrimonio netto contabile emergente dall'ultima situazione al 31.12.2014 e rettificando lo stesso sulla base dei valori attribuiti ai beni immobili stimati dall'Esperto Indipendente tenendo conto del relativo effetto fiscale.

## 2 - elementi di calcolo

La concreta applicazione del criterio valutativo indicato al precedente capoverso è desumibile dal prospetto di seguito riportato:

<u>DESCRIZIONE</u>	<u>EUR</u>	
Patrimonio Netto civilistico <b>Nova Edil Srl</b> al 31.12.2014	709.841	A
Riclassifica a PN "Debito vs Soci"	1.546.208	B
Patrimonio Netto al 31.12.2014 (A+B)	2.256.049	C
Valore Portafoglio Immobiliare stimato da PRAXI Spa al 31.12.2014	4.904.000	
Valore di Bilancio Immobili al 31.12.2014	-2.408.717	
Plusvalore lordo	2.495.283	D
Effetto fiscale 31,4% (IRES 27,50%, IRAP 3,9%)	-783.519	E
Plusvalore netto (D+E)	1.711.764	F
<b>Patrimonio Netto civilistico Nova Edil al 31.12.2014 a valori di mercato 31.12.2014 (C+F)</b>	<b>3.967.813</b>	
arrotondato in	<b>3.970.000</b>	

## D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate:

La società detiene i seguenti beni immobili e terreni

Società	Indirizzo	Proprietà	Valore di Mercato 31/12/2013 (euro)	Valore di Mercato 31/12/2014 (euro)	Delta %	Strategia	Destinazione	Ubicazione
Nova Edil S.p.A.	Alghero (SS), loc. Capo Caccia - Porto Conte	il 75% medio	700.000	630.000	-10,0%	Sviluppo	Altro	Sardegna
Nova Edil S.p.A.	Benna (BI), via Garibaldi	100%	20.000	19.500	-2,5%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Addis Abeba	100%	18.000	16.500	-8,3%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 8 e 94)	100%	46.000	44.000	-4,3%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 9 e 95)	100%	64.000	61.000	-4,7%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 16 e 85)	100%	87.000	82.000	-5,7%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via don Sturzo	100%	130.000	126.000	-3,1%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Tripoli 16/C	100%	30.000	28.000	-6,7%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Busto Arsizio (VA), via della Vite	100%	154.000	146.000	-5,2%	Sviluppo	Residenziale	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Caprile (BI), frazione Noveis Basso	67% della proprietà	64.000	60.000	-6,3%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Coggiola (BI), località Cascina Vacchera	67% della proprietà	46.000	43.000	-6,5%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Gaglianico (BI), via Matteotti 129	100%	560.000	527.000	-5,9%	Sviluppo	Direzionale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Mediglia (MI), via Caravaggio 34	100%	182.000	174.000	-4,4%	Sviluppo	Residenziale	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Prato, via Libero Grassi 39	100%	278.000	267.000	-4,0%	Sviluppo	Residenziale	Toscana
Nova Edil S.p.A.	San Giuliano Milanese (MI), via Nikolaj Vasilevic Gogol 6	100%	74.000	70.000	-5,4%	Sviluppo	Altro	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Saronno (VA), zona stazione Saronno sud	100%	2.790.000	2.530.000	-9,3%	Sviluppo	Altro	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Trivero (BI), frazione Vico 21/22/24	67% della proprietà	44.000	44.000	0,0%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Gaglianico (BI) via Italia	100%	39.000	36.000	-7,7%	Sviluppo	Altro	Toscana

I terreni e gli immobili di pertinenza della società sono stati oggetto di valutazione dal parte dell'Esperto Indipendente PRAXI S.p.A.

## E) Descrizione delle operazioni:

La partecipazione è stata acquisita nell'ambito della "operazione Bertrand" i cui termini e condizioni vengono ampiamente descritti nella Relazione degli Amministratori riportata nel rendiconto 2010 a cui qui si fa ampio rinvio.

## F) Altre operazioni

In data 11 aprile 2014, in nome e per conto del Fondo Gioiello, il rag. Nicola Rossi (liquidatore della SGR), per consentire alla società Nova Edil Srl (partecipata al 100% dal Fondo) di

far fronte alle esigenze di liquidità nonché valorizzare al meglio le attività della stessa ed agevolare il processo di liquidazione del Fondo, ha autorizzato l'erogazione di un finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Nova Edil Srl di euro 100.000. Il Collegio dei Liquidatori in data 29 aprile 2014 ha ratificato l'operato del rag. Rossi ed ha deliberato anche la modifica del precedente finanziamento erogato il 6 agosto 2013 da fruttifero in infruttifero. Al 31.12.2014 il debito che la Nova Edil Srl ha verso il Fondo per finanziamento soci è pari ad euro 200.000.

**Smeraldo S.r.l. (già Finanziaria Tessile Bertrand S.p.A. in a.s.)**

Denominazione e sede della Società: Smeraldo S.r.l. (già Finanziaria Tessile Bertrand S.p.A. in a.s.)  
 Prato (PO) Via dei Fossi n. 14/c

Attività esercitata dalla Società: Le attività che costituiscono l'oggetto sociale sono quelle di assunzione di partecipazioni in altre società od enti, il finanziamento, il coordinamento tecnico e finanziario nonché la compravendita e la gestione di titoli pubblici e privati, l'acquisto, la gestione e la vendita di strumenti finanziari in genere. La società potrà prestare garanzie reali e personali per obbligazioni contratte da terzi. Inoltre tutte le operazioni commerciali, industriali, mobiliari ed immobiliari necessarie od utili per il conseguimento dell'oggetto sociale.

La società non è attualmente operativa.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	10.000	100,00%	-	169.580	-
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	31/12/2014*	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) totale attività	193.715	199.179	94.268	84.948
2) partecipazioni				
3) immobili				
4) indebitamento a breve termine	24.139	18.922	97.781	84.948
5) indebitamento a medio/lungo termine		2.096		
6) patrimonio netto	169.577	178.161	191.803	191.803

Dati reddituali	31/12/2014*	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) fatturato				
2) margine operativo lordo	-1.009	-1.009	-2.772	
3) risultato operativo	-10.704	-13.491	-3.687	
4) saldo proventi/oneri finanziari	2.118	-150		
5) saldo proventi/oneri straordinari			-82.441	-82.616
6) risultato prima delle imposte	-8.586	-13.641	-86.128	-82.616
7) utile (perdita) netto	-8.586	-13.641	-86.128	-82.616
8) ammortamenti dell'esercizio	-1.009	-1.009	-1.009	

\* riferito alla situazione contabile disponibile alla data di predisposizione del rendiconto finale di liquidazione.

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:

La valutazione delle partecipazioni in società non immobiliari costituenti l'ex Gruppo Bertrand è stata inizialmente effettuata sulla base del riparto del costo complessivamente sostenuto per l'acquisto della partecipazione, nel caso di specie corrispondente a €0,01. Nel corso del 2014

il valore di carico della partecipazione detenuta in Smeraldo Srl (ex Finanziaria Tessile Bertrand Spa in a.s.), è stato rivalutato per 169,58 €/mg;

- D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate:  
 Non sono presenti
- E) Descrizione delle operazioni:  
 La partecipazione è stata acquisita nell'ambito della "operazione Bertrand" i cui termini e condizioni vengono ampiamente descritti nella Relazione degli Amministratori riportata nel rendiconto 2010 a cui qui si fa ampio rinvio.
- F) Altre operazioni  
 Nel corso dell'esercizio non sono stati intrattenuti rapporti con la società.

### Logistica Gioiello S.r.l.

Denominazione e sede della Società: Logistica Gioiello S.r.l. Prato (PO) Via dei Fossi n. 14/c  
 Attività esercitata dalla Società: L'oggetto sociale prevede l'acquisto, la vendita, la permuta, la costruzione e la ristrutturazione, queste ultime attività prevalentemente mediante affidamento in appalto a terzi dei relativi lavori nonché la gestione di immobili di ogni genere e destinazione. La società potrà prestare garanzie reali e personali per obbligazioni contratte da terzi. Inoltre potrà compiere tutte le operazioni commerciali, industriali, mobiliari ed immobiliari necessarie od utili per il conseguimento dell'oggetto sociale.  
 La società non è attualmente operativa.

#### A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	10.000	100%	10.000	0	5.442
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

#### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	31/12/2014*	31/12/2013
1) totale attività	11.258	11.223
2) partecipazioni		
3) immobili		
4) indebitamento a breve termine	14.076	5.981
5) indebitamento a medio/lungo termine		
6) patrimonio netto	-2.818	5.242

Dati reddituali	31/12/2014*	31/12/2013
1) fatturato		
2) margine operativo lordo	-1.070	-310
3) risultato operativo	-10.923	-4.738
4) saldo proventi/oneri finanziari	-177	-20
5) saldo proventi/oneri straordinari		
6) risultato prima delle imposte	-11.100	-4.758
7) utile (perdita) netto	-11.100	-4.758
8) ammortamenti dell'esercizio	-1.070	-310

\* riferito alla situazione contabile disponibile alla data di predisposizione del rendiconto finale di liquidazione.

- C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:  
 I criteri di valutazione sono quelli espressi in precedenza sub “PARTE B – Sez. 1 Partecipazioni”. Trattandosi di partecipazione di controllo in società immobiliare non quotata la cui attività prevalente consiste nell’investimento in beni immobili e nella quale, come da piano di smobilizzo, saranno conferiti gli immobili direttamente detenuti dal Fondo, alla stessa è stato attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo (100%). Il patrimonio netto a tal fine utilizzato è stato determinato rettificando quello contabile riferito alla situazione contabile al 31.12.2014, tenendo conto nella valutazione delle perdite del periodo.
- D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalla società immobiliari controllate:  
 Non sono presenti
- E) Descrizione delle operazioni:  
 Società neo-costituita nella quale nei prossimi mesi, come previsto dal piano di smobilizzo degli attivi del Fondo Gioiello, saranno conferiti i beni immobili direttamente detenuti.

## II.2 Strumenti finanziari quotati

Il Fondo non detiene strumenti finanziari quotati.

## II.3 Strumenti finanziari derivati

Il Fondo non detiene strumenti finanziari derivati.

## II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Gli immobili di pertinenza del Fondo sono ubicati in Arese (MI) e Fiano Romano (RM).

Il dettaglio degli stessi è di seguito riportato (voce B1 “Immobili dati in locazione”):

<b>B1 Immobili dati in locazione</b>	<b>Importo</b>
Valore di acquisto originario	50.603.000
Oneri accessori	6.421.520
Rivalutazioni	-17.144.520
<b>Totale</b>	<b>39.880.000</b>

<b>B1 Immobili dati in locazione</b>	<b>Importo</b>
<i>Lainate - Viale Luraghi</i>	<i>6.050.000</i>
Valore di acquisto originario	7.143.000
Oneri accessori	263.029
Rivalutazioni	-1.356.029
<i>Fiano Romano (Lotto 1)</i>	<i>24.920.000</i>
Valore di acquisto originario	30.030.000
Oneri accessori (capex)	5.460.045
Rivalutazioni	-10.570.045
<i>Fiano Romano (Lotto 2)</i>	<i>8.910.000</i>
Valore di acquisto originario	13.430.000
Oneri accessori	698.447
Rivalutazioni	-5.218.447
<b>Totale</b>	<b>39.880.000</b>

**ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO**

N	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico (€)	Ipotecche (€)	Ulteriori informazioni	
					Canone per m2 (€)	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario				
<b>Lombardia</b>												
1	ARESE (MI)	VIALE LURAGHI		1969	6.802					7.406.029	Iscrizione ipotecaria per Euro 40 mln a garanzia di mutuo ipotecario erogato da Unicredit e Banca Pop. Vicenza	
		Edificio A5	Industriale		4.200	63,98	Affitto	22/01/2019	impresa industriale			
		Edificio UA5	Uffici/Direzionale		836	100,16	Affitto	30/07/2019	impresa industriale			
		Edificio UA5	Uffici/Direzionale		883	99,73	Affitto	06/09/2019	impresa industriale			
		Edificio UA5	Uffici/Direzionale		883		Porzione non locata					
<b>Toscana</b>												
2	FIANO ROMANO (RM)	VIA DELLA MOLA SARACENA L1		2006	35.917					30.030.000	Iscrizione ipotecaria per Euro 40 mln a garanzia di mutuo ipotecario erogato da Unicredit e Banca Pop. Vicenza	
		(COMPARTO 1F)	industriale/logistico		4.545	63,91	Affitto	05/08/2015	impresa commerciale			
		(COMPARTO 1E)	industriale/logistico		4.510	65,78	Affitto	05/08/2015	impresa commerciale			
		(COMPARTO 1G)	industriale/logistico		6.928	62,09	Affitto	31/05/2017	impresa commerciale			
		(COMPARTO 1C-D)	industriale/logistico		8.884	55,26	Affitto	08/08/2019	impresa commerciale			
					11.050		Porzione non locata					
<b>Lazio</b>												
3	FIANO ROMANO (RM)	VIA DELLA MOLA SARACENA L2		2006	16.247					4.128.447	Iscrizione ipotecaria per Euro 16 mln a garanzia di mutuo ipotecario erogato da Cariprato	
		(COMPARTO 2 A-C)	industriale/logistico		10.440	51,28	Affitto	03/12/2018	impresa commerciale			
		(COMPARTO 2 B)	industriale/logistico		5.132		Porzione non locata					
					675		Porzione non locata					
<b>Totali</b>					<b>58.966</b>				<b>51.564.476</b>	<b>56.000.000</b>		

Il costo storico include, oltre al valore di acquisto originario, le spese accessorie d'acquisto e le capitalizzazioni.

La redditività dei beni locati è stata calcolata fino alle prime scadenze contrattuali. Si precisa che i contratti sono tutti rinnovabili a scadenza per anni 6.

I dati esplicativi relativi alle ipoteche sono riportati nella Sezione V – Altri dati patrimoniali.

Infine, a mente dell'art. 75 comma 1 lett. b) della Delibera CONSOB n. 16190 del 29.10.2007 (Regolamento Intermediari) si riportano, in ordine decrescente di valore, i beni in cui è investito il Fondo, al 31 dicembre 2014.

Descrizione	Valore	%
Partecipazione Bravo S.p.A.	47.620.000	41,51%
Investimenti immobiliari a reddito (Fiano Romano L.1)	24.920.000	21,72%
Partecipazione Realty S.r.l.	16.510.000	14,39%
Investimenti immobiliari a reddito (Fiano Romano L.2)	8.910.000	7,77%
Investimenti immobiliari a reddito (Arese)	6.050.000	5,27%
Crediti ed altre attività	4.628.858	4,03%
Nova Edil Spa in a.s.	3.970.000	3,46%
Liquidità	1.258.602	1,10%
Crediti v/Bravo Spa per finanziamento "bridge"	450.000	0,39%
Partecipazione Giada S.r.l.	212.980	0,19%
Partecipazione Smeraldo S.r.l.	169.580	0,15%
Ratei e risconti attivi	21.619	0,02%
Partecipazione Logistica Gioiello S.r.l.	0	0,00%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>114.721.640</b>	<b>100,00%</b>

### INFORMAZIONI SULLA REDDITIVITÀ DEI BENI IMMOBILI DETENUTI DAL FONDO

Gli importi indicati per i canoni rappresentano una proiezione futura degli stessi fino alla scadenza dei relativi contratti d'affitto.

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione canoni	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria (a) canone annuo	Locazione finanziaria (b)	Importo totale (c=a+b)	% sull'importo totale canoni
Fino a 1 anno	-	-	-	-	0,00%
Da oltre 1 a 3 anni	6.282.557	1.761.427	-	1.761.427	15,66%
Da oltre 3 a 5 anni	24.775.156	9.484.885	-	9.484.885	84,34%
Da oltre 5 a 7 anni	-	-	-	-	0,00%
Da oltre 7 a 9 anni	-	-	-	-	0,00%
Oltre 9 anni	-	-	-	-	0,00%
A) Totale beni immobili locati	<b>31.057.713</b>	<b>11.246.312</b>		<b>11.246.312</b>	<b>100,00%</b>
B) Totale beni immobili non locati	<b>8.822.287</b>				

Di seguito si riporta la tabella di cui alla Tavola B par II.1, ALLEGATO IV.6.2, del Provvedimento Banca d'Italia 08.05.2012 e successive modifiche ed integrazioni, riguardante:

- la cessione delle partecipazioni detenute in Publihome S.r.l. ed Anemos S.r.l. concluse nel corso dell'esercizio 2009;
- la cessione dell'immobile in Firenze Piazza Libertà 4r-5r perfezionatasi il 25 novembre 2011;
- la cessione della partecipazione di Asigest Holding SpA avvenuta nel dicembre 2012.

Beni disinvestiti	Quantità	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo d'acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Partecipazione in Publihome Srl	eur 49.500 - 50% su C.S.	27/03/08	224.500	224.500	05/12/2010	260.000	-	-	35.500
Partecipazione in Anemos Srl	eur 10.000 - 100% su C.S.	17/09/08	60.000	60.000	17/12/2009	70.000	-	-	10.000
Immobile in Firenze P.za Libertà		25/07/07	6.135.733	5.000.000	25/11/2011	5.000.000	75.827	-62.145	-997.761
Partecipazione in Asigest holding Spa	eur 1.490.560.- 13,04% su C.S.	17/04/08	1.490.560	1.490.560	17/12/2012	1.507.429	-	-	16.869
<b>TOTALE</b>			<b>7.910.793</b>	<b>6.775.060</b>		<b>6.837.429</b>	<b>75.827</b>	<b>-62.145</b>	<b>-935.392</b>

## II.5. Crediti

Sono iscritti alla voce C2 “CREDITI – Altri” i crediti conseguenti ai cosiddetti “*tenant improvements*” la cui durata è evidenziata nello schema seguente:

	Durata residua				TOTALE
	Fino a 12 mesi	12 - 24 mesi	24 - 36 mesi	Oltre 36 mesi o indeterminata	
Crediti acquistati nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione					
Altri crediti - Crediti per Tenant Improvements	189.988	206.138	222.565	186.823	805.515

Tali crediti – acquisiti dalla Società A.B.P. S.r.l. congiuntamente con l'immobile di Arese verso un corrispettivo supplementare di € 2.226.474 incorporante un tasso implicito di attualizzazione del 6,7% circa rispetto al loro valore nominale di Euro 3.524.084 - originato dall'esecuzione di lavori e dall'installazione di impianti specifici su richiesta dei singoli conduttori.

A fronte di ciò questi ultimi si sono impegnati a corrispondere un canone supplementare per un determinato periodo scadente, a seconda delle specifiche contrattuali convenute con le singole controparti, fra il dicembre 2018 e l'agosto 2019.

Attesa la natura finanziaria dell'operazione - seppur strumentale al perfezionamento di quella immobiliare - il valore dei crediti acquisiti - ridotto in ragione degli importi incassati nell'esercizio al netto della loro componente finanziaria - è stato iscritto fra i “CREDITI – Altri” e quindi non riflesso nella valutazione del compendio immobiliare a cui gli stessi risultano connessi.

L'effetto economico generatosi nell'esercizio a seguito dell'incasso, al loro valore nominale, dei crediti in scadenza è risultato pari, complessivamente, ad € 78.224, importo questo iscritto alla voce “Interessi attivi e proventi assimilati”.

## II.6. Depositi bancari

Non sono presenti nell'attivo voci rientranti in questa categoria in quanto il Fondo non detiene depositi con finalità di investimento. La liquidità detenuta per la gestione è esposta alla voce F “Posizione Netta di Liquidità”.

## II.7. Altri beni

Sono contabilizzati € 2.115 nella voce “E.2 – Altri beni. Materiali” cespiti relativi a mobili ed arredi ceduti nell'esercizio 2010 da CAM Partecipazioni Spa in occasione del rilascio dei locali dell'unità precedentemente locata in Arese.

Gli stessi, acquistati per un valore complessivo di € 7.050 sono stati oggetto di ammortamento per l'esercizio 2011 con una aliquota pari 10% (€ 705), rappresentativa del 50% dell'aliquota ordinaria utilizzata (20%), in ragione del primo esercizio di impiego e con aliquota 20% negli esercizi successivi (esercizi 2012 – 2013 - 2014 ).

## II.8. Posizione netta di liquidità

L'importo di € 1.258.602, si riferisce alla liquidità disponibile sui conti correnti in essere presso la Banca Depositaria BNP Paribas Securities Service Spa al 31 dicembre 2014. In particolare il dettaglio dei conti correnti è di seguito riportato:

Voce	Descrizione	Importo
F.1	Liquidità disponibile	1.258.602
	<b>Totale</b>	<b>1.258.602</b>

Descrizione	Importo
Banca c/c liquidità	317.805
BNP C/Operativo 775510	940.798
<b>Totale</b>	<b>1.258.602</b>

Si informa che il conto corrente c.d. "Operativo" è pegnato a favore di Unicredit Spa e Banca Popolare di Vicenza scarl a garanzia del finanziamento in pool (cfr. paragrafo "Attività di gestione del Fondo").

## II.9. Altre attività

La composizione delle altre attività viene di seguito dettagliata

Voce	Descrizione	Importo
G4.	Altre	4.271.228
G2.	Risconti attivi	21.619
	<b>Totale</b>	<b>4.292.847</b>

I risconti attivi si riferiscono prevalentemente a storno di quota di costi di competenza dell'esercizio 2014 e riferiti a premi assicurativi relativi all'immobile di Fiano Romano Lotto 1.

Di seguito si riporta la composizione della voce G4 "Altre":

Descrizione	Importo
BNP C/D.S.R.A. 775508	1.000.000
Clienti (conduttori - immobili commerciali)	1.250.753
Finanziamento Bravo Spa	600.000
Crediti verso Bravo Spa per finanziamento	450.000
Erario c/IVA a credito	410.965
Credito Revocatoria Unicredit FTB	407.026
Credito IVA 2007 - a rimborso - Arese	262.705
Credito verso Partecipanti	261.879
Credito IVA 2007 - a rimborso	240.000
BNP C/vincolato cred.Irreperibile F.B.	220.126
Credito verso Nova Edil	200.000
Crediti fiscali a rimborso	103.067
BNP C/vincolato cred.Irreperibile N.E.	47.397
Crediti per fatture da emettere	20.224
Depositi cauzionali	3.047
Crediti per fatture da emettere interessi	1.859
Credito v/Smeraldo	678
BNP c/Bertrand firma congiunta	599
BNP C/vincolato cred.Irreperibile F.T.B.	308
BNP C/vincolato cred.Irreperibile B.F.	178
Anticipi diversi	55
Crediti vs Erario	36
Altri crediti	29
BANCA POPOLARE VICENZA C/C 0940385	2
F.do Sval.Credito Revocatoria Unicredit FTB	-407.026
Fondo svalutazione crediti	-802.680
<b>Totale</b>	<b>4.271.228</b>

La voce relativa al conto BNP C/D.S.R.A. (come già descritto precedentemente) si riferisce al conto corrente aperto presso la Banca Depositaria BNP Paribas Securities Service Spa in osservanza degli impegni (*covenants*) del finanziamento in pool.

La voce "Clienti conduttori immobili commerciali" si riferisce al credito risultante al 31 dicembre 2014 verso i conduttori. Tale voce comprende anche il credito di euro 802.680 verso il conduttore "Poligraf" credito completamente svalutato come indicato nel Fondo svalutazione crediti.

Il credito verso la controllata Bravo S.p.A. di € 450.000 si riferisce ad un finanziamento "bridge" di originari 7 milioni di € diminuito nel tempo a fronte dei rimborsi effettuati.

La voce BNP c/vincolati si riferiscono ai conti correnti vincolati nell'ambito della "operazione Bertrand" i cui termini e condizioni vengono ampiamente descritti nella Relazione degli Amministratori riportata nel rendiconto 2010 a cui qui si fa ampio rinvio.

Il credito verso la controllata Bravo S.p.A di € 600.000 si riferisce al finanziamento soci infruttifero (da convertirsi eventualmente in c/futuro aumento capitale sociale) che il Fondo ha erogato negli anni 2013 e 2014 a Bravo S.p.A. per far fronte alle esigenze di liquidità nonché valorizzare al meglio le attività della stessa.

La voce "Crediti fiscali chiesti a rimborso" per € 103.067 rappresenta il residuo credito Ires ceduto al Fondo da Bertrand Finanziaria Spa in a.s. ed ancora in attesa di rimborso da parte dell'Amministrazione Finanziaria.

Il credito verso la controllata Nova Edile Srl di € 200.000 si riferisce al finanziamento soci che il Fondo ha erogato nel corso degli anni 2013 e 2014 a Nova Edil Srl.

Il credito verso partecipanti si riferisce alla liquidazione dell'imposta di bollo (disciplinata dagli art.15 e 15 bis del D.P.R. 642/72) relativa agli anni 2012 – 2013 - 2014 dovuta dai partecipanti al Fondo.

## **Sezione III – Le passività**

### **1) Finanziamenti ricevuti**

I finanziamenti ipotecari ammontano ad € 23.719.068 e sono rappresentati per € 6.119.068 dal debito residuo nei confronti di Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato) conseguente all'erogazione di un finanziamento di originari € 8 milioni e per € 17.600.000 dal debito residuo riferito al finanziamento erogato in pool da Unicredit Spa e Banca Popolare di Vicenza.

In particolare i 17.600.000 di euro di debito residuo sono rappresentati da 14.520.000 come residuo relativo alla linea A e 3.080.000 come residuo relativo alla linea B.

La prima esposizione risulta essere garantita da un'ipoteca iscritta sull'immobile di Fiano Romano (lotto 2) per € 16 milioni ed il costo del debito è caratterizzato da un tasso di interesse pari all'euribor 3 mesi maggiorato di uno spread di 0,85%.

La seconda esposizione, invece, è assistita da garanzia ipotecaria sugli immobili di Fiano Romano (lotto 1) per € 40 milioni (ipoteca di primo e secondo grado) e Arese per € 40 milioni (ipoteca di primo e secondo grado) ed il tasso di interesse sul debito è pari all'euribor 6 mesi più spread 5,50%. Con riferimento al predetto mutuo ipotecario si fa rinvio a quanto illustrato nella Relazione dei Liquidatori.

### **2) Operazioni pronti contro termine e assimilate e di prestito titoli**

Non vengono poste in essere operazioni di questo tipo e pertanto non ci sono segnalazioni in merito.

### **3) Passività connesse ad operazioni in strumenti derivati**

Non vengono poste in essere operazioni di questo tipo e pertanto non ci sono segnalazioni in merito.

#### 4) Debiti verso i partecipanti

Non ci sono debiti verso i partecipanti al Fondo da iscrivere nella presente voce.

#### 5) Altre passività

La voce M "ALTRE PASSIVITA'", esposta per un totale di € 3.992.362, si compone delle seguenti sottovoci:

##### M1. Provvigioni e oneri maturati e non liquidati

Descrizione	Importo
Debiti verso SGR per commissioni	1.620.291
<b>Totale</b>	<b>1.620.291</b>

L'importo si riferisce oltre che alle commissioni maturate nel corso del 2014 in parte anche alle commissioni di gestione di competenza di Borgosesia SGR, maturate nel corso del 2012 e 2013 non ancora liquidate.

Circa le commissioni di gestione, si informa che a dicembre 2014 si è proceduto con la modifica del Regolamento di Gestione del Fondo prevedendo che è facoltà della SGR rinunciare in tutto o in parte alla Commissione Variabile Finale di Liquidazione. Nella stessa occasione si è deciso di ridurre la Commissione Fissa di Gestione - con decorrenza dal secondo semestre 2014 - riducendo la stessa da 0,5% a semestre a 0,3% a semestre.

##### M2. Debiti di Imposta

Descrizione	Importo
Debiti per imposte di bollo	32.555
<b>Totale</b>	<b>32.555</b>

##### M3. Ratei e risconti passivi

Descrizione	Importo
Ratei passivi - interessi su mutui ipotecari	15.714
Ratei passivi - oneri Fiano romano	6.462
Ratei passivi - interessi su depositi cauzionali	2.600
Risconti passivi - canoni di locazione	221.216
<b>Totale</b>	<b>245.992</b>

##### M4. Altre

La voce, iscritta per un totale di € 1.833.523, è composta come indicato di seguito:

Descrizione	Importo
Debiti vs Banche - Interessi passivi su finanziamenti	1.279.508
Debiti per creditori irreperibili (derivanti da acquisizione Nova Edil Spa e Finanziaria Bertrand Spa)	267.362
Fornitori	160.799
Fatture da ricevere	91.621
Clienti c/anticipi	18.060
Debiti verso società Capogruppo Borgosesia Spa	10.082
Debiti v/SGR per anticipi	3.500
Erario c/rit. su redd.lav.autonomo	1.134
Debiti verso fornitori irreperibili	971
Debiti per creditori irreperibili	486
<b>Totale</b>	<b>1.833.523</b>

Il dettaglio della voce "Debiti vs Banche - Interessi passivi su finanziamenti" è di seguito riportato:

MUTUO FINANZ. POOL UNICREDIT- POP. VICENZA	IMPORTO
interessi parziale 31/12/2013 linea A	209.011,17
interessi parziale 31/12/2013 linea B	44.335,70
<b>Totale interessi parziale 31/12/2013</b>	<b>253.346,87</b>
- di cui Interessi di mora su rata 31/12/2013	3.346,87
interessi da 01.01.2014 al 30/06/14 linea A	398.593,80
interessi da 01.01.2014 al 30/06/14 linea b	84.550,20
<b>Totale interessi da 01.01.2014 al 30/06/14</b>	<b>483.144,00</b>
interessi 01.07.2014 - 31.12.2014 linea A	392.708,25
interessi 01.07.2014 - 31.12.2014 linea B	83.301,75
<b>Totale interessi 01.07.2014 - 31.12.2014</b>	<b>476.010,00</b>

MUTUO POP. VICENZA	IMPORTO
interessi 01.01.2014 - 30.06.2014	34.266,78
interessi 01.07.2014 - 31.12.2014	32.740,46
<b>Totale interessi da 01.01.2014 al 31/12/14</b>	<b>67.007,24</b>

#### M5. Debiti per depositi cauzionali

La voce accoglie il deposito cauzionale versato da SG Soluzioni Logistiche per €/mgl 260.

## Sezione IV – Il valore complessivo netto

Il Fondo è riservato a investitori qualificati e pertanto tutte le quote sono detenute da investitori di questo tipo.

La composizione dei quotisti è stata rappresentata in precedenza (cfr. Parte A).

### PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ (19/02/2007) FINO AL 31/12/2014

Il valore complessivo netto del Fondo, alla data del 31/12/2014, è pari ad € 87.010.210,50 che corrisponde ad un valore pro-quota di € 255.912,384.

Tale valore si riassume secondo lo schema della seguente tabella:

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (q. emesse x prezzo emissione)	80.000.000	
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	89.733.761	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	8.548.214	10,69%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari		
B. Risultato complessivo gestione immobili	-136.612	-0,17%
C. Risultato complessivo gestione dei crediti	1.029.575	1,29%
D. Interessi attivi proventi assimilati su depositi bancari		
E. Risultato complessivo gestione altri beni	-4.230	-0,01%
F. Risultato complessivo gestione cambi		
G. Risultato complessivo altre operazioni di gestione		
H. Oneri finanziari complessivi	-5.202.806	-6,50%
I. Oneri di gestione complessivi	-9.258.350	-11,57%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	2.300.658	2,88%
M. Imposte complessive		
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI		
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE		
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2012	87.010.210,50	108,76%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	-0,47%	

A mente dell'art. 75 della Delibera CONSOB n. 16190 del 29.10 2007 comma 2 si osserva che il rendimento sopra evidenziato non è confrontabile con un parametro oggettivo di riferimento stante l'attività e la natura del Fondo. Circa la misura del rischio sopportato in corso d'anno si rinvia a quanto riportato nella Relazione dei Liquidatori.

## Sezione V – Altri dati patrimoniali

- 1) Il Fondo non ha assunto impegni a fronte di strumenti finanziari derivati e altre operazioni a termine.
- 2) Fra le altre passività risulta iscritto un debito verso Borgosesia Gestioni S.G.R. S.p.A. per € 3.500 a fronte di anticipi per spese correnti da questa effettuati.  
 Borgosesia Spa, società controllante la SGR, ha inoltre rilasciato a favore del Fondo, in relazione al mutuo erogato da Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato), garanzie fidejussorie di € 8 milioni a fronte delle quali sono maturate commissioni per complessivi € 40.000.
- 3) Il Fondo non detiene attività o passività denominate in valute diverse dall'euro o beni immobili situati in paesi diversi dall'U.E.M.
- 4) Non vi sono plusvalenze in regime di sospensione d'imposta ai sensi dell'art.15, comma 2 della L.86/1994.
- 5) Garanzie ricevute:
  - 5.1 - Con riferimento all'immobile sito in Arese, il Fondo beneficia di garanzie prestate dalla Banca Popolare di Milano nell'interesse di taluni conduttori e ciò sia a fronte dei crediti vantati per i Tenant Improvements (€/mgl 1.073) che per i canoni di locazione a scadere (€/mgl 572).
  - 5.2 - Con riferimento all'immobile sito in Fiano Romano lotto 1 il Fondo risulta beneficiario delle garanzie fideiussorie rilasciate da: (i) Cassa Risparmio di Rieti nell'interesse del conduttore SG Soluzioni logistiche Srl a fronte dei canoni di locazione (€/mgl 413) e da (ii) Unicredit nell'interesse del conduttore PAC 2000 A srl a fronte dei canoni di locazione (€/mgl 245).
  - 5.3 - Con riferimento all'immobile sito in Fiano Romano lotto 2 il Fondo risulta beneficiario delle garanzie fideiussorie rilasciate da: (i) Cassa di Risparmio di Fano nell'interesse del conduttore Gramma Farmaceutici Srl a fronte dei canoni di locazione e degli altri obblighi di cui al contratto (€/mgl 161).
- 6) Garanzie prestate e ipoteche:
  - 6.1 - in data 5 agosto 2008 risulta iscritta ipoteca sull'immobile di Fiano Romano (lotto 2), per un importo di € 16 milioni, a garanzia del mutuo concesso dalla Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato) per € 8 milioni.
  - 6.2 - In data 6 dicembre 2011 risulta iscritta ipoteca sull'immobile sito in Fiano Romano (lotto 1) per € 40 milioni a garanzia del mutuo ipotecario concesso da Unicredit S.p.A. e dalla Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato).
  - 6.3 - In data 6 dicembre 2011 risulta iscritta ipoteca sull'immobile sito in Arese per € 40 milioni a garanzia del mutuo ipotecario concesso da Unicredit S.p.A. e dalla Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato).
  - 6.4 - Infine, si rimanda all'elencazione di tutte le garanzie costituite a favore di Unicredit Spa e Banca Popolare di Vicenza in occasione della sottoscrizione del contratto di finanziamento in pool di € 20 milioni del 30 novembre 2011 ed in particolare si segnalano:
    - costituzione in pegno di n. 82.565 azioni ordinarie aventi valore nominale pari a € 82.565,00 e rappresentative del 49% del capitale sociale di Bravo Spa, società come noto integralmente posseduta dal fondo; tale garanzia peraltro è cessata in quanto si è conclusa, positivamente per il Fondo, l'azione di rivendica promossa nel 2002 dalla Charter Luxembourg S.A. la cui causa era pendente presso la Corte di Cassazione (cfr. infra);
    - canalizzazione degli affitti relativi agli immobili di Fiano Romano e Arese e costituzione in pegno dei crediti nonché del saldo del conto corrente di afflusso;
    - impegno alla decurtazione della linea capitale in presenza di eventi quali la stipula di nuovi contratti di locazioni con riferimento all'immobile di Fiano Romano e/o la dismissione degli immobili ex Gruppo Bertrand (ossia quelli detenuti dal fondo per il tramite di Nova Edil);
    - impegno ad alimentare sino all'importo di € 1.000.000 un conto corrente che rimarrà indisponibile per tutta la durata del mutuo.

Per maggiori dettagli si rinvia alla sezione "Il Fondo e l'attività di gestione".

## PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

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

Con riguardo il risultato della valutazione di partecipazioni in società non quotate:

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/Perdita da realizzati	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
<b>A. Partecipazioni in società non quotate:</b>				
1. Di controllo			-15.473.639	
2. Non di controllo				
<b>B. Strumenti finanziari non quotati</b>				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di OICR				
<b>C. Strumenti finanziari quotati</b>				
1. Titoli di debito				
2. Titoli di capitale				
3. Parti di OICR				

### Sezione II – Beni immobili

Di seguito viene rappresentato il risultato economico del periodo relativo ai beni immobili che ammonta complessivamente ad € - 2.968.148.

	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri
<b>1. PROVENTI</b>					
1.1 Canoni di locazione non finanziaria		6.627.491			
1.2 Canoni di locazione finanziaria					
1.3 Altri proventi					
<b>2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI</b>					
2.1 Beni Immobili					
2.2 Diritti reali immobiliari					
<b>3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE</b>					
3.1 Beni Immobili		-9.002.036			
3.2 Diritti reali immobiliari					
<b>4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI (anche IMU/Tasi)</b>					
		-593.603			
<b>5. AMMORTAMENTI</b>					

### Sezione III – Crediti

Nella voce crediti risulta iscritto il saldo degli interessi maturati sui c.d. *Tenant improvements* per € 78.224.

### Sezione IV – Depositi bancari

Il Fondo non ha investito in depositi bancari.

## Sezione V – Altri beni

La voce “E3. Plusvalenze / minusvalenze” (valorizzata per € 1.410) rappresenta la quota annua di ammortamento riferita alle immobilizzazioni materiali iscritte nell’attivo in E2. Immobilizzazioni materiali”. Per un maggior dettaglio si rinvia al paragrafo II.7. Altri beni.

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

Il Fondo non ha effettuato operazioni di gestione cambi e non ha conseguito/patito proventi e/o oneri da operazioni di pronti contro termine, di prestito titoli e assimilate.

La voce H “Oneri Finanziari”, pari a complessivi € 1.031.405 è rappresentata:

- ✓ quanto ad € 1.026.161 dagli interessi passivi maturati sia sul finanziamento ipotecario Banca Popolare di Vicenza sia sul finanziamento in pool erogato da Unicredit Spa e Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato);
- ✓ quanto ad euro 4.102 da oneri e interessi di mora;
- ✓ quanto ad € 1.142 da spese bancarie ed oneri finanziari diversi.

## 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 (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento
1) Provvigioni di gestione								
* provvigioni di base	867	0,89%	0,76%		0	0,00%	0,00%	
* provvigioni di incentivo								
2) TER degli OICR in cui il Fondo investe	0	0,00%			0	0,00%		
3) Compenso della banca depositaria	35	0,04%	0,03%		0	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del Fondo	28	0,03%			0	0,00%		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	0	0,00%	0,00%		0	0,00%	0,00%	
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	81	0,08%	0,07%		0	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	594	0,61%	0,52%		0	0,00%	0,00%	
8) Spese legali e giudiziarie	96	0,10%			0	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	0	0,00%			0	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo (segue tabella)	177	0,18%			58	0,06%		
<b>TOTAL EXPENSE RATIO (TER)</b>	<b>1.878</b>	<b>1,93%</b>			<b>58</b>	<b>0,06%</b>		
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari di cui:								
su titoli azionari	0				0			
su titoli di debito	0				0			
su derivati	0				0			
altri (da specificare)	0							
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	1.031			4,35%	0	0,00%		0,00%
13) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	0	0,00%			0	0,00%		
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>2.909</b>	<b>2,99%</b>			<b>58</b>	<b>0,06%</b>		

(\*) Calcolato come media del periodo

### **Provvigione di gestione SGR**

Il valore esposto si riferisce alle commissioni di gestione spettanti alla SGR per l'anno 2014. Queste si compongono di una parte fissa e di una variabile. La "Commissione Fissa" come deliberato dal Collegio dei Liquidatori della SGR in data 17 dicembre 2011, già a partire dal secondo semestre 2014 sarà pari allo 0,3% su base semestrale – corrispondente all'0,6% su base annua - del Valore Complessivo delle Attività del Fondo, inteso quale somma del valore dei singoli beni immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in Società Immobiliari e delle altre attività detenute dal Fondo (con esclusione del credito IVA maturato in sede di Apporto in Natura), quale risulta dalla Relazione Semestrale e/o dal Rendiconto. La commissione di gestione matura semestralmente, in via anticipata e con valuta al primo giorno lavorativo di ciascun semestre e salvo conguaglio.

La "Commissione Variabile" è riconosciuta alla SGR in occasione dell'eventuale distribuzione di proventi della gestione e al momento della liquidazione del Fondo.

Come precedentemente indicato, il Collegio dei Liquidatori del 17 dicembre 2014 ha deliberato, in considerazione delle modalità con cui si procederà alla liquidazione del Fondo Gioiello, la non applicazione della Commissione Variabile Finale.

### **Commissioni Banca Depositaria**

Il valore esposto si riferisce al compenso spettante alla Banca Depositaria per lo svolgimento delle sue funzioni. Questo si compone di una commissione di custodia e amministrazione degli strumenti finanziari, imponibile IVA, pari, su base annua, allo 0,003% del Valore complessivo netto del Fondo e di una commissione, esente IVA, per lo svolgimento delle funzioni di controllo assegnate alla Banca Depositaria ai sensi del Regolamento, pari, su base annua allo 0,03 % del Valore complessivo Netto del Fondo. In ogni caso la Banca Depositaria ha diritto ad un compenso mensile pari ad € 2.500.

Le commissioni sopra indicate vengono corrisposte alla Banca Depositaria *pro-rata temporis*, con cadenza mensile, nella misura di 1/6 (un sesto) dell'intero importo semestrale e con valuta all'ultimo giorno lavorativo di ciascun mese, con decorrenza dal primo mese successivo alla scadenza del Periodo di Richiamo degli Impegni relativo al Periodo Iniziale di Sottoscrizione.

### **Spese per la revisione contabile del Fondo**

Il valore esposto si riferisce alle spese per la revisione contabile effettuata da Deloitte & Touche S.p.A.

### **Compenso spettante agli esperti indipendenti**

Il valore esposto si riferisce ai compensi spettanti agli Esperti Indipendenti PRAXI S.p.A. per le attività di valutazione del patrimonio del Fondo effettuate nel rispetto della normativa vigente in materia.

### **Altri oneri gravanti sul Fondo**

Si espone di seguito la composizione della voce 10 della tabella.

<b>Descrizione</b>	<b>Importo</b>
Consulenze varie	43.876
Outsourcing	66.731
Assicurazioni	52.752
Altri oneri diversi	9.301
Compensi comitato consultivo/assemblea partecipanti	2.540
Iva indetraibile	1.568
<b>Totale</b>	<b>176.768</b>

La voce "outsourcing" comprende i compensi erogati a fronte dei servizi resi da Borgoesia Spa per l'attività di property management e dall'outsourcer amministrativo Previnet Spa.

La voce “consulenze varie” comprende i consulenze tecniche riferite all’incendio dell’immobile di Fiano Romano Lotto 1 nonché le consulenze amministrativo /fiscali del Fondo.

Si riporta inoltre la composizione della voce 7 della tabella:

Descrizione	Importo
Spese di manutenzione e gestione immobili	155.782
Spese vigilanza carico inquilini	145.000
Imposta di registro	25.335
Spese utenze immobili	22.544
Tasi	21.000
IMU	223.942
<b>Totale</b>	<b>593.603</b>

## VII.2 Provvigioni di incentivo

Ai sensi delle previsioni regolamentari non sono presenti provvigioni di incentivo.

## Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

La voce si compone come di seguito esposto:

Voce	Descrizione	Importo
L1.	<b>Interessi attivi su disponibilità liquide</b>	<b>0</b>
L2.	<b>Altri ricavi</b>	<b>35.263</b>
	- Interessi attivi su depositi cauzionali	1
	- Altri ricavi - riaddebito costi sostenuti	3.270
	- Sopravvenienze attive	31.991
	- Altri proventi - arrotondamenti attivi	0
L3.	<b>Altri oneri</b>	<b>-143.078</b>
	- Interessi passivi su depositi cauzionali	-2.600
	- Commissioni su fidejussioni	-40.000
	- Sopravvenienze passive	-100.478
	<b>TOTALE</b>	<b>-107.815</b>

## Sezione IX – Imposte

Al riguardo, si fa peraltro rinvio a quanto illustrato in Parte B Sezione I relativa ai Criteri di valutazione – Imposte.

## PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

Il Fondo non ha posto in essere attività volte alla copertura dei rischi di portafoglio.

La società di gestione non percepisce, per l’attività di gestione svolta, altri proventi diversi dalle commissioni riconosciute dal Fondo gestito.

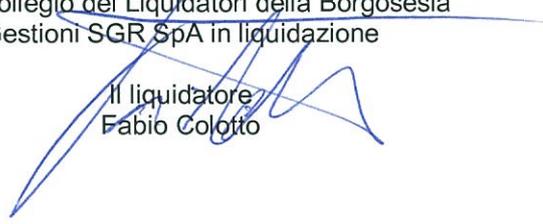
Non sono stati stipulati prestiti destinati al finanziamento di operazioni di rimborso anticipato di quote.

In allegato al rendiconto sono forniti i seguenti documenti:

- **Allegato 1:** relazione di stima sul valore di mercato dei beni immobili vincolati al Fondo alla data del 31 dicembre 2014 redatta dall'esperto indipendente PRAXI S.p.A. (Estratto);
- **Allegato 2:** relazione di stima sul valore di mercato delle partecipazioni in società immobiliari alla data del 31 dicembre 2014 redatta dall'esperto indipendente PRAXI S.p.A. (Estratto);
- **Allegato 3:** relazione della Società di Revisione Deloitte & Touche S.p.A.

Per il Collegio dei Liquidatori della Borgosesia  
Gestioni SGR SpA in liquidazione

Il liquidatore  
Fabio Colotto





**PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA**

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.

20145 MILANO - Via Mario Pagano, 69/A - Tel. +39 02 43 002 - Fax +39 02 481 29 29

praxi.milano@praxi.com - www.praxi.com

**ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE**

Spettabile

**BORGOSIESIA GESTIONI SGR S.p.A. in liquidazione**

Via dei Fossi 14/C

59100 PRATO

Milano, 26 Gennaio 2015

Ns. Rif.: SL/val 15.1227

Facendo seguito all'incarico affidatoci, abbiamo effettuato, in qualità di Esperto indipendente, l'aggiornamento semestrale della stima del Valore di Mercato relativo a n. 56 immobili in capo al FONDO "GIOIELLO", con riferimento alla data del 31 Dicembre 2014.

La nostra attività è stata svolta in conformità con quanto disposto dal Regolamento Banca d'Italia del 14/4/2005 e s.m.i., Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafi 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti), dal DM 228 del 24/5/1999 e s.m.i. (Art. 17) e dalla Comunicazione congiunta Banca d'Italia/Consob del 29/7/2010.

La nostra attività di valutazione e l'allegata Relazione di Stima sono conformi agli standard fissati dal RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") - edizione 2014. **PRAXI Real Estate è Società di Valutazione "regulated by RICS"** [ Firm n° 710985 ].

## **DEFINIZIONE DI VALORE E CRITERI DI VALUTAZIONE**

La valutazione ha determinato il Valore di Mercato degli immobili in oggetto.

Secondo la definizione del RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book"), per Valore di Mercato si intende l'ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, consapevole e senza coercizioni (RICS Red Book VPS4 1.2 - edizione 2014).

In relazione alle caratteristiche, alle destinazioni d'uso ed alle potenzialità di utilizzo di ciascun immobile, per la determinazione del Valore di Mercato abbiamo fatto riferimento, in forma autonoma o combinati tra loro, ai seguenti approcci:

**BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VERONA  
LONDON**

Sede Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 65 60 - Fax +39 011 650 21 82  
Aut. MLPS 13/I/0003868/03.04 e 39/0006096/MA004.A003 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01132750017

– **metodo comparativo**

Il Valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.

– **metodo della capitalizzazione**

Il Valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili (attraverso un processo del tutto analogo a quello sopra descritto trattando del metodo comparativo); il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima.

– **metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

In conformità all'orientamento ed alla prassi estimativa prevalente riguardo agli immobili da investimento (e particolarmente riguardo alla valutazione del patrimonio dei Fondi Immobiliari), le stime sono state sviluppate utilizzando quale criterio principale il metodo DCF.

Solamente per alcuni immobili di minore entità la valutazione è stata sviluppata applicando il criterio comparativo.

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, tenendo quindi conto dei contratti di locazione in essere, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio sfritto.

La nostra attività valutativa è stata condotta, sia dal punto di vista dei criteri estimativi che delle metodologie operative, nel rispetto delle normative vigenti e secondo le migliori prassi peritali a livello italiano ed internazionale.

## **ORIGINE DEI DATI UTILIZZATI NELLA STIMA**

In generale, la stima è basata sui dati tecnici fornitici da Borgosesia Gestioni SGR in liquidazione, che, in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati corretti ed aggiornati.

In particolare, abbiamo desunto dalla documentazione fornitaci i dati relativi:

- alle consistenze degli immobili (si precisa che la congruità complessiva dei dati di consistenza è stata da noi verificata a campione, mediante misurazioni effettuate sulle planimetrie forniteci);
- ai contratti di locazione in essere i cui dati sono stati comunicati dalla SGR (unità immobiliari interessate, canoni, scadenza, opzioni di rinnovo e/o di recesso anticipato, ecc.);
- alle previsioni progettuali relative agli immobili interessati o destinati ad interventi di trasformazione (destinazioni, tempistiche, costi e oneri professionali, ecc.).

Derivano invece da nostre autonome analisi ed indagini i dati relativi a:

- canoni e valori di mercato, per le diverse destinazioni d'uso e zone interessate;
- costi di costruzione diretti ed indiretti (per gli interventi di ristrutturazione/trasformazione);
- prezzi finali di vendita e tempi di assorbimento del mercato, relativamente alle varie destinazioni d'uso previste nei progetti di ristrutturazione/trasformazione.

### ***Elenco della documentazione fornita***

Le documentazioni fornite sono state trasmesse via mail dai referenti delle società Borgosesia Gestioni SGR in liquidazione e consistono sostanzialmente in sintesi di situazioni locative e bilanci delle società. Di seguito una elencazione dei principali file forniti:

- 1) Griglia delle locazioni
- 2) Bilanci /previsioni di Bilancio delle società

Ulteriori informazioni (es: stato avanzamento lavori o singole situazioni locative) sono state fornite attraverso mail pervenute o colloqui intercorsi con i referenti delle società. Dai bilanci sono stati desunti i dati per la valutazione delle società in capo al fondo di cui ad una relazione di stima separata.

## **APPROCCI ESTIMATIVI**

### ***Motivazioni dei metodi scelti per i singoli assets***

In funzione delle specifiche caratteristiche dell'immobile, delle destinazioni urbanistiche e locative sono state individuate opportune metodologie di valutazione così sintetizzabili:

- Per le aree libere edificabili o per gli immobili trasformabili, costituiti dalle proprietà di *Agliana, Montemurlo - via Palermo, Saronno, Tarvisio e Forte dei Marmi*, abbiamo adottato il **metodo della trasformazione** per tener conto delle potenzialità edificatorie derivanti dagli strumenti urbanistici, dal contesto insediativo circostante nonché dalla situazione del mercato locale; *per Valore di Trasformazione si intende il Valore di Mercato del bene nell'ipotesi della sua trasformazione secondo l'utilizzo previsto dagli*

*strumenti urbanistici.. Il Valore di Trasformazione si ricava determinando il Valore di Mercato finale della proprietà dopo la trasformazione, dedotti i costi da sostenere per realizzare la trasformazione stessa, tenendo conto della componente di rischio correlata alla aleatorietà dei tempi di realizzazione dell'intervento ed al futuro andamento del mercato immobiliare.*

- Per gli immobili minori con consistenze limitate o con destinazioni d'uso/urbanistiche consolidate e non sviluppabili, costituiti dalle proprietà di *Agugliano, Alghero, Benna, Biella, Busto Arsizio, Caprile, Coggiola, Gaglianico, Mediglia, Monastier, Prato, San Giuliano Milanese*, abbiamo adottato il **metodo comparativo** che tiene conto dei parametri espressi dal mercato locale e della impossibilità di sviluppo. *Il Valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.*
- Per gli immobili locati o locabili (a reddito), costituiti dalle residue proprietà generalmente caratterizzati da immobili strumentali (essenzialmente produttivi), abbiamo adottato il **metodo DCF** che tiene conto delle situazioni locative in essere nonché delle possibilità offerte dal mercato riguardo alla locazione degli immobili a nuovi soggetti. *Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.*

#### IMMOBILI A REDDITO

Per immobili a reddito si intendono gli immobili che si trovano in condizioni tali da essere in grado di generare per il proprietario un reddito locativo, senza necessità di interventi edilizi sostanziali, né di cambi di destinazione d'uso.

Gli immobili a reddito sono stati stimati attualizzando il cash-flow netto generato dai contratti di affitto in essere e/o prospettici; il prezzo di cessione finale di ciascun bene (terminal value) è stato determinato proiettando a fine periodo il canone di affitto di mercato, utilizzando un going-out cap rate che incorpora un adeguato spread per tenere conto del rischio insito nella proiezione a lungo termine.

I **ricavi da locazione** sono stati desunti dai dati dei contratti di affitto in essere, così come comunicati dalla SGR, e da specifiche indagini di mercato da noi condotte nelle zone e per le tipologie interessate.

Per le unità immobiliari sfitte, e per tutte le unità i cui contratti di affitto andranno a scadere nel corso del periodo di durata del cash-flow dell'investimento, si è tenuto debitamente conto dei tempi necessari alla messa a reddito delle stesse, a condizioni di mercato (commercializ-

zazione, periodi di “free rent” e “step-up” ad inizio contratti, tempi correlati ad interventi di restyling, ecc.).

**I costi a carico della proprietà** (IMU, TASI, assicurazione, property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell’imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite) sono stati determinati in modo analitico, sulla base dei dati forniti dalla proprietà, ove disponibili, oppure di nostre autonome quantificazioni, basate sugli standard di mercato e sulle esperienze di immobili analoghi.

La **durata del cash-flow** dell’investimento è stata determinata facendo riferimento al numero di anni di un contratto di locazione ad uso diverso, solitamente 6+6, ed al tempo necessario, alla scadenza del suddetto contratto, per condurre a regime il nuovo contratto di affitto, previa rinegoziazione/negoziiazione a condizioni di mercato del contratto stesso, e successivamente, nel momento di massimizzazione del reddito locativo e, conseguentemente, del prezzo di vendita finale, cedere l’immobile ad un investitore “ordinario”. Si precisa che la durata del cash-flow assunto a base della valutazione dell’immobile non è influenzata né subordinata alle scelte e alle decisioni di investimento della SGR, che possono coincidere o meno con l’atteggiamento dell’investitore “ordinario”; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions della presente stima si discostino da quanto contenuto nel business plan del Fondo.

#### IMMOBILI TRASFORMABILI/DA VALORIZZARE

Per immobili trasformabili/da valorizzare si intendono gli immobili che necessitano (o per i quali è comunque opportuno, in ottica di migliore valorizzazione) di interventi edilizi di sostanziale entità, finalizzati alla costruzione o alla realizzazione di un bene significativamente diverso (per caratteristiche, dimensioni, destinazione d’uso, ecc.) da quello attuale.

Gli immobili trasformabili/da valorizzare sono stati stimati sulla base del criterio del Valore di Trasformazione, per il quale il Valore del bene deriva dalla attualizzazione del cash flow (DCF) generato dall’operazione di sviluppo immobiliare, sulla base dei ricavi attesi e della sommatoria dei costi da sostenere per realizzare la trasformazione; un appropriato tasso di attualizzazione considera le componenti finanziarie ed il rischio imprenditoriale dell’operazione.

Gli elementi essenziali dei progetti di trasformazione sono stati desunti dalla documentazione fornitaci dalla SGR, che abbiamo assunto come completa ed aggiornata. Abbiamo comunque verificato la sostanziale fattibilità delle ipotesi di valorizzazione, basandoci sulla documentazione disponibile e su autonome verifiche urbanistiche.

La componente positiva del DCF è costituita dai futuri **ricavi** da vendita o da messa a reddito dell’immobile trasformato, che sono stati determinati, in relazione alle specifiche localizzazioni e destinazioni d’uso, a partire dalle quotazioni correnti di mercato, proiettate alla data di prevista vendita o messa a reddito, sulla base di una ragionevole previsione di trend del mercato immobiliare; prudenzialmente, nella presente stima si è assunto che il futuro

andamento del mercato immobiliare sia uguale al prevedibile andamento dei costi (inflazione).

I costi da sostenere per realizzare la trasformazione sono stati raggruppati in tre categorie principali: i **costi diretti di costruzione/ristrutturazione** (corrispettivo da riconoscere all'impresa di costruzioni per la esecuzione "chiavi in mano" dei lavori), i **costi di concessione** (importi da versare e/o opere di interesse pubblico da realizzare, per ottenere dal Comune i titoli autorizzativi) e i **costi generali** (oneri professionali per progettazione, direzione lavori, ecc.; costi amministrativi e gestionali; provvigioni per commercializzazione).

I costi sono stati da noi stimati, sulla base delle previste caratteristiche degli immobili da realizzare, facendo riferimento ai parametri standard di mercato, nelle diverse aree geografiche interessate. In presenza di specifici contratti di appalto e/o di prestazione professionale, nella stima si sono considerati i costi a carico della proprietà previsti da tali contratti.

La **tempistica delle operazioni di sviluppo** è stata desunta dai programmi della proprietà, che abbiamo integrato con nostre autonome considerazioni riguardo alla prevedibile durata dell'iter urbanistico-autorizzativo, ai tempi di realizzazione/ultimazione delle opere ed ai tempi di collocamento sul mercato degli immobili finiti, in relazione alla loro entità e caratteristiche ed agli specifici ambiti urbani in cui essi sono inseriti.

#### IMMOBILI MINORI

Nel portafoglio del Fondo Gioiello esistono alcuni immobili di modesta entità.

La valutazione di questi immobili è stata effettuata con il criterio comparativo, facendo riferimento ai valori correnti di mercato in funzione delle destinazioni d'uso e urbanistiche.

#### *Indicazione dei comparables e delle fonti di provenienza e grado di attendibilità*

I parametri di mercato (applicati sia nella metodologia comparativa sia in quelle di trasformazione e dei DCF) sono stati determinati sulla base di indagini effettuate presso i principali operatori immobiliari locali e nazionali, nonché attraverso una analisi delle pubblicazioni di settore (Agenzia del Territorio, Scenari Immobiliari, Nomisma, ecc). I dati raccolti sono stati inoltre confrontati con la banca dati di Praxi, costantemente aggiornata grazie anche alle perizie effettuate ai fini della concessione dei mutui residenziali e del finanziamento corporate, e con il Centro Studi PRAXI Real Estate - Analisi e indagini di mercato.

#### TASSI DI CAPITALIZZAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE

Nelle valutazioni sviluppate attraverso il metodo del DCF (sia nel caso di immobili a reddito che di immobili trasformabili/da valorizzare) sono stati utilizzati opportuni tassi, che sono stati determinati sulla base dei criteri qui di seguito esposti.

### Considerazioni generali in merito ai tassi

Il **tasso di capitalizzazione** corrisponde al rapporto che esiste, sul mercato, tra il rendimento locativo (affitto) ed il valore di un determinato immobile.

Di norma, nella prassi italiana si fa riferimento al rendimento lordo (il cosiddetto *cash on cash return*), cioè non si deducono dal reddito locativo le spese a carico della proprietà (imposte immobiliari, assicurazione, property management, ecc.).

Essendo comunque una grandezza che esprime il rendimento dell'investimento, il tasso di capitalizzazione implicitamente apprezza il rischio dell'investimento nell'immobile in esame, o quantomeno il rischio medio del cluster di mercato a cui l'immobile appartiene.

Il **tasso di attualizzazione** è la variabile matematica utilizzata per determinare il “valore equivalente”, ad una certa data, di una grandezza economica che si genera in un differente momento temporale.

Nel caso delle operazioni immobiliari, questo tasso viene utilizzato per determinare il valore attuale dei costi e dei ricavi (*cash-flow*) previsti nell'arco dell'operazione stessa.

Il tasso di attualizzazione è stato utilizzato per riportare al momento attuale i flussi di cassa futuri che si prevede verranno generati dall'operazione di sviluppo immobiliare, e si costituisce di due componenti fondamentali: il rendimento di un investimento alternativo privo di rischio (tipicamente assunto pari al rendimento medio dei titoli di stato con scadenza omogenea rispetto all'orizzonte temporale di riferimento) e la remunerazione del rischio proprio dell'operazione (cioè il premio legato all'eventualità che l'investitore non riceva il flusso atteso alla data prevista). Il rischio è quindi la potenzialità che si verifichi un evento non previsto, intendendo per evento una qualsiasi significativa variazione dei risultati rispetto alle attese.

Il tasso di attualizzazione apprezza quindi il rischio specifico dell'operazione (oltre che l'andamento delle variabili macroeconomiche e finanziarie), e si differenzia quindi di caso in caso, in relazione alla natura, ubicazione, dimensione, ecc. dell'investimento immobiliare in esame.

Nel caso di immobili a reddito, in realtà, fra i due tassi esiste un rapporto diretto, tanto è vero che, a parità di altre variabili ed a condizione che entrambi i procedimenti vengono correttamente sviluppati, la stima del Valore di Mercato di un immobile a reddito elaborata tramite la capitalizzazione diretta (cioè utilizzando il *tasso di capitalizzazione*) oppure tramite il DCF (cioè utilizzando il *tasso di attualizzazione*) dovrebbe condurre al medesimo risultato.

### Variabili macroeconomiche e finanziarie di riferimento

Tra i fattori che concorrono a determinare, al punto di vista dell'investitore, la soglia di rendimento accettabile rispetto al rischio correlato alla acquisizione di un immobile, vi sono, oltre ai fattori specifici e caratteristici già esaminati, anche variabili di natura macroeconomica e finanziaria:

- Andamento prospettico dell'inflazione.

- Rendimento dei Titoli di Stato di durata analoga a quella dell'investimento immobiliare (convenzionalmente considerati come "risk free").
- Illiquidità caratteristica degli investimenti immobiliari.
- Costo del denaro, composto da un indicatore proprio dei mercati interbancari (Euribor o EurIRS) e dallo spread mediamente applicato dalle banche per il finanziamento delle operazioni di investimento immobiliare.
- Rapporto tra equity (capitale proprio dell'investitore) e debito (capitale chiesto in prestito ai finanziatori).

Le variabili macroeconomiche sono tratte dalle previsioni formulate da Consensus Economics (uno tra i principali Centri di ricerche economiche e finanziarie mondiali) e pubblicate sul numero di Ottobre 2014 di Consensus Forecast, da cui è tratta la tabella che segue.

Italy											
* % change over previous year	Historical				Consensus Forecasts						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2024 <sup>1</sup>
Gross Domestic Product*	1.7	0.4	-2.4	-1.9	-0.3	0.5	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
Household Consumption*	1.5	-0.3	-4.0	-2.6	0.1	0.5	0.8	1.0	1.0	1.0	1.2
Gross Fixed Investment*	0.6	-2.2	-8.0	-4.7	-1.7	0.4	1.6	1.9	2.0	1.9	1.7
Industrial Production*	6.8	1.2	-6.5	-3.1	-0.4	0.8	1.6	1.9	1.9	1.9	2.3
Consumer Prices*	1.5	2.8	3.0	1.2	0.2	0.6	1.2	1.5	1.6	2.0	1.9
Current Account Balance (Euro bn)	-52.6	-47.2	-4.6	15.5	22.5	23.8	17.3	12.6	10.1	3.7	-2.0
10 Year Treasury Bond Yield, % <sup>2</sup>	4.9	7.0	4.5	4.1	2.5 <sup>3</sup>	2.7 <sup>4</sup>	3.1	3.8	4.2	4.3	4.7

La **componente risk-free del rendimento immobiliare** corrisponde al rendimento previsionale dei Titoli di Stato: **4,2%**.

L'**inflazione** media prevista per il prossimo decennio è pari all'**1,6% annuo**.

#### Utile dell'imprenditore (investitore)

In conformità con gli standard estimativi internazionali e secondo le consolidate *best practices* del mercato italiano, questo approccio estimativo considera la remunerazione dei capitali investiti (nell'operazione di sviluppo, relativamente ad immobili trasformabili/da valorizzare) all'interno del tasso di attualizzazione: la remunerazione prevista per l'equity corrisponde al tasso di rendimento (IRR) per l'investitore, mentre il tasso complessivo (che deriva dalla media ponderata tra la remunerazione dell'equity ed il costo del debito) corrisponde all'IRR dell'investimento.

In tal modo, nel caso di immobili trasformabili/da valorizzare, vengono superati i limiti concettuali del criterio di considerare l'utile dell'imprenditore/investitore (solitamente calcolato come percentuale "secca" sui ricavi) come una voce autonoma ed indipendente del flusso di cassa; è infatti evidente che la remunerazione dell'investimento è direttamente correlata al risultato economico complessivo dell'operazione, mentre non è logico né corretto immaginare che l'imprenditore abbia diritto di ottenere un utile predeterminato, a prescindere dal risultato complessivo (con l'evidente paradosso che, in questo modo l'imprenditore "guadagnerebbe" anche nel caso di un'operazione immobiliare in perdita). Inoltre, questo

approccio non consente di apprezzare correttamente la variabile temporale dell'operazione di sviluppo, che invece costituisce, come ovvio, un elemento cruciale per la misura del ritorno dell'investimento.

### Rendimenti di mercato

In linea teorica, nel caso di immobili a reddito, il rendimento di un investimento immobiliare incorpora implicitamente due fattori:

- la componente risk-free
- la componente di premio al rischio specifica dell'investimento immobiliare di cui si tratta.

Va opportunamente precisato che, nell'approccio valutativo adottato da Praxi, il rendimento immobiliare viene ricavato direttamente da una indagine di mercato, estesa all'intero territorio nazionale e riferita alle principali tipologie: uffici e negozi tradizionali; ricettivo; grande distribuzione; leisure and entertainment; produttivo.

Per ciascuna tipologia viene determinato il range di oscillazione del rendimento lordo, con riferimento ad un best case e ad un worst case; all'interno di tale intervallo, il tasso di capitalizzazione dell'immobile in esame viene determinato sulla base della sua situazione e condizione specifica, con riferimento a:

- situazione locativa (qualità e numero degli inquilini, condizioni e clausole dei contratti di affitto, rischio sfritto)
- fattori estrinseci (validità della localizzazione, a livello nazionale e locale, e trend del mercato di riferimento)
- fattori intrinseci (qualità e stato manutentivo, fungibilità, flessibilità, taglio dimensionale).

Da quanto sopra esposto, risulta evidente che il nostro approccio non adotta una metodologia WACC per la determinazione del tasso di attualizzazione del DCF.

E' comunque possibile risalire a ritroso alla remunerazione dell'equity investito, sulla base della leva finanziaria e del costo del finanziamento di un investimento immobiliare standard che abbiamo rilevato dal mercato.

Il risultato di questo calcolo a ritroso è esposto nello sviluppo della valutazione, immediatamente sotto al "tachimetro", che evidenzia visivamente il grado di rischio attribuito all'immobile oggetto di stima, rispetto al range del segmento immobiliare cui l'immobile stesso appartiene.

Gli sviluppi valutativi sono completati dagli schemi utilizzati per la determinazione dei tassi.

### **PRECISAZIONI E ASSUMPTIONS**

- Le consistenze immobiliari corrispondono sostanzialmente alla GEA - Gross External Area, come internazionalmente definita. Per lo sviluppo della stima abbiamo quindi

determinato la superficie virtuale degli immobili, attribuendo alle diverse tipologie di superficie una ponderazione rappresentativa del loro pregio immobiliare.

- Negli sviluppi valutativi gli immobili sono stati considerati locati/occupati oppure liberi e disponibili.
- Si segnala che non sono stati ancora ultimati gli immobili di Monastier (i cantieri sono inattivi da almeno un anno).
- Nella stima si è tenuto conto del fatto che gli immobili in gran parte risultano in piena proprietà e per il resto in comproprietà o in proprietà superficciaria, in alcuni casi contemplando le quote facenti capo al Fondo in esame.
- Le valutazioni dei veicoli Societari sono state riportate in Report separati.

## **METODOLOGIA DI LAVORO**

La nostra attività ha riguardato solamente la determinazione del Valore di Mercato degli immobili in portafoglio al Fondo e, in conformità all'incarico affidatoci, non ha compreso attività di due diligence e rilievo, né accessi presso uffici pubblici per indagini edilizie, catastali, ecc. (anche se, ai fini della verifica della situazione urbanistica delle aree in Agliana, Montemurlo - via Palermo, Saronno e Tarvisio, abbiamo effettuato specifici accertamenti presso gli Uffici Tecnici dei rispettivi Comuni). A supporto della valutazione si è assunta la documentazione tecnica fornitaci dalla proprietà, da cui, in particolare, abbiamo rilevato le consistenze attuali e di progetto e le destinazioni d'uso, senza effettuare alcuna ulteriore indagine.

Abbiamo concordato con la proprietà un piano sopralluoghi (dicembre 2014/gennaio 2015), sugli immobili, che in alcuni casi, ove possibile e indicato dalla proprietà stessa, è stato effettuato anche internamente. Ciò anche al fine di evitare complicazioni con le situazioni locative in atto.

Abbiamo effettuato specifiche indagini di mercato nelle zone interessate, coinvolgendo intermediari ed operatori del settore immobiliare e verificando, ove possibile, anche casi di transazioni recenti; tali informazioni hanno integrato ed aggiornato la banca dati sul mercato immobiliare già in possesso della nostra Società.

## **VARIAZIONI INTERVENUTE RISPETTO ALLA PRECEDENTE VALUTAZIONE**

Premesso che nel presente aggiornamento semestrale si è tenuto conto sia dei fattori di natura macroeconomica e finanziaria, che hanno continuato a caratterizzare in senso negativo, anche se in maniera meno significativa rispetto agli ultimi anni, lo scenario del 2014, sia dei fattori di ordine specifico caratteristici degli immobili in esame, si rileva che i valori immobiliari nelle aree geografiche in questione registrano al 31/12/2014 un decremento complessivo del 4% circa rispetto al Valore di Mercato del 30/06/2014.

### *Variazioni dell'oggetto della stima*

Nel semestre trascorso sono state alienate alcune porzioni degli immobili, di proprietà della Società Bravo S.p.A. (Società facente capo al Fondo Immobiliare Gioiello), ubicati in Casale

sul Sile (TV) - via Cristoforo Colombo ed in Montemurlo (PO) - via Milano 5/7/9. Si rende noto infine che, riguardo all'immobile sito in Montemurlo (PO) - via Ancona 18, di proprietà della Società Bravo S.p.A. (Società facente capo al Fondo Immobiliare Gioiello), in data 17/10/2014 è stato sottoscritto un preliminare di compravendita tra la stessa Società Bravo e il Sig. Giusti Carlo.

#### *Variazioni di natura giuridica, normativa e contrattuale*

Il Fondo Gioiello con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013, previa conforme autorizzazione da parte del Comitato consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti, è stato posto in liquidazione. Con successiva delibera in data 14 maggio 2013, il Consiglio di Amministrazione ha provveduto ad approvare il piano di realizzo degli attivi dello stesso.

Durante il periodo di liquidazione, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività del Fondo.

In data 3 luglio 2013, in nome e per conto del Fondo Gioiello, la SGR ha proceduto alla costituzione di una newco "Logistica Gioiello Srl" nella quale, come previsto dal piano di smobilizzo degli attivi del fondo, saranno conferiti i beni immobili direttamente detenuti.

Relativamente alla situazione normativa, si ribadisce che dal 01/07/2014 alle Amministrazioni Pubbliche, affittuarie di immobili/porzioni immobiliari in capo Fondo Gioiello, è stato ridotto il canone di locazione nella misura del 15%, applicando quanto previsto dalla Legge sulla cosiddetta "spendig review".

Nel semestre trascorso sono stati risolti alcuni contratti di affitto, liberate porzioni per finita locazione, rinegoziati canoni con inquilini già presenti e stipulati contratti con nuovi conduttori.

#### *Variazioni di natura estimativa*

Nello sviluppo del cash flow sia degli immobili a reddito sia degli immobili trasformabili/da valorizzare si è fatto riferimento ad un prevedibile trend dei costi (inflazione) pari all'1,6% annuo. Riguardo al mercato immobiliare, nel modello di valutazione si è assunto che l'andamento dello stesso nel periodo considerato sia uguale a quello dei costi (1,6% annuo), per gli immobili a reddito, e sia nullo per il primo anno, pari all'1% per il secondo anno e si riallinei con l'inflazione (1,6%) soltanto a partire dal 3° anno, per gli immobili trasformabili/da valorizzare. Nella stima dei suddetti immobili trasformabili/da valorizzare infatti se da una parte si è confermata la sostanziale coincidenza del trend delle quotazioni con l'andamento dell'inflazione, come dimostrano tutte le serie storiche dal dopoguerra in poi, quale scenario di riferimento generale di medio-lungo termine, dall'altra si è tenuto conto, come riferito in premessa, dei fattori di natura macroeconomica e finanziaria che hanno caratterizzato in senso negativo gli ultimi anni e che, anche se in maniera meno significativa rispetto agli anni precedenti, hanno contraddistinto il 2014 e, con ogni probabilità, caratterizzeranno il 2015, interessando anche il mercato immobiliare.

Rispetto al semestre precedente, i Valori di Mercato si attestano su livelli inferiori (in media di alcuni punti percentuali, a parità di condizioni); tra i fattori che hanno prodotto questo andamento, sono da evidenziare:

- l'ulteriore allungamento dei tempi di vendita e di locazione, che penalizza il flusso dei ricavi attesi per le unità sfitte;
- la necessità di prevedere agevolazioni contrattuali (periodi di free rent, *step-up*, ecc.) e/o lavori di ripristino e personalizzazione degli ambienti, per "conquistare" nuovi inquilini, in uno scenario di mercato dove l'offerta è sempre sovrabbondante e la domanda, al contrario, rimane piuttosto scarsa e molto selettiva;
- il fenomeno della rinegoziazione anticipata dei contratti di locazione in essere, che erode la redditività degli immobili affittati, e che accresce in generale il rischio locativo.

Si tratta di fenomeni negativi presenti sul mercato ormai da diverso tempo, che producono effetti sempre più sensibili sui valori immobiliari, senza che si avvertano sintomi o segnali di una possibile inversione di tendenza nel futuro a breve termine.

Riguardo ai tassi, si rileva:

- per gli immobili a reddito, orientativamente una riduzione sul mercato dei cap rate, per effetto della drastica diminuzione del rendimento dei Titoli di Stato ed anche di un certo miglioramento delle condizioni di accesso al finanziamento bancario (grazie a questo fenomeno, si nota una relativamente maggiore competitività dell'investimento immobiliare, rispetto a forme di investimento alternative);
- per le aree libere edificabili o gli immobili trasformabili/da valorizzare, tendenzialmente un aumento del tasso di attualizzazione, dovuto all'ancora elevato rischio imprenditoriale dell'operazione di sviluppo immobiliare, visti il perdurare della crisi economica e, quindi, la sempre maggior incertezza di un adeguato ritorno dell'investimento.

Infine, va evidenziata la perdurante incertezza riguardo agli effettivi livelli della tassazione sulla proprietà immobiliare, con la sconcertante vicenda della IUC (la cosiddetta "Imposta Unica Comunale", che in realtà è composta da tre distinte voci: IMU, TASI e TARI). Dopo l'incredibile confusione di scadenze, aliquote e scaglioni che ha caratterizzato il 2014, si parla ora di una nuova radicale riforma dei tributi locali per il 2015.

Le principali variazioni in termini di valore assoluto (uguali/superiori a € 50.000) rispetto alla scorsa valutazione semestrale si registrano sui seguenti immobili:

<i>Progr.</i>	<i>Società</i>	<i>Indirizzo</i>	NOTE SU VARIAZIONI EFFETTUATE
1	Bravo S.p.A.	Agliana (PT), località Salceto	aggiornamento tasso di attualizzazione
4	Fondo Gioiello	Arese edifici A5 e UA5 - Lainate - (MI), viale Luraghi	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (TASI) - diminuzione canone di mercato
5	Bravo S.p.A.	Arese Building 2 - Garbagnate-Lainate (MI),	aggiornamento tassi - diminuzione costi a carico proprietà (IMU, TASI e accantonamento spese straordinarie) e canone di mercato - aumento capex ed investimenti programmati - incremento vacancy - applicazione sconto per contratto in essere - stipula contratto (addendum) con scalette

Progr.	Società	Indirizzo	NOTE SU VARIAZIONI EFFETTUATE
6	Bravo S.p.A.	Arezzo, via Arturo Chiari 15	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (IMU) - diminuzione canone di mercato
15	Bravo S.p.A.	Casale sul Sile (TV), via Colombo	alienazione porzione immobiliare - aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (TASI) - diminuzione canone di mercato e percentuale inesigibilità/morosità canoni - stipula nuovo contratto - risoluzione di un contratto
18	Fondo Gioiello	Fiano Romano (RM), via della Mole Saracena - 2° lotto	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (TASI), percentuale inesigibilità/morosità canoni e capex/investimenti programmati - diminuzione canone di mercato - incremento vacancy - stipula due nuovi contratti/addendum, di cui uno con sconto
19	Fase Realty S.r.l.	Firenze, viale Guidoni 40/42 (intero immobile)	aggiornamento tassi - diminuzione costi a carico proprietà (property management) e canone di mercato - applicazione sconto per contratto in essere
21	Bravo S.p.A.	Maniago (PN), via dell'Industria 10	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (TASI) - diminuzione canone di mercato - invio disdetta da parte dell'inquilino
26	Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 5	riduzione parametri di vendita
31	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Milano 5/7/9	alienazione porzione immobiliare - aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (TASI) - diminuzione canone di mercato
34	Bravo S.p.A.	Pistoia, viale Adua 77/79	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (IMU) - riduzione 15% canone inquilino pubblico ("spending review")
35	Bravo S.p.A.	Ponte di Piave (TV), via Postumia	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (TASI) - diminuzione canone di mercato - incremento vacancy
36	Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Gonella 2/4/6/8	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (TASI) - diminuzione canone di mercato, capex ed investimenti programmati - incremento vacancy - applicazione sconti per due contratti in essere - stipula nuovo contratto con scalette
40	Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/C	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (IMU) e capex/investimenti programmati - diminuzione canone di mercato - incremento vacancy - risoluzione di due contratti - stipula due nuovi contratti/addendum, di cui uno con scalette - riduzione 15% canone inquilino pubblico ("spending review")
46	Nova Edil S.p.A.	Saronno (VA), zona stazione Saronno sud	aggiornamento tasso di attualizzazione
47	Smit Real Estate S.r.l.	Schio (VI), viale dell'Industria 135	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (TASI) e percentuale inesigibilità/morosità canoni - diminuzione canone di mercato e valore potenzialità edificatoria residua - incremento vacancy
48	Bravo S.p.A.	Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62	aggiornamento tassi - diminuzione canone di mercato
50	Bravo S.p.A.	Tarvisio (UD), via Roma	aggiornamento tasso di attualizzazione
52	Bravo S.p.A.	Verrone (BI), strada Trossi 11	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (TASI) - diminuzione canone di mercato
53	Fondo Gioiello	Fiano Romano (RM), via della Mole Saracena - 1° lotto	aumento S.U.L. - aggiornamento tassi - diminuzione costi a carico proprietà (IMU+TASI) e canone di mercato - incremento capex/investimenti programmati e vacancy - stipula unico contratto con SG SOLUZ. LOGISTICHE, previa risoluzione tre contratti in essere
56	Okatan S.r.l.	Forte dei Marmi (LU), viale della Repubblica 3 - ex Hotel Nettuno	aggiornamento tasso di attualizzazione

## GRUPPO DI LAVORO

La presente valutazione è stata coordinata e supervisionata da:

- Antonio Gamba (Amministratore di Praxi S.p.A., iscritto all'Albo degli Ingegneri di Milano al n° 8913 dal 1966) - *Responsabile del coordinamento e supervisione del gruppo di lavoro*
- Massimo Maestri MRICS - *Client Leader*
- Saverio Latocca - *Project Leader*

ed elaborata da:

- Davide Cerrano - *Immobili area Toscana*
- Valentina Lambri - *Immobili area Veneto*
- Saverio Latocca - *Immobili area Lombardia*
- Elena Valzania - *Immobili area Piemonte*
- Mario Catarella - *Immobili aree Lazio e Marche*
- Centro Studi PRAXI Real Estate

L'editing è stato curato dal team di back-office della Sede PRAXI di Milano.

## CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base di quanto riportato in precedenza nonché nel riepilogo della pagina successiva e nella Relazione di Stima, è nostra opinione che il Valore di Mercato degli immobili in capo al FONDO GIOIELLO, con riferimento alla data del 31 Dicembre 2014, sia pari a:

**€ 205.992.000,00 (euro duecentocinquemilioni novacentonovantaduemila/00)**

così raggruppati per società:

PROGR.	SOCIETA'	VALORE DI MERCATO AL 31 Dicembre 2014		
1	Bravo S.p.A.			€ 80.158.000
2	Fase Realty S.r.l.			€ 61.350.000
3	Fondo Gioiello			€ 39.880.000
4	Nova Edil S.p.A.			€ 4.904.000
5	Smit Real Estate S.r.l.			€ 12.430.000
6	Okatan S.r.l.			€ 7.270.000
<i>Valore complessivo</i>				<b>€ 205.992.000</b>

Restando a disposizione per ogni chiarimento, ci è gradita l'occasione per porgere distinti saluti.

PRAXI S.p.A.  
Un Amministratore  
Ing. Antonio Gamba



## RIEPILOGO VALORE DI MERCATO

Progr.	Società	Indirizzo	Proprietà	Valore di Mercato 31/12/2014 (euro)
1	Bravo S.p.A.	Agliana (PT), località Salceto	100%	1.920.000
2	Bravo S.p.A.	Agugliano (AN), loc. Montevarino - piazza Aldo Moro 25 (già via Brodolini)	100%	102.000
3	Nova Edil S.p.A.	Alghero (SS), loc. Capo Caccia - Porto Conte	<b>l'importo indicato si riferisce alle quote di proprietà (circa il 75% medio)</b>	630.000
4	Fondo Gioiello	Arese edifici A5 e UA5 - Lainate -(MI), viale Luraghi	100%	6.050.000
5	Bravo S.p.A.	Arese Building 2 - Garbagnate-Lainate (MI),	100%	21.370.000
6	Bravo S.p.A.	Arezzo, via Arturo Chiari 15	100%	4.490.000
7	Nova Edil S.p.A.	Benna (BI), via Garibaldi	100%	19.500
8	Nova Edil S.p.A.	Biella, via Addis Abeba	100%	16.500
9a	Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 8 e 94)	100%	44.000
9b	Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 9 e 95)	100%	61.000
9c	Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 16 e 85)	100%	82.000
10	Nova Edil S.p.A.	Biella, via don Sturzo	100%	126.000
11	Nova Edil S.p.A.	Biella, via Tripoli 16/C	100%	28.000
12	Nova Edil S.p.A.	Busto Arsizio (VA), via della Vite	100%	146.000
13	Bravo S.p.A.	Cantagallo (PO), frazione Usella - via di Migliana 10	100%	360.000
14	Nova Edil S.p.A.	Caprile (BI), frazione Noveis Basso	<b>l'importo indicato si riferisce al 67% della proprietà</b>	60.000
15	Bravo S.p.A.	Casale sul Sile (TV), via Colombo	100%	1.200.000
16	Nova Edil S.p.A.	Coggiola (BI), località Cascina Vacchera	<b>l'importo indicato si riferisce al 67% della proprietà</b>	43.000
17	Bravo S.p.A.	Cusano di Zoppola (PN), via Ellero 1/H	100%	867.000
18	Fondo Gioiello	Fiano Romano (RM), via della Mole Saracena - 2° lotto	100%	8.910.000
19	Fase Realty S.r.l.	Firenze, viale Guidoni 40/42 ( <b>intero immobile</b> )	100%	61.350.000
20	Nova Edil S.p.A.	Gaglianico (BI), via Matteotti 129	100%	527.000
21	Bravo S.p.A.	Maniago (PN), via dell'Industria 10	100%	13.580.000
22	Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 3/via Pialoi	100%	550.000
23	Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 7	100%	1.310.000
24	Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 68 A (ex 74)	100%	1.280.000
25	Nova Edil S.p.A.	Mediglia (MI), via Caravaggio 34	100%	174.000
26	Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 5	100%	1.710.000
27	Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 9	100%	524.000
28	Bravo S.p.A.	Montebelluna (TV), via Fermi 12/14/16/18	100%	339.000
29	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Amalfi 55	100%	376.000
30	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Ancona 18	100%	264.000
31	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Milano 5/7/9	100%	1.330.000
32	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Palermo	100%	890.000
33	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Puccini 97	100%	529.000
34	Bravo S.p.A.	Pistoia, viale Adua 77/79	100%	2.050.000
35	Bravo S.p.A.	Ponte di Piave (TV), via Postumia	100%	1.880.000
36	Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Gonella 2/4/6/8	100%	3.280.000
37	Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Pastore	100%	620.000
38	Bravo S.p.A.	Prato, via Clementi 22/24/28/30/32	100%	685.000
39	Bravo S.p.A.	Prato, via Filzi 130/5-6-7-8-9	100%	641.000
40	Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/C	100%	8.530.000
41	Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/G	100%	196.000
42	Nova Edil S.p.A.	Prato, via Libero Grassi 39	100%	267.000
43	Bravo S.p.A.	Prato, via Purgatorio 62/64	100%	2.630.000

<i>Progr.</i>	<i>Società</i>	<i>Indirizzo</i>	<i>Proprietà</i>	<i>Valore di Mercato 31/12/2014 (euro)</i>
44	<b>Bravo S.p.A.</b>	Quarto d'Altino (VE), via Pascoli	100%	532.000
45	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	San Giuliano Milanese (MI), via Nikolaj Vasilevic Gogol 6	100%	70.000
46	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Saronno (VA), zona stazione Saronno sud	100%	2.530.000
47	<b>Smit Real Estate S.r.l.</b>	Schio (VI), viale dell'Industria 135	100%	12.430.000
48	<b>Bravo S.p.A.</b>	Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62	100%	1.450.000
49	<b>Bravo S.p.A.</b>	Spinea (VE), via delle Industrie 28/30/32 - (porzione scorporata dalla proprietà indivisa e frazionata)	<b>L'importo indicato si riferisce al 100% della proprietà</b>	128.000
50	<b>Bravo S.p.A.</b>	Tarvisio (UD), via Roma	100%	2.430.000
51	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Trivero (BI), frazione Vico 21/22/24	<b>L'importo indicato si riferisce al 67% della proprietà</b>	44.000
52	<b>Bravo S.p.A.</b>	Verrone (BI), strada Trossi 11	100%	1.520.000
53	<b>Fondo Gioiello</b>	Fiano Romano (RM), via della Mole Saracena - 1° lotto	100%	24.920.000
54	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Gaglianico (BI) via Italia	100%	36.000
55	<b>Bravo S.p.A.</b>	Montemurlo (PO) via Aniene	100%	595.000
56	<b>Okatan S.r.l.</b>	Forte dei Marmi (LU), viale della Repubblica 3 - ex Hotel Nettuno	100%	7.270.000
		<b>TOTALE</b>		<b>205.992.000</b>



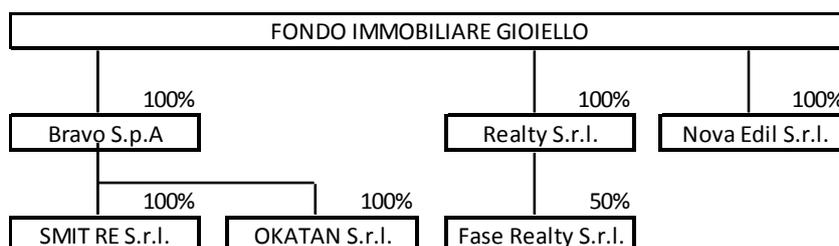
Spettabile  
**BORGOSIESIA GESTIONI SGR S.p.A.**  
Via Aldo Moro, 3/A  
13900 - BIELLA

Milano, 26 Gennaio 2015  
Ns. Rif.: PG/val 15.1227A

Facendo seguito all'incarico conferitoci, esponiamo nella presente i risultati della valutazione, con riferimento della stima al **31 Dicembre 2014**, del Capitale Economico delle seguenti Società controllate dalla Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. (in liquidazione) attraverso il Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso denominato **“GIOIELLO”**:

- **BRAVO S.p.A.**
- **SMIT REAL ESTATE S.R.L.**
- **OKATAN S.R.L.**
- **REALTY S.R.L.**
- **FASE REALTY S.R.L.**
- **NOVA EDIL S.R.L.**

La struttura e l'entità delle partecipazioni si articolano come segue:



## EVENTI SIGNIFICATIVI

Il Fondo Gioiello è stato posto in liquidazione con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013 previa conforme autorizzazione da parte del Comitato Consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti. Con successiva delibera in data 14 maggio 2013 il Consiglio di Amministrazione ha poi provveduto ad approvare il piano di realizzo degli attivi dello stesso.

Durante il periodo di liquidazione, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività del Fondo sulla base del piano di realizzo come sopra approvato.

In data 3 luglio 2013, in nome e per conto del Fondo Gioiello, la SGR ha proceduto alla costituzione di una *newco* "Logistica Gioiello S.r.l." nella quale, come previsto dal piano di smobilizzo degli attivi del fondo, saranno in futuro conferiti i beni immobili direttamente detenuti. Al 31/12/2014, la Logistica Gioiello presentava un deficit contabile ( Patrimonio Netto negativo) pari a € 2.817.

Al 31/12/2014 il Fondo Gioiello deteneva il controllo anche delle società immobiliari denominate GIADA S.r.l. e SMERALDO S.r.l.. Per queste società, che alla data del 31/12/2014 non possedevano immobili, il valore del loro Capitale Economico è stato considerato pari al Patrimonio Netto (Vedasi l'**ALLEGATO** in calce a questa relazione per i relativi Bilanci).

## **SCOPO DELLA STIMA E CRITERI DI VALUTAZIONE**

Questa stima è stata effettuata ai fini della determinazione del valore complessivo netto del Fondo e in ottemperanza ai criteri di valutazione indicati al Capitolo IV, paragrafi da 2.4.5 a 2.9 del Provvedimento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 Aprile 2005 e successive modifiche e integrazioni.

La valutazione delle Società è stata da noi sviluppata utilizzando il criterio metodologico, tra quelli prevalentemente utilizzati dalla prassi professionale, giudicato più idoneo allo scopo.

Nel caso specifico è stato adottato il "metodo patrimoniale semplice" che conduce alla determinazione del patrimonio netto rettificato. Per Valore del Capitale Economico (*Equity Value*) si intende quindi il Patrimonio Netto delle Società risultante dalla differenza del totale delle attività e delle passività di bilancio, opportunamente valutate e, se necessario, rettificate.

Il Patrimonio Netto Rettificato costituisce quindi la base per la valutazione delle partecipazioni detenute da Borgosesia Gestioni SGR S.p.A.

La determinazione del valore di mercato degli immobili di proprietà è descritta nella Relazione di stima immobiliare Rif.: SL/val 15.1227 del 26 Gennaio 2015, da noi redatta con riferimento alla data del 31 Dicembre 2014.

## **PREMESSE E LIMITI DELL'INCARICO**

Le Società sono state valutate in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale (*going concern*), senza sostanziali mutamenti di direzione e di gestione (c.d. ipotesi "*stand alone*") in quanto non disponiamo al momento attuale di informazioni tali da consentirci di determinare gli eventuali riflessi economici, sui valori patrimoniali, che potrebbero derivare dalla messa in liquidazione del Fondo Gioiello.

Si è presunto, altresì, che le società che presentano un deficit patrimoniale vengano ricapitalizzate nei termini di legge.

Il nostro lavoro si è basato su dati e informazioni storiche e prospettiche disponibili alla data di predisposizione del presente documento, forniteci dal Management della Società.

Le rettifiche IAS/IFRS 17 – ove applicabili – sono riferite alle consistenze patrimoniali evidenziate dalle *situazioni contabili* al 31/12/2014. Per le Società che non presentano la necessità di operare rettifiche derivanti dalla presenza di leasing finanziari, si è fatto riferimento al loro Patrimonio Netto al 31/12/2014, desunto dalle medesime situazioni.

Il Management ci ha inoltre confermato che nell’arco di tempo intercorso dal 1° Gennaio 2015 alla data della presente relazione non si sono manifestati altri eventi economicamente o giuridicamente rilevanti.

Non rientrano nell’ambito di questo incarico lo svolgimento di procedure di revisione contabile o verifiche atte ad accertare l’eventuale esistenza di attività o passività, di qualsiasi natura, non risultanti dai bilanci utilizzati ai fini della valutazione.

Come già indicato nel capitolo precedente, la finalità del nostro lavoro è quella di stimare il valore corrente teorico della partecipazione. Questo valore non deve essere inteso come possibile prezzo di cessione della Società.

Al fine di determinare quest’ultimo sarebbe infatti necessario sviluppare ulteriori considerazioni quali l’eventuale urgenza di una delle parti contraenti a concludere l’operazione e le potenziali sinergie conseguibili dalla transazione. Occorrerebbe altresì prendere in esame altri elementi quali, per esempio, la situazione finanziaria, attuale e prospettica, della Società, l’identità e gli scopi delle parti contraenti e gli eventuali specifici accordi sottoscritti dalle parti.

I risultati ai quali si perviene nella presente relazione di stima non potranno pertanto essere utilizzati per finalità diverse da quelle previste dal presente incarico.

## CONCLUSIONI DI VALORE

In base a quanto più dettagliatamente esposto nella relazione allegata, è nostra opinione che il Valore di Mercato (*fair value*) del Capitale Economico delle società oggetto di stima, con riferimento alla data del 31/12/2014, sia pari a:

<b>BRAVO S.P.A.</b>	<b>€ 47.620.000,00</b> <b>(euro quarantasettemilioni seicentoventimila/00)</b>
<b>REALTY S.R.L.</b>	<b>€ 16.510.000,00</b> <b>(euro sedicimilioni cinquecentodieci mila/00)</b>
<b>NOVA EDIL S.R.L.</b>	<b>€ 3.970.000,00</b> <b>(euro tremilioni novecentosettanta mila/00)</b>

I predetti importi includono il valore delle partecipazioni nelle seguenti società il cui Capitale Economico - riferito alla data del 31/12/2014 - è riportato qui di seguito.

**BRAVO SPA**, partecipazione del **100%** nel capitale delle Società:

<b>SMIT RE S.R.L.</b>	<b>(€ 3.886.000,00)</b> <b>(meno euro tremilioni ottocottantasei mila/00)</b>
<b>OKATAN S.R.L.</b>	<b>€ 4.600.000,00</b> <b>(euro quattromilioni seicento mila/00)</b>

**REALTY SRL**, partecipazione del **50%** nel capitale della Società:

<b>FASE REALTY S.R.L.</b>	<b>€ 33.026.000,00</b> <b>(euro trentatremilioni ventisei mila/00)</b>
---------------------------	---

Società controllate direttamente dal Fondo Gioiello (Patrimonio Netto):

<b>LOG. GIOIELLO S.R.L.</b>	<b>(€ 2.817,00)</b> <b>(meno euro duemilaottocento diciassette/00)</b>
<b>GIADA S.R.L.</b>	<b>€ 212.887,00</b> <b>(euro duecentododicimila ottocottantasette/00)</b>
<b>SMERALDO S.R.L.</b>	<b>€ 169.577,00</b> <b>(euro centosessantanovemila cinquecentosettantasette/00)</b>

Restando a disposizione per ogni eventuale chiarimento ci è gradita l'occasione per porgere i migliori saluti.

PRAXI S.p.A.  
Un Amministratore

Ing. Antonio Gamba



**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 14 DEL D. LGS. 27 GENNAIO 2010, N. 39  
E DELL'ART. 9 DEL D. LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58**

**Ai Partecipanti  
al Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo Chiuso  
GIOIELLO in liquidazione**

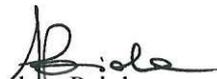
1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo Chiuso GIOIELLO in liquidazione (il "Fondo"), costituito dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014. La responsabilità della redazione del rendiconto di gestione in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successive modifiche compete ai Liquidatori di Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione (i "Liquidatori"). È nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto di gestione e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il rendiconto di gestione sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel rendiconto di gestione, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dai Liquidatori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al rendiconto di gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati a fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 28 marzo 2014.

3. A nostro giudizio, il rendiconto di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo Chiuso GIOIELLO in liquidazione per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 è conforme al Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successive modifiche; esso è pertanto redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e il risultato del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo Chiuso GIOIELLO in liquidazione per l'esercizio chiuso a tale data.

4. Si richiama l'attenzione su quanto più ampiamente riportato nel paragrafo "Attività di gestione del Fondo" della relazione dei Liquidatori con riferimento alle iniziative avviate con alcuni istituti di credito da Borgosesia S.p.A. (in qualità di partecipante al Fondo e di holding del gruppo Borgosesia) e Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione (anche per conto del Fondo), finalizzate al risanamento dell'esposizione creditizia del gruppo Borgosesia, che potrebbero comportare la cessione di alcuni immobili appartenenti al Fondo o a sue società controllate. In tale contesto i Liquidatori informano di non escludere che, in considerazione del limitato orizzonte temporale nel quale le suddette cessioni potrebbero essere previste, l'eventuale valore di realizzo si discosti dalla valutazione di tali immobili nel presente rendiconto di gestione, determinata, coerentemente con quanto previsto dalla normativa di riferimento, sulla base delle stime effettuate dall'Esperto Indipendente attraverso l'utilizzo di modelli di valutazione che non prevedono la dismissione con un orizzonte temporale di breve periodo.
5. La responsabilità della redazione della relazione dei Liquidatori in conformità a quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successive modifiche compete ai Liquidatori di Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione. È di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione dei Liquidatori con il rendiconto di gestione, come richiesto dalla legge. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n. 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla CONSOB. A nostro giudizio la relazione dei Liquidatori è coerente con il rendiconto di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo Chiuso GIOIELLO in liquidazione per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.

  
Andrea Paiola  
Socio

Torino, 25 marzo 2015



**Borgosesia Gestioni S.G.R. S.p.A.**

In liquidazione

***Fondo comune di investimento immobiliare  
riservato di tipo chiuso "GIOIELLO in liquidazione"***

**RELAZIONE SEMESTRALE E  
NOTA ILLUSTRATIVA  
al 30 giugno 2015**

**Valore della quota: Euro 238.162,131**

*Prato, 24 luglio 2015*

## Indice

<b>INDICE</b> .....	<b>2</b>
<b>1 PROSPETTI CONTABILI</b> .....	<b>3</b>
1.1 Situazione patrimoniale e sezione reddituale .....	3
1.2 Valore della quota.....	9
1.3 Criteri di valutazione del Valore Contabile Netto del Fondo.....	9
<b>2 NOTA ILLUSTRATIVA</b> .....	<b>15</b>
2.1 Il Mercato Immobiliare .....	15
2.2 Composizione degli <i>assets</i> del Fondo, politiche di investimento e prospettive.....	18
2.3 Eventi significativi e commenti ai dati semestrali .....	21
2.4 Elenco delle partecipazioni detenute.....	28
2.5 Prestiti stipulati per il finanziamento delle operazioni di rimborso anticipato di quote .....	28
2.6 Relazione di stima dell'Esperto Indipendente.....	28
2.7 Informazioni circa le operazioni di investimento/disinvestimento effettuate ed il gruppo di appartenenza della controparte .....	29
2.8 Informazioni circa il gruppo di appartenenza dell'Intermediario Finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei beni conferiti (o acquistati/ceduti) rispetto alla politica d'investimento (Mef n. 30 del 5 marzo 2015).....	30
2.9 Altre informazioni ex Allegato IV 6.2 Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 ..	30
<b>3 ALLEGATI</b> .....	<b>32</b>

## 1 Prospetti contabili

### 1.1 Situazione patrimoniale e sezione reddituale

In osservanza delle disposizioni contenute nel Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio), nelle pagine che seguono sono riportati gli schemi contabili - Stato Patrimoniale e Conto Economico - del Fondo comune di investimento immobiliare riservato di tipo chiuso denominato "GIOIELLO" (il Fondo) promosso e gestito da Borgosesia Gestioni SGR Spa in liquidazione (l'SGR).

I dati esposti nei suddetti schemi sono riferiti al 30 giugno 2015 e sono posti a confronto con quelli riferiti al 31 dicembre 2014.

Si segnala che il Fondo Gioiello è stato posto in liquidazione, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013, previa conforme autorizzazione da parte del Comitato consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti. Con successiva delibera in data 14 maggio 2013 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato il piano di realizzo/smobilizzo degli attivi.

Durante il periodo di liquidazione, essendo preclusa qualsiasi attività d'investimento, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività del Fondo che, sulla base delle ultime previsioni, dovrebbe essere ultimata nei prossimi mesi.

Si rende noto che, come previsto da piano di smobilizzo (piano ad oggi in corso di aggiornamento), gli immobili direttamente detenuti dal Fondo dovevano essere conferiti nella società "Logistica Gioiello Srl" (di seguito anche "società veicolo"); tuttavia, come indicato nel presente documento, stante la mancata delibera (da parte delle banche finanziatrici) circa l'accollo alla società veicolo del finanziamento riguardante l'immobile di Fiano Romano, la SGR ha disposto la messa in liquidazione della Logistica Gioiello Srl.

Con riferimento alle prospettive future si segnala che la Borgosesia Gestione SGR nei prossimi mesi ritiene di poter terminare le operazioni riguardanti la chiusura della liquidazione del Fondo ed in particolare:

- la cessione di tutti o parte degli assets direttamente detenuti o conferimento degli stessi (insieme alle altre partecipazioni detenute dal Fondo) nella società Bravo Spa;
- l'estinzione di tutte le passività;
- l'assegnazione ai partecipanti del Fondo delle partecipazioni in Bravo Spa (società detenuta al 100% dal Fondo Gioiello) e della liquidità residua.

Borgoesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione - Fondo Gioiello in liquidazione  
Relazione semestrale al 30 giugno 2015

RENDICONTO DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 30/06/2015				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
(Valori in Euro)				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2015		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>66.003.980</b>	<b>60,88</b>	<b>68.482.560</b>	<b>59,69</b>
<b><u>Strumenti finanziari non quotati</u></b>	<b>66.003.980</b>	<b>60,88</b>	<b>68.482.560</b>	<b>59,69</b>
A1. Partecipazioni di controllo	66.003.980	60,88	68.482.560	59,69
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>35.540.000</b>	<b>32,78</b>	<b>39.880.000</b>	<b>34,76</b>
B1. Immobili dati in locazione	35.540.000	32,78	39.880.000	34,76
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	-	-	-
B3. Altri immobili	-	-	-	-
B4. Diritti reali immobiliari	-	-	-	-
<b>C. CREDITI</b>	-	-	<b>805.515</b>	<b>0,70</b>
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	-	-	-
C2. Altri	-	-	805.515	0,70
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	-	-	-	-
D1. A vista	-	-	-	-
D2. Altri	-	-	-	-
<b>E. ALTRI BENI</b>	<b>1.410</b>	<b>0,00</b>	<b>2.115</b>	<b>0,00</b>
E1. Immobilizzazioni immateriali	-	-	-	-
E2. Immobilizzazioni materiali	1.410	0,00	2.115	0,00
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>1.895.585</b>	<b>1,75</b>	<b>1.258.602</b>	<b>1,10</b>
F1. Liquidità disponibile	1.895.585	1,75	1.258.602	1,10
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	-	-	-
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	-	-	-
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>4.973.922</b>	<b>4,59</b>	<b>4.292.847</b>	<b>3,74</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	-	-	-
G2. Ratei e risconti attivi	21.954	0,02	21.619	0,02
G3. Risparmio d'imposta	-	-	-	-
G4. Altre	4.951.968	4,57	4.271.228	3,72
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>108.414.897</b>	<b>100,00</b>	<b>114.721.640</b>	<b>100,00</b>

RENDICONTO DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 31/12/2015			
SITUAZIONE PATRIMONIALE			
(Valori in Euro)			
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2015		Situazione a fine esercizio precedente
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>23.719.068</b>		<b>23.719.068</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	23.719.068		23.719.068
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	-		-
H3. Altri	-		-
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>-</b>		<b>-</b>
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	-		-
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	-		-
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>-</b>		<b>-</b>
L1. Proventi da distribuire	-		-
L2. Altri debiti verso i partecipanti	-		-
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>3.720.705</b>		<b>3.992.362</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	924.235		1.620.291
M2. Debiti di imposta	32.555		32.555
M3. Ratei e risconti passivi	106.027		245.992
M4. Altre	2.438.128		1.833.523
M5. Debiti per depositi cauzionali	219.760		260.000
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>27.439.772</b>		<b>27.711.429</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>80.975.125</b>		<b>87.010.211</b>
Numero delle quote in circolazione	340		340
Valore unitario delle quote	238.162,131		255.912,384
Importi richiamati e non ancora versati	-		-
Valore unitario quote da emettere	-		-
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	-		-

Nel corso del semestre, anche in ragione dello stato liquidatorio del fondo, non si è dato corso all'emissione di nuove quote.

A titolo informativo, tuttavia, si rileva che il Consiglio di Amministrazione di Borgoesia Gestioni SGR, in data 9 dicembre 2009 ha disposto:

- di riaprire il periodo di sottoscrizione dal 10 dicembre 2009 al 10 dicembre 2010 per un controvalore di 80.000.000 di Euro;
- di stabilire che il rimborso delle quote agli aventi diritto avvenisse, se del caso in proporzione, per valuta coincidente con l'incasso delle nuove sottoscrizioni in danaro e per un valore pari a quello di emissione e coincidente con l'ultimo NAV del fondo accertato prima delle singole nuove sottoscrizioni;
- di prevedere che l'intera operazione venisse puntualmente a conformarsi con le disposizioni previste in materia dal vigente regolamento del fondo e più in particolare da quelle contenute nell'articolo 30 che di seguito si riporta:

*Articolo 30  
Emissione delle Quote*

1. *Le Quote spettanti ai Soggetti Apportanti a fronte dei rispettivi Apporti sono emesse alla data di efficacia degli atti di conferimento dei beni oggetto di Apporto in Natura e alla data di effettuazione dei versamenti previsti per gli Apporti in Denaro.*

2. *Il numero di Quote attribuito ai Soggetti Apportanti è determinato come segue:*

*(i) a ciascun soggetto che effettui un Apporto in Natura è attribuito un numero di Quote pari al valore del relativo Apporto in Natura (determinato in base alle previsioni del precedente articolo 29) suddiviso per: (a) il Valore Nominale della Quota del Fondo, ovvero, per le Quote emesse nel Periodo di Riapertura delle Sottoscrizioni, per (b) il Valore Unitario della Quota del Fondo più recentemente determinato; resta inteso che, laddove l'applicazione di tale rapporto dia luogo ad un numero non intero di Quote a scelta del Soggetto Apportante questi potrà: richiedere l'assegnazione di un numero frazionale di quote oppure procedere al versamento di una somma in denaro, di ammontare pari alla differenza tra il valore delle Quote emesse – maggiorato del relativo sovrapprezzo - ed il valore dei beni conferiti;*

*(ii) a ciascun soggetto che effettui un Apporto in Denaro è attribuito un numero di quote pari all'importo dal medesimo corrisposto a fronte del richiamo degli impegni effettuato dalla SGR, suddiviso per: (a) il Valore Nominale della Quota del Fondo, ovvero, per le Quote emesse nel Periodo di Riapertura delle Sottoscrizioni, per (b) il Valore Unitario della Quota del Fondo più recentemente determinato.*

3. *Il Valore Unitario della Quota del Fondo assunto a riferimento per le successive emissioni di Quote è comunicato a tutti Partecipanti prima della scadenza del Periodo di Richiamo degli Impegni, mediante apposita comunicazione recante anche l'ammontare complessivo degli impegni richiamati a fronte di Apporti in Denaro e di Apporti in Natura.*

Nel periodo di riapertura delle sottoscrizioni come sopra descritto, non risultano pervenute domande di sottoscrizione.

Inoltre, il Consiglio di Amministrazione della SGR in data 11 marzo 2011 ha deliberato:

- di riaprire il periodo di sottoscrizione dal 14 marzo 2011 al 31 dicembre 2011 per un controvalore di 65.000.000 di €
- di stabilire che il rimborso delle quote agli aventi diritto avvenisse, se del caso in proporzione, per valuta coincidente con l'incasso delle nuove sottoscrizioni in danaro e per un valore pari a quello di emissione e coincidente con l'ultimo NAV del fondo accertato prima delle singole nuove sottoscrizioni;
- di stabilire che il collocamento delle quote di nuova emissione potesse essere effettuato, nel rispetto della normativa vigente, anche avvalendosi di intermediari abilitati;
- di prevedere che, più in generale, l'intera operazione venisse puntualmente a conformarsi con le disposizioni previste in materia dal vigente regolamento del Fondo (cfr. art. 30 sopra riportato).

Durante il periodo di "riapertura" sono state emesse n. 20 nuove quote.

Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione - Fondo Gioiello in liquidazione  
Relazione semestrale al 30 giugno 2015

RENDICONTO DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 30/06/2015				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Rendiconto al 30/06/2015		Rendiconto esercizio precedente	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	-	2.503.580	-	15.473.639
<b><u>Strumenti finanziari non quotati</u></b>				
<b>A1. PARTECIPAZIONI</b>	-	2.503.580	-	15.473.639
A1.1 dividendi e altri proventi	-	-	-	-
A1.2 utili / perdite da realizzi	-	-	-	-
A1.3 plusvalenze / minusvalenze	-	2.503.580	-	15.473.639
<b>A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	-	-	-	-
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	-	-	-	-
A2.2 utili / perdite da realizzi	-	-	-	-
A2.3 plusvalenze / minusvalenze	-	-	-	-
<b><u>Strumenti finanziari quotati</u></b>				
<b>A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	-	-	-	-
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi	-	-	-	-
A3.2 utili / perdite da realizzi	-	-	-	-
A3.3 plusvalenze / minusvalenze	-	-	-	-
<b><u>Strumenti finanziari derivati</u></b>				
<b>A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	-	-	-	-
A4.1 di copertura	-	-	-	-
A4.2 non di copertura	-	-	-	-
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	-	2.503.580	-	15.473.639
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	-	3.508.499	-	2.968.148
<b>B1. Canoni di locazione e altri proventi</b>	-	1.302.638	-	6.627.491
<b>B2. Utile/perdite da realizzi</b>	-	-	-	-
<b>B3. Plusvalenze/minusvalenze</b>	-	4.518.360	-	9.002.036
<b>B4. Oneri per le gestione di beni immobili</b>	-	169.779	-	369.661
<b>B5. Ammortamenti</b>	-	-	-	-
<b>B6. Imposte sugli Immobili</b>	-	122.998	-	223.942
<b>Risultato gestione beni immobili</b>	-	3.508.499	-	2.968.148
<b>C. CREDITI</b>	-	-	-	78.224
<b>C1. Interessi attivi e proventi assimilati</b>	-	-	-	78.224
<b>C2. Incrementi / decrementi di valore</b>	-	-	-	-
<b>Risultato gestione crediti</b>	-	-	-	78.224
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	-	-	-	-
<b>D1. Interessi attivi e proventi assimilati</b>	-	-	-	-
<b>E. ALTRI BENI</b>	-	705	-	1.410
<b>E1. Proventi</b>	-	-	-	-
<b>E2. Utili / perdite da realizzi</b>	-	-	-	-
<b>E3. Plusvalenze / minusvalenze</b>	-	705	-	1.410
<b>Risultato gestione investimenti</b>	-	6.012.784	-	18.364.973

	Rendiconto al 30/06/2015		Rendiconto esercizio precedente	
<b>F. F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>	-		-	
<b>F1. OPERAZIONI DI COPERTURA</b>	-		-	
F1.1 risultati realizzati	-		-	
F1.2 risultati non realizzati	-		-	
<b>F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA</b>	-		-	
F2.1 risultati realizzati	-		-	
F2.2 risultati non realizzati	-		-	
<b>F3. LIQUIDITA'</b>	-		-	
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>- 6.012.784</b>		<b>- 18.364.973</b>
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>	-	<b>728.133</b>	-	<b>1.031.405</b>
<b>H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	-	<b>457.451</b>	-	<b>1.026.161</b>
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-	457.451	-	1.026.161
H1.2 su altri finanziamenti	-	-	-	-
<b>H2. ALTRI ONERI FINANZIARI</b>	-	<b>270.682</b>	-	<b>5.244</b>
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		<b>- 6.740.917</b>		<b>- 19.396.377</b>
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	-	<b>512.482</b>	-	<b>1.283.516</b>
I1. Provigione di gestione SGR	-	303.944	-	866.719
I2. Commissioni banca depositaria	-	15.000	-	35.573
I3. Oneri per esperti indipendenti	-	40.490	-	80.980
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-	-	-	-
I5. Altri oneri di gestione	-	153.049	-	300.244
<b>L. ALTRI RICAVI E ONERI</b>		<b>1.218.314</b>	-	<b>107.815</b>
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide		-		-
L2. Altri ricavi		1.940.498		35.263
L3. Altri oneri	-	722.185	-	143.078
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		<b>- 6.035.086</b>		<b>- 20.787.708</b>
<b>M. IMPOSTE</b>	-		-	
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-		-	
M2. Risparmio di imposta	-		-	
M3. Altre imposte	-		-	
<b>Utile / perdita dell'esercizio</b>		<b>- 6.035.086</b>		<b>- 20.787.708</b>

## 1.2 Valore della quota

Il Valore Unitario delle n. 340 quote in circolazione, al 30 giugno 2015, determinato in conformità dell'articolo 40 del Regolamento del Fondo, è pari ad Euro 238.162,131.

Circa le variazioni fatte registrare nel semestre, tanto dal patrimonio gestito che dal valore della Quota, si rimanda al successivo punto 2.3.

## 1.3 Criteri di valutazione del Valore Contabile Netto del Fondo

La valutazione del Valore Contabile Netto del Fondo al 30 giugno 2015 è stata effettuata secondo quanto disposto dal Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio), in ossequio ai criteri contenuti nella procedura "Esperti Indipendenti – Criteri di valutazione" adottata dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 21 febbraio 2011 e successive modifiche ed integrazioni.

Tutte le componenti della Sezione Reddittuale (proventi ed oneri) sono state determinate e contabilizzate nel rispetto del principio della competenza temporale attraverso la rilevazione - ove necessario - di ratei e risconti attivi e passivi.

In sintesi, i criteri di valutazione di generale adozione risultano essere i seguenti:

### ***Immobili***

Il valore degli immobili è riferito alle risultanze della Relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente, ai sensi dal Regolamento Banca d'Italia del 19/01/2015 - Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafo 2.5 (Beni immobili) e paragrafo 4 (Esperti indipendenti) e dal DM 30 del 5 marzo 2015 (Art. 16).

Più precisamente gli immobili, contabilizzati all'atto dell'acquisto al costo incrementato degli oneri di diretta imputazione, sono stati adeguati al valore corrente di mercato accertato dalla società "PRAXI S.p.a." in qualità di Esperto Indipendente designato dalla SGR.

Le stime operate dall'Esperto Indipendente si fondano sui seguenti approcci metodologici.

1. **Metodo comparativo (o del mercato)**. Si basa sul confronto fra i beni oggetto di valutazione e altri beni con essi comparabili, recentemente compravenduti o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali.
2. **Metodo reddituale**. Prende in considerazione due diverse tecniche di valutazione:

- a) *Capitalizzazione diretta*. Si basa sulla capitalizzazione ad un determinato tasso - c.d. "*cap rate*"- dei redditi netti futuri generati dalla proprietà immobiliare. Il tasso applicato tiene conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine con applicazione di un coefficiente rettificativo esplicativo delle caratteristiche peculiari del cespite.
- b) *Metodo dei flussi di cassa attualizzati* (DCF, *Discounted Cash-Flow*), basato:
- sulla determinazione, per un periodo di anni che tiene conto delle scadenze contrattuali di ciascuna unità immobiliare, dei redditi netti futuri derivanti dalla proprietà immobiliare;
  - sulla determinazione del valore di mercato della proprietà immobiliare mediante la capitalizzazione in perpetuità, alla fine di tale periodo, del reddito netto al tasso "*cap rate*";
  - sull'attualizzazione al tasso "*cap rate*", alla data della valutazione, dei redditi netti-flussi di cassa futuri.

**3. Metodo della trasformazione**. Si basa sull'attualizzazione, alla data della valutazione, dei flussi di cassa generati dall'investimento immobiliare nell'arco di tempo corrispondente alla sua durata. A tale metodo è associabile un modello valutativo finanziario (attualizzazione dei flussi di cassa) basato su di un progetto di sviluppo definito in quantità edificabili, destinazioni d'uso, costi di trasformazione e ricavi sostenibili. In altri termini, si utilizza un'analisi costi - ricavi per individuare il Valore di Mercato dell'iniziativa oggetto di indagine.

Il modello si articola in uno schema di flussi di cassa (entrate ed uscite) relativi al progetto immobiliare di trasformazione. Tra le uscite sono previste quelle conseguenti alla costruzione, demolizione, urbanizzazione, progettazione e direzione lavori e altri costi; tra le entrate quelle derivanti dalle vendite effettuate per ciascun settore di destinazione d'uso (residenziale, industriale, artigianale, commerciale, terziario e dei servizi).

La distribuzione temporale dei costi e dei ricavi consente di ottenere uno schema di flussi di cassa al netto del profitto del promotore che vanno portati all'attualità con un opportuno tasso di sconto che rappresenta il costo del capitale.

Sulla base della destinazione d'uso e della strategia caratterizzante ciascun immobile è stato adottato il criterio o i criteri di valutazione ritenuti maggiormente appropriati.

### ***Partecipazioni***

Le partecipazioni in società non quotate sono valutate facendo ricorso a metodologie che variano a secondo del tipo di partecipazione detenuta (di controllo o meno) e dell'attività esercitata dalla società partecipata.

Più precisamente:

- alle partecipazioni di controllo in società la cui attività consiste prevalentemente nell'investimento in beni immobili (di seguito, società immobiliari) è attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo. Il patrimonio netto a tali fini è determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari risultanti dall'ultimo bilancio approvato i criteri di valutazione descritti nel paragrafo precedente; le altre poste attive e passive del bilancio della partecipata non sono di norma oggetto di nuova valutazione. Le eventuali rivalutazioni o svalutazioni dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari determinano, rispettivamente, un aumento o una diminuzione del patrimonio netto contabile della partecipata medesima, tenendo in debito conto i connessi effetti fiscali. Sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento del bilancio ed il momento della valutazione;
- alle partecipazioni non di controllo in società immobiliari è attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo. Al fine di tener conto nella valutazione della partecipata di ulteriori componenti economicamente rilevanti, il patrimonio netto di questa può essere rettificato, alla luce di un generale principio di prudenza, mediante l'applicazione di metodi basati (i) su transazioni comparabili aventi ad oggetto partecipazioni significative rispetto a quella detenuta dal Fondo e a condizione che il trasferimento della stessa sia effettuato da soggetto non legato, direttamente od indirettamente, alla società partecipata o alla SGR o (ii) su indicatori di tipo economico – finanziario. Di norma l'adeguamento del valore delle partecipazioni in questione viene effettuato dopo il decorso di un anno dal loro acquisto;
- alle partecipazioni in altre imprese, decorso almeno un anno dal loro acquisto, può essere attribuito un maggior valore determinato facendo ricorso a metodi basati (i) su transazioni comparabili aventi ad oggetto partecipazioni significative rispetto a quella detenuta dal Fondo (e, comunque, mai inferiore al 2% del capitale), a condizione che il trasferimento delle stesse sia effettuato da soggetto non legato, direttamente od indirettamente, alla società partecipata o alla SGR e che dallo stesso non derivi una modifica degli assetti proprietari della società partecipata; (ii) su indicatori di tipo economico – patrimoniale (quali, ad esempio, il *Discount Cash Flow* ) ma a condizione che la società partecipata abbia chiuso in utile almeno 3 esercizi consecutivi, il tasso di attualizzazione e/o capitalizzazione remunerati adeguatamente il rischio di impresa e le grandezze reddituali assunte siano depurate dalle componenti di natura straordinaria.

### **Parti di OICR**

Le parti di OICR risultano valorizzate sulla base dell'ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tener conto:

- dei prezzi di mercato, nel caso in cui le parti in questione siano ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato;
- nel caso di OICR di tipo chiuso, di eventuali elementi oggettivi di valutazione relativi a fatti verificatisi dopo la determinazione dell'ultimo valore reso noto al

pubblico.

La valutazione delle parti di OICR detenute dal Fondo è operata nel rispetto dei criteri sopra indicati, tenendo peraltro in debito conto gli effetti indotti dalla stipulazione di eventuali contratti di opzione aventi ad oggetto le stesse.

### ***Depositi bancari***

Sono valutati in base al loro valore nominale:

- le disponibilità liquide;
- le posizioni debitorie. Per i finanziamenti con rimborso rateizzato, si fa riferimento al debito residuo in linea capitale.

I depositi bancari a vista sono valutati al valore nominale. Per le altre forme di deposito si tiene conto delle caratteristiche e del rendimento delle stesse.

### ***Crediti e altre attività***

I crediti e le altre attività sono esposti al valore di presunto realizzo.

### ***Altri beni***

Nella presente relazione sono iscritti costi per immobilizzazioni materiali, rappresentanti, in specie, mobili e arredi di proprietà del Fondo. Essi sono stati contabilizzati al costo di acquisto ed ammortizzati nel periodo di anni 5, corrispondente ad una percentuale annua di ammortamento del 20%, ridotta del 50% per il primo anno di impiego.

### ***Posizione netta di liquidità***

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

### ***Debiti ed altre passività***

I debiti e le altre passività sono esposti al loro valore nominale.

### ***Ratei e risconti***

Sono calcolati secondo il principio della competenza economica e temporale.

### ***Costi e Ricavi***

Sono contabilizzati secondo il principio della competenza economica e dell'inerenza all'attività svolta dal Fondo.

### ***Imposte***

A partire dal 1° gennaio 2004 l'utile conseguito dai fondi immobiliari non è soggetto a tassazione a seguito delle modifiche introdotte al D.L. 351/2001 dal D.L.

269/2003, convertito con modificazioni nella Legge 24 novembre 2003 n. 326.

Il Decreto Legge 31 maggio 2010, n. 78 "Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica", successivamente convertito in legge, ha introdotto, all'articolo 32 "Riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi", significative modifiche in materia fiscale (e, peraltro, ha abolito l'imposta sui fondi "familiari" o "a ristretta base partecipativa" introdotta col D.L.112/2008).

Tale norma è stata successivamente modificata dal DL 70/2011 che ha previsto, in capo ai titolari di un numero di quote superiore al 5% rispetto a quelle in circolazione alla fine dell'esercizio, la tassazione "per trasparenza" (e, quindi, indipendentemente dal relativo incasso ) dei proventi di competenza.

Tale regola, peraltro, non trova applicazione in capo a determinati soggetti "qualificati" (e tra questi, ad esempio, gli intermediari bancari e finanziari) per i quali la tassazione continua ad effettuarsi sui proventi effettivamente corrisposti.

Peraltro, in capo ai soggetti per i quali la tassazione dei proventi viene operata "per trasparenza", la normativa sopra richiamata ha introdotto una imposta sostitutiva straordinaria del 5%, da applicarsi sul valore delle quote possedute al 31 dicembre 2010.

In alternativa al regime fiscale sopra descritto, la norma ha accordato la facoltà di addivenire allo scioglimento anticipato del fondo, con delibera da adottarsi entro il 31 dicembre 2011. In tale ultima ipotesi, *inter alia*:

- non trova applicazione la tassazione dei proventi "per trasparenza";
- sui risultati della liquidazione del fondo, che non potrà protrarsi per oltre cinque anni, viene applicata una imposta sostitutiva del 7%.

Tutto ciò premesso, considerando che la maggioranza dei partecipanti al Fondo si è dichiarata contraria allo scioglimento anticipato dello stesso, il risultato di periodo (se positivo) sarà imputato proporzionalmente ai soggetti partecipanti non "qualificati".

### ***Informativa in ordine agli incarichi assegnati agli Esperti Indipendenti ed al processo di valutazione***

In dipendenza della Comunicazione congiunta emanata il 29 luglio 2010 dal Banca d'Italia e Consob, il Consiglio di Amministrazione della SGR - in data 21 febbraio 2011 - ha approvato una apposita procedura nell'ambito della quale sono state definite le politiche, le regole ed i processi che presiedono alla valutazione da parte degli organi aziendali degli immobili e delle partecipazioni in società immobiliari di pertinenza di ciascun fondo.

Tale procedura è stata in seguito aggiornata al fine di tener conto delle modifiche

organizzative e normative.

Tale procedura definisce in particolare:

- i criteri adoperati per la nomina e la selezione degli Esperti Indipendenti adottando particolari cautele al fine di prevenire eventuali conflitti di interesse;
- i flussi informativi, le tempistiche, le funzioni coinvolte per la predisposizione e per la verifica delle relazioni di stima;
- il contenuto minimo del contratto regolante il rapporto con l'esperto indipendente;
- le informazioni minime che gli Esperti Indipendenti debbono fornire nelle proprie relazioni di stima con riguardo alle attività svolte, alle motivazioni sottese all'impiego di una determinata metodologia di valutazione, ai parametri, alle ipotesi nonché ai rischi considerati;
- i criteri di valorizzazione per i singoli *assets*.

Con riferimento infine ai compensi ordinari riconosciuti agli Esperti Indipendenti, si riporta di seguito, in forma schematica, la seguente informativa di sintesi:

<b>Società</b>	<b>Oggetto</b>	<b>Scadenza</b>	<b>Compenso ordinario</b>
PRAXI Spa	Valutazione portafoglio immobiliare e partecipazioni in società immobiliari	30/06/2016	€500,00 per immobile valutato + €2.000,00 per ogni società

dandosi ulteriormente atto che il predetto Esperto Indipendente non svolge nell'interesse di altri fondi gestiti dalla SGR, di quest'ultima o di società rientranti nel gruppo di appartenenza della stessa, attività diverse da quelle valutativa.

## 2 Nota Illustrativa

### 2.1 Il Mercato Immobiliare <sup>1</sup>

#### Il Quadro Macroeconomico

Nei paesi avanzati, e in particolare nell'Unione economica e monetaria, grazie all'azione di stimolo esercitata dalla politica monetaria, dal calo del prezzo del petrolio e dal deprezzamento dell'euro, si osserva nei primi mesi del 2015 un rafforzamento dell'attività economica. Nei paesi emergenti è in atto una fase di decelerazione ciclica; l'apprezzamento del dollaro e condizioni di domanda più deboli hanno favorito il calo dell'inflazione, tanto da spingere le banche centrali di Cina e India a una diminuzione dei tassi di interesse.

L'espansione ciclica resta vivace negli Stati Uniti, anche se nel primo trimestre del 2015 si è registrata una crescita più contenuta rispetto ai due trimestri precedenti.

A livello globale, il 2015 si è aperto con un interscambio più basso di beni rispetto alla media del quarto trimestre 2014.

Nell'area euro, i fattori esogeni che generano impulsi ciclici espansivi (*quantitative easing*, discesa dei prezzi dei beni energetici, deprezzamento del cambio) alimentano il miglioramento delle aspettative di famiglie e imprese. Nel marzo 2015, l'indice del clima di fiducia delle imprese è cresciuto grazie al rialzo delle attese riguardanti la produzione e la domanda di prodotti. Dopo l'accentuata discesa dei mesi scorsi, sembra essersi interrotta la fase di deprezzamento dell'euro e la discesa delle quotazioni del petrolio.

In tale contesto, il Fondo monetario internazionale ha rivisto al rialzo le stime di crescita per l'area Euro per l'anno corrente (da +1,2% a +1,5%) e per il 2016 (da +1,4% a +1,6%).

Nel settore delle costruzioni iniziano a delinearsi i primi segnali di miglioramento, pur con un andamento fortemente altalenante. L'avvio del 2015 è ancora contrassegnato da andamenti piuttosto incerti. Dopo due variazioni positive, a febbraio l'indice della produzione ha registrato un calo (-1,3% rispetto a gennaio) ma nella media del trimestre dicembre 2014 - febbraio 2015 l'indice è comunque aumentato dell'1,2% rispetto ai tre mesi precedenti. A tale risultato hanno contribuito anche le attività immobiliari.

Con riferimento alle componenti della domanda, la spesa per consumi delle famiglie ha continuato a mostrare un andamento moderatamente favorevole. La favorevole evoluzione dei consumi privati si è manifestata a fronte di una contrazione, nello stesso periodo, del reddito disponibile delle famiglie consumatrici. Ciò si è riflesso in una flessione della propensione al risparmio.

Indicazioni positive emergono anche con riferimento alla spesa per beni di investimento. Nel quarto trimestre del 2014, gli investimenti fissi lordi hanno registrato una variazione positiva (+0,2%) dopo cinque cali consecutivi. Questo risultato ha

---

<sup>1</sup> Fonti: *Scenari Immobiliari*, Banca d'Italia, ISTAT, Agenzia del Territorio, *Il Sole 24 Ore*, CBRE

beneficiario del favorevole andamento della componente delle attrezzature, macchinari e mezzi di trasporto (+0,2%), a fronte di una dinamica ancora negativa degli investimenti in costruzioni (-0,6%, essenzialmente dovuto alla contrazione della componente non residenziale). È proseguita, in misura appena più moderata rispetto ai mesi precedenti, la contrazione dei prestiti alle imprese. Secondo le indagini condotte presso le aziende, le condizioni di offerta di credito alle imprese sono lievemente migliorate, ma restano più difficili per quelle di minori dimensioni. È proseguito il calo dei tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie.

## **Il mercato immobiliare**

I prezzi del mercato immobiliare italiano hanno registrato una contrazione nel primo semestre del 2015 e anche per il secondo semestre si prospetta un calo.

E' quanto emerge dall'analisi del secondo Osservatorio Immobiliare 2015 di Nomisma condotta su 13 grandi città italiane. La contrazione registrata nel primo semestre, unita alle prospettive di ulteriore calo nella seconda metà dell'anno, evidenziano la tendenza recessiva che ancora caratterizza i valori immobiliari.

Per le abitazioni, gli sconti praticati si attestano nell'ordine del 16%. I tempi medi per finalizzare l'acquisto o l'affitto, dopo il leggero calo dello scorso anno, sono rimasti in media pressoché invariati nel primo semestre.

Nel primo semestre 2015 l'interesse potenziale, che ha investito il mercato immobiliare, ha faticato a tradursi in domanda reale.

Tra le principali cause di stagnazione del mercato immobiliare si rilevano la difficoltà di accesso al credito, l'eccessiva pressione fiscale sugli immobili e lo squilibrato rapporto tra stipendi e costo delle case, oltre all'evidente perdurare dell'andamento recessivo della nostra economia e all'incertezza che ad essa si accompagna.

Unico segnale positivo è dato dal mercato degli immobili ecosostenibili che hanno riscontrato un elevato interesse commerciale.

## **Il mercato "al dettaglio"**

Scenari immobiliari rileva che il residenziale è considerato una *asset class* attrattivo soprattutto in Europa e Asia. Ovunque i capitali vengono progressivamente spostati dal settore residenziale tradizionale a quello delle residenze specializzate. Le case per anziani, in considerazione soprattutto dell'invecchiamento della popolazione, sono uno dei segmenti a più alto potenziale di sviluppo, mentre le case per studenti attirano elevati investimenti nelle regioni dove si concentrano quote significative di popolazione studentesca.

In Italia il mercato immobiliare delle abitazioni continua la sua discesa. Tuttavia, secondo i dati dell'Agenzia delle Entrate, nel corso dell'anno il mercato ha mostrato tassi di calo in rallentamento. Nei primi tre mesi del 2015 si è osservata l'inversione di tendenza con il ritorno alla crescita del numero delle transazioni. Il rialzo delle

compravendite è il risultato di una buona performance delle aree del Nord e soprattutto del Centro. Al Sud si registra ancora un calo tendenziale, ma con intensità decisamente ridotta rispetto ai valori dei trimestri del 2013 e del 2014.

### **Il mercato "corporate"**

Secondo l'analisi di Scenari Immobiliari, il trend degli uffici è multiforme, con alcune città in evidente crescita e altre ancora in difficoltà. Ovunque, però, la domanda è dominata dai processi di riorganizzazione delle società che intendono ridurre i propri spazi. Il contenimento dei costi di gestione, però, non è il solo scopo. Le società perseguono obiettivi di maggiore efficienza per aumentare la produttività e migliorare la qualità lavorativa. La domanda, quindi, si concentra sugli spazi di alto livello sia dal punto di vista architettonico che tecnologico, attribuendo importanza crescente alla flessibilità.

Il *retail* è complessivamente in calo, soprattutto per le difficoltà della piccola distribuzione, anche se continua a rappresentare l'*asset class* privilegiata di un buon numero di società e offre interessanti prospettive di sviluppo in alcune aree, come l'Europa orientale. L'interesse è sempre più concentrato sui centri commerciali con format innovativi e sugli spazi legati all'e-commerce.

L'industriale produttivo è in difficoltà da vari anni e la maggior parte delle società ha dismesso una buona parte del patrimonio. In controtendenza la logistica, ma l'interesse dei fondi si limita agli spazi ad alto contenuto tecnologico e ben posizionati sia dal punto di vista della localizzazione che delle caratteristiche fisiche.

Secondo i dati dell'Agenzia del Territorio, il settore non residenziale, che comprende i mercati immobiliari del terziario, commerciale e produttivo, mostra ancora un calo delle compravendite su base annua, anche se le perdite risultano minori di quelle registrate negli ultimi anni.

### **I fondi immobiliari italiani**

I fondi immobiliari italiani stanno superando in modo positivo la doppia crisi economica ed immobiliare degli ultimi anni. Il crescente peso del settore immobiliare nel contesto economico è confermato dal ruolo sempre più importante degli strumenti di risparmio gestito che, nel complesso, rispondono meglio di altri all'esigenza da parte di investitori privati e istituzionali di trovare prodotti in grado di offrire un elevato livello di sicurezza e rendimenti competitivi. I principali ostacoli allo sviluppo dei fondi sono rappresentati da carenze legislative, soprattutto sul piano fiscale, a cui il governo sta cercando di porre rimedio con l'approvazione di interventi normativi mirati.

Dalla mappa mensile del risparmio gestito, pubblicata da Assogestioni a maggio 2015, risulta che l'industria del mercato gestito raccoglie 87,7 miliardi di Euro da inizio anno ed il patrimonio sale a quota 1.742 miliardi di Euro.

Nel 2014 si osserva un stabilizzazione del Nav in linea con gli anni precedenti seppur leggermente inferiore alla media europea . Le previsioni per il 2015 sono per un allineamento del Nav al trend europeo.

I fondi immobiliari in Italia presentano un *turn over* tra chiusura di fondi “familiari” e nuove aperture. Il tema dell’impatto sul mercato dei patrimoni dei fondi in scadenza sarà al centro delle discussioni anche nei prossimi anni.

L’indebitamento medio si mantiene costante evidenziando, tuttavia, delle oscillazioni tra i vari fondi. Sono molto differenziate anche le performance. Il Roe medio è ancora in territorio negativo, anche se in netto miglioramento rispetto agli anni scorsi. Relativamente all’*asset allocation*, si segnala un leggero incremento negli investimenti in immobili a destinazione d'uso uffici, soprattutto se situati nelle *top location*.

## 2.2 Composizione degli *assets* del Fondo, politiche di investimento e prospettive

Di seguito si riportano, in ordine decrescente di valore, i beni in cui è investito il Fondo:

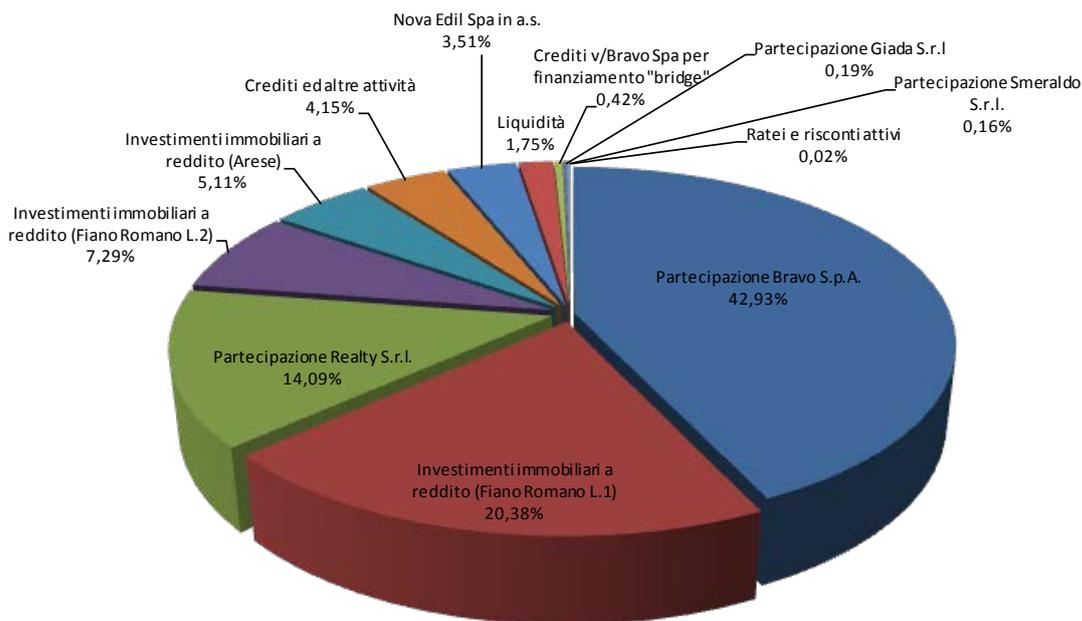
### FONDO GIOIELLO COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITA' AL 30.06.15:

Descrizione	Valore	%
Partecipazione Bravo S.p.A.	46.540.000	42,93%
Investimenti immobiliari a reddito (Fiano Romano L.1)	22.100.000	20,38%
Partecipazione Realty S.r.l.	15.280.000	14,09%
Investimenti immobiliari a reddito (Fiano Romano L.2)	7.900.000	7,29%
Investimenti immobiliari a reddito (Arese)	5.540.000	5,11%
Crediti ed altre attività	4.503.378	4,15%
Nova Edil S.r.l.	3.810.000	3,51%
Liquidità	1.895.585	1,75%
Crediti v/Bravo Spa per finanziamento "bridge"	450.000	0,42%
Partecipazione Giada S.r.l.	204.410	0,19%
Partecipazione Smeraldo S.r.l.	169.570	0,16%
Ratei e risconti attivi	21.954	0,02%
Partecipazione Logistica Gioiello S.r.l in liquidazione	0	0,00%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>108.414.897</b>	<b>100,00%</b>

Rispetto alla composizione delle attività al 31 dicembre 2014 (cfr. Rendiconto di gestione al 31.12.2014) non si evidenziano scostamenti di rilievo suscettibili di modificare in modo significativo l’*asset allocation* complessiva del Fondo.

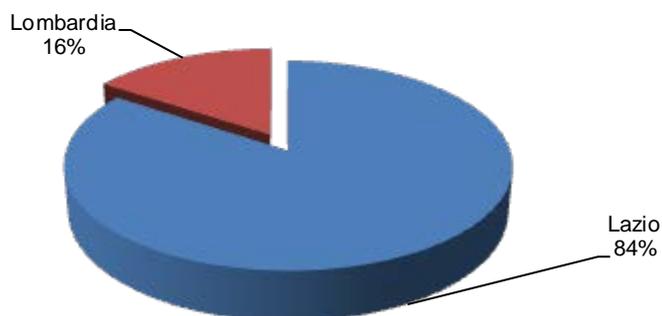
L’*asset allocation* viene di seguito graficamente rappresentato:

**FONDO GIOIELLO | ASSETS ALLOCATION AL 30-06-15**

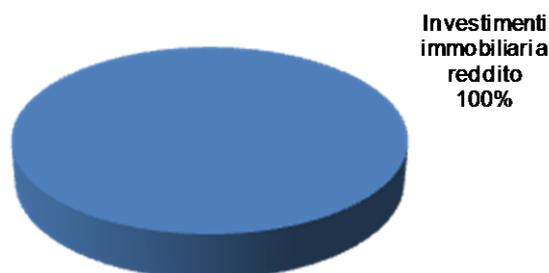


La ripartizioni per area geografica e per tipologia del portafoglio immobiliare detenuto direttamente dal Fondo al 30 giugno 2015 è la seguente:

**Fondo Gioiello 30.06.15 - ASSETS ALLOCATION  
 Per Area Geografica**



**Fondo Gioiello 30.06.15 - ASSETS ALLOCATION**  
**Per Tipologia**



Con riferimento alle *politiche di investimento* perseguite dal Fondo sino al suo scioglimento, si evidenzia come nel tempo sia proseguita una gestione “opportunistica” del portafoglio al cui interno sono stati “mixati” immobili “a reddito” e “a sviluppo” che, stante il carattere “generalistico” del Fondo, hanno avuto le più svariate destinazioni: dal commerciale alla logistica, dal direzionale al residenziale.

Sempre con l’obiettivo di raggiungere il rendimento prefissato, il Fondo – nei limiti previsti dal Regolamento – ha effettuato anche investimenti di carattere mobiliare ed in particolare in società ritenute comunque sinergiche.

Con riferimento al periodo successivo alla messa in liquidazione del Fondo, si segnala che la SGR, in considerazione anche del piano di smobilizzo degli attivi (approvato il 14 maggio 2013), non ha effettuato nuovi investimenti ma ha costituito, per conto del Fondo Gioiello la società “Logistica Gioiello Srl” che, come precedentemente indicato, è stata messa in liquidazione in data 21 maggio 2015. In tale società, dovevano essere conferiti i tre cespiti immobiliari direttamente detenuti dal Fondo; tuttavia, stante la mancata delibera da parte di Unicredit Spa e Banca Popolare di Vicenza Spa circa l’accollo a Logistica Gioiello Srl del finanziamento riguardante l’immobile di Fiano Romano, la SGR ha deciso di mettere in liquidazione la società.

Con riferimento alle prospettive future si segnala che la Borgosesia Gestione SGR nei prossimi mesi ritiene di poter terminare le operazioni riguardanti la chiusura della liquidazione del Fondo ed in particolare:

- la cessione di tutti o parte degli assets direttamente detenuti o conferimento degli stessi (insieme alle altre partecipazioni detenute dal Fondo) nella società Bravo Spa;
- l’estinzione di tutte le passività;
- l’assegnazione ai partecipanti del Fondo Gioiello delle partecipazioni in Bravo Spa (società detenuta al 100% dal Fondo Gioiello) e della liquidità residua.

## 2.3 Eventi significativi e commenti ai dati semestrali

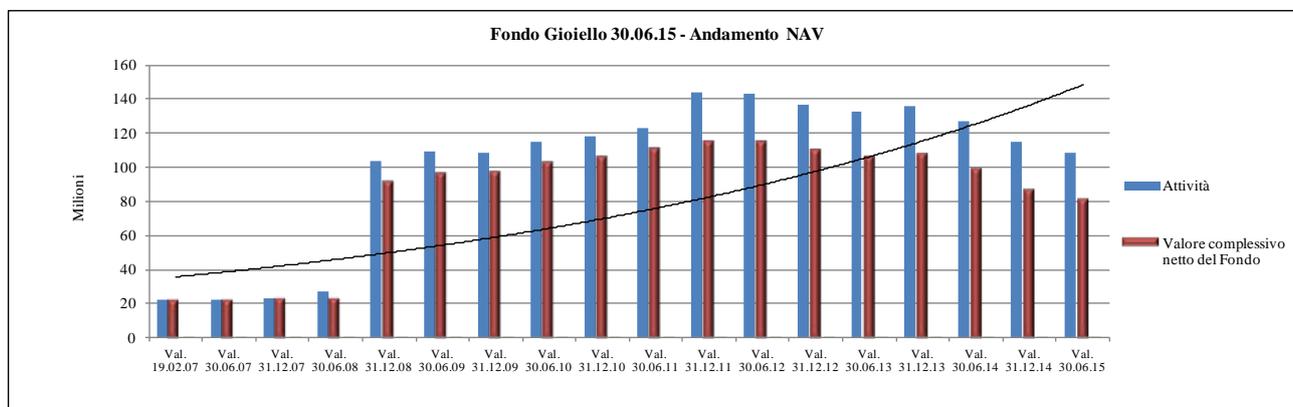
Si riporta di seguito, in formato tabellare e grafico, l'andamento del valore della quota e del patrimonio del Fondo:

- in forma tabellare:

Fondo Gioiello €	Val. 19.02.07	Val. 30.06.07	Val. 31.12.07	Val. 30.06.08	Val. 31.12.08	Val. 30.06.09	Val. 31.12.09	Val. 30.06.10	Val. 31.12.10	Val. 30.06.11
Attività	22.500.000,00	22.718.052,00	23.346.779,41	27.046.848,20	103.941.220,17	109.002.165,16	108.712.242,00	114.907.484,60	118.538.628,00	123.009.515,76
Valore complessivo netto del Fondo	22.500.000,00	22.701.302,00	23.209.198,54	23.429.312,02	91.482.173,02	96.671.148,03	96.886.498,32	102.959.692,37	105.994.714,96	110.900.747,74
Valore della quota	250.000,000	252.236,693	257.879,984	260.325,689	285.881,791	302.097,338	302.770,307	321.749,039	331.233,484	321.749,039

Fondo Gioiello €	Val. 30.06.11	Val. 31.12.11	Val. 30.06.12	Val. 31.12.12	Val. 30.06.13	Val. 31.12.13	Val. 30.06.14	Val. 31.12.14	Val. 30.06.15	IRR su valore nominale (19.2.07-30.6.14)
Attività	123.009.515,76	143.879.116,15	143.103.217,77	136.777.564,00	133.061.783,07	135.959.008,45	127.000.910,92	114.721.639,78	108.414.896,83	
Valore complessivo netto del Fondo	110.900.747,74	115.196.841,88	115.019.396,78	110.437.960,00	106.215.644,40	107.797.918,90	98.831.068,48	87.010.210,50	80.975.124,52	
Valore della quota	321.749,039	338.814,241	338.292,343	324.817,529	312.398,954	317.052,703	290.679,613	255.912,384	238.162,131	-1,45%

- in forma grafica:



Il rendimento conseguito dal Fondo sino a tutto il 30 giugno 2015 si attesta a -1,45%.

Con riferimento alle attività di gestione dei rischi e del loro controllo (c.d. "risk management") si evidenzia che, stante lo stato liquidatorio del Fondo e considerando le modalità con cui si procederà allo smobilizzo degli *assets* direttamente/indirettamente detenuti (cfr. piano di smobilizzo), la SGR, d'intesa col *Risk Manager*, ha confermato i rating assegnati nel periodo ante-liquidazione ed ha ritenuto opportuno focalizzare le attività connesse alla riduzione dei rischi valutando il processo di smobilizzo e la compatibilità dello stesso ai dettami normativi.

In particolare al Fondo Gioiello continua ad assegnarsi un *risk rating* pari ad A, corrispondente ad un livello di rischio/rendimento "floor" abbinato ad una classe "Core + II".

La tabella seguente mostra la classificazione adottata:

Classificazione	Punteggio	Rating	Spread over Euribor 6 mesi
Core I	Fino a 5	AA+	1% - 3%
Core II	Da 5,01 a 8	AA	3,01% - 6%
Core+ I	Da 8,01 a 11	A+	6,01% - 8%
Core+ II	Da 11,01 a 14	A	8,01% - 10%
Value Added I	Da 14,01 a 17	BB+	10,01% - 13%
Value Added II	Da 17,01 a 20	BB	13,01% - 15%
Opportunistic I	Da 20,01 a 22	B+	15,01% - 18%
Opportunistic II	Oltre 22	B	> 18%

Per maggiori approfondimenti e per i commenti ai dati semestrali si rinvia al successivo paragrafo.

### **Eventi significativi**

Di seguito sono riportati i principali avvenimenti del semestre.

La SGR per conto del Fondo Gioiello (come già indicato nel rendiconto al 31.12.2014) si è attivata per definire, con le banche “Unicredit” e “Banca Popolare di Vicenza”, le modalità più idonee per poter conferire gli immobili di Fiano Romano (Lotto 1 e Lotto 2) e Arese nella società “Logistica Gioiello Srl”.

Le banche finanziatrici, tuttavia, non hanno accordato l'accollo a Logistica Gioiello Srl del finanziamento riguardante l'immobile di Fiano Romano (immobile che, come previsto dal piano di smobilizzo del Fondo, doveva essere conferito in tale società).

Ad oggi è ancora in corso con gli istituti di credito la trattativa riguardante la richiesta di sospensione e/o pagamento parziale delle rate scadute sul finanziamento in *pool*.

Le caratteristiche riguardanti il finanziamento erogato da Unicredit e Banca Popolare di Vicenza sono di seguito riportate:

- L'importo complessivo originariamente accordato, pari a € 20.000.000,00, risulta ripartito in due linee come segue:

- (i) un finanziamento fondiario ai sensi dell'articolo 38 e seguenti del D.Lgs. 1° settembre 1993 n. 385 (il "T.U.B.") fino all'importo massimo complessivo in linea capitale pari al minore tra:
  - il 60% del valore di mercato dell'Immobile Fiano Romano (Lotto 1);
  - €16.500.000,00 (la “Linea A”).
- (ii) un finanziamento fondiario ai sensi dell'articolo 38 e seguenti del T.U.B. fino all'importo massimo complessivo in linea capitale pari al minore tra:
  - il 60% del valore di mercato dell'Immobile di Arese viale Luraghi;

- €3.500.000,00 (la "Linea B").

- La data di scadenza della Linea A e della Linea B coincide col 31 dicembre 2015, salvo esercizio dell'Opzione di Estensione.

- La modalità di rimborso è determinata nella misura del 6% della linea capitale da corrispondersi al 31 dicembre di ogni anno

- Il tasso di interesse risulta pari all'Euribor a 6 mesi divisore 360, maggiorato del margine pari a 550 punti base in ragione d'anno, e ciò con riferimento ad entrambe le linee.

A fronte del finanziamento in *pool* il Fondo ha rilasciato le seguenti garanzie:

- ipoteca di primo e secondo grado sugli immobili di Fiano Romano e Arese;
- costituzione in pegno di n. 82.565 azioni ordinarie aventi valore nominale pari a € 82.565,00 e rappresentative del 49% del capitale sociale di Bravo Spa, società come noto integralmente posseduta dal fondo; tale garanzia peraltro è cessata in quanto si è conclusa, positivamente per il Fondo, l'azione di rivendica promossa nel 2002 dalla Charter Luxembourg S.A. la cui causa era pendente presso la Corte di Cassazione;
- canalizzazione degli affitti relativi agli immobili di Fiano Romano e Arese e costituzione in pegno dei crediti nonché del saldo del conto corrente di afflusso;
- impegno alla decurtazione della linea capitale in presenza di eventi quali la stipula di nuovi contratti di locazioni con riferimento all'immobile di Fiano Romano e/o la dismissione degli immobili ex Gruppo Bertrand (ossia quelli detenuti dal fondo per il tramite di Nova Edil);
- impegno ad alimentare sino all'importo di €1.000.000 un conto corrente che rimarrà indisponibile per tutta la durata del mutuo. Si informa che tale impegno è stato dalla SGR rispettato mediante il versamento, per conto del Fondo Gioiello, dell'intero importo sul conto corrente denominato DSRA.

Per i motivi già illustrati la SGR per conto del Fondo Gioiello non ha provveduto al calcolo e alla verifica del rispetto dei *covenant* previsti nel contratto di finanziamento in *pool* ed ha sospeso i pagamenti riguardanti anche il mutuo di originari 8 milioni di euro erogato da Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato).

Con riferimento alle società partecipate dal Fondo si segnala che:

- al solo fine di consentire il pagamento di alcuni debiti e delle spese di chiusura di Logistica Gioiello Srl in liquidazione, è stato concesso ed erogato dal Fondo un finanziamento soci in conto capitale di Euro 25.000,00.

- per consentire alle società Nova Edil Srl, Smeraldo Srl e Realty Srl (società partecipate al 100% dal Fondo) di far fronte alle esigenze di liquidità e valorizzare al meglio le attività delle stesse, nonché agevolare il processo di liquidazione del Fondo, sono stati erogati per conto del Fondo Gioiello i finanziamenti di seguito indicati:

- un finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Nova Edil Srl di euro 130.000,00
- un finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Smeraldo Srl di euro 12.000,00
- un finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Realty Srl di euro 10.000,00.

L'attività di gestione posta in essere nel semestre con riferimento al portafoglio immobiliare detenuto direttamente e/o per il tramite di società partecipate può essere così riassunta:

#### **Immobili direttamente detenuti dal Fondo**

Relativamente ai comparti 1F-1E-1G dell'immobile di **Fiano Romano Lotto 1** (attualmente locati a "SG Soluzioni Logistiche Srl") si informa che - stante l'attuale crisi economica - sono stati rinegoziati i tre contratti di locazione prevedendo la risoluzione consensuale degli stessi e la sottoscrizione di unico nuovo contratto con canone annuo di circa 879.000 Euro.

Riguardo all'immobile di **Fiano Romano Lotto 2**, si segnala che è stato sottoscritto un addendum al contratto di locazione (attualmente in essere con "Gramma Farmaceutici Srl") che prevede in via temporanea ed eccezionale - stante l'attuale crisi economica - uno sconto del canone di locazione annuo pari ad euro 53.539 per il periodo dal 1 novembre 2014 al 31 ottobre 2015. Lo stesso conduttore si è reso inadempiente all'impegno contrattuale circa l'obbligo di prendere in locazione l'ulteriore porzione dell'immobile (circa 4.390 mq) da tempo occupato dagli organi della procedura fallimentare della società "New Poligraf Rome Srl".

Circa l'immobile **A5-UA5 di Arese**, si segnala che la controversia con il conduttore "Pirelli&C. Ambiente Srl" - già "Pirelli&C. Eco Technology" - è stata definita mediante un accordo transattivo che ha previsto: (i) la risoluzione consensuale dei contratti di locazione con contestuale restituzione degli immobili oggetto dei medesimi; (ii) il pagamento da parte di "Pirelli&C. Ambiente Srl" di un importo di Euro 1.600.000/00 (unmilionesecentomila/00) determinato a titolo di risarcimento, saldo e stralcio di ogni pretesa (compresi i crediti derivanti dai "tenant improvements") e dei diritti vantati dalle parti in relazione ai contratti e/o al Giudizio; (iii) la contestuale rinuncia avvalersi del Lodo per qualsivoglia ragione o causa; (iv) la restituzione da parte della Sgr delle garanzie rilasciate dal conduttore, con contestuale rinuncia ad ogni diritto dalle medesime derivanti.

### **Immobili detenuti da società partecipate**

In riferimento agli immobili detenuti dalle società partecipate si segnala che:

#### **Bravo Spa**

- per l'immobile di **Maniago (PN), via dell'Industria n. 10**, in data 11 febbraio 2015, la Bravo Spa ha riscattato dalla "Selmabipiemme Leasing Spa" il 100% l'immobile. In data 31 gennaio 2015 è stato risolto il contratto di locazione con la società "ZML Industries Spa" e in seguito si è proceduto alla vendita per euro 6.275.320 (allo stesso conduttore) di parte dell'immobile riscattato (porzione di mq 35.661).
- per l'immobile di **Prato (PO), via dei fossi 14/C**, sono stati sottoscritti vari contratti di locazione riguardanti diverse porzioni dell'edificio (per complessivi mq 966) aventi un canone di locazione annuo di euro 122.400.
- per l'immobile di **Arese (MI), Building 2 + Tunnel, v.le Alfa Romeo**, il conduttore "Avery Dennison Italia Srl" - in data 12 marzo 2015 - ha esercitato la facoltà di recesso dal contratto da 30 settembre 2015.
- per l'immobile di **Pistoia (PT) viale Adua n.77**, si segnala che è tuttora in corso il decreto ingiuntivo nei confronti del conduttore moroso "Ministero del Tesoro" il cui canone annuo è pari a €153.429;
- per l'immobile di **Prato (PO) via Ancona**, in data 13 febbraio 2015 si è proceduto alla vendita dell'immobile per euro 250.000;

#### **Smit Real Estate Srl**

- per l'immobile di **Schio (VI), via dell'Industria n. 135**, in data 24 aprile 2015, è stato presentato ricorso per l'ammissione di credito al passivo del fallimento di "ST Srl" già "Smit Textile Spa". Si informa che in data 21 maggio 2015 la società Smit Real Estate Srl è stata posta in liquidazione ai sensi dell'art. 2484 del codice civile.

#### **Fase Realty Srl<sup>(2)</sup>**

- in riferimento all'immobile di **Firenze (FI), v.le Guidoni nr. 40/42**, sono stati ultimati gli ulteriori lavori di manutenzione straordinaria concordati con il conduttore "Telecom Italia Spa".

---

<sup>2</sup> Società nella quale il Fondo detiene una partecipazione pari al 50% del capitale per il tramite di Realty Srl

### Commenti ai dati semestrali

La relazione semestrale al 30 giugno 2015 evidenzia un risultato negativo per € 6.035.086 la cui formazione può essere così sintetizzata (valori in €unità):

	€mgl
Minusvalenza da valutazione su partecipazione detenuta in Realty Srl	-1.230,0
Minusvalenza da valutazione su partecipazione detenuta in Bravo Spa	-1.080,0
Minusvalenza da valutazione su partecipazione detenuta in Nova Edil Srl	-160,0
Minusvalenza da valutazione su partecipazione detenuta in Logistica Gioiello Srl in liq.	-25,0
Minusvalenza da valutazione su partecipazione Giada S.r.l.	-8,6
Minusvalenza da valutazione su partecipazione Smeraldo S.r.l.	0,0
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	<b>-2.503,6</b>
Proventi per locazioni ed oneri accessori	1.302,6
Minusvalenze da valutazione su immobile in Fiano Romano (RM) Lotto 1	-2.904,8
Minusvalenze da valutazione su immobile in Fiano Romano (RM) Lotto 2	-1.103,5
Minusvalenze da valutazione su immobile in Arese (MI)	-510,0
Oneri per la gestione di beni immobili	-169,8
Imposte sugli immobili	-123,0
<b>Risultato gestione beni immobili</b>	<b>-3.508,5</b>
Proventi finanziari	0,0
Oneri finanziari ed altri oneri	-728,1
<b>Risultato gestione finanziaria</b>	<b>-728,1</b>
Commissione di gestione di competenza Borgosesia SGR	-303,9
Altri proventi ed altri oneri	1.009,1
<b>Perdita dell'esercizio</b>	<b>-6.035,1</b>

Sul risultato del semestre determinanti risultano essere gli effetti derivanti:

- in negativo, dalle minusvalenze registrate, sempre sulla base delle stime rassegnate dall'Esperto Indipendente, dalle partecipazioni detenute dal Fondo per complessivi 2.503 €mgl;
- in negativo, dalle minusvalenze registrate dagli immobili posseduti direttamente dal Fondo (per complessivi 4.518 €mgl) e dagli oneri finanziari per complessivi 728 €mgl (questi ultimi riferiti sia al mutuo di originari 20 milioni erogato da un pool di Banche formato da Unicredit Spa e Banca Popolare di Vicenza SCPA sia al mutuo di originari 8 milioni erogato da Banca Popolare di Vicenza SCPA);
- in positivo dai proventi per locazioni e oneri accessori pari a 1.303 €mgl.

Altre poste che contribuiscono alla formazione del risultato semestrale sono anche gli oneri per imposte e tasse sugli immobili (pari a 123 €mgl), gli oneri per

la gestione ordinaria degli stessi (pari a 170 €mgl) e la voce “altri proventi ed altri oneri” pari a 1.009 €mgl. Tale ultima voce tiene conto, in particolare, dell’accordo transattivo concluso, come in precedenza indicato, con il conduttore “Pirelli&C. Ambiente Srl” e riguardante l’immobile A5-UA5 di Arese.

Riguardo alla struttura finanziaria al 30 giugno 2015, giova segnalare che le disponibilità liquide del Fondo ammontano a circa 1.896 €mgl e che, anche in considerazione dell’aggiornamento del piano di smobilizzo del Fondo, si ritiene che lo stesso abbia adeguate risorse per fronteggiare le proprie obbligazioni.

Eventuali temporanei squilibri di cassa che dovessero verificarsi potranno essere fronteggiati nel breve periodo senza compromettere la capacità del Fondo di adempiere ai propri impegni.

## 2.4 Elenco delle partecipazioni detenute

Alla data del 30 giugno 2015 il Fondo detiene le partecipazioni indicate nel prospetto sotto riportato:

Società Partecipata	Tipo Società	Tipo di partecipazione	% Partecipazione	Costo Storico (€)	Valore al 31.12.14 (€) (1)	Valore al 30.06.15 (€) (1)	% su attività
Bravo Spa	Società immobiliare	Controllo	100,000%	40.735.000,00	47.620.000,00	46.540.000,00	42,93%
Realty Srl	Società immobiliare	Controllo	100,000%	7.762.000,00	16.510.000,00	15.280.000,00	14,09%
Nova Edil Srl (già Nova Edil Spa in a.s.)	Società immobiliare	Controllo	100,000%	4.352.126,96	3.970.000,00	3.810.000,00	3,51%
Smeraldo Srl (già Finanziaria Tessile Betrand Spa in a.s.)	Società non immobiliare	Controllo	100,000%	0,01	169.580,00	169.570,00	0,16%
Giada Srl (già Filati Betrand Spa in a.s.)	Società non immobiliare	Controllo	100,000%	309.349,55	212.980,00	204.410,00	0,19%
Logistica Gioiello Srl in liquidazione	Società immobiliare	Controllo	100,000%	10.000,00	0,00	0,00	0,00%
<b>TOTALE</b>				<b>53.168.477</b>	<b>68.482.560</b>	<b>66.003.980</b>	<b>60,88%</b>

<sup>(1)</sup> Inclusi eventuali importi per successive conversioni finanziamenti soci in conto capitale

## 2.5 Prestiti stipulati per il finanziamento delle operazioni di rimborso anticipato di quote

Il Fondo non ha contratto prestiti finalizzati al rimborso anticipato di quote.

## 2.6 Relazione di stima dell'Esperto Indipendente

PRAXI Spa, in qualità di Esperto Indipendente del Fondo, ha fornito i propri rapporti valutativi (allegati alla presente relazione) aventi ad oggetto gli immobili e le partecipazioni in società immobiliari detenute da dal Fondo.

L'Esperto Indipendente attribuisce i seguenti valori (in €/mgl):

- Fiano Romano (RM) Lotto 1	€	23.890 €/mgl
- Fiano Romano (RM) Lotto 2	€	8.540 €/mgl
- Arese (MI) V.le Luraghi s.n.c.	€	5.540 €/mgl
- Partecipazione 100% in Bravo Spa	€	46.540 €/mgl
- Partecipazione 100% in Realty Srl	€	15.280 €/mgl
- Partecipazione 100% in Nova Edil Spa in a.s.	€	3.810 €/mgl

Conformemente alla normativa di riferimento gli immobili sono valorizzati sulla base delle stime effettuate dall'Esperto Indipendente attraverso l'utilizzo di modelli di valutazione coerenti con quelli adottati nei precedenti esercizi.

Si evidenzia, inoltre, come le stime operate dall'Esperto Indipendente siano state oggetto di esame da parte della SGR all'esito del quale questa ha ritenuto di recepirne integralmente le risultanze ad eccezione degli immobili di Fiano Romano Lotto 1 e Lotto 2 per i quali la SGR ha ritenuto prudente considerare, come da trattativa in corso

riguardante la cessione degli immobili a primari operatori del settore, il possibile prezzo di cessione pari a complessivi Euro 30.000.000.

Si informa, ciò nondimeno, che in riferimento al prezzo di cessione connesso alla possibile vendita degli immobili denominati Lotto 1 e Lotto 2, la Praxi Spa (in qualità di Esperto Indipendente) ha rilasciato, in data 14 luglio 2015, regolare parere di congruità.

Sulla base di quanto appena indicato, si riporta il dettaglio delle plus/minusvalenze registrate nel semestre:

Immobile	Valore determinato 31.12.14	Capex	Acquisti (cessioni)	Plusvalenze	Minusvalenze	Valore determinato 30.06.15
Fiano Romano Lotto 2 (RM)	8.910.000	93.542			(1.103.542)	7.900.000
Arese-Lainate (MI)	6.050.000				(510.000)	5.540.000
Fiano Romano Lotto 1 (RM)	24.920.000	84.819			(2.904.819)	22.100.000
<b>TOTALE</b>	<b>39.880.000</b>	<b>178.360</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(4.518.360)</b>	<b>35.540.000</b>

Società Partecipata	Tipo di partecipazione	% Partecipazione (Diretta)	Valore al 31.12.14	2015			Valore al 30.06.15
				Acquisizioni e/o cessioni	Conversione Finanz.ti in Equity	Plusvalenze (minusvalenze) da valutazione	
Bravo Spa	Controllo	100,00%	47.620.000			-1.080.000	46.540.000
Realty Srl	Controllo	100,00%	16.510.000			-1.230.000	15.280.000
Nova Edil Srl (già Nova Edil Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	3.970.000			-160.000	3.810.000
Smeraldo Srl (già Finanziaria Tessile Betrand Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	169.580			-10	169.570
Giada Srl (già Filati Betrand Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	212.980			-8.570	204.410
Logistica Gioiello Srl	Controllo	100,00%	0		25000	-25.000	0
<b>TOTALE</b>			<b>68.482.560</b>	<b>0</b>	<b>25.000</b>	<b>-2.503.580</b>	<b>66.003.980</b>

## 2.7 Informazioni circa le operazioni di investimento/disinvestimento effettuate ed il gruppo di appartenenza della controparte

In forma tabellare vengono di seguito riepilogate le operazioni di investimento/disinvestimento concluse nel semestre di riferimento, il valore di ciascuna di queste nonché il gruppo di appartenenza della controparte:

Progressivo	Descrizione Operazione	Controvalore (€/mgl)	Controparte/ gruppo di appartenenza
1	Rafforzamento patrimoniale della società Logistica Gioiello Srl in liquidazione mediante finanziamento soci in conto capitale.	0,25	Logistica Gioiello Srl in liquidazione (società controllata al 100%)

Alla data della presente relazione non sono state perfezionate dal Fondo, operazioni in potenziale conflitto di interesse.

## **2.8 Informazioni circa il gruppo di appartenenza dell'Intermediario Finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei beni conferiti (o acquistati/ceduti) rispetto alla politica d'investimento (Mef n. 30 del 5 marzo 2015)**

Nel primo semestre 2015 il Fondo non si è avvalso dei servizi dell'Intermediario Finanziario incaricato dell'accertamento della compatibilità e della redditività dei beni ceduti rispetto alla politica d'investimento perché non si sono verificati i presupposti previsti dalla normativa primaria e regolamentare.

## **2.9 Altre informazioni ex Allegato IV 6.2 Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015**

Si riporta di seguito l'elenco dei beni immobili e diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo al 30.06.2015, secondo lo schema riportato nella Tavola C dell'Allegato IV 6.2 del Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione - Fondo Gioiello in liquidazione  
Relazione semestrale al 30 giugno 2015

N	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Reddittività dei beni locati				Costo storico (€)	Ipotecche (€)	Ulteriori informazioni
					Canone per m2 (€)	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
<b>Lombardia</b>											
1	ARESE (MI)	VIALE LURAGHI		1969	6.802					7.406.029	Iscrizione ipotecaria per Euro 40 mln a garanzia di mutuo ipotecario erogato da Unicredit e Banca Pop. Vicenza
		Edificio A5	Industriale		4.200		Porzione non locata				
		Edificio UA5	Uffici/Direzionale		836		Porzione non locata				
		Edificio UA5	Uffici/Direzionale		883		Porzione non locata				
		Edificio UA5	Uffici/Direzionale		883		Porzione non locata				
<b>Toscana</b>											
2	FIANO ROMANO (RM)	VIA DELLA MOLA SARACENA L.1		2006	35.917					30.030.000	Iscrizione ipotecaria per Euro 40 mln a garanzia di mutuo ipotecario erogato da Unicredit e Banca Pop. Vicenza
		(COMPARTO 1 F)	industriale/logistico		4.545	193,41	Affitto	15/04/2021	impresa commerciale		
		(COMPARTO 1 E)	industriale/logistico		4.510	194,91	Affitto	15/04/2021	impresa commerciale		
		(COMPARTO 1 G)	industriale/logistico		6.928	126,89	Affitto	15/04/2021	impresa commerciale		
		(COMPARTO 1 C-D)	industriale/logistico		8.884	55,26	Affitto	08/08/2019	impresa commerciale		
			11.050		Porzione non locata						
<b>Lazio</b>											
3	FIANO ROMANO (RM)	VIA DELLA MOLA SARACENA L.2		2006	16.247					14.128.447	Iscrizione ipotecaria per Euro 16 mln a garanzia di mutuo ipotecario erogato da Cariprato
		(COMPARTO 2 A-C)	industriale/logistico		10.440	51,28	Affitto	03/12/2018	impresa commerciale		
		(COMPARTO 2 B)	industriale/logistico		5.132		Porzione non locata				
					675		Porzione non locata				
<b>Totale</b>					<b>58.966</b>				<b>51.564.476</b>	<b>56.000.000</b>	

Si riporta la tabella di cui alla Tavola B par II.1, ALLEGATO IV.6.2, del Provvedimento Banca d'Italia 19.01.2015 relativa ai cespiti disinvestiti dal Fondo dall'avvio dell'operatività alla data del 30 giugno 2015.

Beni disinvestiti	Quantità	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo d'acquisto		Data	Ricavo di vendita			
Partecipazione in Publihome Srl	eur 49.500 - 50% su C.S.	27/03/08	224.500	224.500	05/12/2010	260.000	-	-	35.500
Partecipazione in Anemos Srl	eur 10.000 - 100% su C.S.	17/09/08	60.000	60.000	17/12/2009	70.000	-	-	10.000
Immobile in Firenze P.za Libertà		25/07/07	6.135.733	5.000.000	25/11/2011	5.000.000	75.827	-62.145	-997.761
Partecipazione in Asigest holding Spa	eur 1.490.560.- 13,04% su C.S.	17/04/08	1.490.560	1.490.560	17/12/2012	1.507.429	-	-	16.869
<b>TOTALE</b>			<b>7.910.793</b>	<b>6.775.060</b>		<b>6.837.429</b>	<b>75.827</b>	<b>-62.145</b>	<b>-935.392</b>

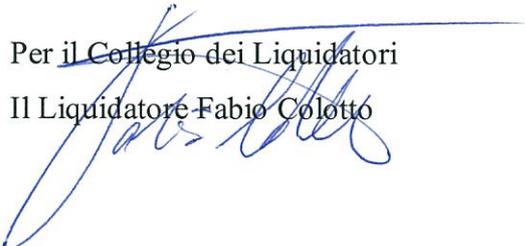
### 3 Allegati

**Allegato 1** Estratto Relazione di stima dell'Esperto  
Indipendente PRAXI S.p.A. al 30 giugno 2015  
(Portafoglio Immobiliare Fondo Gioiello);

**Allegato 2** Estratto Relazione di stima dell'Esperto  
Indipendente PRAXI S.p.A. al 30 giugno 2015  
(Partecipazioni in Società Immobiliari);

Per il Collegio dei Liquidatori

Il Liquidatore Fabio Colotto





**PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA**

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.  
20145 MILANO - Via Mario Pagano, 69/A - Tel. +39 02 43 002 - Fax +39 02 481 29 29  
praxi.milano@praxi.com - www.praxi.com

**ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE**

Spettabile

**BORGOESIA GESTIONI SGR S.p.A. in liquidazione**

Via dei Fossi 14/C

59100 PRATO

Milano, 6 Luglio 2015  
Ns. Rif.: SL/val 15.1780

Facendo seguito all'incarico affidatoci (Ns. Rif.: MM/val 13.8380 del 4 Settembre 2013) da BORGOSIA GESTIONI SGR S.p.A. in liquidazione, Società che gestisce il Fondo Comune di Investimento Immobiliare denominato "Gioiello", Praxi S.p.A., in qualità di Esperto indipendente, ha effettuato l'aggiornamento semestrale della stima del Valore di Mercato del patrimonio immobiliare in capo al suddetto Fondo, con riferimento alla data del 30 Giugno 2015.

La nostra attività è stata svolta in conformità con quanto disposto dal Regolamento Banca d'Italia del 19/1/2015 Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafi 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti) e dal DM 30 del 5/3/2015 (Art. 16).

La nostra attività di valutazione e la presente relazione di stima sono conformi agli standard fissati dal RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") - edizione 2014. **PRAXI Real Estate è Società di Valutazione "regulated by RICS" [Firm n° 710985].**

## **PATRIMONIO IMMOBILIARE**

Il Fondo Gioiello è costituito da **55 immobili**, tra fabbricati ed aree, per un Valore di Mercato complessivo al 30.06.2015 pari a poco più di **189 milioni di euro**, localizzati nel centro-nord Italia (per lo più in Piemonte, Toscana e Veneto).

**BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VERONA  
LONDON**

Sede Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 65 60 - Fax +39 011 650 21 82  
Aut. MLPS 13/I/0003868/03.04 e 39/0006096/MA004.A003 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01132750017

<i>Progr.</i>	<i>Indirizzo</i>
1	Agliana (PT), località Salceto
2	Agugliano (AN), loc. Montevarino - piazza Aldo Moro 25 (già via
3	Alghero (SS), loc. Capo Caccia - Porto Conte
4	Arese edifici A5 e UA5 - Lainate -(MI), viale Luraghi
5	Arese Building 2 - Garbagnate-Lainate (MI),
6	Arezzo, via Arturo Chiari 15
7	Benna (BI), via Garibaldi
8	Biella, via Addis Abeba
9a	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 8 e 94)
9b	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 9 e 95)
9c	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 16 e 85)
10	Biella, via don Sturzo
11	Biella, via Tripoli 16/C
12	Busto Arsizio (VA), via della Vite
13	Cantagallo (PO), frazione Usella - via di Migliana 10
14	Caprile (BI), frazione Noveis Basso
15	Casale sul Sile (TV), via Colombo
16	Coggiola (BI), località Cascina Vacchera
17	Cusano di Zoppola (PN), via Ellero 1/H
18	Fiano Romano (RM), via della Mola Saracena - 2° lotto
19	Firenze, viale Guidoni 40/42
20	Gaglianico (BI), via Matteotti 129
21	Maniago (PN), via dell'Industria 10
22	Marcon (VE), via Venier 3/via Pialoi
23	Marcon (VE), via Venier 7
24	Marcon (VE), via Venier 68 A (ex 74)
25	Mediglia (MI), via Caravaggio 34
26	Monastier (TV), via De Gasperi 5
27	Monastier (TV), via De Gasperi 9
28	Montebelluna (TV), via Fermi 12/14/16/18
29	Montemurlo (PO), via Amalfi 55
30	Montemurlo (PO), via Milano 5/7/9
31	Montemurlo (PO), via Palermo
32	Montemurlo (PO), via Puccini 97
33	Pistoia, viale Adua 77/79
34	Ponte di Piave (TV), via Postumia
35	Postioma di Paese (TV), via Gonnella 2/4/6/8

<i>Progr.</i>	<i>Indirizzo</i>
36	Postioma di Paese (TV), via Pastore
37	Prato, via Clementi 22/24/28/30/32
38	Prato, via Filzi 130/5-6-7-8-9
39	Prato, via dei Fossi 14/C
40	Prato, via dei Fossi 14/G
41	Prato, via Libero Grassi 39
42	Prato, via Purgatorio 62/64
43	Quarto d'Altino (VE), via Pascoli
44	San Giuliano Milanese (MI), via Nikolaj Vasilevic Gogol 6
45	Saronno (VA), zona stazione Saronno sud
46	Schio (VI), viale dell'Industria 135
47	Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62
48	Spinea (VE), via delle Industrie 30/32
49	Tarvisio (UD), via Roma
50	Trivero (BI), frazione Vico 21/22/24
51	Verrone (BI), strada Trossi 11
52	Fiano Romano (RM), via della Mola Saracena - 1° lotto
53	Gaglianico (BI), via Italia
54	Montemurlo (PO), via Aniene
55	Forte dei Marmi (LU), viale della Repubblica 3 - ex Hotel Nettuno

## DEFINIZIONE DI VALORE E CRITERI DI VALUTAZIONE

La valutazione ha determinato il Valore di Mercato degli immobili in oggetto.

Secondo la definizione del RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book"), per Valore di Mercato si intende l'ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, consapevole e senza coercizioni (RICS Red Book VPS4 1.2 - edizione 2014).

In relazione alle caratteristiche, alle destinazioni d'uso ed alle potenzialità di utilizzo di ciascun immobile, per la determinazione del Valore di Mercato sono stati adottati, in forma autonoma o combinati tra loro, i seguenti approcci:

### – metodo comparativo

Il Valore dell'immobile deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che

apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.

– **metodo della capitalizzazione**

Il Valore dell'immobile deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili (attraverso un processo del tutto analogo a quello sopra descritto trattando del metodo comparativo); il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima.

– **metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

Nel caso di aree edificabili ed immobili trasformabili, la valutazione è stata sviluppata applicando il criterio del Valore di Trasformazione; in base a tale criterio, il Valore attuale della proprietà deriva dalla attualizzazione del cash flow generato dall'operazione di sviluppo immobiliare, sulla base dei ricavi attesi e della sommatoria dei costi di realizzazione, tenendo conto degli oneri/proventi finanziari e del rischio imprenditoriale.

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, tenendo quindi conto dei contratti di locazione in essere, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfritto.

La nostra attività valutativa è stata condotta, sia dal punto di vista dei criteri estimativi che delle metodologie operative, nel rispetto delle normative vigenti e secondo le migliori prassi peritali a livello italiano ed internazionale.

## **ORIGINE DEI DATI UTILIZZATI NELLA STIMA**

La stima è basata sui dati fornitici dalla SGR, di seguito riportati in sintesi, che, in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati corretti ed aggiornati:

- documentazione catastale;
- planimetrie;
- dati urbanistici;

- contratti di locazione;
- rent roll (consistenze, riepilogo contratti e principali clausole e limitazioni);
- IMU e TASI;
- premio assicurativo;
- previsioni progettuali di sviluppo e SAL;
- bilanci /previsioni di bilancio delle Società.

In particolare, abbiamo desunto dalla documentazione fornitaci e dal confronto con il Fund Manager i dati relativi:

- alle consistenze degli immobili (si precisa che la congruità complessiva dei dati di consistenza è stata da noi verificata a campione, mediante misurazioni effettuate sulle planimetrie forniteci);
- ai contratti di locazione (unità immobiliari interessate, canoni, scadenze, step-up, opzioni di rinnovo e/o di recesso anticipato, ecc.);
- alle previsioni progettuali relative agli immobili interessati o destinati ad interventi di trasformazione (destinazioni, tempistiche, costi e oneri professionali, ecc.);
- ai bilanci per la valutazione delle Società in capo al Fondo, di cui ad una Relazione di Stima separata.

Derivano invece da nostre autonome analisi ed indagini i dati relativi a:

- valori/canoni di mercato, per le diverse destinazioni d'uso e zone interessate;
- determinazione tassi di capitalizzazione e di attualizzazione;
- costi a carico della proprietà riguardanti property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite (per gli immobili a reddito);
- costi di costruzione diretti ed indiretti (per gli interventi di ristrutturazione/trasformazione);
- prezzi finali di vendita e tempi di assorbimento del mercato, relativamente alle varie destinazioni d'uso di cui ai progetti di ristrutturazione/trasformazione.

## APPROCCI ESTIMATIVI

### *Motivazioni dei metodi scelti per i singoli assets*

In funzione delle specifiche caratteristiche degli immobili, delle destinazioni urbanistiche e locative sono state individuate opportune metodologie di valutazione così sintetizzabili:

- per gli immobili con consistenze limitate o con destinazioni d'uso/urbanistiche consolidate e non svilupparabili, costituiti dalle proprietà di *Agugliano, Alghero, Benna, Biella, Busto Arsizio, Caprile, Coggiola, Gaglianico, Mediglia, Monastier, Prato, San Giuliano Milanese*, abbiamo adottato il **metodo comparativo** che tiene conto dei parametri espressi dal mercato locale e della impossibilità di sviluppo. *Il Valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.*
- per gli immobili locati o locabili (a reddito), costituiti dalle residue proprietà generalmente caratterizzati da immobili strumentali (essenzialmente produttivi), abbiamo adottato il **metodo DCF** che tiene conto delle situazioni locative in essere nonché delle possibilità offerte dal mercato riguardo alla locazione degli immobili a nuovi soggetti. *Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.*
- per le aree libere edificabili o per gli immobili trasformabili, costituiti dalle proprietà di *Agliana, Montemurlo - via Palermo, Saronno, Tarvisio e Forte dei Marmi*, abbiamo adottato il **metodo della trasformazione** per tener conto delle potenzialità edificatorie derivanti dagli strumenti urbanistici, dal contesto insediativo circostante nonché dalla situazione del mercato locale; *per Valore di Trasformazione si intende il Valore di Mercato del bene nell'ipotesi della sua trasformazione secondo l'utilizzo previsto dagli strumenti urbanistici. Il Valore di Trasformazione si ricava determinando il Valore di Mercato finale della proprietà dopo la trasformazione, dedotti i costi da sostenere per realizzare la trasformazione stessa, tenendo conto della componente di rischio correlata alla aleatorietà dei tempi di realizzazione dell'intervento ed al futuro andamento del mercato immobiliare.*

### METODO COMPARATIVO

Il Valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables. Nello specifico alle superfici degli immobili con consistenze limitate o con destinazioni

d'uso/urbanistiche consolidate e non sviluppabili abbiamo attribuito valori unitari di mercato in funzione delle destinazioni d'uso e urbanistiche.

#### IMMOBILI A REDDITO

Per immobili a reddito si intendono gli immobili che si trovano in condizioni tali da essere in grado di generare per il proprietario un reddito locativo, senza necessità di interventi edilizi sostanziali, né di cambi di destinazione d'uso.

Gli immobili a reddito sono stati stimati attualizzando il cash-flow netto generato dai contratti di affitto in essere e/o prospettici; il prezzo di cessione finale di ciascun bene (terminal value) è stato determinato proiettando a fine periodo il canone di affitto di mercato, utilizzando un going-out cap rate che incorpora un adeguato spread, per tenere conto del rischio insito nella proiezione a lungo termine.

I **ricavi da locazione** sono stati desunti dai contratti di affitto in essere, ove esistenti, e da specifiche indagini di mercato da noi condotte nelle zone e per le tipologie interessate. Per le unità immobiliari sfitte e per quelle i cui contratti di affitto andranno a scadere nel corso del periodo di durata del cash-flow dell'investimento, si è tenuto debitamente conto dei tempi necessari alla messa/rimessa a reddito delle stesse, a condizioni di mercato (commercializzazione, periodi di "vacancy/free rent" e "step-up" ad inizio contratti, tempi correlati ad interventi di restyling, ecc.).

I **costi a carico della proprietà** (IMU, TASI, assicurazione, property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite) o sono stati forniti direttamente dalla Committente o sono stati determinati in modo analitico, sulla base dei dati inviati dalla SGR, ove disponibili, oppure di nostre autonome quantificazioni, basate sugli standard di mercato e sulle esperienze di immobili analoghi.

La **durata del cash-flow** dell'investimento è stata determinata facendo riferimento al numero di anni di un contratto di locazione ad uso diverso ed al tempo necessario, alla scadenza del suddetto contratto, per condurre a regime il nuovo contratto di affitto, previa rinegoziazione/negoziazione a condizioni di mercato del contratto stesso, e successivamente, nel momento di massimizzazione del reddito locativo e, conseguentemente, del prezzo di vendita finale, cedere l'immobile ad un investitore "ordinario".

Si precisa che la durata del cash-flow assunto a base della valutazione dell'immobile non è influenzata né subordinata alle scelte e alle decisioni di investimento della SGR, che possono coincidere o meno con l'atteggiamento dell'investitore "ordinario"; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions della presente stima si discostino da quanto contenuto nel business plan del Fondo.

## IMMOBILI TRASFORMABILI/DA VALORIZZARE

Per immobili trasformabili/da valorizzare si intendono gli immobili che necessitano (o per i quali è comunque opportuno, in ottica di migliore valorizzazione) di interventi edilizi di sostanziale entità, finalizzati alla realizzazione di un bene significativamente diverso (per caratteristiche, dimensioni, destinazione d'uso, ecc.) da quello attuale.

Gli immobili trasformabili/da valorizzare sono stati stimati sulla base del criterio del Valore di Trasformazione, per il quale il Valore del bene deriva dall'attualizzazione del cash flow (DCF) generato dall'operazione di sviluppo immobiliare, sulla base dei ricavi attesi e della sommatoria dei costi da sostenere per realizzare la trasformazione; un appropriato tasso di attualizzazione considera le componenti finanziarie ed il rischio imprenditoriale dell'operazione.

Gli elementi essenziali dei progetti/ipotesi progettuali di trasformazione sono stati desunti dalla documentazione fornitaci dalla SGR, che abbiamo assunto come completa ed aggiornata. Abbiamo comunque verificato la sostanziale fattibilità delle ipotesi di valorizzazione, basandoci sulla documentazione disponibile e su autonome verifiche urbanistico-edilizie.

La componente positiva del DCF è costituita dai futuri **ricavi** da vendita o da messa a reddito dell'immobile trasformato, che sono stati determinati, in relazione alle specifiche localizzazioni e destinazioni d'uso, a partire dalle quotazioni correnti di mercato, proiettate alla data di prevista vendita o messa a reddito sulla base di una ragionevole previsione di trend del mercato immobiliare.

I costi da sostenere per realizzare la trasformazione sono stati raggruppati in tre categorie principali: i **costi diretti di costruzione e**, ove necessario, **di demolizione** (corrispettivo da riconoscere all'impresa di costruzioni per la esecuzione "chiavi in mano" dei lavori), i **costi di concessione** (importi da versare e/o opere di interesse pubblico da realizzare, per ottenere dal Comune i titoli autorizzativi), e i **costi generali** (oneri professionali per progettazione, direzione lavori, ecc.; costi amministrativi e gestionali; provvigioni per commercializzazione).

I costi sono stati da noi stimati, sulla base delle previste caratteristiche degli immobili da realizzare, facendo riferimento ai parametri standard di mercato, nelle diverse aree geografiche interessate. In presenza di specifici contratti di appalto e/o di prestazione professionale, nella stima si sono considerati i costi a carico della proprietà previsti da tali contratti.

La **tempistica delle operazioni di sviluppo** è stata da noi determinata riguardo alla prevedibile durata dell'iter urbanistico-autorizzativo, ai tempi di realizzazione delle opere e di collocamento sul mercato degli immobili finiti, in relazione alla loro entità e caratteristiche ed agli specifici ambiti urbani in cui essi sono inseriti.

### **Indicazione dei comparables e delle fonti di provenienza e grado di attendibilità**

I parametri di mercato (applicati sia nella metodologia comparativa sia in quelle di trasformazione e dei DCF) sono stati determinati sulla base di indagini effettuate presso i principali operatori immobiliari locali e nazionali, nonché attraverso una analisi delle pubblicazioni di settore (Agenzia del Territorio, Scenari Immobiliari, Nomisma, ecc). I dati raccolti sono stati inoltre confrontati con la banca dati di Praxi, costantemente aggiornata grazie anche alle perizie effettuate ai fini della concessione dei mutui residenziali e del finanziamento corporate, e con il Centro Studi PRAXI Real Estate - Analisi e indagini di mercato.

#### VARIABILI MACROECONOMICHE E IMMOBILIARI

Il cash flow è espresso in moneta corrente, e quindi incorpora una previsione di inflazione (per l'indicizzazione dei costi) e di andamento del mercato immobiliare (per l'indicizzazione dei ricavi).

Il trend dell'**inflazione** è tratto dalle previsioni formulate da Consensus Economics (uno tra i principali Centri di ricerche economiche e finanziarie mondiali - [www.consensuseconomics.com](http://www.consensuseconomics.com)) e pubblicate sul numero di Aprile 2015 di Consensus Forecast, da cui è tratta la tabella seguente.

Italy											
* % change over previous year	Historical				Consensus Forecasts						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-2025 <sup>1</sup>
Gross Domestic Product*	0.6	-2.8	-1.7	-0.4	0.6	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1
Household Consumption*	0.0	-3.9	-2.9	0.3	0.6	0.8	1.0	1.0	0.9	1.1	1.2
Gross Fixed Investment*	-1.9	-9.3	-5.8	-3.3	0.0	1.7	2.1	2.4	2.0	2.2	1.7
Industrial Production*	1.2	6.4	2.1	0.8	0.7	2.2	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
<b>Consumer Prices*</b>	<b>2.8</b>	<b>3.1</b>	<b>1.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>
Current Account Balance (Euro bn)	-50.4	-6.9	15.5	29.6	39.4	38.9	18.6	15.8	16.1	6.3	2.2
10 Year Treasury Bond Yield, % <sup>2</sup>	7.0	4.5	4.1	1.9	1.4 <sup>3</sup>	1.7 <sup>4</sup>	1.9	2.4	2.9	3.3	4.1

Per i primi due anni (quattro semestri) del DCF è stato utilizzato il dato puntuale indicato da Consensus Forecast, mentre per il rimanente periodo si è considerata la media dei valori previsti, giungendo quindi al seguente risultato:

Trend inflazione 1^ semestre	0,05%		
Trend inflazione 2^ semestre	0,40%		
Trend inflazione 3^ semestre	0,40%		
Trend inflazione 4^ semestre	0,65%		
Trend inflazione dal 5^ semestre in poi	0,85%	<b>1,70%</b>	<b>annuo</b>

Il trend del **mercato immobiliare** è stato determinato separatamente per il primo biennio del cash-flow e per il periodo successivo.

Per il primo biennio la stima del trend è di tipo puntuale, e si basa sulle previsioni formulate da Nomisma nel rapporto del Marzo 2015, relative ai segmenti del mercato non residenziale (uffici e negozi).

Tavola 2

**13 grandi città – Previsioni dei prezzi medi degli immobili a valori correnti: confronto tra i valori elaborati a marzo 2015 e quelli di novembre 2014 (variazioni % annuali)**

	Abitazioni		Uffici		Negozi	
	Novembre 2014	Marzo 2015	Novembre 2014	Marzo 2015	Novembre 2014	Marzo 2015
2015	-2,0	-2,9	-2,4	-3,1	-2,1	-2,6
2016	+0,9	+0,9	+0,5	+0,2	+0,5	+0,4
2017	+2,3	+3,0	+2,3	+2,8	+2,0	+2,5

Fonte: Nomisma

Per il periodo successivo si è assunto che l'andamento del mercato immobiliare sia in linea con quello dell'inflazione, e si è quindi fatto riferimento alle previsioni di Consensus Forecast di cui sopra.

Complessivamente, il trend del mercato previsto nei DCF è perciò così configurato:

Trend mercato immobiliare 1^ semestre	-1,45%		
Trend mercato immobiliare 2^ semestre	0,15%		
Trend mercato immobiliare 3^ semestre	0,15%		
Trend mercato immobiliare 4^ semestre	1,35%		
Trend mercato immobiliare dal 5^ semestre in poi	0,85%	<b>1,70%</b>	<b>annuo</b>

Inoltre, per la determinazione del rendimento potenziale del capitale investito (equity) si sono anche formulate previsioni circa l'andamento dei Titoli di Stato a lungo termine (rendimento *risk free*) e dell'EurIRS (base per la determinazione del costo del debito a lungo termine).

Il trend dei Titoli di Stato è stato anch'esso desunto da Consensus Forecast, ed è pari al 3,1% annuo:

Italy											
* % change over previous year	Historical				Consensus Forecasts						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-2025 <sup>1</sup>
Gross Domestic Product*	0.6	-2.8	-1.7	-0.4	0.6	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1
Household Consumption*	0.0	-3.9	-2.9	0.3	0.6	0.8	1.0	1.0	0.9	1.1	1.2
Gross Fixed Investment*	-1.9	-9.3	-5.8	-3.3	0.0	1.7	2.1	2.4	2.0	2.2	1.7
Industrial Production*	1.2	-6.4	-3.1	-0.8	0.7	2.2	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
Consumer Prices*	2.8	3.1	1.2	0.2	0.1	0.8	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8
Current Account Balance (Euro bn)	50.4	6.0	15.5	20.6	39.4	38.9	18.6	15.8	16.1	6.3	2.2
10 Year Treasury Bond Yield, % <sup>2</sup>	7.0	4.5	4.1	1.9	1.4 <sup>3</sup>	1.7 <sup>4</sup>	1.9	2.4	2.9	3.3	4.1

Il trend dell'EurIRS è stato ipotizzato equivalente alla media dei valori degli ultimi dodici mesi, rilevata dalla stampa specializzata, ed è pari all'1,3% annuo:

Giugno 2014	2,0100		
Luglio 2014	1,8600		
Agosto 2014	1,6600		
Settembre 2014	1,6300		
Ottobre 2014	1,5300		
Novembre 2014	1,4200	media 12 mesi	1,3367
Dicembre 2014	1,2700		1,30
Gennaio 2015	1,0200		
Febbraio 2015	0,9700		
Marzo 2015	0,8400		
Aprile 2015	0,7100		
Maggio 2015	1,1200		

#### TASSI DI CAPITALIZZAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE

Nelle valutazioni sono stati utilizzati opportuni tassi di capitalizzazione e di attualizzazione, che sono stati determinati sulla base dei criteri qui di seguito esposti, tenendo conto dell'andamento previsionale delle variabili macroeconomiche e immobiliari, già illustrato.

#### Considerazioni generali in merito ai tassi

Il **tasso di capitalizzazione** corrisponde al rapporto che esiste, sul mercato, tra il rendimento locativo (affitto) ed il valore di un determinato immobile.

Di norma, nella prassi italiana si fa riferimento al rendimento lordo (il cosiddetto *cash on cash return*), cioè non si deducono dal reddito locativo le spese a carico della proprietà (imposte immobiliari, assicurazione, property management, ecc.).

Essendo comunque una grandezza che esprime il rendimento dell'investimento, il tasso di capitalizzazione implicitamente apprezza il rischio dell'investimento nell'immobile in esame, o quantomeno il rischio medio del cluster di mercato a cui l'immobile appartiene.

Il **tasso di attualizzazione** è la variabile matematica utilizzata per determinare il "valore equivalente", ad una certa data, di una grandezza economica che si genera in un differente momento temporale.

Nel caso degli investimenti immobiliari, questo tasso viene utilizzato per determinare il valore attuale dei costi e dei ricavi (*cash-flow*) previsti nell'arco dell'investimento stesso.

Il tasso di attualizzazione apprezza quindi il rischio specifico dell'operazione (oltre che l'andamento delle variabili macroeconomiche e finanziarie), e si differenzia quindi di caso in caso, in relazione alla natura, ubicazione, dimensione, ecc. dell'investimento immobiliare in esame.

In realtà, fra i due tassi esiste un rapporto diretto, tanto è vero che, (a parità di altre variabili ed a condizione che entrambi i procedimenti vengono correttamente sviluppati), la stima del Valore di Mercato di un immobile a reddito elaborata tramite la capitalizzazione diretta oppure tramite il DCF dovrebbe condurre al medesimo risultato.

I fattori di differenziazione sono essenzialmente due:

- come già ricordato, nella prassi italiana il tasso di capitalizzazione è riferito al reddito locativo lordo, mentre il tasso di attualizzazione viene applicato ad un cash-flow dove si detraggono dal reddito locativo lordo i costi “immobiliari” a carico della proprietà (che, sulla base dei dati raccolti nel nostro database, attualmente corrispondono in media al 12% del canone lordo);
- il procedimento di capitalizzazione considera una rendita costante perpetua (e quindi è “al netto” del futuro andamento del mercato immobiliare), mentre nel DCF i costi ed i ricavi che concorrono a determinare il cash-flow sono indicizzati sulla base del prevedibile andamento dell’inflazione e del mercato.

### Rendimenti di mercato

In linea teorica, nel caso di immobili a reddito, il rendimento di un investimento immobiliare incorpora implicitamente due fattori:

- la componente risk-free
- la componente di premio al rischio specifica dell’investimento immobiliare di cui si tratta.

Va opportunamente precisato che, nell’approccio valutativo adottato da Praxi, il rendimento immobiliare viene ricavato direttamente da una indagine di mercato, estesa all’intero territorio nazionale e riferita alle principali tipologie: uffici e negozi tradizionali; ricettivo; grande distribuzione; leisure and entertainment; logistico-produttivo.

Per ciascuna tipologia viene determinato il range di oscillazione del rendimento lordo, con riferimento ad un best case e ad un worst case; all’interno di tale intervallo, il tasso di capitalizzazione dell’immobile in esame viene determinato sulla base della sua situazione e condizione specifica, con riferimento a:

- situazione locativa (qualità e numero degli inquilini, condizioni e clausole dei contratti di affitto, rischio sfitto)
- fattori estrinseci (validità della localizzazione, a livello nazionale e locale, e trend del mercato di riferimento)
- fattori intrinseci (qualità e stato manutentivo, fungibilità, flessibilità, taglio dimensionale).

Dai rendimenti lordi (tassi di capitalizzazione) deriviamo il range del tasso di attualizzazione da utilizzare nel DCF degli immobili a reddito, tenendo conto dell’incidenza dei costi a carico della proprietà e del trend previsionale del mercato immobiliare. Il posizionamento puntuale all’interno di tale range settoriale dipende dai fattori di rischio specifici del singolo immobile.

Il range del tasso di attualizzazione da utilizzare nel DCF degli immobili in sviluppo (Valore di Trasformazione) incorpora un ulteriore premio per il rischio proprio delle operazioni di sviluppo, che attualmente quantifichiamo nel 6% sulla base di osservazioni empiriche di mercato. Anche per il Valore di trasformazione, il posizionamento puntuale all’interno del range dei tassi di attualizzazione dipende dai fattori di rischio specifici della singola operazione di sviluppo.

Da quanto sopra esposto, risulta evidente che il nostro approccio non adotta una metodologia WACC per la determinazione del tasso di attualizzazione del DCF.

E' comunque possibile risalire a ritroso alla remunerazione dell'equity investito, sulla base della leva finanziaria e del costo del finanziamento di un investimento immobiliare standard che abbiamo rilevato dal mercato.

Il risultato di questo calcolo a ritroso è esposto nello sviluppo della valutazione dei singoli immobili, immediatamente sotto al "tachimetro", che evidenzia visivamente il grado di rischio attribuito all'immobile oggetto di stima, rispetto al range del segmento immobiliare cui l'immobile stesso appartiene.

#### Utile dell'imprenditore (investitore)

In conformità con gli standard estimativi internazionali e secondo le consolidate *best practices* del mercato italiano, questo approccio estimativo considera la remunerazione dei capitali investiti all'interno del tasso di attualizzazione: la remunerazione prevista per l'equity corrisponde al tasso di rendimento (IRR) per l'investitore, mentre il tasso complessivo (che deriva dalla media ponderata tra la remunerazione dell'equity ed il costo del debito) corrisponde all'IRR dell'investimento.

#### Durata del DCF

Il nostro modello di DCF per la stima del Valore di Mercato degli immobili a reddito prevede una durata standard di 15 anni, con scansione semestrale. Tale periodo consente di includere l'intero ciclo di un contratto di locazione ordinario (6+6 anni), più gli eventuali tempi di vacancy e messa a reddito, e quindi, in termini generali, consente la normalizzazione del flusso di reddito locativo e la determinazione del terminal value per capitalizzazione diretta, utilizzando il canone dell'ultimo periodo ed il *going out cap rate* di cui sopra.

### **PRECISAZIONI E ASSUMPTIONS**

- ❑ Le consistenze immobiliari corrispondono sostanzialmente alla GEA - Gross External Area, come internazionalmente definita, e sono state fornite dalla SGR.
- ❑ Per lo sviluppo della stima abbiamo quindi determinato la superficie virtuale degli immobili, attribuendo alle diverse tipologie di superficie una ponderazione rappresentativa del loro pregio immobiliare. In particolare, gli spazi accessori sono stati virtualizzati in proporzione sia alla loro collocazione/consistenza/quantità all'interno dell'immobile sia alle superfici ed alle destinazioni degli spazi principali nonché ai parametri assegnati agli stessi.
- ❑ Negli sviluppi valutativi degli immobili sono stati considerati gli stati occupazionali, così come ci sono stati comunicati dalla SGR.

- Si segnala che non sono stati ancora ultimati gli immobili di Monastier (i cantieri sono inattivi da quasi due anni).
- Nella stima si è tenuto conto del fatto che gli immobili in gran parte risultano in piena proprietà e per il resto in comproprietà o in proprietà superficiaria, in alcuni casi contemplando le quote facenti capo al Fondo in esame.
- Per gli immobili a reddito, vengono riportati nel foglio “DCF” dello sviluppo valutativo alcuni indicatori significativi, oltre al Valore di Mercato ed alla quota di sfritto, utili alla interpretazione sintetica dei risultati della valutazione:
  - Canone attuale, che corrisponde al Canone annuo generato complessivamente dai contratti di locazione in essere.
  - Rendimento attuale, che costituisce la redditività dei contratti di locazione in essere, rispetto al Valore di Mercato delle unità attualmente locate.
  - Canone di Mercato, che rappresenta il Canone Locativo di Mercato totale dell’immobile, secondo i parametri determinati dalla stima.
  - Rendimento di mercato, che coincide con il *cap rate* dell’immobile.
  - Capex, che riguarda l’ammontare complessivo degli interventi iniziali di ripristino/ristrutturazione previsti a carico della proprietà, comprensivi degli investimenti programmati nel corso degli anni dalla proprietà stessa.
  - Reversionary yield (rapporto tra il Canone Locativo di Mercato ed il Valore di Mercato, più l’eventuale CAPEX iniziale, determinati dalla stima), che corrisponde al rendimento teoricamente ottenibile da un investitore che acquistasse l’immobile ad un prezzo equivalente al Valore di stima e ottenesse di metterlo interamente a reddito, a condizioni equivalenti al Canone di Mercato stimato.
- Le valutazioni dei veicoli Societari sono state riportate in un Report separato.

## **METODOLOGIA DI LAVORO**

La nostra attività ha riguardato solamente la determinazione del Valore di Mercato degli immobili in portafoglio al Fondo Gioiello e, in conformità all’incarico affidatoci, non ha compreso attività di due diligence e rilievo, né accessi presso uffici pubblici per indagini edilizie, catastali, ecc. (anche se, ai fini della verifica della situazione urbanistica degli immobili in Agliana, Forte dei Marmi, Montemurlo - via Palermo, Saronno e Tarvisio, abbiamo effettuato specifici accertamenti presso gli Uffici Tecnici dei rispettivi Comuni).

A supporto della valutazione si è perciò assunta la documentazione tecnica fornitaci dalla proprietà, da cui, in particolare, abbiamo rilevato le consistenze e le destinazioni d’uso, senza effettuare alcuna ulteriore verifica.

Contestualmente abbiamo effettuato specifiche indagini di mercato nelle zone interessate, coinvolgendo intermediari ed operatori del settore immobiliare e verificando, ove possibile,

anche casi di transazioni recenti; tali informazioni hanno integrato ed aggiornato la banca dati sul mercato immobiliare già in possesso della nostra Società.

## **VARIAZIONI INTERVENUTE RISPETTO ALLA PRECEDENTE VALUTAZIONE**

Rispetto al semestre precedente i Valori di Mercato degli immobili si attestano su livelli inferiori (complessivamente intorno al 5%); tra i fattori che hanno prodotto questo andamento sono da evidenziare:

- il persistere della flessione dei parametri di mercato;
- l'ulteriore allungamento dei tempi di vendita e di locazione, che penalizza il flusso dei ricavi attesi per le unità sfitte;
- la necessità di prevedere agevolazioni contrattuali (periodi di free rent, *step-up*, ecc.) e/o lavori di ripristino e personalizzazione degli ambienti, per "conquistare" nuovi inquilini, in uno scenario di mercato dove l'offerta è sempre sovrabbondante e la domanda, al contrario, rimane piuttosto scarsa e molto selettiva;
- il fenomeno della rinegoziazione anticipata dei contratti di locazione in essere, che erode la redditività degli immobili affittati, e che accresce in generale il rischio locativo.

Si tratta di fenomeni negativi presenti sul mercato ormai da diverso tempo, che producono effetti sempre più sensibili sui valori immobiliari anche semplicemente a motivo della loro persistenza, senza che si avvertano sintomi o segnali di una possibile inversione di tendenza nel futuro a breve termine.

Riguardo ai tassi, si rileva:

- per gli immobili a reddito, una tendenziale diminuzione sul mercato dei cap rate, per effetto della diminuzione del rendimento dei Titoli di Stato ed anche di un certo miglioramento delle condizioni di accesso al finanziamento bancario; grazie a questo fenomeno, si nota una relativamente maggiore competitività dell'investimento immobiliare, rispetto a forme di investimento alternative;
- per le aree edificabili o per gli immobili trasformabili/da valorizzare, orientativamente un aumento del tasso di attualizzazione, dovuto all'ancora elevato rischio imprenditoriale dell'operazione di sviluppo immobiliare, visti il perdurare della crisi economica e, quindi, la sempre maggior incertezza di un adeguato ritorno dell'investimento.

### *Variazioni dell'oggetto della stima*

Nel semestre trascorso sono stati alienati l'immobile, di proprietà della Società Bravo S.p.A. (Società facente capo al Fondo Immobiliare Gioiello), sito in Montemurlo (PO) - via Ancona 18 ed una porzione (denominata Lotto MR) del complesso industriale, anch'esso di proprietà della Società Bravo S.p.A. (Società facente capo al Fondo Immobiliare Gioiello), ubicato in Maniago (PN), via dell'Industria 10.

### *Variazioni di natura giuridica, normativa e contrattuale*

Il Fondo Gioiello con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013, previa conforme autorizzazione da parte del Comitato consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti, è stato posto in liquidazione. Con successiva delibera in data 14 maggio 2013, il Consiglio di Amministrazione ha provveduto ad approvare il piano di realizzo degli attivi dello stesso. Durante il periodo di liquidazione, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività del Fondo.

La Direttiva Europea 2011/61/UE dell'8 Giugno 2011 concernente i gestori di fondi di investimento alternativi (Direttiva AIFMD) è stata recepita in Italia con i seguenti provvedimenti normativi:

- ❑ DM n. 30 del 5 Marzo 2015 (entrato in vigore il 3/4/2015), che abroga il DM 228 del 24 Maggio 1999)
- ❑ Regolamento Banca d'Italia del 19 Gennaio 2015, che integra ed aggiorna il Regolamento Banca d'Italia del 8 Maggio 2012
- ❑ Regolamento congiunto Banca d'Italia/CONSOB del 19 Gennaio 2015, che integra ed aggiorna il Regolamento congiunto del 29 Ottobre 2007.

Nel semestre trascorso sono stati risolti contratti di affitto, liberati spazi occupati, rinegoziati canoni e stipulati nuovi contratti di locazione.

### *Variazioni di natura estimativa*

Si segnala la variazione delle variabili di natura macroeconomica e finanziaria utilizzate nel DCF: nel dettaglio il Trend EurIRS si assesta al 1,3% e il Trend dei Titoli di Stato al 3,1%.

Inoltre, rispetto alla precedente valutazione semestrale, nella stima si è fatto riferimento ad un prevedibile trend dei costi (inflazione), che recepisce per i primi due anni (quattro semestri) del DCF, il dato puntuale indicato da Consensus Forecast, mentre per il rimanente periodo si è considerata la media dei valori previsti.

Allo stesso modo il trend del mercato immobiliare è stato determinato separatamente per il primo biennio del cash-flow e per il periodo successivo. Per il primo biennio la stima del trend è di tipo puntuale, e si basa sulle previsioni formulate da Nomisma nel rapporto del Marzo 2015, relative ai segmenti del mercato non residenziale (uffici e negozi). Per il periodo successivo si è assunto che l'andamento del mercato immobiliare sia in linea con quello dell'inflazione, e si è quindi fatto riferimento alle previsioni di Consensus Forecast.

Rispetto alla valutazione semestrale al 31/12/2014, si è ritenuto opportuno affinare il modello previsionale di inflazione e trend di mercato, introducendo la stima puntuale dei valori per il primo biennio, al fine di rendere il DCF maggiormente sensibile all'andamento di breve periodo.

Le principali variazioni in termini di valore assoluto (uguali/superiori a € 50.000) rispetto alla scorsa valutazione semestrale si registrano sui seguenti immobili:

Progr.	Società	Indirizzo	NOTE SU VARIAZIONI EFFETTUATE
1	Bravo S.p.A.	Agliana (PT), località Salceto	aggiornamento tasso di attualizzazione
4	Fondo Gioiello	Arese edifici A5 e UA5 - Lainate -(MI), viale Luraghi	aggiornamento tassi - incremento vacancy e capex/investimenti programmati (immobile totalmente sfritto)
5	Bravo S.p.A.	Arese Building 2 - Garbagnate-Lainate (MI),	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (IMU + TASI) - diminuzione capex/investimenti programmati - incremento vacancy - recesso anticipato di uno degli inquilini con effetto dal 30/09/2015
6	Bravo S.p.A.	Arezzo, via Arturo Chiari 15	aggiornamento tassi - diminuzione canone di mercato
18	Fondo Gioiello	Fiano Romano (RM), via della Mola Saracena - 2° lotto	aggiornamento tassi - diminuzione canone di mercato e capex/investimenti programmati - inadempienza impegno attuale affittuario a condurre in locazione anche porzione sfritta
19	Fase Realty S.r.l.	Firenze, viale Guidoni 40/42	aggiornamento tassi - diminuzione canone di mercato - incremento vacancy
21	Bravo S.p.A.	Maniago (PN), via dell'Industria 10	alienazione porzione immobiliare - aggiornamento tassi - incremento vacancy - risoluzione contratto con inquilino
26	Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 5	riduzione parametri di vendita
30	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Milano 5/7/9	aggiornamento tassi - incremento vacancy - diminuzione capex/investimenti programmati - stipula addendum con un inquilino (sconto mensile)
31	Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Palermo	aggiornamento tasso di attualizzazione - diminuzione costi e ricavi
34	Bravo S.p.A.	Ponte di Piave (TV), via Postumia	aggiornamento tassi - diminuzione capex/investimenti programmati - incremento vacancy - procedura di sfratto nei confronti di un inquilino
35	Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Gonnella 2/4/6/8	aggiornamento tassi - diminuzione costi a carico proprietà (TASI) - aumento capex/investimenti programmati - incremento vacancy - risoluzione contratto per fallimento di un conduttore
39	Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/C	aggiornamento tassi - diminuzione capex/investimenti programmati - incremento vacancy - stipula cinque nuovi contratti, di cui tre con free-rent ed uno con sconto
42	Bravo S.p.A.	Prato, via Purgatorio 62/64	aggiornamento tassi - diminuzione costi a carico proprietà (IMU) - aumento capex/investimenti programmati - incremento vacancy - risoluzione contratto con un inquilino
45	Nova Edil S.p.A.	Saronno (VA), zona stazione Saronno sud	aggiornamento tasso di attualizzazione
46	Smit Real Estate S.r.l.	Schio (VI), viale dell'Industria 135	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (assicurazione -> in precedenza a carico inquilino) - diminuzione percentuale inesigibilità/morosità canoni - riduzione canone di mercato e valore potenzialità edificatoria residua - incremento vacancy (immobile sfritto -> il conduttore è fallito)
47	Bravo S.p.A.	Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62	aggiornamento tassi - incremento vacancy
49	Bravo S.p.A.	Tarvisio (UD), via Roma	aggiornamento tasso di attualizzazione
51	Bravo S.p.A.	Verrone (BI), strada Trossi 11	aggiornamento tassi - diminuzione canone di mercato
52	Fondo Gioiello	Fiano Romano (RM), via della Mola Saracena - 1° lotto	aggiornamento tassi - aumento costi a carico proprietà (IMU+TASI) - diminuzione canone di mercato - incremento vacancy - stipula nuovo contratto con sconto, previa risoluzione contratti precedenti - revisione superfici
55	Okatan S.r.l.	Forte dei Marmi (LU), viale della Repubblica 3 - ex Hotel Nettuno	aggiornamento tasso di attualizzazione

## GRUPPO DI LAVORO

La presente valutazione è stata elaborata dal seguente gruppo di lavoro:

- Antonio Gamba (Legale rappresentante di Praxi S.p.A., iscritto all'Albo degli Ingegneri di Milano al n° A 8913 dal 1966) - *Coordinatore del progetto*
- Massimo Maestri MRICS (n° 1279512 dal 2008) - *Responsabile tecnico del progetto*
- Saverio Latocca - *Senior valuer*
- Centro Studi PRAXI Real Estate

L'editing è stato curato dal team di back-office della Sede PRAXI di Milano.

## CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base di quanto riportato in precedenza e nel Report di Stima successivo, è nostra opinione che il Valore di Mercato degli immobili in capo al FONDO GIOIELLO, con riferimento alla data del 30 Giugno 2015, sia pari a:

**€ 189.229.500,00 (euro centottantanovemilioniduecentoventinovemilacinquecento/00)**

così raggruppati per società:

PROGR.	SOCIETA	VALORE DI MERCATO AL 30 Giugno 2015		
1	Bravo S.p.A.			€ 70.013.000
2	Fase Realty S.r.l.			€ 57.950.000
3	Fondo Gioiello			€ 37.970.000
4	Nova Edil S.p.A.			€ 4.676.500
5	Smit Real Estate S.r.l.			€ 11.420.000
6	Okatan S.r.l.			€ 7.200.000
	<b>Valore complessivo</b>			<b>€ 189.229.500</b>

Nel Report di Stima sono descritti analiticamente gli immobili e i procedimenti di valutazione adottati.

La presente relazione è sottoscritta da Antonio Gamba in qualità di Legale Rappresentante di PRAXI S.p.A. e da Massimo Maestri in qualità di Responsabile Tecnico della valutazione; si dichiara che entrambi i firmatari sono in possesso dei requisiti prescritti dal comma 2 dell'art. 16 del DM 30/2015.

Restando a disposizione per ogni chiarimento, ci è gradita l'occasione per porgere distinti saluti.

Praxi S.p.A.  
*Responsabile Tecnico*

Massimo Maestri




Praxi S.p.A.  
*Legale Rappresentante*

Antonio Gamba





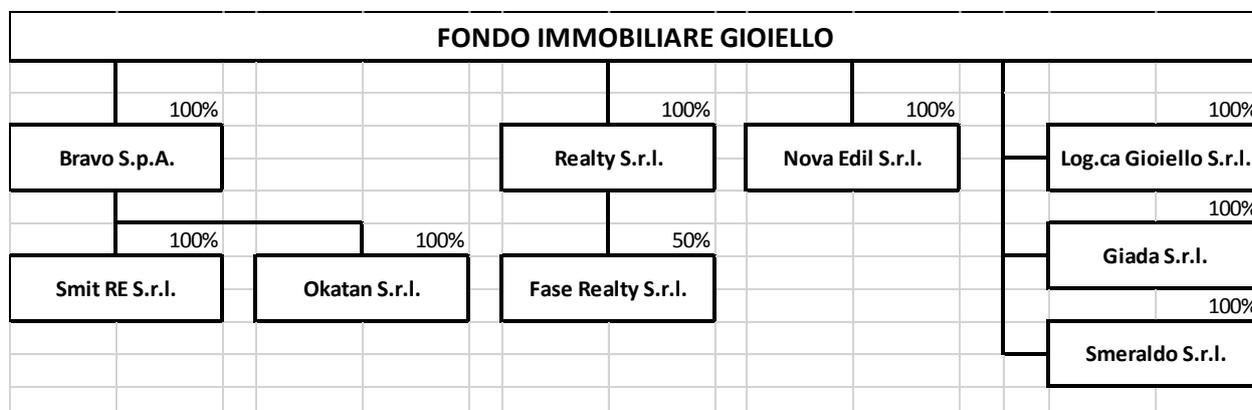

Spettabile  
**BORGOSIESIA GESTIONI SGR S.p.A. in liquidazione**  
Via dei Fossi 14/C  
59100 PRATO

Milano, 6 Luglio 2015  
Ns. Rif.: PG/val 15.1780A

Facendo seguito all'incarico conferitoci, esponiamo nella presente i risultati della valutazione, con riferimento della stima al **30 Giugno 2015**, del Capitale Economico delle seguenti Società controllate dalla Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. (in liquidazione) attraverso il Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso denominato **"GIOIELLO"**:

- **BRAVO S.p.A.**
- **SMIT REAL ESTATE S.R.L.**
- **OKATAN S.R.L.**
- **REALTY S.R.L.**
- **FASE REALTY S.R.L.**
- **NOVA EDIL S.R.L.**
- **LOGISTICA GIOIELLO S.R.L.**
- **GIADA S.R.L.**
- **SMERALDO S.R.L.**

La struttura e l'entità delle partecipazioni si articolano come segue:



## EVENTI SIGNIFICATIVI

Il Fondo Gioiello è stato posto in liquidazione con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013 previa conforme autorizzazione da parte del Comitato Consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti. Con successiva delibera in data 14 maggio 2013 il Consiglio di Amministrazione ha poi provveduto ad approvare il piano di realizzo degli attivi dello stesso. Durante il periodo di liquidazione, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività del Fondo sulla base del piano di realizzo come sopra approvato.

In data 3 luglio 2013, in nome e per conto del Fondo Gioiello, la SGR ha proceduto alla costituzione di una *newco* "Logistica Gioiello S.r.l." ad oggi in liquidazione. Al 31/12/2014, la Logistica Gioiello presentava un deficit contabile (Patrimonio Netto negativo) pari a € 2.889.

Al 30/06/2015 il Fondo Gioiello deteneva il controllo anche delle società immobiliari denominate GIADA S.r.l. e SMERALDO S.r.l. Per queste società, che alla data del 31/12/2014 non possedevano immobili, il valore del loro Capitale Economico è stato considerato pari al Patrimonio Netto a tale data (Vedasi l'**ALLEGATO** in calce a questa relazione per i relativi Bilanci).

## SCOPO DELLA STIMA E CRITERI DI VALUTAZIONE

Questa stima è stata effettuata ai fini della determinazione del valore complessivo netto del Fondo e in ottemperanza ai criteri di valutazione indicati al Capitolo IV, paragrafi da 2.4.5 a 2.9 del Provvedimento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 Aprile 2005 e successive modifiche e integrazioni.

La valutazione delle Società è stata da noi sviluppata utilizzando il criterio metodologico, tra quelli prevalentemente utilizzati dalla prassi professionale, giudicato più idoneo allo scopo.

Nel caso specifico è stato adottato il "metodo patrimoniale semplice" che conduce alla determinazione del patrimonio netto rettificato. Per Valore del Capitale Economico (*Equity Value*) si intende quindi il Patrimonio Netto delle Società risultante dalla differenza del totale delle attività e delle passività di bilancio, opportunamente valutate e, se necessario, rettificate.

Il Patrimonio Netto Rettificato costituisce quindi la base per la valutazione delle partecipazioni detenute da Borgosesia Gestioni SGR S.p.A.

La determinazione del valore di mercato degli immobili di proprietà è descritta nella Relazione di stima immobiliare Rif.: SL/val 15.1780 del 6 Luglio 2015, da noi redatta con riferimento alla data del 30 Giugno 2015.

## PREMESSE E LIMITI DELL'INCARICO

Le Società sono state valutate in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale (*going concern*), senza sostanziali mutamenti di direzione e di gestione (c.d. ipotesi

“stand alone”) in quanto non disponiamo al momento attuale di informazioni tali da consentirci di determinare gli eventuali riflessi economici, sui valori patrimoniali, che potrebbero derivare dalla messa in liquidazione del Fondo Gioiello.

Si è presunto, altresì, che le società che presentano un deficit patrimoniale vengano ricapitalizzate nei termini di legge.

Il nostro lavoro si è basato su dati e informazioni storiche e prospettive disponibili alla data di predisposizione del presente documento, forniteci dal Management della Società.

Le rettifiche IAS/IFRS 17 – ove applicabili – sono riferite alle consistenze patrimoniali evidenziate dai bilanci civilistici al 31/12/2014 con l’unica eccezione di BRAVO S.p.A. a seguito del riscatto di alcune porzioni di immobile in Maniago avvenuto nel primo semestre 2015. Per le Società che non presentano la necessità di operare rettifiche derivanti dalla presenza di leasing finanziari, si è fatto riferimento al loro Patrimonio Netto di bilancio al 31/12/2014.

Il Management ci ha inoltre confermato che nell’arco di tempo intercorso dal 1° Gennaio 2015 alla data della presente relazione non si sono manifestati altri eventi economicamente o giuridicamente rilevanti.

Non rientrano nell’ambito di questo incarico lo svolgimento di procedure di revisione contabile o verifiche atte ad accertare l’eventuale esistenza di attività o passività, di qualsiasi natura, non risultanti dai bilanci utilizzati ai fini della valutazione.

Come già indicato nel capitolo precedente, la finalità del nostro lavoro è quella di stimare il valore corrente teorico della partecipazione. Questo valore non deve essere inteso come possibile prezzo di cessione della Società.

Al fine di determinare quest’ultimo sarebbe infatti necessario sviluppare ulteriori considerazioni quali l’eventuale urgenza di una delle parti contraenti a concludere l’operazione e le potenziali sinergie conseguibili dalla transazione. Occorrerebbe altresì prendere in esame altri elementi quali, per esempio, la situazione finanziaria, attuale e prospettica, della Società, l’identità e gli scopi delle parti contraenti e gli eventuali specifici accordi sottoscritti dalle parti.

I risultati ai quali si perviene nella presente relazione di stima non potranno pertanto essere utilizzati per finalità diverse da quelle previste dal presente incarico.

## CONCLUSIONI DI VALORE

In base a quanto più dettagliatamente esposto nella relazione allegata, è nostra opinione che il Valore di Mercato (*fair value*) del Capitale Economico delle società oggetto di stima, con riferimento alla data del 30/06/2015, sia pari a:

<b>BRAVO S.P.A.</b>	<b>€ 46.540.000,00)</b> <b>(Euro quarantasei milioni cinquecento quaranta mila/00)</b>
<b>REALTY S.R.L.</b>	<b>€ 15.280.000,00</b> <b>(Euro quindici milioni duecento ottanta mila/00)</b>
<b>NOVA EDIL S.R.L.</b>	<b>€ 3.810.000,00</b> <b>(Euro tre milioni ottocento dieci mila/00)</b>

I predetti importi includono il valore delle partecipazioni nelle seguenti società il cui Capitale Economico - riferito alla data del 30/06/2015 - è riportato qui di seguito.

**BRAVO SPA**, partecipazione del **100%** nel capitale delle Società:

<b>SMIT RE S.R.L.</b>	<b>(€ 4.891.000,00)</b> <b>(Meno Euro quattro milioni ottocento novantuno mila/00)</b>
<b>OKATAN S.R.L.</b>	<b>€ 4.520.000,00</b> <b>(Euro quattro milioni cinquecento ventimila/00)</b>

**REALTY SRL**, partecipazione del **50%** nel capitale della Società:

<b>FASE REALTY S.R.L.</b>	<b>€ 30.564.000,00</b> <b>(Euro trenta milioni cinquecento sessanta quattromila/00)</b>
---------------------------	--

Società controllate direttamente dal Fondo Gioiello (Patrimonio Netto):

<b>LOG. GIOIELLO S.R.L.</b>	<b>(€ 2.889,00)</b> <b>(Meno euro duemila ottocento ottantanove/00)</b>
<b>GIADA S.R.L.</b>	<b>€ 204.410,00</b> <b>(Euro duecento quattromila quattrocento dieci/00)</b>
<b>SMERALDO S.R.L.</b>	<b>€ 169.570,00</b> <b>(Euro cento sessantanove mila cinquecentosettanta/00)</b>

Restando a disposizione per ogni eventuale chiarimento ci è gradita l'occasione per porgere i migliori saluti.

Praxi S.p.A.  
*Legale Rappresentante*  
Antonio Gamba



*Relazione di Stima*

**BRAVO S.P.A.**

**Valutazione del Capitale Economico**

**al**

**30 Giugno 2015**

## BRAVO S.p.A.

La Società è proprietaria di 34 immobili ubicati prevalentemente in Toscana e Veneto.

### EVENTI SUCCESSIVI AL BILANCIO 31/12/14 E RETTIFICHE AI SENSI DELLA NORMATIVA IAS17

Gli immobili ubicati in *Maniago - Via dell'Industria 10* e in *Arese - Building 2* sono oggetto di contratti di leasing finanziario accessi con vari Enti.

Nel corso del semestre dal 01/01/2015 al 30/06/2015 si è proceduto al riscatto e alla vendita delle seguenti porzioni dell'immobile ubicato in Maniago (PN) - via dell'Industria 10:

	Importo riscatto		Ricavo vendita	Plusvalenza	Imposta
Sub 1 riscattato e venduto	2.818.442	)>	6.275.320	3.456.878	1.116.321
Sub 2 riscattato e venduto	2.915	)		(2.915)	
Sub 3 immobile riscattato	2.236.885				
	<b>5.058.242</b>		<b>6.275.320</b>	<b>3.453.963</b>	<b>1.116.321</b>

E' stato inoltre ceduto l'immobile di Montemurlo (PO) - via Ancona 18, con i seguenti effetti:

			Ricavo vendita	Minusvalenza	Imposta
Valore contabile Cespite	456.509				
F.ammortamento	(144.974)				
F.svalutazione	(28.874)				
	<b>282.661</b>		<b>250.000</b>	<b>(32.661)</b>	<b>0</b>

La situazione contabile al 31/12/2014 viene pertanto rettificata come segue, con riferimento al 30/06/2015:

	In Euro
<b>Patrimonio Netto 31/12/14 di Bilancio</b>	<b>43.152.023</b>
Plusvalenza netta vendita immobili (2015)	2.304.981
Rettifiche IAS 17 al 31/12/14 (su imm.li residui al 30/06/15)	2.553.766
<b>PN rettificato per eventi successivi al 31/12/14 e IAS 17</b>	<b>48.010.770</b>

### VALUTAZIONE IMMOBILI E RELATIVE RETTIFICHE

La nostra stima delle unità immobiliari facenti capo alla Bravo SpA individua in **Euro 70.013.000** il loro Valore di Mercato al 30 Giugno 2015.

La rettifica del PN della Bravo S.p.A. al 30/06/2015, derivante dalla stima a valore di mercato degli immobili, coerente con il cd “metodo patrimoniale semplice”, si sviluppa pertanto come segue:

		<i>In Euro</i>
<b>VM Immobili al 30/06/2015</b>		<b>70.013.000</b>
Valore di bilancio immobili (IAS17)		<b>(65.619.774)</b>
<b>Plusvalore</b>		<b>4.393.226</b>
Imposte latenti	31,4%	<b>(1.379.473)</b>
<b>Plusvalore netto</b>		<b>3.013.753</b>

Sul plusvalore immobiliare che emerge dalla stima è stata calcolata un imposta latente nella misura del 31,4%.

#### VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI E RELATIVE RETTIFICHE

Alla data del 30/06/2015 la Bravo S.p.A. detiene il 100% del capitale delle società SMIT RE Srl e OKATAN Srl, la valutazione delle quali è illustrata nei capitoli successivi.

Si procede quindi alla rettifica del valore di bilancio delle partecipazioni come segue:

<b>SMIT RE Srl</b>		<i>In Euro</i>
<b>Capitale Economico al 30/06/2015</b>		<b>(4.891.440)</b>
Fdo copertura perdite Smit RE		591.407
<b>Plusvalore (minusvalore) netto</b>		<b>(4.300.033)</b>

<b>OKATAN Srl</b>		
<b>Capitale Economico al 30/06/2015</b>		<b>4.523.789</b>
Valore di bilancio Imm. Finanz.		4.704.583
<b>Plusvalore (minusvalore) netto</b>		<b>(180.794)</b>

#### RIEPILOGO RETTIFICHE AL PATRIMONIO NETTO DI BRAVO SPA

A seguito di quanto precedentemente esposto, il PN IAS 17 della Bravo S.p.A. subisce le seguenti rettifiche:

Ns. Rif.: PG/val 15.1780A del 6 Luglio 2015

	<i>In Euro</i>
<b>PN IAS17 (al 30/06/2015)</b>	<b>48.010.770</b>
Plusvalore su Immobili	3.013.753
Plusv. (minusv.) Smit Re	<b>(4.300.033)</b>
Plusv. (minusv.) Okatan	<b>(180.794)</b>
<b>Capitale Economico al 30/06/2015</b>	<b>46.543.696</b>
<b>Valore arrotondato in</b>	<b>46.540.000</b>

Nelle due pagine seguenti riportiamo i dati di Bilancio al 31 Dicembre 2012, 2013 e 2014.

<b>BRAVO S.p.A.</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b>		<b>Sch. 1</b>
		<b>STATO PATRIMONIALE</b>		
				<b>€ '000</b>
	<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	
	<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	
	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>	
<b>Immobilizzazioni Immateriali</b>				
Costi di impianto e ampliamento	15	11	7	
	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	
<b>Immobilizzazioni Materiali</b>				
Terreni e fabbricati	46.484	44.396	46.940	
Impianti e macchinario	194 )>	326 )>	148	
Altri beni	0 )	)		
	<b>46.678</b>	<b>44.723</b>	<b>47.087</b>	
<b>Immobilizzazioni Finanziarie</b>				
Part.ni/crediti vs Società Controllate	7.745	4.705	5.159	
Partecipazioni Società Collegate	0	0	0	
Partecipaz./fin.ti altre imprese	0	555	1	
Depositi cauzionali	127	10	7	
	<b>7.871,2</b>	<b>5.270</b>	<b>5.167</b>	
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>54.565</b>	<b>50.004</b>	<b>52.261</b>	
<b>Attivo circolante</b>				
Rimanenze	5	5	5	
Crediti verso clienti	1.611	1.620	1.536	
Crediti verso soc. controllate	5.221	6.018	602	
Crediti verso soc. collegate	2.157	2.720	3.715	
Crediti per imposte	4.588	4.441	6.649	
Altri crediti	2.679	1.888	198	
Disponibilità liquide	4.159	92	1.435	
<b>Totale attivo circolante</b>	<b>20.419</b>	<b>16.783</b>	<b>14.139</b>	
<b>Ratei e risconti</b>	<b>3.783</b>	<b>2.811</b>	<b>2.458</b>	
<b>Totale attivo</b>	<b>78.767</b>	<b>69.597</b>	<b>68.859</b>	
<b>Patrimonio netto</b>				
Capitale sociale	169	169	169	
Riserva legale	24	92	92	
Riserva di rivalutazione	32.280	32.280	32.280	
Altre riserve	3.359	4.646	4.646	
Versamenti in conto capitale	18.876	21.326	21.326	
Riserva da rettifiche IAS 17	0	0	0	
Utile (perdita) a nuovo	(3.191)	(3.191)	(9.182)	
Utile (Perdita) di esercizio	1.354	(5.991)	(6.177)	
	<b>52.871</b>	<b>49.330</b>	<b>43.152</b>	
<b>Fondi rischi e oneri</b>				
		<b>591</b>	<b>5.218</b>	
<b>Fondi Imposte</b>				
	<b>4.800</b>	<b>3.712</b>	<b>2.475</b>	
<b>TFR</b>				
	<b>91</b>	<b>104</b>	<b>116</b>	
<b>Debiti</b>				
Verso Soci per finanziamenti	0	0	0	
Verso banche e altri finanziatori	9.742	8.468	7.685	
Verso società di leasing	0	0	0	
Verso fornitori	2.679	982	1.515	
Verso controllanti/consociate	4.050	1.021	1.582	
Debiti tributari	2.336	3.327	5.245	
Verso altri	1.447	1.385	1.243	
<b>Totale passivo circolante</b>	<b>20.254</b>	<b>15.183</b>	<b>17.269,3</b>	
<b>RR passivi</b>				
	<b>752</b>	<b>678</b>	<b>628</b>	
<b>Totale passivo</b>	<b>78.767</b>	<b>69.597</b>	<b>68.859</b>	

<b>BRAVO S.p.A.</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/ 06/ 2015</b>		<b>Sch. 1</b>
		<b>CONTO ECONOMICO</b>		<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	
		<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>
		<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>
<b><u>Valore della produzione</u></b>				
Ricavi		4.924	5.178	4.657
Var.ne rimanenze		0	0	289
Altri ricavi		4.638	521	871
<b>Totale ricavi</b>		<b>9.562</b>	<b>5.699</b>	<b>5.816</b>
<b><u>Costi della produzione</u></b>				
Materiali		0	0	8
Servizi		865	724	1.138
Godimento beni di terzi		2.710	2.541	2.563
Personale		183	216	272
Ammort. Imm. Immat.		63	4	4
Ammort. Imm. Materiali		1.826	1.853	1.389
Accantonamenti e svalutazioni		420	706	6.078
Oneri diversi di gestione		844	1.401	1.833
<b>Totale costi</b>		<b>6.912</b>	<b>7.445</b>	<b>13.284</b>
<b>Margine operativo</b>		<b>2.650</b>	<b>(1.746)</b>	<b>(7.468)</b>
Oneri (proventi) diversi		(319)	(283)	(269)
Oneri finanziari		526	216	214
Sopravenienze e svalutazioni		0	3.631	831
<b>Totali altri oneri (proventi)</b>		<b>207</b>	<b>3.565</b>	<b>776</b>
<b>Risultato ante imposte</b>		<b>2.443</b>	<b>(5.310)</b>	<b>(8.245)</b>
Imposte		(1.088)	(681)	2.067
<b>Utile (perdita) netto</b>		<b>1.354</b>	<b>(5.991)</b>	<b>(6.177)</b>

**Relazione di Stima**

**SMIT RE S.R.L.**

**Valutazione del Capitale Economico**

**al**

**30 Giugno 2015**

## SMIT RE S.R.L

La SMIT RE Srl è controllata al 100% dalla Bravo S.p.A.

La Società è utilizzatrice di un complesso immobiliare in Schio - Viale dell'Industria 135, locato a terzi, oggetto di contratti di leasing finanziario accessi con Intesa Leasing S.p.A. e LEASINT S.p.A.

La situazione contabile al 31/12/2014 viene rettificata ai sensi della normativa IAS17, con i seguenti effetti complessivi:

				<i>In Euro</i>
		Bilancio al 31/12/2014	Rettifiche IAS 17	Valore rettificato
<b>Immobili</b>		<b>4.181.162</b>	<b>12.653.941</b>	<b>16.835.103</b>
Altre att.tà (pass.tà) nette		(7.797.875)	(8.513.565)	(16.311.440)
<b>Patrimonio Netto</b>		<b>(3.616.713)</b>	<b>4.140.376</b>	<b>523.663</b>

La nostra stima del predetto immobile individua in **Euro 11,42 milioni** il suo Valore di Mercato alla data del 30 Giugno 2015. La rettifica del valore di bilancio del Patrimonio Netto IAS 17 in conseguenza della predetta valutazione si sviluppa come segue:

		<i>In Euro</i>
<b>VM Immobili al 30/06/2015</b>		<b>11.420.000</b>
Valore di bilancio (IAS17)		(16.835.103)
<b>Plusvalore (minusvalore) netto</b>		<b>(5.415.103)</b>
Imposte latenti		n.c.
PN IAS17 (Bilancio al 31/12/2014)		523.663
<b>Capitale Economico al 30/06/2015</b>		<b>(4.891.440)</b>
<b>Valore arrotondato in</b>		<b>(4.891.000)</b>

Nelle due pagine seguenti riportiamo i dati di Bilancio al 31 Dicembre 2012, 2013 e 2014.

SMIT REAL ESTATE srl		VALUTAZIONE AL 30/ 06/ 2015		Sch. 1
		STATO PATRIMONIALE		
				€ '000
		Bilancio Civilistico 31/12/2012	Bilancio Civilistico 31/12/2013	Bilancio Civilistico 31/12/2014
<b><u>Immobilizzazioni Immateriali</u></b>				
Costi di impianto e ampliamento		1	1	1
		1	1	1
<b><u>Immobilizzazioni Materiali</u></b>				
Terreni e fabbricati		0	0	0
Impianti e macchinario		0	0	0
Immobilizzazioni in corso		4.181	4.181	4.181
		4.181	4.181	4.181
<b><u>Immobilizzazioni Finanziarie</u></b>				
		0	0	0
<b>Totale Immobilizzazioni</b>		<b>4.183</b>	<b>4.182</b>	<b>4.182</b>
<b><u>Attivo circolante</u></b>				
Crediti vs clienti		2.597	2.991	3.040
Crediti vs controllanti		0	422	532
Crediti tributari		1.808	333	236
Crediti vari		37	28	0
Disponibilità liquide		19	1	2
<b>Totale attivo circolante</b>		<b>4.462</b>	<b>3.776</b>	<b>3.810</b>
<b><u>Ratei e risconti</u></b>				
		<b>21</b>	<b>20</b>	<b>24</b>
<b>Totale attivo</b>		<b>8.666</b>	<b>7.978</b>	<b>8.015</b>
<b><u>Patrimonio netto</u></b>				
Capitale sociale		10	10	10
Riserva legale		0	14	14
Altre riserve		0	262	262
Altre riserve IAS		0	0	0
Versamenti a copertura perdite		1.645	1.645	1.645
Utile (perdita) a nuovo		(1.039)	(1.039)	(3.386)
Utile (Perdita) di esercizio		276	(2.347)	(2.162)
		<b>892</b>	<b>(1.455)</b>	<b>(3.617)</b>
<b><u>Fondi rischi e oneri</u></b>				
		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b><u>TFR</u></b>				
		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b><u>Debiti</u></b>				
Debiti vs fornitori, soc. coll. e altri		1.552	2.981	5.505
Finanziamento da controllante		5.524	5.966	5.838
Debiti tributari		0	0	15
<b>Totale passivo circolante</b>		<b>7.077</b>	<b>8.946,8</b>	<b>11.358</b>
<b><u>RR passivi</u></b>				
		<b>697</b>	<b>485</b>	<b>274</b>
<b>Totale passivo</b>		<b>8.666</b>	<b>7.978</b>	<b>8.015</b>

<b>SMIT REAL ESTATE srl</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b>			<b>Sch. 1</b>
		<b>CONTO ECONOMICO</b>			
					<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	
		<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	
		<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>	
<b>Valore della produzione</b>					
Ricavi		1.000	1.000	1.000	
Altri ricavi		22	22	243	
	<b>Totale ricavi</b>	<b>1.022</b>	<b>1.022</b>	<b>1.243</b>	
<b>Costi della produzione</b>					
Materiali		0	0	0	
Servizi		58	29	44	
Godimento beni di terzi		1.724	1.748	1.830	
Personale		0	0	0	
Ammort. Imm. Immat.		1	1	0	
Ammort. Imm. Materiali		0	0	0	
Accantonamenti e svalutazioni		0	0	1.056	
Oneri diversi di gestione		291	100	197	
	<b>Totale costi</b>	<b>2.074</b>	<b>1.878</b>	<b>3.128</b>	
	<b>Margine operativo</b>	<b>(1.052)</b>	<b>(856)</b>	<b>(1.885)</b>	
Oneri (proventi) diversi		(89)	(79)	(58)	
Oneri finanziari		143	185	333	
Sopraavvenienze passive e svalutazioni		0	1.383	1	
	<b>Totali altri oneri (proventi)</b>	<b>55</b>	<b>1.489</b>	<b>276</b>	
	<b>Risultato ante imposte</b>	<b>(1.107)</b>	<b>(2.345)</b>	<b>(2.161)</b>	
Imposte		1.383	(2)	(1)	
	<b>Utile (perdita) netto</b>	<b>276</b>	<b>(2.347)</b>	<b>(2.162)</b>	

**Relazione di Stima**

**OKATAN S.R.L.**

**Valutazione del Capitale Economico**

**al**

**30 Giugno 2015**

## OKATAN SRL

La Okatan Srl è controllata al 100% dalla Bravo S.p.A.

La Società è proprietaria di un complesso immobiliare, già destinato ad albergo (Hotel Nettuno), situato in Forte dei Marmi, viale della Repubblica/via Matteotti.

La nostra stima del predetto immobile individua in **Euro 7,2 milioni** il suo Valore di Mercato alla data del 30/06/2015. La rettifica del valore di bilancio del Patrimonio Netto in conseguenza della valutazione di cui sopra si sviluppa come segue:

		<i>In Euro</i>
<b>VM Immobili al 30/06/2015</b>		<b>7.200.000</b>
Valore di bilancio		<b>(4.926.920)</b>
Plusvalore		2.273.080
Imposte latenti	31,4%	<b>(713.747)</b>
<b>Plusvalore netto</b>		<b>1.559.333</b>
Patrimonio Netto (Bilancio al 31/12/2014)		2.964.456
<b>Capitale Economico al 31/12/2014</b>		<b>4.523.789</b>
<b>Arrotondato in</b>		<b>4.520.000</b>

Nelle due pagine seguenti riportiamo i dati di Bilancio al 31 Dicembre 2012, 2013 e 2014.

<b>OKATAN Srl</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b>			<b>Sch. 1</b>
		<b>STATO PATRIMONIALE</b>			<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio Civilistico 31/12/2012</b>	<b>Bilancio Civilistico 31/12/2013</b>	<b>Bilancio Civilistico 31/12/2014</b>	
<b>Immobilizzazioni Immateriali</b>		<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	
<b>Immobilizzazioni Materiali</b>					
Terreni e fabbricati		4.818	4.864	4.927	
		<b>4.818</b>	<b>4.864</b>	<b>4.927</b>	
<b>Immobilizzazioni Finanziarie</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Totale Immobilizzazioni</b>		<b>4.819</b>	<b>4.866</b>	<b>4.928</b>	
<b>Attivo circolante</b>					
Rimanenze		30	30	30	
Crediti		108	110	65	
Disponibilità liquide		13	1	0	
<b>Totale attivo circolante</b>		<b>151</b>	<b>141</b>	<b>96</b>	
<b>Ratei e risconti</b>		<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Totale attivo</b>		<b>4.971</b>	<b>5.007</b>	<b>5.023</b>	
<b>Patrimonio netto</b>					
Capitale sociale		240	240	240	
Riserva legale		1	1	1	
Riserva sovrapprezzo azioni		2.850	2.850	2.850	
Utile (perdita) a nuovo		(24)	(35)	(70)	
Utile (Perdita) di esercizio		(11)	(35)	(57)	
		<b>3.057</b>	<b>3.022</b>	<b>2.964</b>	
<b>Fondi rischi e oneri</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>TFR</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Debiti</b>					
Verso Soci per finanziamenti		0	446	523	
Verso banche		1.492	1.443	1.461	
Verso fornitori e altri		414	84	40	
<b>Totale passivo circolante</b>		<b>1.907</b>	<b>1.973</b>	<b>2.025</b>	
<b>RR passivi</b>		<b>8</b>	<b>13</b>	<b>34</b>	
<b>Totale passivo</b>		<b>4.971</b>	<b>5.007</b>	<b>5.023</b>	

<b>OKATAN Srl</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b>			<b>Sch. 2</b>
		<b>CONTO ECONOMICO</b>			<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	
		<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	
		<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>	
<b>Valore della produzione</b>					
Ricavi		0	0	0	
Altri ricavi		0	0	7	
Incrementi imm.ni per lavori interni		131	47	63	
<b>Totale ricavi</b>		<b>131</b>	<b>47</b>	<b>69</b>	
<b>Costi della produzione</b>					
Materiali		0	0	59	
Servizi		17	17	22	
Godimento beni di terzi		0	0	0	
Personale		0	0	0	
Ammort. Imm. Immat.		0	0	0	
Ammort. Imm. Materiali		0	0	0	
Svalutazione crediti		0	0	27	
Oneri diversi di gestione		15	17	18	
<b>Totale costi</b>		<b>32</b>	<b>34</b>	<b>126</b>	
<b>Margine operativo</b>		<b>99</b>	<b>13</b>	<b>(57)</b>	
Oneri (proventi) diversi		0	0	0	
Oneri finanziari		132	48	0	
Soprawenienze e svalutazioni		(23)	0	0	
<b>Totali altri oneri (proventi)</b>		<b>109</b>	<b>48</b>	<b>0</b>	
<b>Risultato ante imposte</b>		<b>(11)</b>	<b>(35)</b>	<b>(57)</b>	
Imposte		0	0	0	
<b>Utile (perdita) netto</b>		<b>(11)</b>	<b>(35)</b>	<b>(57)</b>	

**Relazione di Stima**

**REALTY S.R.L.**

**Valutazione del Capitale Economico**

**al**

**30 Giugno 2015**

## REALTY S.R.L.

La Realty Srl detiene il 50% del capitale della società Fase Realty Srl, la valutazione della quale è illustrata nel capitolo successivo.

Si procede quindi alla rettifica del valore della partecipazione in Fase Realty esposta in bilancio per € 1.242.223, come segue:

		<i>In Euro</i>
<b>PN (IAS17) rettificato Fase Realty Srl</b>		<b>30.563.940</b>
Quota proprietà	50%	15.281.970
Valore di bilancio Imm. Finanz.		<b>(1.242.223)</b>
Plusvalore		14.039.747
Imposte latenti		n.c.
<b>Plusvalore netto</b>		14.039.747
PN (Bilancio al 31/12/2014)		1.238.102
<b>Capitale Economico al 30/06/2015</b>		<b>15.277.849</b>
<b>Arrotondato in</b>		<b>15.280.000</b>

Le imposte latenti sul plusvalore emergente dalla valutazione non sono state considerate in quanto già imputate in capo a Fase Realty Srl.

Nelle due pagine seguenti riportiamo i dati di Bilancio al 31 Dicembre 2012, 2013 e 2014.

<b>REALTY S.r.l.</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b>			<b>Sch. 1</b>
		<b>STATO PATRIMONIALE</b>			<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio Civilistico 31/12/2012</b>	<b>Bilancio Civilistico 31/12/2013</b>	<b>Bilancio Civilistico 31/12/2014</b>	
<b>Immobilizzazioni Immateriali</b>					
Costi di impianto e ampliamento		1	1	1	
		<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	
<b>Immobilizzazioni Materiali</b>					
<b>Immobilizzazioni Finanziarie</b>					
Partecipazione 50% in Fase Realty Srl		538	538	538	
Credito verso Fase Realty Srl		704	704	704	
		<b>1.242</b>	<b>1.242</b>	<b>1.242</b>	
<b>Totale Immobilizzazioni</b>		<b>1.244</b>	<b>1.243</b>	<b>1.243</b>	
<b>Attivo circolante</b>					
Rimanenze		0	0	0	
Crediti		0	0	0	
Disponibilità liquide		51	15	5	
<b>Totale attivo circolante</b>		<b>51</b>	<b>15</b>	<b>5</b>	
<b>Ratei e risconti</b>					
		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Totale attivo</b>		<b>1.295</b>	<b>1.258</b>	<b>1.248</b>	
<b>Patrimonio netto</b>					
Capitale sociale		24	24	24	
Riserva legale		0	0	0	
Versamenti in conto copertura perdite		1.267	1.249	1.231	
Utile (perdita) a nuovo		0	0	0	
Utile (Perdita) di esercizio		(18)	(18)	(17)	
		<b>1.273</b>	<b>1.255</b>	<b>1.238</b>	
<b>Fondi rischi e oneri</b>					
		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>TFR</b>					
		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Debiti</b>					
Verso Soci per finanziamenti		0	0	0	
Verso banche e altri finanziatori		0	0	0	
Verso fornitori e altri		22	3	10	
<b>Totale passivo circolante</b>		<b>22</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	
<b>RR passivi</b>					
		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Totale passivo</b>		<b>1.295</b>	<b>1.258</b>	<b>1.247</b>	

<b>REALTY S.r.l.</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b>			<b>Sch. 2</b>
		<b>CONTO ECONOMICO</b>			<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	
		<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	
		<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>	
<b>Valore della produzione</b>					
Ricavi		0	0	0	
Altri ricavi		0	0	0	
<b>Totale ricavi</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Costi della produzione</b>					
Materiali		0	0	0	
Servizi		16	16	16	
Godimento beni di terzi		0	0	0	
Personale		0	0	0	
Ammort. Imm. Immat.		1	1	0	
Ammort. Imm. Materiali		0	0	0	
Accantonamenti per rischi		0	0	0	
Oneri diversi di gestione		1	1	1	
<b>Totale costi</b>		<b>18</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	
<b>Margine operativo</b>		<b>(18)</b>	<b>(18)</b>	<b>(17)</b>	
Oneri (proventi) diversi			0	0	
Oneri finanziari			0	0	
Sopravvenienze e svalutazioni			0	0	
<b>Totali altri oneri (proventi)</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Risultato ante imposte</b>		<b>(18)</b>	<b>(18)</b>	<b>(17)</b>	
Imposte		0	0	0	
<b>Utile (perdita) netto</b>		<b>(18)</b>	<b>(18)</b>	<b>(17)</b>	

*Relazione di Stima*

**FASE REALTY S.R.L.**

**Valutazione del Capitale Economico**

**al**

**30 Giugno 2015**

## FASE REALTY S.R.L.

La Società è utilizzatrice di complesso immobiliare ad uso terziario ubicato in Firenze – Viale Guidoni, 40/42, oggetto di contratti di leasing finanziario accessi con vari Enti.

La situazione di bilancio al 31/12/2014 viene pertanto rettificato ai sensi della normativa IAS17, con i seguenti effetti complessivi:

				<i>In Euro</i>
		Bilancio al 31/12/2014	Rettifiche IAS 17	Valore rettificato
Immobili		0	29.880.229	29.880.229
Altre att.tà (pass.tà) nette		622.015	(19.194.167)	(18.572.152)
Patrimonio Netto		<b>622.015</b>	<b>10.686.062</b>	<b>11.308.077</b>

La nostra stima del predetto immobile individua in **Euro 57,95 milioni** il suo Valore di Mercato alla data del 30 Giugno 2015.

La rettifica del valore di bilancio del Patrimonio Netto IAS17 in conseguenza della valutazione di cui sopra si sviluppa come segue:

		<i>In Euro</i>
<b>VM Immobili al 30/06/2015</b>		<b>57.950.000</b>
Valore di bilancio (IAS17)		(29.880.229)
Plusvalore		28.069.771
Imposte latenti	31,4%	(8.813.908)
<b>Plusvalore netto</b>		<b>19.255.863</b>
PN IAS17 (Situazione al 31/12/2014)		11.308.077
<b>Capitale Economico al 31/12/2014</b>		<b>30.563.940</b>
<b>Arrotondato in</b>		<b>30.564.000</b>

Il valore della quota del 50% del PN detenuta da Realty è pertanto pari a € **15.282.000**.

Nelle due pagine seguenti riportiamo i dati di Bilancio al 31 Dicembre 2012, 2013 e 2014.

<b>FASE REALTY S.r.l.</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b>			<b>Sch. 1</b>
		<b>STATO PATRIMONIALE</b>			<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio Civiltistico 31/12/2012</b>	<b>Bilancio Civiltistico 31/12/2013</b>	<b>Bilancio Civiltistico 31/12/2014</b>	
<b>Immobilizzazioni Immateriali</b>					
Costi di impianto e ampliamento		282	141	0	
		<b>282</b>	<b>141</b>	<b>0</b>	
<b>Immobilizzazioni Materiali</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Immobilizzazioni Finanziarie</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Totale Immobilizzazioni</b>		<b>282</b>	<b>141</b>	<b>0</b>	
<b>Attivo circolante</b>					
Rimanenze		0	0	0	
Crediti verso clienti		30	25	0	
Crediti per imposte		1.186	1.687	1.912	
Altri crediti		297	272	23	
Disponibilità liquide		126	125	1.555	
<b>Totale attivo circolante</b>		<b>1.639</b>	<b>2.108</b>	<b>3.490</b>	
<b>Ratei e risconti</b>		<b>1.761</b>	<b>1.276</b>	<b>68</b>	
<b>Totale attivo</b>		<b>3.682</b>	<b>3.525</b>	<b>3.558</b>	
<b>Patrimonio netto</b>					
Capitale sociale		10	10	10	
Riserva legale		14	14	14	
Altre riserve		741	751	850	
Utile (perdita) a nuovo		0	0	0	
Utile (Perdita) di esercizio		10	98	(252)	
		<b>775</b>	<b>874</b>	<b>622</b>	
<b>Fondi rischi e oneri</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>TFR</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Debiti</b>					
Verso Soci per finanziamenti		1.448	1.448	1.448	
Verso banche e altri finanziatori		0	0	0	
Debiti tributari		366	376	348	
Verso fornitori e altri		307	62	220	
<b>Totale passivo circolante</b>		<b>2.121</b>	<b>1.885</b>	<b>2.016</b>	
<b>RR passivi</b>		<b>786</b>	<b>766</b>	<b>921</b>	
<b>Totale passivo</b>		<b>3.682</b>	<b>3.525</b>	<b>3.558</b>	

<b>FASE REALTY S.r.l.</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b>			<b>Sch. 2</b>
		<b>CONTO ECONOMICO</b>			<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	
		<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	
		<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>	
<b>Valore della produzione</b>					
Ricavi		4.448	4.582	4.568	
Incrementi per lavori interni		0	0	0	
Altri ricavi		22	23	408	
<b>Totale ricavi</b>		<b>4.470</b>	<b>4.604</b>	<b>4.975</b>	
<b>Costi della produzione</b>					
Materiali		0	0	1	
Servizi		123	82	355	
Godimento beni di terzi		3.647	3.611	4.082	
Personale		0	0	0	
Ammort. Imm. Immat.		141	141	141	
Ammort. Imm. Materiali		0	0	0	
Accantonamenti per rischi		0	0	0	
Oneri diversi di gestione		486	495	503	
<b>Totale costi</b>		<b>4.396</b>	<b>4.329</b>	<b>5.081</b>	
<b>Margine operativo</b>		<b>74</b>	<b>275</b>	<b>(106)</b>	
Oneri (proventi) diversi		(0)	0	(0)	
Oneri finanziari		7	5	16	
Sopraavvenienze e svalutazioni		0	0	0	
<b>Totali altri oneri (proventi)</b>		<b>6</b>	<b>5</b>	<b>16</b>	
<b>Risultato ante imposte</b>		<b>68</b>	<b>270</b>	<b>(122)</b>	
Imposte		(58)	(172)	(130)	
<b>Utile (perdita) netto</b>		<b>10</b>	<b>98</b>	<b>(252)</b>	

*Relazione di Stima*

**NOVA EDIL S.R.L.**

**Valutazione del Capitale Economico**

**al**

**30 Giugno 2015**

## NOVA EDIL S.R.L.

Il Fondo Gioiello detiene il 100% del capitale della Nova Edil Srl (precedentemente Nova Edil SpA), società proprietaria di 18 immobili ad uso abitativo e terziario ubicati in varie località italiane.

Ai fini della valutazione del Capitale Economico al 30/06/2015, e su indicazione della Proprietà, il debito della Società verso il Fondo Gioiello viene riclassificato a PN come segue:

		<i>In Euro</i>
<b>Patrimonio Netto (Bilancio al 31/12/2014)</b>		<b>709.154</b>
+ Riclassifica a PN del debito vs Soci		1.546.208
<b>PN rettificato al 31/12/2014</b>		<b>2.255.362</b>

La nostra stima degli immobili di proprietà individua in **Euro 4.676.500** il loro Valore di Mercato alla data del 30 Giugno 2015. La rettifica del valore del Patrimonio Netto di cui sopra in conseguenza della valutazione si sviluppa pertanto come segue:

		<i>In Euro</i>
<b>VM Immobili al 30/06/2015</b>		<b>4.676.500</b>
Valore di bilancio	<b>(a)</b>	<b>(2.408.717)</b>
Plusvalore		2.267.783
Imposte latenti	31,4%	<b>(712.084)</b>
<b>Plusvalore netto</b>		<b>1.555.699</b>
<b>PN rettificato al 31/12/2014</b>		<b>2.255.362</b>
<b>Capitale Economico al 30/06/2015</b>		<b>3.811.061</b>
<b>Arrotondato in</b>		<b>3.810.000</b>

**(a)** Al netto del fondo svalutazione rimanenze di € 1.612.533.

Nelle due pagine seguenti riportiamo i dati di Bilancio al 31 Dicembre 2012, 2013 e 2014.

<b>NOVA EDIL S.r.l.</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b>			<b>Sch. 1</b>
		<b>STATO PATRIMONIALE</b>			<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio Civiltico 31/12/2012</b>	<b>Bilancio Civiltico 31/12/2013</b>	<b>Bilancio Civiltico 31/12/2014</b>	
<b><u>Immobilizzazioni Immateriali</u></b>					
Costi di impianto e ampliamento		4	3	1	
		<b>4</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	
<b><u>Immobilizzazioni Materiali</u></b>					
Terreni e fabbricati		0	0	0	
Impianti e macchinario		0	0	0	
Altri beni		0	0	0	
		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b><u>Immobilizzazioni Finanziarie</u></b>					
Depositi cauzionali		1	0	0	
		<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Totale Immobilizzazioni</b>		<b>4</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	
<b><u>Attivo circolante</u></b>					
Rimanenze		2.433	2.409	2.409	
Crediti		129	135	121	
Disponibilità liquide		118	34	18	
<b>Totale attivo circolante</b>		<b>2.679</b>	<b>2.577</b>	<b>2.547</b>	
<b><u>Ratei e risconti</u></b>					
		<b>15</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	
<b>Totale attivo</b>		<b>2.698</b>	<b>2.585</b>	<b>2.550</b>	
<b><u>Patrimonio netto</u></b>					
Capitale sociale		100	100	100	
Riserva legale		20	20	20	
Riserva sovrapprezzo azioni		1.301	1.034	1.034	
Altre riserve		0	0	0	
Utile (Perdita) a nuovo		(136)	(136)	(300)	
Utile (Perdita) di esercizio		(267)	(164)	(145)	
		<b>1.018</b>	<b>854</b>	<b>709</b>	
<b><u>Fondi rischi e oneri</u></b>					
		<b>0</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	
<b><u>TFR</u></b>					
		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b><u>Debiti</u></b>					
Verso Soci per finanziamenti		1.346	1.446	1.546	
Verso banche e altri finanziatori		0	0	0	
Verso fornitori e altri		305	243	264	
<b>Totale passivo circolante</b>		<b>1.651,4</b>	<b>1.689</b>	<b>1.810</b>	
<b><u>RR passivi</u></b>					
		<b>29</b>	<b>21</b>	<b>10</b>	
<b>Totale passivo</b>		<b>2.698</b>	<b>2.585</b>	<b>2.550</b>	

NOVA EDIL S.r.l.		VALUTAZIONE AL 30/06/2015 CONTO ECONOMICO			Sch. 2
					€ '000
		<b>Bilancio Civilistico</b>	<b>Bilancio Civilistico</b>	<b>Bilancio Civilistico</b>	
		<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>	
<b><u>Valore della produzione</u></b>					
Ricavi		47	22	10	
Altri ricavi		0	10	0	
Variazione rimanenze		(35)	(24)	0	
<b>Totale ricavi</b>		<b>12</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	
<b><u>Costi della produzione</u></b>					
Materiali		0	0	0	
Servizi		142	128	123	
Godimento beni di terzi		0	0	0	
Personale		0	0	0	
Ammort. Imm. Immat.		1	1	1	
Ammort. Imm. Materiali		1	0	0	
Accantonamenti per rischi		0	21	0	
Oneri diversi di gestione		26	29	29	
<b>Totale costi</b>		<b>170</b>	<b>179</b>	<b>153</b>	
<b>Margine operativo</b>		<b>(158)</b>	<b>(171)</b>	<b>(143)</b>	
Oneri (proventi) diversi		(0)	0	0	
Oneri finanziari		2	5	2	
Soprawvenienze e svalutazioni		108	(11)	(0)	
<b>Totali altri oneri (proventi)</b>		<b>110</b>	<b>(7)</b>	<b>2</b>	
<b>Risultato ante imposte</b>		<b>(267)</b>	<b>(164)</b>	<b>(145)</b>	
Imposte		0	0	0	
<b>Utile (perdita) netto</b>		<b>(267)</b>	<b>(164,4)</b>	<b>(145)</b>	

# **ALLEGATO**

*Relazione di Stima*

**Valutazione del Capitale Economico**

**al**

**30 Giugno 2015**

**ALTRE SOCIETA' CONTROLLATE DAL FONDO GIOIELLO  
(Bilanci civilistici ultimi tre Esercizi, se disponibili)**

**Logistica Gioiello S.r.l.**

**Giada S.r.l.**

**Smeraldo S.r.l.**

<b>LOGISTICA GIOIELLO Srl</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/ 06/ 2015</b>		<b>Sch. 1</b>
		<b>STATO PATRIMONIALE</b>		<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio Civilistico 31/12/2013</b>	<b>Bilancio Civilistico 31/12/2014</b>	
<b>Immobilizzazioni Immateriali</b>		<b>4</b>	<b>3</b>	
<b>Immobilizzazioni Materiali</b>				
Terreni e fabbricati		0	0	
		<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Immobilizzazioni Finanziarie</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Totale Immobilizzazioni</b>		<b>4</b>	<b>3</b>	
<b>Attivo circolante</b>				
Rimanenze		0	0	
Crediti		0	1	
Disponibilità liquide		10	7	
<b>Totale attivo circolante</b>		<b>10</b>	<b>8</b>	
<b>Ratei e risconti</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Totale attivo</b>		<b>14</b>	<b>11</b>	
<b>Patrimonio netto</b>				
Capitale sociale		10	10	
Riserva legale		0	0	
Riserva sovrapprezzo azioni		0	0	
Altre riserve		0	0	
Utile (perdita) a nuovo		0	(2)	
Utile (Perdita) di esercizio		(2)	(11)	
		<b>8</b>	<b>(3)</b>	
<b>Fondi rischi e oneri</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>TFR</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Debiti</b>				
Verso Soci per finanziamenti		0	0	
Verso banche		0	0	
Verso fornitori e altri		6	14	
<b>Totale passivo circolante</b>		<b>6</b>	<b>14</b>	
<b>RR passivi</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Totale passivo</b>		<b>14</b>	<b>11</b>	

LOGISTICA GIOIELLO Srl		VALUTAZIONE AL 30/ 06/ 2015		Sch. 2
		CONTO ECONOMICO		€ '000
		Bilancio		
		Civilistico		
		31/12/2013	31/12/2014	
<b>Valore della produzione</b>				
Ricavi		0		0
Altri ricavi		0		0
<b>Totale ricavi</b>		<b>0</b>		<b>0</b>
<b>Costi della produzione</b>				
Materiali		0		0
Servizi		0		9
Godimento beni di terzi		0		0
Personale		0		0
Ammort. Imm. Immat.		1		1
Ammort. Imm. Materiali		0		0
Accantonamenti per rischi		0		0
Oneri diversi di gestione		1		1
<b>Totale costi</b>		<b>2</b>		<b>11</b>
<b>Margine operativo</b>		<b>(2)</b>		<b>(11)</b>
Oneri (proventi) diversi		0		0
Oneri finanziari		0		0
Soprawenienze e svalutazioni		0		0
<b>Totali altri oneri (proventi)</b>		<b>0</b>		<b>0</b>
<b>Risultato ante imposte</b>		<b>(2)</b>		<b>(11)</b>
Imposte		0		0
<b>Utile (perdita) netto</b>		<b>(2)</b>		<b>(11)</b>

<b>GIADA Srl</b> (Già FILATI BERTRAND SPA)		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b> <b>STATO PATRIMONIALE</b>			<b>Sch. 1</b>
					€ '000
		<b>Bilancio</b> <b>Civilistico</b> <b>31/12/2012</b>	<b>Bilancio</b> <b>Civilistico</b> <b>31/12/2013</b>	<b>Bilancio</b> <b>Civilistico</b> <b>31/12/2014</b>	
<b>Immobilizzazioni Immateriali</b>					
		4	3	2	
<b>Immobilizzazioni Materiali</b>					
Terreni e fabbricati		0	0	0	
		0	0	0	
<b>Immobilizzazioni Finanziarie</b>					
		0	0	0	
<b>Totale Immobilizzazioni</b>		<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	
<b>Attivo circolante</b>					
Rimanenze		0	0	0	
Crediti vs Controllanti		36	36	36	
Crediti vs Consociate		0	0	257	
Altri crediti		45	293	50	
Disponibilità liquide		252	10	174	
<b>Totale attivo circolante</b>		<b>332</b>	<b>338</b>	<b>517</b>	
<b>Ratei e risconti</b>					
		4	2	1	
<b>Totale attivo</b>		<b>339</b>	<b>343</b>	<b>520</b>	
<b>Patrimonio netto</b>					
Capitale sociale		103	103	103	
Riserva legale		0	10	10	
Riserva sovrapprezzo azioni		0	0	0	
Altre riserve		11	196	195	
Utile (perdita) a nuovo		13	13	13	
Utile (Perdita) di esercizio		194	(1)	166	
		<b>322</b>	<b>321</b>	<b>487</b>	
<b>Fondi rischi e oneri</b>					
		0	4	4	
<b>TFR</b>					
		0	0	0	
<b>Debiti</b>					
Verso Soci per finanziamenti		0	0	0	
Verso banche		0	0	0	
Verso fornitori e altri		17	18	29	
<b>Totale passivo circolante</b>		<b>17</b>	<b>18</b>	<b>29</b>	
<b>RR passivi</b>					
		0	0	0	
<b>Totale passivo</b>		<b>339</b>	<b>343</b>	<b>520</b>	

<b>GIADA Srl</b> (Già FILATI BERTRAND SPA)		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b> <b>CONTO ECONOMICO</b>			<b>Sch. 2</b>
					<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	
		<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	
		<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>	
<b>Valore della produzione</b>					
Ricavi		0	0	0	
Altri ricavi		0	13	0	
<b>Totale ricavi</b>		<b>0</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	
<b>Costi della produzione</b>					
Materiali		0	0	1	
Servizi		2	9	10	
Godimento beni di terzi		0	0	0	
Personale		0	0	0	
Ammort. Imm. Immat.		1	1	1	
Ammort. Imm. Materiali		0	0	0	
Accantonamenti per rischi		0	4	0	
Oneri diversi di gestione		1	4	1	
<b>Totale costi</b>		<b>4</b>	<b>19</b>	<b>12</b>	
<b>Margine operativo</b>		<b>(4)</b>	<b>(5)</b>	<b>(12)</b>	
Oneri (proventi) diversi		(0)	(5)	(12)	
Oneri finanziari		1	1	1	
Sopravvenienze e svalutazioni		(207)	0	(179)	
<b>Totali altri oneri (proventi)</b>		<b>(206)</b>	<b>(4)</b>	<b>(190)</b>	
<b>Risultato ante imposte</b>		<b>202</b>	<b>(1)</b>	<b>178</b>	
Imposte		(7)	0	(12)	
<b>Utile (perdita) netto</b>		<b>194</b>	<b>(1)</b>	<b>166</b>	

Nota:

Il Patrimonio Netto al 30/06/15 è stato così determinato:

PN al 31/12/13		320.983
- Rettifica PN al 31/12/12		(230.227)
Utile d'esercizio 2014		165.674
- Imposte	31,4%	(52.022)
<b>PN finale al 31/12/14</b>		<b>204.408</b>
<b>Arrotondato a</b>		<b>204.410</b>

<b>SMERALDO Srl</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b>			<b>Sch. 1</b>
		<b>STATO PATRIMONIALE</b>			<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio Civilistico 31/12/2012</b>	<b>Bilancio Civilistico 31/12/2013</b>	<b>Bilancio Civilistico 31/12/2014</b>	
<b>Immobilizzazioni Immateriali</b>		4	3	2	
<b>Immobilizzazioni Materiali</b>		0	0	0	
<b>Immobilizzazioni Finanziarie</b>		0	0	0	
<b>Totale Immobilizzazioni</b>		<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	
<b>Attivo circolante</b>					
Rimanenze		0	0	0	
Crediti vs Consociate		0	80	86	
Altri crediti		89	93	92	
Disponibilità liquide		113	19	12	
<b>Totale attivo circolante</b>		<b>202</b>	<b>193</b>	<b>190</b>	
<b>Ratei e risconti</b>		<b>6</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	
<b>Totale attivo</b>		<b>211</b>	<b>199</b>	<b>194</b>	
<b>Patrimonio netto</b>					
Capitale sociale		10	10	10	
Riserva legale		0	6	6	
Riserva sovrapprezzo azioni		70	70	70	
Altre riserve		0	106	93	
Utile (perdita) a nuovo		0	0	0	
Utile (Perdita) di esercizio		112	(14)	(9)	
		<b>192</b>	<b>178</b>	<b>170</b>	
<b>Fondi rischi e oneri</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>TFR</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Debiti</b>					
Verso Soci per finanziamenti		0	0	0	
Verso banche		0	0	0	
Verso fornitori e altri		20	21	24	
<b>Totale passivo circolante</b>		<b>20</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	
<b>RR passivi</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Totale passivo</b>		<b>211</b>	<b>199</b>	<b>194</b>	

<b>SMERALDO Srl</b>		<b>VALUTAZIONE AL 30/06/2015</b>			<b>Sch. 2</b>
		<b>CONTO ECONOMICO</b>			<b>€ '000</b>
		<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	<b>Bilancio</b>	
		<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	<b>Civilistico</b>	
		<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>	
<b>Valore della produzione</b>					
Ricavi		0	0	0	
Altri ricavi		0	0	0	
<b>Totale ricavi</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Costi della produzione</b>					
Materiali		0	0	0	
Servizi		1	9	9	
Godimento beni di terzi		0	0	0	
Personale		0	0	0	
Ammort. Imm. Immat.		1	1	1	
Ammort. Imm. Materiali		0	0	0	
Accantonamenti per rischi		0	0	0	
Oneri diversi di gestione		1	3	1	
<b>Totale costi</b>		<b>3</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	
<b>Margine operativo</b>		<b>(3)</b>	<b>(14)</b>	<b>(11)</b>	
Oneri (proventi) diversi		0	(2)	(4)	
Oneri finanziari		2	2	2	
Soprawvenienze e svalutazioni		(123)	0	0	
<b>Totali altri oneri (proventi)</b>		<b>(122)</b>	<b>0</b>	<b>(2)</b>	
<b>Risultato ante imposte</b>		<b>118</b>	<b>(14)</b>	<b>(9)</b>	
Imposte		(6)	0	0	
<b>Utile (perdita) netto</b>		<b>112</b>	<b>(14)</b>	<b>(9)</b>	



**Borgosesia Gestioni S.G.R. S.p.A.**

in liquidazione

**Fondo comune di investimento immobiliare  
riservato di tipo chiuso “*Gioiello in liquidazione*”**

\*\*\*

**RELAZIONE DI GESTIONE  
al 31 dicembre 2015**

**Valore della quota: €230.804,865**

*Prato, 29 febbraio 2016*

## INDICE

<b>INFORMAZIONI SOCIETARIE .....</b>	<b>3</b>
<b>INFORMAZIONI GENERALI.....</b>	<b>4</b>
<b>RELAZIONE DEI LIQUIDATORI.....</b>	<b>5</b>
<i>Il Fondo e l'attività di gestione .....</i>	<i>9</i>
<b>RELAZIONE DI GESTIONE AL 31/12/2015.....</b>	<b>21</b>
<i>SITUAZIONE PATRIMONIALE .....</i>	<i>21</i>
<i>SEZIONE REDDITUALE.....</i>	<i>23</i>
<i>NOTA INTEGRATIVA .....</i>	<i>25</i>
<i>PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA.....</i>	<i>25</i>
<i>PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO.....</i>	<i>28</i>
Sezione I – Criteri di valutazione.....	28
Sezione II – Le attività .....	33
Sezione III – Le passività.....	48
Sezione IV – Il valore complessivo netto.....	50
Sezione V – Altri dati patrimoniali.....	51
<i>PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO.....</i>	<i>53</i>
Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari.....	53
Sezione II – Beni immobili.....	53
Sezione III – Crediti .....	53
Sezione IV – Depositi bancari.....	53
Sezione V – Altri beni .....	54
Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari .....	54
Sezione VII – Oneri di gestione.....	54
Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri .....	56
Sezione IX – Imposte .....	56
<i>PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI.....</i>	<i>56</i>

## INFORMAZIONI SOCIETARIE

### Società di Gestione

Borgoesia Gestioni S.p.A.– Società di Gestione del Risparmio in Liquidazione  
Iscrizione n.81 Albo delle SGR ex art. 35 TUF – sezione gestori di FIA – dal 23/07/2014.  
Sede legale e uffici: Via dei Fossi 14/c – Prato  
Tel. 0574 622769 – Fax 0574 622556  
Capitale sociale 1.200.000 i.v.  
Partita IVA e Registro Imprese di Prato 02207130028

### Collegio dei Liquidatori

<i>Liquidatori</i>	Muzio Clementi – Simona Clementi – Giancarlo Cecchi
<i>Direttore Fondo</i>	Giancarlo Cecchi

### Collegio Sindacale

<i>Presidente</i>	Dott. Stefano Mauro Barni
<i>Sindaci effettivi</i>	Dott.ssa Silvia Sanesi - Dott. Luca Noferi
<i>Sindaci supplenti</i>	Dott. Francesco Cappellini – Dott. Giancarlo Sanesi

### Società di Revisione

Deloitte & Touche S.p.A.

### Banca Depositaria

Bnp Paribas Securities Services

## INFORMAZIONI GENERALI

La presente relazione è redatta secondo le disposizioni dettate dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, ed è conforme ai principi contabili italiani di generale accettazione. Essa rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica del Fondo comune di investimento immobiliare riservato di tipo chiuso denominato Gioiello in liquidazione al 31 dicembre 2015 ed è composta, in osservanza sia a quanto disposto dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modifiche ed integrazioni sia in osservanza delle direttive impartite dalla Banca d'Italia, dai seguenti documenti:

- 1) Situazione patrimoniale
- 2) Sezione reddituale
- 3) Nota integrativa
- 4) Altri allegati

La relazione è corredata dalla Relazione dei Liquidatori della Borgosesia Gestioni S.p.A. – Società di Gestione del Risparmio in liquidazione (di seguito anche Borgosesia Gestioni SGR Spa oppure SGR), quale Responsabile dell'attività gestoria del Fondo Gioiello in liquidazione (di seguito anche Fondo o Fondo Gioiello).

La Nota integrativa forma parte integrante della relazione. Essa fornisce informazioni più dettagliate sui dati contabili riguardanti la sezione patrimoniale e reddituale nonché ulteriori informazioni al pubblico, rispetto a quelle ricavabili dagli schemi di bilancio, in quanto ritenute necessarie ad esprimere in modo chiaro, veritiero e corretto i dati esposti nella relazione di gestione.

La Nota integrativa è ripartita in parti e sezioni che illustrano singoli aspetti della gestione in funzione dell'operatività svolta dal Fondo Gioiello.

La relazione annuale, l'ottava predisposta dall'avvio dell'operatività del Fondo, è redatta in unità di euro, salvo dove diversamente specificato.

La relazione di Gestione al 31 dicembre 2015 è stata oggetto di revisione contabile da parte di Deloitte & Touche S.p.A..

Si segnala che il Fondo Gioiello è stato posto in liquidazione, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013 - previa conforme autorizzazione da parte del Comitato Consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti. Con successiva delibera in data 14 maggio 2013 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato il piano di realizzo/smobilizzo degli attivi dello stesso.

Durante il periodo di liquidazione, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività del Fondo che, sulla base del piano di realizzo – aggiornato in data 9 dicembre 2015 -, dovrebbe essere ultimata entro il 2017.

Come già ampiamente descritto nei precedenti rendiconti, si segnala che in data 20 giugno 2013 l'Assemblea dei Soci della Borgosesia Gestioni SGR Spa ha deliberato la messa in liquidazione della società di gestione nominando due liquidatori, il Dott. Fabio Colotto e il Rag. Nicola Rossi.

Ad oggi, a seguito della sostituzione dei liquidatori - prima del rag. Rossi e successivamente del dott. Colotto e del sig. Roberto Bini, la SGR risulta amministrata dai liquidatori Muzio Clementi, Simona Clementi e Giancarlo Cecchi.

## RELAZIONE DEI LIQUIDATORI

Redatta ai sensi del Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

### Quadro Macroeconomico ed implicazioni sulle attività del Fondo<sup>1</sup>

#### Il quadro macroeconomico

L'economia mondiale nel corso del 2015 è stata caratterizzata da un miglioramento registrato nei paesi avanzati, controbilanciato dalla debolezza delle economie emergenti che frena l'espansione degli scambi globali e contribuisce a comprimere i prezzi delle materie prime. I corsi petroliferi sono scesi sotto i livelli minimi raggiunti nella fase più acuta della crisi del 2008-09. Le proiezioni riguardo la crescita globale prefigurano per il 2016 una modesta accelerazione rispetto al 2015 anche se potrebbero esserci nuove e significative tensioni sul mercato finanziario in Cina tali da compromettere la crescita delle economie più avanzate.

L'attività economica nelle economie avanzate è guidata dal buon ritmo di sviluppo degli Stati Uniti e del Regno Unito, mentre i segnali di crescita registrati nel corso dell'anno dal Giappone si sono indeboliti nell'ultimo semestre. Per quanto riguarda i Paesi emergenti, in Russia è in corso una profonda recessione e in Brasile prosegue la fase di debolezza. Al contrario i Paesi dell'Europa centrale e orientale non appartenenti all'area euro mostrano una buona tenuta.

Il rialzo in dicembre del tasso sui *federal funds* da parte della Riserva federale, motivato dal significativo miglioramento del mercato del lavoro, segna negli Stati Uniti la fine della politica di tassi di interesse nulli adottata dal 2008.

Nell'area euro la ripresa economica si è gradualmente rafforzata, benché a un ritmo inferiore rispetto alle previsioni. In prospettiva, 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 e a migliorare l'accesso al credito, stimolando gli investimenti. Come già indicato, tuttavia, permangono alcuni elementi di rischio, legati soprattutto al rallentamento delle economie emergenti, che grava sulla crescita mondiale e quindi sulle esportazioni dell'area euro.

Con specifico riferimento all'economia italiana la ripresa prosegue gradualmente. La spinta legata alle esportazioni gradualmente sta per essere sostituita da una domanda interna, in particolare per consumi e ricostituzione delle scorte. Al recupero del ciclo manifatturiero si affiancano segnali di espansione nei servizi e, dopo un calo prolungato, di stabilizzazione nelle costruzioni.

Le prospettive degli investimenti risentono, tuttavia, dell'incertezza riguardo alla domanda estera. Considerando le variazioni congiunturali del PIL (molto contenute) realizzatesi negli ultimi quattro trimestri, la fase attuale può essere correttamente configurata come una crescita lenta. La crescita del prodotto interno lordo italiano, pur in presenza di un lento miglioramento delle condizioni finanziarie, di una politica fiscale divenuta meno restrittiva e di un contesto internazionale ancora incerto, è considerata, tuttavia, ancora debole. Di fatto le riforme effettuate, pur avendo iniziato a produrre un miglioramento strutturale, non sono ancora state in grado di dare un'accelerazione alla crescita del PIL.

Circa le condizioni riguardanti il credito, si nota: (i) il rafforzamento della dinamica dei finanziamenti al settore privato; (ii) che i prestiti alle imprese sono cresciuti per la prima volta dopo quasi quattro anni; (iii) il costo medio dei nuovi prestiti alle aziende si colloca su livelli storicamente molto contenuti e il differenziale sul corrispondente tasso medio nell'area dell'euro si è annullato (era

<sup>1</sup> Fonte: *Scenari Immobiliari -Istituto indipendente di studi e ricerche, Bollettino Economico della Banca d'Italia.*

pari a circa un punto percentuale alla fine del 2012); (iv) resta tuttavia elevata, pur se in riduzione rispetto ai picchi raggiunti durante la recessione, la dispersione delle condizioni del credito fra settori di attività e per classe dimensionale di impresa.

## Il mercato immobiliare

L'incertezza dello scenario economico globale verificatosi nell'ultimo anno ha avuto un impatto limitato sui mercati immobiliari. 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. I segnali di ripresa dovrebbero rafforzarsi nel corso del 2016 e, in misura ancora più decisa, nel corso del 2017.

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). Le prospettive di crescita del mercato americano, però, sono frenate dalla carenza di offerta in alcune zone e difficoltà di accesso al mercato per alcune fasce della popolazione (come ad esempio i giovani, spesso già fortemente indebitati per gli studi universitari). Il mercato degli uffici è in fase di progressivo miglioramento grazie al trend positivo del mercato del lavoro e a un aumento moderato dell'offerta.

I principali mercati immobiliari europei sono in fase di ripresa, grazie alla crescente liquidità e al forte aumento degli investimenti istituzionali. Occorre evidenziare, tuttavia, che la crisi della Cina potrebbe comportare un rallentamento degli acquisti immobiliari in Europa da parte degli investitori cinesi, che nell'ultimo periodo sono stati i principali compratori (insieme ai fondi americani). Le prospettive per i prossimi mesi, tuttavia, sono complessivamente positive.

Sebbene la fase recessiva sembri terminata quasi ovunque, il ritmo e la consistenza della crescita continuano a essere differenziati tra i vari paesi, anche se si prevede un maggiore allineamento tra le principali nazioni già l'anno prossimo. Le maggiori criticità riguardano il mercato francese, anche se le previsioni sono di una modesta ripresa.

Nel contesto di mercato appena delineato, un ruolo sempre più importante è svolto dagli strumenti di risparmio gestito che, nel complesso, continuano a crescere sia dal punto di vista dei volumi che del contributo qualitativo allo sviluppo dell'industria immobiliare.

Si evidenzia, tuttavia, come i rendimenti nel settore immobiliare rimangano competitivi rispetto ad altre forme di investimento in un'ottica di lungo periodo. Si rileva, inoltre, che l'immobiliare in tutto il mondo rappresenta uno dei settori caratterizzati dal maggior numero di interventi legislativi, finalizzati ad abbassare le barriere all'ingresso delle nuove società e tutelare, sia dal punto di vista operativo che fiscale, fondi e investitori.

Il NAV delle diverse forme di strumenti a contenuto immobiliare (fondi quotati, non quotati, *Reit*) continua a crescere e già nel corso del 2016 dovrebbe superare 2.500 miliardi di euro, che rappresentano un aumento del 6,2 per cento rispetto all'anno precedente.

Nonostante il buon andamento dei fondi immobiliari, continua nondimeno ad aumentare il peso dei *Reit*, grazie all'approvazione della normativa in un numero sempre più ampio di nazioni e al graduale processo di conversione di una parte dei fondi. Tale processo comporterà necessariamente la progressiva riduzione del peso dei fondi immobiliari quotati.

Il NAV (net asset value) in Europa è in crescita in termini assoluti, da 830 a 860 miliardi di euro, ma è in calo il peso sul totale mondiale, intorno al 33,7 per cento. 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.

Nel primo semestre 2015 i fondi e i *Reit* sono stati tra i protagonisti più dinamici del mercato, 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.

Anche se il processo di ristrutturazione dei bilanci perseguito attraverso alienazioni mirate, fusioni e acquisizioni, si è concluso l'anno scorso, la maggior parte delle società continua a portare avanti una politica basata sulle alleanze (politica finalizzata sia a reperire maggiori risorse finanziarie che a espandersi in nuove aree geografiche).

Nell'attuale fase di rallentamento, il processo di dismissione degli immobili è legato non solo all'esigenza di rientrare dall'indebitamento, ma anche alla scadenza naturale degli strumenti.

Anche l'approccio qualitativo degli investimenti, per la prima volta dopo parecchi anni, è cambiato. Oggi, infatti, si è sempre più alla ricerca di rendimenti competitivi e non solo della certezza dell'investimento. Il driver, pertanto, 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 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 vi è anche l'interesse per i progetti di sviluppo con riferimento, soprattutto, alla ristrutturazione e rigenerazione urbana.

Nonostante l'aumento del profilo di rischio, tuttavia, 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.

Tra le preoccupazioni maggiori c'è il timore di un rialzo dei tassi di interesse che frena soprattutto i progetti di espansione e sviluppo immobiliare.

## **Il mercato "al dettaglio"**

Fermo quanto sopra indicato, il comparto residenziale ha mostrato segnali di ripresa nella maggior parte dei mercati. Le previsioni per i prossimi diciotto mesi sono di una crescita graduale e costante delle compravendite, guidata quasi ovunque dall'andamento positivo dell'usato, mentre gli scambi riguardanti immobili di nuova costruzione sono ancora stagnanti a causa di una maggiore imposizione fiscale, quotazioni più elevate e minori margini di negoziazione. La ripresa della domanda residenziale è sostenuta anche dall'aumento del volume dei mutui, grazie ai tassi di interesse favorevoli. I prezzi medi dovrebbero aver raggiunto la fase più bassa del ciclo, sebbene qualche aggiustamento verso il basso sia ancora atteso nella prima parte del presente anno.

Il 2016 dovrebbe interrompere il ciclo negativo, con la stabilizzazione dei valori.

Il mercato degli uffici europeo è in fase di miglioramento. Nonostante la discontinuità dello scenario economico e un aumento ancora modesto dell'attività edilizia, la maggior parte dei mercati ha raggiunto un buon equilibrio, con aumento della domanda soprattutto nelle principali capitali europee.

## Il mercato "corporate"

Il comparto industriale europeo ha evidenziato notevoli segnali di miglioramento, poiché l'aumento della produzione industriale ha innescato la crescita della domanda di immobili.

In un contesto ancora fragile, tuttavia, l'attività continua a essere guidata dai processi di ristrutturazione delle società, finalizzati alla centralizzazione delle operazioni, riduzione dei costi di trasporto e gestione, miglioramento dell'immagine.

Tra i settori a maggiore potenziale di crescita si colloca la logistica, guidata dall'*e-commerce* e dalla distribuzione. Si evidenzia, nondimeno, che l'assorbimento è ancora limitato a causa della scarsa offerta di spazi di alto livello nelle città più importanti. La *vacancy rate* in Europa è a livelli storicamente bassi mentre l'offerta di spazi di grandi dimensioni è vicina a zero in molti mercati.

Lo scenario economico in costante evoluzione esercita un'influenza negativa sui consumi, con riflessi significativi sul mercato commerciale, che mostra un andamento a doppia velocità. Da un lato le incertezze economiche non frenano l'espansione dei *brand* di maggiore successo (che aprono nuovi punti vendita in un numero sempre più vasto di città e ristrutturano/ampliano quelli esistenti), dall'altro stenta a crescere la domanda da parte delle società commerciali di medio livello, la cui strategia continua a essere guidata da una logica di razionalizzazione degli spazi e contenimento dei costi.

Il divario è ampio anche tra città. Si assiste, di fatto, ad una sempre maggiore polarizzazione della domanda nelle metropoli più importanti, mentre le città di piccole dimensioni sono ostacolate da una crescita economica debole e dalla difficoltà di attirare le società internazionali (le quali devono contrastare la crescente concorrenza derivante dai nuovi canali commerciali).

## I fondi immobiliari italiani

Anche in Italia, come in altri grandi Paesi, il comparto dei fondi immobiliari anticipa la ripresa dei mercati. Nel corso del 2015 il patrimonio netto dei fondi (Nav) cresce sia pur lievemente rispetto all'anno precedente, lasciandosi alle spalle la crisi.

Il patrimonio immobiliare posseduto direttamente supera i 53 miliardi di euro, confermandosi come il più importante "portafoglio" privato italiano. I fondi attivi sono saliti a 400, ma va tenuto presente che ci sono stati molti fondi (di tipo "familiare") che hanno terminato la propria vita nel corso dell'anno e il fenomeno è destinato a durare ancora un biennio.

Sono stati costituiti fondi con patrimoni pubblici e altri ne arriveranno a breve. Anche gli investitori esteri hanno preferito spesso la formula del fondo immobiliare a quella dell'acquisto diretto o della semplice società di capitali.

Sul fronte normativo e regolamentare le ultime modifiche attuate nel 2015 hanno introdotto numerose novità nel settore. Il tutto per una maggiore efficienza e trasparenza dello strumento "fondo".

Le performance attese sono in leggero miglioramento rispetto allo scorso anno. E' calata la componente debito sul patrimonio.

Infine, si registrano lievi modifiche nell'*asset allocation*, con un incremento degli uffici e un calo dello sviluppo.

## Il Fondo e l'attività di gestione

### Premessa

Il Fondo Immobiliare Chiuso Gioiello (il Fondo) è stato istituito con delibera del Consiglio di Amministrazione di Borgosesia Gestioni SGR Spa (la SGR) in data 3 agosto 2006.

Il Regolamento del Fondo (il Regolamento) è stato approvato da Banca d'Italia in data 10 novembre 2006. Il Fondo è divenuto operativo il 19 febbraio 2007.

Il Regolamento, in conformità alla delibera assunta dall'Assemblea dei Partecipanti in data 18 maggio 2007 e su conforme parere del Comitato Consultivo, è stato oggetto di successive modifiche volte ad ampliare le possibilità di investimento del Fondo, definitivamente approvate dalla Banca d'Italia in data 29 novembre 2007. Il testo regolamentare è stato ancora modificato con delibera del Consiglio di Amministrazione della SGR del 21 febbraio 2011 al fine di recepire le modifiche apportate al DM 228/99 in tema di assemblea dei partecipanti e di richiesta del "periodo di grazia" propedeutico allo smobilizzo degli investimenti.

Il 15 luglio 2011, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato una serie di modifiche al Regolamento miranti essenzialmente a precisare (i) per quanto occorrente, la possibilità di investire le attività del Fondo in quote di altri OICR nonché di apportare allo stesso tale tipologia di attivi; (ii) le modalità di ricorso all'indebitamento bancario / finanziario ed il limite di suo accollo al Fondo in sede di apporti in natura.

Da ultimo, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013, previa conforme autorizzazione da parte del Comitato consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti il Fondo Gioiello è stato posto in liquidazione ed è stato modificato il rispettivo Regolamento prevedendo (all'art.37) la possibilità di procedere alle operazioni di liquidazione mediante assegnazione, anche proporzionale, dei beni in natura ai partecipanti dello stesso.

Con successiva delibera - in data 14 maggio 2013 - il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato il piano di realizzo/smobilizzo degli attivi. Lo stesso è stato aggiornato in data 9 dicembre 2015.

Il Fondo ha originariamente raccolto sottoscrizioni per complessivi 80.000.000 di € (suddivisi in 320 quote da 250.000 € di valore nominale) di cui € 22.500.000 liberate in denaro e € 57.500.000 mediante apporti in natura.

In forza della delibera consiliare del 9 dicembre 2009, la SGR ha comunicato a Banca d'Italia e ai partecipanti la riapertura del periodo di sottoscrizione - sino a tutto il 10 dicembre 2010 - per un controvalore di nominali 80 milioni; durante tale periodo, peraltro, non sono state raccolte nuove sottoscrizioni.

La SGR, in forza della delibera consiliare dell'11 marzo 2011, ha comunicato all'organo di vigilanza e ai partecipanti una nuova riapertura del periodo di sottoscrizione con durata sino al 31 dicembre 2011 e con un obiettivo di raccolta pari a 65 milioni di Euro. Nell'ambito di tale periodo, il 30 novembre 2011, sono state emesse n. 20 quote - al prezzo unitario di € 346.564,837 corrispondente al NAV del 30 giugno 2011 - portando a n. 340 il numero di quote in circolazione - e ciò a fronte dell'apporto di un compendio immobiliare sito in Fiano Romano nei termini ed alle condizioni infra descritte.

Con la messa in liquidazione del Fondo, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'attività della SGR è stata e sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività che, sulla base dell'ultimo piano di smobilizzo, dovrebbe trovare ragionevole ultimazione entro il 2017.

Le funzioni di Banca Depositaria sono esercitate da BNP Paribas Securities Service S.p.A.

- **Illustrazione dell'attività di gestione e delle direttrici seguite nell'attuazione della politica di investimento**

Il Fondo è un fondo comune di investimento immobiliare di cui all'articolo 1, comma 1, lettera d - bis del DM 228/1999.

Scopo del Fondo era valorizzare il proprio portafoglio immobiliare con un orizzonte temporale di medio/lungo periodo, ottenere un equilibrato rendimento e ripartire tra i partecipanti il risultato netto della gestione a seguito dello smobilizzo degli investimenti realizzati.

La politica di investimento del Fondo non può essere più perseguita in quanto lo stesso è stato posto in liquidazione in via anticipata.

Il patrimonio del Fondo poteva essere investito, in misura non inferiore ai 2/3 del suo Valore Complessivo Netto, in:

- (a) beni immobili, con varia destinazione (inclusi, a titolo esemplificativo, gli immobili a destinazione alberghiera, residenziale, industriale, commerciale, direzionale e di logistica), che per natura e caratteristiche intrinseche si presentavano idonei a produrre adeguato reddito e ad aumentare il valore dei capitali conferiti, valutando i rischi complessivi del portafoglio, ivi incluse le aree da edificare e gli immobili da completare, ristrutturare o riconvertire e successivamente mettere a reddito o ricollocare sul mercato; e/o
- (b) diritti reali immobiliari prevalentemente su beni immobili aventi le caratteristiche indicate alla precedente lettera (a); e/o
- (c) partecipazioni di maggioranza o di minoranza in società immobiliari, quotate o non quotate, aventi ad oggetto prevalente l'attività, anche in via indiretta, di acquisto, costruzione, vendita, gestione e/o locazione di immobili e/o l'attività di acquisizione e/o alienazione di diritti reali immobiliari nonché in crediti derivanti dalla concessione a queste di finanziamenti sotto ogni forma;
- (d) in misura non superiore al 25% (venticinque per cento) del Totale delle Attività del Fondo in società di cui alla precedente lettera (c) che prevedevano nel proprio oggetto sociale la possibilità di svolgere attività di costruzione e ristrutturazione non affidandone in via preminente l'appalto a terzi;
- (e) quote di altri OICR il cui patrimonio fosse investito o destinato ad essere investito, prevalentemente in beni indicati alle precedenti lettere (a), (b), (c) e (d).

Il Fondo, nel limite di 1/3 (un terzo) del suo Valore Complessivo Netto, poteva effettuare investimenti in strumenti finanziari quotati e non quotati, depositi bancari, crediti e titoli rappresentativi di credito nonché in altri beni con valore determinabile almeno semestralmente.

Con riferimento alle politiche di investimento perseguite dal Fondo sino al suo scioglimento, si evidenzia come nel tempo sia proseguita una gestione "opportunistica" del portafoglio al cui interno sono stati "mixati" immobili "a reddito" e "a sviluppo" che, stante il carattere "generalistico" degli investimenti, hanno avuto le più svariate destinazioni: dal commerciale alla logistica, dal direzionale al residenziale.

Sempre con l'obiettivo di raggiungere il rendimento prefissato, il Fondo – nei limiti previsti dal Regolamento – ha proceduto anche ad investimenti di carattere mobiliare ed in particolare in società ritenute comunque sinergiche.

Come già indicato nella precedente relazione, la SGR, in considerazione dello stato di liquidazione del Fondo e del piano di smobilizzo approvato, non ha effettuato nuovi investimenti ma ha solo costituito, per conto del Fondo, la società "Logistica Gioiello Srl" (di seguito società veicolo)

nella quale, in alternativa alla vendita diretta degli immobili, dovevano essere conferiti tutti i cespiti immobiliari direttamente detenuti.

Si informa, tuttavia, che, stante la mancata delibera - da parte delle banche finanziatrici - circa l'accollo alla società veicolo del finanziamento riguardante l'immobile di Fiano Romano, la SGR nel corso del 2015 ha disposto la messa in liquidazione della stessa società (Logistica Gioiello Srl).

Con riferimento alle prospettive future si segnala che la Borgoesia Gestione SGR nei prossimi mesi ritiene di poter terminare le operazioni riguardanti la chiusura della liquidazione del Fondo ed in particolare:

- cessione di tutti o parte degli *assets* direttamente detenuti o conferimento degli stessi (insieme alle altre partecipazioni detenute dal Fondo) nella società Bravo Spa;
- estinzione di tutte le passività;
- assegnazione ai partecipanti del Fondo delle partecipazioni in Bravo Spa (società detenuta al 100% dal Fondo Gioiello) e della liquidità residua.

Si segnala che è in corso di negoziazione la vendita degli immobili di Fiano Romano (Lotto 1 e Lotto 2) il cui ricavato consentirà di estinguere completamente i debiti del Fondo verso gli Istituti di credito (cfr. paragrafo successivo).

Stante lo stato di liquidazione del Fondo, la SGR - d'intesa col Risk Manager - ha confermato i rating assegnati nel periodo ante-liquidazione ed ha ritenuto opportuno focalizzare le attività connesse alla gestione dei rischi valutando il processo di smobilizzo e la compatibilità dello stesso ai dettami normativi.

### **Attività di gestione del Fondo**

I principali avvenimenti verificatisi nell'anno 2015 possono così riassumersi:

- La SGR per conto del Fondo Gioiello (come già indicato) si è attivata per definire, con le banche "Unicredit" e "Banca Popolare di Vicenza", le modalità più idonee per poter conferire gli immobili di Fiano Romano (Lotto 1 e Lotto 2) e Arese nella società "Logistica Gioiello Srl";
- Le banche finanziatrici, tuttavia, non hanno accordato l'accollo a Logistica Gioiello Srl del finanziamento riguardante l'immobile di Fiano Romano (*immobile che - come previsto da piano di smobilizzo del Fondo - doveva essere conferito in tale società*), conseguentemente, la Sgr ha chiesto - per conto del Fondo Gioiello - agli Istituti di credito la sospensione e/o pagamento parziale delle rate scadute.

Di seguito si riporta il dettaglio delle rate scadute e non pagate (capitale e interessi) riferite al 31 dicembre 2015. Agli importi di seguito indicati occorre aggiungere gli interessi di mora per euro 424.406,45.

MUTUO FINANZ. POOL UNICREDIT-POP. VICENZA	IMPORTO
quota capitale 31/12/2013 (linea A e linea B)	1.200.000,00
quota capitale 31/12/2014 (linea A e linea B)	1.200.000,00
quota capitale 31/12/2015 (linea A e linea B)	15.200.000,00
<b>Totale quota capitale</b>	<b>17.600.000,00</b>
MUTUO FINANZ. POOL UNICREDIT- POP. VICENZA	IMPORTO
interessi al 31/12/2013(linea A e linea B)	253.346,87
interessi al 30/06/2014 (linea A e linea B)	483.144,00
interessi al 31/12/2014 (linea A e linea B)	476.010,00
interessi al 30/06/2015 (linea A e linea B)	431.072,00
interessi al 31/12/2015 (linea A e linea B)	421.800,00
<b>Totale interessi linea A</b>	<b>2.065.372,87</b>
interessi di mora al 31.12. 2015 (linea A e linea B)	424.406,45

Le caratteristiche riguardanti il finanziamento in pool erogato da Unicredit e Banca Popolare di Vicenza sono di seguito riportate:

- L'importo complessivo originariamente accordato, pari a € 20.000.000,00, risulta ripartito in due linee. In particolare:
  - (i) un finanziamento fondiario ai sensi dell'articolo 38 e seguenti del D.Lgs. 1° settembre 1993 n. 385 (il "T.U.B.") di euro 16.500.000,00 (la "Linea A");
  - (ii) un finanziamento fondiario ai sensi dell'articolo 38 e seguenti del T.U.B. di euro 3.500.000,00 (la "Linea B").
- Per entrambe le linee (Linea A e Linea B) la data di scadenza era il 31 dicembre 2015, salvo esercizio dell'Opzione di Estensione.
- La modalità di rimborso prevista era pari al 6% della linea capitale da corrispondersi al 31 dicembre di ogni anno.
- Il tasso di interesse risulta pari all'Euribor a 6 mesi divisore 360, maggiorato del margine pari a 550 punti base in ragione d'anno, e ciò con riferimento ad entrambe le linee.

A fronte del finanziamento in parola il Fondo ha rilasciato le seguenti garanzie:

- ipoteca di primo e secondo grado sugli immobili di Fiano Romano e Arese sopra indicati;
- costituzione in pegno di n. 82.565 azioni ordinarie aventi valore nominale pari a € 82.565,00 e rappresentative del 49% del capitale sociale di Bravo Spa, società come noto integralmente posseduta dal fondo; tale garanzia peraltro è cessata in quanto si è conclusa, positivamente per il Fondo, l'azione di rivendica promossa nel 2002 dalla Charter Luxembourg S.A. la cui causa era pendente presso la Corte di Cassazione (cfr. infra);
- canalizzazione degli affitti relativi agli immobili di Fiano Romano e Arese e costituzione in pegno dei crediti nonché del saldo del conto corrente di afflusso;
- impegno alla decurtazione della linea capitale in presenza di eventi quali la stipula di nuovi contratti di locazioni con riferimento all'immobile di Fiano Romano e/o la dismissione degli immobili ex Gruppo Bertrand (ossia quelli detenuti dal fondo per il tramite di Nova Edil);
- impegno ad alimentare sino all'importo di € 1.000.000 un conto corrente che rimarrà indisponibile per tutta la durata del mutuo.

Tra i *covenants* del mutuo, era previsto il mantenimento di un DSCR - di fatto, il rapporto fra locazioni e dismissioni (da un lato), e necessità di cassa al servizio dell'indebitamento del Fondo (dall'altro) - superiore ad 1,1 nonché una serie di impegni in ordine alla *governance* del fondo che, per quanto stringenti, assicuravano alla SGR una piena autonomia gestoria nel rispetto della normativa di riferimento.

Per i motivi già illustrati in precedenza la SGR per conto del Fondo Gioiello non ha provveduto al calcolo e alla verifica del rispetto dei *covenant* contrattuali (previsti dal finanziamento in pool) ed ha sospeso i pagamenti riguardanti anche il mutuo di originari 8 milioni di euro erogato da Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato).

Di seguito si riporta il dettaglio delle rate scadute e non pagate - al 31 dicembre 2015 - riguardanti il mutuo erogato da Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato). Agli importi di seguito indicati occorre aggiungere gli interessi di mora per euro 23.815,19.

MUTUO POP. VICENZA	IMPORTO
quota capitale 30/06/2014	219.867,33
quota capitale 31/12/2014	226.339,12
quota capitale 30/06/2015	233.001,41
quota capitale 31/12/2015	5.439.859,74
<b>Totale quota capitale</b>	<b>6.119.067,60</b>

MUTUO POP. VICENZA	IMPORTO
interessi al 30.06.2014	34.266,78
interessi al 31.12.2014	32.740,46
interessi al 30.06.2015	26.378,80
interessi al 31.12.2015	22.847,41
<b>Totale interessi</b>	<b>116.233,45</b>

interessi di mora al 31.12. 2015	23.815,19
----------------------------------	-----------

Pertanto, alla data del 31 dicembre 2015, il Fondo presenta un debito complessivo nei confronti dei suddetti istituti bancari pari a euro 26.348.895,56 comprensivo di capitale e interessi.

A tale riguardo, si informa che è imminente la vendita degli immobili di Fiano Romano: il Fondo utilizzerà i flussi di cassa provenienti da tale vendita per estinguere completamente i finanziamenti scaduti.

Con riferimento alle società partecipate dal Fondo si segnala che:

- al solo fine di consentire il pagamento di alcuni debiti e le spese di chiusura della società Logistica Gioiello Srl in liquidazione, è stato concesso ed erogato dal Fondo un finanziamento soci in conto capitale di Euro 25.000,00.

- per consentire alle società Nova Edil Srl, Smeraldo Srl e Realty Srl (*società partecipate al 100% dal Fondo*) di far fronte alle esigenze di liquidità e valorizzare al meglio gli assets detenuti dalle stesse, (nonché agevolare il processo di liquidazione del Fondo), sono stati erogati dal Fondo Gioiello i finanziamenti di seguito indicati:

- finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Nova Edil Srl di euro 300.000,00
- finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Smeraldo Srl di euro 37.000,00
- finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Realty Srl di euro 30.000,00.

L'attività di gestione attuata nell'esercizio 2015 - con riferimento al portafoglio immobiliare detenuto direttamente e/o per il tramite di società partecipate – viene di seguito descritta:

### Immobili direttamente detenuti dal Fondo

Relativamente ai comparti 1F-1E-1G dell'immobile di **Fiano Romano Lotto 1** (attualmente locati a "SG Soluzioni Logistiche Srl") si informa che - stante l'attuale crisi economica - sono stati

rinegoziati i tre contratti di locazione prevedendo la risoluzione consensuale degli stessi e la sottoscrizione di unico nuovo contratto con canone annuo di circa 879.000 Euro.

Riguardo all'immobile di **Fiano Romano Lotto 2**, si segnala che è stato sottoscritto un addendum al contratto di locazione (attualmente in essere con "Gramma Farmaceutici Srl") che prevede in via temporanea ed eccezionale - stante l'attuale crisi economica - uno sconto del canone di locazione annuo pari ad euro 53.539 per il periodo 1 novembre 2014 - 31 ottobre 2015. Lo stesso conduttore si è reso inadempiente all'impegno contrattuale circa l'obbligo di prendere in locazione l'ulteriore porzione dell'immobile (circa 4.390 mq) da tempo occupato dagli organi della procedura fallimentare della società "New Poligraf Rome Srl".

Circa l'immobile **A5-UA5 di Arese**, si segnala che la controversia con il conduttore "Pirelli&C. Ambiente Srl" - già "Pirelli&C. Eco Technology" - è stata definita mediante un accordo transattivo che ha previsto: (i) la risoluzione consensuale dei contratti di locazione con contestuale restituzione degli immobili oggetto dei medesimi; (ii) il pagamento da parte di "Pirelli&C. Ambiente Srl" di un importo di Euro 1.600.000/00 (unmilionesecentomila/00) determinato a titolo di risarcimento, saldo e stralcio di ogni pretesa (compresi i crediti derivanti dai "*tenant improvements*") e dei diritti vantati dalle parti in relazione ai contratti e/o al Giudizio; (iii) la contestuale rinuncia avvalersi del Lodo per qualsivoglia ragione o causa; (iv) la restituzione da parte della Sgr delle garanzie rilasciate dal conduttore, con contestuale rinuncia ad ogni diritto dalle medesime derivanti.

### **Immobili detenuti da società partecipate**

Con riguardo agli immobili detenuti dalle società partecipate si segnala che:

#### **Bravo Spa**

- per l'immobile di **Maniago (PN), via dell'Industria n. 10**, in data 11 febbraio 2015, la Bravo Spa ha riscattato dalla "Selmabipiemme Leasing Spa" il 100% l'immobile. In data 31 gennaio 2015 è stato risolto il contratto di locazione con la società "ZML Industries Spa" e in seguito si è proceduto alla vendita per euro 6.275.320 (allo stesso conduttore) di parte dell'immobile riscattato (porzione di mq 35.661).
- per l'immobile di **Prato (PO), via dei fossi 14/C**, sono stati sottoscritti vari contratti di locazione riguardanti diverse porzioni dell'edificio (per complessivi mq 966) aventi un canone di locazione annuo di euro 122.400.
- per l'immobile di **Arese (MI), Building 2 + Tunnel, v.le Alfa Romeo**, il conduttore "Avery Dennison Italia Srl" - in data 12 marzo 2015 - ha esercitato la facoltà di recesso dal contratto da 30 settembre 2015.
- per l'immobile di **Pistoia (PT) viale Adua n.77**, si segnala che è tuttora in corso il decreto ingiuntivo nei confronti del conduttore moroso "Ministero del Tesoro" il cui canone annuo è pari a € 153.429. Si segnala che il conduttore ha provveduto a saldare l'arretrato ed è attualmente in linea con le scadenze correnti.
- per l'immobile di **Prato (PO) via Ancona**, in data 13 febbraio 2015 si è proceduto alla vendita dell'immobile per euro 250.000;
- per l'immobile di **Casale sul Sile (TV) via Colombo**, in data 24 novembre 2015 si è proceduto alla vendita parziale dell'immobile per euro 110.000.

#### **Smit Real Estate Srl**

- per l'immobile di **Schio (VI), via dell'Industria n. 135**, in data 24 aprile 2015, è stato presentato ricorso per l'ammissione di credito al passivo del fallimento di "ST Srl" già "Smit

Textile Spa”. Si informa che in data 21 maggio 2015 la società Smit Real Estate Srl è stata posta in liquidazione ai sensi dell’art. 2484 del codice civile.

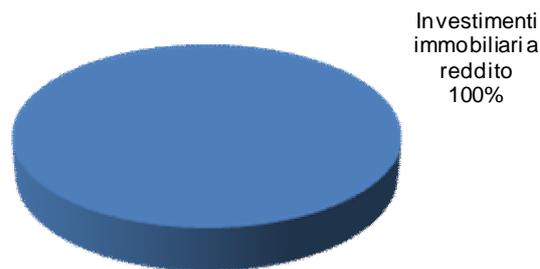
### Fase Realty Srl<sup>2</sup>

- in riferimento all’immobile di **Firenze (FI), v.le Guidoni nr. 40/42**, sono stati ultimati gli ulteriori lavori di manutenzione straordinaria concordati con il conduttore “Telecom Italia Spa”. In data 31 ottobre 2015 è stato risolto il contratto di locazione e in pari data è stato sottoscritto un nuovo contratto che prevede un canone annuo di euro 3,5 milioni. Come precedentemente indicato la società ha in corso due trattative – con primari operatori del settore - aventi ad oggetto la vendita dell’immobile per un corrispettivo di euro 50 milioni.

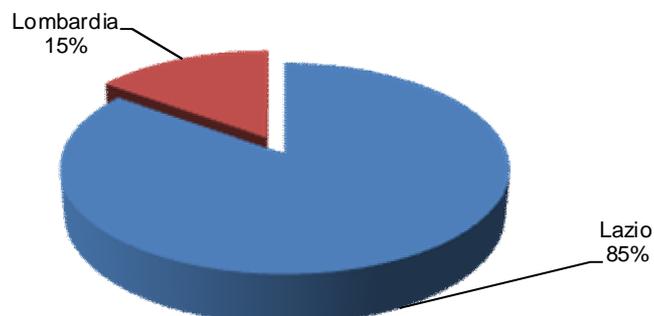
Alla fine dell’esercizio la suddivisione del portafoglio immobiliare detenuto direttamente/indirettamente dal Fondo non evidenzia scostamenti di rilievo suscettibili di modificare in modo significativo l’*asset allocation*.

L’*asset allocation* degli immobili direttamente detenuti dal Fondo viene di seguito graficamente rappresentata:

**Fondo Gioiello 31.12.15 - ASSETS ALLOCATION  
Per Tipologia**



**Fondo Gioiello 31.12.15 - ASSETS ALLOCATION  
Per Area Geografica**



Circa la suddivisione del portafoglio di pertinenza del Fondo fra le varie tipologie di “*asset allocation*”, si ritiene opportuno qui di seguito indicare i criteri a tal fine utilizzati.

<sup>2</sup> Società nella quale il Fondo detiene una partecipazione pari al 50% del capitale per il tramite di Realty Srl

In sintesi:

- Per “*investimenti immobiliari a reddito*” si intendono i beni immobili concessi in locazione a terzi o che, acquisiti con tale finalità, risultino sfitti da meno di sei mesi consecutivi;
- Per “*investimenti immobiliari a sviluppo*” si intendono i beni immobili non rientranti nella precedente categoria.

L'*asset allocation* del Fondo su base consolidata – considerando anche gli immobili detenuti attraverso le società controllate e collegate – è indicata nella tabella seguente. Si segnala che, ai fini della presente rappresentazione, il valore degli immobili detenuti da società partecipate viene assunto applicando al loro valore la percentuale di partecipazione detenuta nei singoli “veicoli”, eventualmente demoltiplicata in presenza di “catene” societarie.

Società	Indirizzo	Valore di Mercato 31/12/2014 (euro)	Valore di Mercato 31/12/2015 (euro)	Plusvalenze (minusvalenze) da valutazione	Delta %	Strategia	Destinazione	Ubicazione
Fondo Gioiello	Arese edifici A5 e UA5 - Lainate (MI), viale Luraghi	6.050.000	5.280.000	-770.000	-12,7%	Reddito	Logistica	Lombardia
Fondo Gioiello	Fiano Romano (RM), via della Mole Saracena - 2° lotto	8.910.000	7.900.000	-1.010.000	-11,3%	Reddito	Industriale	Lazio
Fondo Gioiello	Fiano Romano (RM), via della Mole Saracena - 1° lotto	24.920.000	22.100.000	-2.820.000	-11,3%	Reddito	Logistica	Lazio
Bravo S.p.A.	Agliana (PT), località Salceto	1.920.000	1.850.000	-70.000	-3,6%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Bravo S.p.A.	Agugliano (AN), loc. Monteviarino - piazza Aldo Moro 25 (già via Brodolini)	102.000	96.000	-6.000	-5,9%	Sviluppo	Commerciale	Marche
Bravo S.p.A.	Arese Building 2 - Garbagnate-Lainate (MI)	21.370.000	19.270.000	-2.100.000	-9,8%	Reddito	Logistica	Lombardia
Bravo S.p.A.	Arezzo, via Arturo Chiani 15	4.490.000	4.180.000	-310.000	-6,9%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Bravo S.p.A.	Cantagallo (PO), frazione Usella - via di Migliana 10	360.000	350.000	-10.000	-2,8%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Casale sul Sile (TV), via Colombo	1.200.000	1.090.000	-110.000	-9,2%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Cusano di Zoppola (PN), via Ellero 1/H	867.000	796.000	-71.000	-8,2%	Sviluppo	Industriale	Friuli V.N.
Bravo S.p.A.	Maniago (PN), via dell'Industria 10	6.320.000	5.910.000	-410.000	-6,5%	Reddito	Logistica	Friuli V.N.
Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 3/via Pialoi	550.000	505.000	-45.000	-8,2%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 7	1.310.000	1.240.000	-70.000	-5,3%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Marcon (VE), via Venier 68 A (ex 74)	1.280.000	1.180.000	-100.000	-7,8%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 5	1.710.000	1.618.000	-92.000	-5,4%	Sviluppo	Residenziale	Veneto
Bravo S.p.A.	Monastier (TV), via De Gasperi 9	524.000	492.000	-32.000	-6,1%	Sviluppo	Residenziale	Veneto
Bravo S.p.A.	Montebelluna (TV), via Fermi 12/14/16/18	339.000	321.000	-18.000	-5,3%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Amalfi 55	376.000	342.000	-34.000	-9,0%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Milano 5/7/9 angolo via Scarpellini	1.330.000	1.220.000	-110.000	-8,3%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Palermo	890.000	850.000	-40.000	-4,5%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO), via Puccini 97	529.000	479.000	-50.000	-9,5%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Pistoia, viale Adua 77/79	2.050.000	1.980.000	-70.000	-3,4%	Reddito	Direzionale	Toscana
Bravo S.p.A.	Ponte di Piave (TV), via Postumia	1.880.000	1.800.000	-80.000	-4,3%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Gonnella 2/4/6/8	3.280.000	3.160.000	-120.000	-3,7%	Reddito	Logistica	Veneto
Bravo S.p.A.	Postioma di Paese (TV), via Pastore	620.000	569.000	-51.000	-8,2%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Prato, via Clementi 22/24/28/30/32	685.000	647.000	-38.000	-5,5%	Reddito	Direzionale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via Filzi 130/5-6-7-8-9	641.000	570.000	-71.000	-11,1%	Reddito	Commerciale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/C	8.530.000	8.260.000	-270.000	-3,2%	Reddito	Direzionale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via dei Fossi 14/G	196.000	189.000	-7.000	-3,6%	Reddito	Commerciale	Toscana
Bravo S.p.A.	Prato, via Purgatorio 62/64	2.630.000	2.470.000	-160.000	-6,1%	Reddito	Industriale	Toscana
Bravo S.p.A.	Quarto d'Altino (VE), via Pascoli	532.000	506.000	-26.000	-4,9%	Reddito	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62	1.450.000	1.300.000	-150.000	-10,3%	Reddito	Industriale	Piemonte
Bravo S.p.A.	Spinea (VE), via delle Industrie 28/30/32 - (porzione scorporata dalla proprietà indivisa e frazionata)	128.000	116.000	-12.000	-9,4%	Sviluppo	Industriale	Veneto
Bravo S.p.A.	Tarvisio (UD), via Roma	2.430.000	2.320.000	-110.000	-4,5%	Sviluppo	Commerciale	Friuli V.N.
Bravo S.p.A.	Verrone (BI), strada Trossi 11	1.520.000	1.390.000	-130.000	-8,6%	Sviluppo	Industriale	Piemonte
Bravo S.p.A.	Montemurlo (PO) via Aniene	595.000	572.000	-23.000	-3,9%	Reddito	Altro	Toscana
Fase Realty S.r.l.	Firenze, viale Guidoni 40/42 (intero immobile)	61.350.000	50.000.000	-11.350.000	-18,5%	Reddito	Direzionale	Toscana
Nova Edil S.p.A.	Alghero (SS), loc. Capo Caccia - Porto Conte	630.000	570.000	-60.000	-9,5%	Sviluppo	Altro	Sardegna
Nova Edil S.p.A.	Benna (BI), via Garibaldi	19.500	18.000	-1.500	-7,7%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Addis Abeba	16.500	15.500	-1.000	-6,1%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 8 e 94)	44.000	42.000	-2.000	-4,5%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 9 e 95)	61.000	58.100	-2.900	-4,8%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 16 e 85)	82.000	78.000	-4.000	-4,9%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via don Sturzo	126.000	106.000	-20.000	-15,9%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Biella, via Tripoli 16/C	28.000	26.000	-2.000	-7,1%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Busto Arsizio (VA), via della Vite	146.000	139.000	-7.000	-4,8%	Sviluppo	Residenziale	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Caprile (BI), frazione Noveis Basso	60.000	55.000	-5.000	-8,3%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Coggiola (BI), località Cascina Vacchera	43.000	38.000	-5.000	-11,6%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Gaglianico (BI), via Matteotti 129	527.000	493.000	-34.000	-6,5%	Sviluppo	Direzionale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Mediglia (MI), via Caravaggio 34	174.000	163.000	-11.000	-6,3%	Sviluppo	Residenziale	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Prato, via Libero Grassi 39	267.000	251.000	-16.000	-6,0%	Sviluppo	Residenziale	Toscana
Nova Edil S.p.A.	San Giuliano Milanese (MI), via Nikolaj Vasilevic Gogol 6	70.000	66.000	-4.000	-5,7%	Sviluppo	Altro	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Saronno (VA), zona stazione Saronno sud	2.530.000	2.310.000	-220.000	-8,7%	Sviluppo	Altro	Lombardia
Nova Edil S.p.A.	Trivero (BI), frazione Vico 21/22/24	44.000	43.000	-1.000	-2,3%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Nova Edil S.p.A.	Gaglianico (BI) via Italia	36.000	32.000	-4.000	-11,1%	Sviluppo	Altro	Toscana
Okatan S.r.l.	Forte dei Marmi (LU), viale della Repubblica 3 - ex Hotel Nettuno	7.270.000	7.170.000	-100.000	-1,4%	Sviluppo	Altro	Toscana
Smit Real Estate S.p.A.	Schio (VI), viale dell'Industria 135	12.430.000	10.930.000	-1.500.000	-12,1%	Reddito	Industriale	Veneto

Come rappresentato il deprezzamento medio del portafoglio immobiliare è in linea con la generale tendenza ribassista del mercato immobiliare.

Circa le motivazioni che hanno determinato la riduzione del valore degli immobili rispetto all'esercizio precedente si rimanda alla relazione dell'Esperto Indipendente allegata alla presente relazione. Riguardo gli immobili direttamente posseduti dal Fondo si segnala che la riduzione dei valori è di €/mgl 4.600.

Si evidenzia, inoltre, come le stime operate dall'Esperto Indipendente siano state oggetto di esame da parte della SGR all'esito del quale questa ha ritenuto di recepirne integralmente le risultanze ad eccezione degli immobili di **Fiano Romano (Lotto 1 e Lotto 2)** e dell'immobile di **viale**

**Guidoni – Firenze** – (immobile indirettamente detenuto per il tramite della società Fase Realty Srl) per i quali la SGR ha ritenuto prudente considerare, come da trattative in corso (con primari operatori del settore), il possibile prezzo di cessione. In particolare **Euro 30.000.000** per l'immobile di **Fiano Romano (Lotto 1 e Lotto 2)** e **Euro 50.000.000** per l'immobile di **viale Guidoni – Firenze**.

Come precedentemente illustrato, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento durante il periodo di liquidazione, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla dismissione / assegnazione delle attività del Fondo.

Al 31 dicembre 2015, il Fondo risulta investito per il 60,63% del totale delle attività in società immobiliari non quotate (*le cui partecipazioni, in sede di riparto dell'attivo, saranno assegnate in natura ai partecipanti del Fondo*) e per 33,39% in immobili a reddito che, nel corso dei prossimi mesi, saranno venduti e/o eventualmente conferiti alla società "Bravo Spa" le cui quote di partecipazione detenute dal Fondo saranno assegnate in natura ai partecipanti dello stesso (cfr. paragrafo "Sezione II – Le attività").

- **Descrizione di eventi di particolare importanza per il Fondo verificatisi nell'esercizio e gli eventuali effetti degli stessi sulla composizione degli investimenti e, per quanto possibile, sul risultato economico dell'esercizio**

Richiamando quanto già illustrato al precedente capoverso "Attività di gestione del Fondo" in ordine agli eventi caratterizzanti la gestione del Fondo nel trascorso esercizio, si evidenziano qui di seguito ed in forma tabellare gli effetti dagli stessi prodotti tanto sulla composizione degli investimenti quanto sul risultato economico:

Operazione	Effetti	
	Sulla composizione dell'attivo	Sul risultato economico
Liquidazione della società Logistica Gioiello srl.	Annullamento della partecipazione dall'attivo patrimoniale	Iscrizione perdita su partecipazioni di €/mgl 19,3.
Erogazione Finanziamento Soci da Fondo Gioiello a Nova Edil srl	Incremento credito vs NovaEdil srl per finanziamento fruttifero per €/mgl 300	Nessuno
Erogazione Finanziamento Soci da Fondo Gioiello a Smeraldo Srl	Iscrizione credito vs Smeraldo Srl per finanziamento infruttifero €/mgl 37	Nessuno
Erogazione Finanziamento Soci da Fondo Gioiello a Realty Srl	Iscrizione credito vs Realty Srl per finanziamento infruttifero €/mgl 30	Nessuno
Definizione della controversia con il conduttore "Pirelli&C. Ambiente Srl" – già "Pirelli&C. Eco Technology".	Annullamento del credito <i>tenant improvements</i> vs il conduttore Pirelli&C. Ambiente Srl" - già "Pirelli&C. Eco Technology".	Iscrizione tra le sopravvenienze attive di €/mgl 1.600 a titolo di risarcimento, saldo e stralcio di ogni pretesa (compresi i crediti derivanti dai "tenant improvements").

- **Linee strategiche che si intendono adottare per il futuro**

Stante l'anticipato scioglimento del Fondo, l'attività gestoria sarà limitata alla liquidazione del relativo patrimonio nel rispetto delle condizioni previste nel piano di smobilizzo da ultimo aggiornato in data 9 dicembre 2015.

- **Illustrazione dei rapporti intrattenuti nell'arco dell'esercizio con altre società del gruppo di appartenenza della SGR**

Il Fondo, al 31 dicembre 2015, risulta essere sottoscritto da società controllate dal Gruppo Borgosesia in misura pari al 48,82% delle quote attualmente in circolazione.

I principali rapporti economici e/o patrimoniali intrattenuti dal predetto Gruppo con il Fondo e/o le società da questo partecipate possono essere in sintesi così riepilogati:

- Locazione da parte di Bravo Spa a favore di Borgosesia S.p.A. di due porzioni di immobile sito in Prato via dei Fossi, 14/c, verso un corrispettivo annuo di €53.076;
- Rilascio a favore della Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato) da parte di Borgosesia S.p.A. e nell'interesse del Fondo di garanzia fidejussoria per € 8 milioni e ciò a fronte del finanziamento di pari importo da questa erogato. Le commissioni a tale titolo maturate a favore di Borgosesia S.p.A. nel corso dell'esercizio – computate in ragione dello 0,5% su base annua – sono ammontate ad € 40.000;
- Sottoscrizione di contratti di *property, asset management e segreteria generale*, quali servizi offerti da Borgosesia Spa verso:
  - Fondo Gioiello (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 32, successivamente incrementato ad €/mgl 57,9 a fronte dell'apporto dell'immobile di Fiano Lotto 1;
  - Bravo Spa (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 140;
  - Nova Edil Srl (*asset management e property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 90 ed €/mgl 12;
  - Borgosesia SGR (*segreteria generale*) ad un compenso annuale di €/mgl 29;
  - Smitre srl (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 7,5;
  - Realty (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 10;
  - Fase Realty (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 12;
  - Logistica Gioiello (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 6 (contratto cessato il 30.06.2015);
  - Giada Srl (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 6;
  - Smeraldo Srl (*property management*) ad un compenso annuale di €/mgl 6.

Si evidenzia come tutte le operazioni e/o attività sopra indicate - concluse direttamente dal Fondo - siano state realizzate nel pieno rispetto della normativa primaria, secondaria e regolamentare dettata in tema di operazioni in conflitto interessi che, tra l'altro, presuppone il vincolante parere del Comitato Consultivo.

Analoghe cautele e procedure sono state adottate per le operazioni concluse per il tramite di società partecipate dal Fondo a far corso dal 10 maggio 2010, ossia dalla data in cui il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato di estendere anche a queste la *policy* in tema di conflitti di interesse.

- **Illustrazione dell'attività di collocamento delle quote o azioni, e canali distributivi utilizzati**

Per quanto riguarda il collocamento delle quote, lo stesso è avvenuto nel rispetto della normativa vigente e senza l'impiego di intermediari finanziari.

- **Eventuali fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio che possono avere effetti sulla gestione**

Dopo la chiusura dell'esercizio non si segnalano eventi di rilievo.

- **Operatività posta in essere su strumenti finanziari derivati e le strategie seguite dal gestore**

Il Fondo non ha posto in essere operazioni in strumenti finanziari derivati o strategie connesse al loro utilizzo.

- **Rischi di Business e continuità gestionale**

Stante lo stato di liquidazione in atto, sulla base delle assunzioni formulate in sede di redazione del piano di smobilizzo degli attivi del Fondo e delle considerazioni sopra esposte - circa le modalità con cui saranno onorate le rate scadute e non pagate attinenti ai debiti per finanziamenti con Unicredit e Banca Popolare di Vicenza (cfr. paragrafo "Attività di gestione") - , i liquidatori della SGR ritengono che questo abbia adeguate risorse per fronteggiare, in particolare nei 12 mesi successivi alla data di riferimento della presente relazione, le proprie obbligazioni.

Per il Collegio dei Liquidatori  
della Borgosesia Gestioni SGR SpA in liquidazione

Il liquidatore  
Muzio Clementi



## RELAZIONE DI GESTIONE AL 31/12/2015

### SITUAZIONE PATRIMONIALE

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 31/12/2015				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
(Valori in Euro)				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2015		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>64.057.210</b>	<b>60,63</b>	<b>68.482.560</b>	<b>59,69</b>
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>	<b>64.057.210</b>	<b>60,63</b>	<b>68.482.560</b>	<b>59,69</b>
A1. Partecipazioni di controllo	64.057.210	60,63	68.482.560	59,69
A2. Partecipazioni non di controllo	-	-	-	-
A3. Altri titoli di capitale	-	-	-	-
A4. Titoli di debito	-	-	-	-
A5. Parti di OICR	-	-	-	-
<b>Strumenti finanziari quotati</b>	-	-	-	-
A6. Titoli di capitale	-	-	-	-
A7. Titoli di debito	-	-	-	-
A8. Parti di OICR	-	-	-	-
<b>Strumenti finanziari derivati</b>	-	-	-	-
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	-	-	-	-
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	-	-	-	-
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	-	-	-	-
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>35.280.000</b>	<b>33,39</b>	<b>39.880.000</b>	<b>34,76</b>
B1. Immobili dati in locazione	35.280.000	33,39	39.880.000	34,76
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	-	-	-
B3. Altri immobili	-	-	-	-
B4. Diritti reali immobiliari	-	-	-	-
<b>C. CREDITI</b>	-	-	<b>805.515</b>	<b>0,70</b>
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	-	-	-
C2. Altri	-	-	805.515	0,70
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	-	-	-	-
D1. A vista	-	-	-	-
D2. Altri	-	-	-	-
<b>E. ALTRI BENI</b>	<b>705</b>	<b>0,00</b>	<b>2.115</b>	<b>0,00</b>
E1. Immobilizzazioni immateriali	-	-	-	-
E2. Immobilizzazioni materiali	705	0,00	2.115	0,00
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>2.782.314</b>	<b>2,63</b>	<b>1.258.602</b>	<b>1,10</b>
F1. Liquidità disponibile	2.782.314	2,63	1.258.602	1,10
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	-	-	-
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	-	-	-
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>3.530.578</b>	<b>3,34</b>	<b>4.292.847</b>	<b>3,74</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	-	-	-
G2. Ratei e risconti attivi	42.445	0,04	21.619	0,02
G3. Risparmio d'imposta	-	-	-	-
G4. Altre	3.488.133	3,30	4.271.228	3,72
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>105.650.807</b>	<b>100,00</b>	<b>114.721.640</b>	<b>100,00</b>

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 31/12/2015				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
(Valori in Euro)				
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2015		Situazione a fine esercizio precedente	
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>23.719.068</b>		<b>23.719.068</b>	
H1. Finanziamenti ipotecari	23.719.068		23.719.068	
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	-		-	
H3. Altri	-		-	
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>-</b>		<b>-</b>	
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	-		-	
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	-		-	
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>-</b>		<b>-</b>	
L1. Proventi da distribuire	-		-	
L2. Altri debiti verso i partecipanti	-		-	
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>3.458.085</b>		<b>3.992.362</b>	
M1. Provigioni ed oneri maturati e non liquidati	265.658		1.620.291	
M2. Debiti di imposta	20.069		32.555	
M3. Ratei e risconti passivi	19.737		245.992	
M4. Altre	2.932.860		1.833.523	
M5. Debiti per depositi cauzionali	219.760		260.000	
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>27.177.153</b>		<b>27.711.429</b>	
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>78.473.654</b>		<b>87.010.211</b>	
Numero delle quote in circolazione	340		340	
Valore unitario delle quote	230.804,865		255.912,384	
Importi richiamati e non ancora versati	-		-	
Valore unitario quote da emettere	-		-	
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	-		-	

## SEZIONE REDDITUALE

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO CHIUSO "GIOIELLO in liquidazione" AL 31/12/2015				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Relazione al 31/12/2015		Relazione esercizio precedente	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	-	4.444.625	-	15.473.639
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>				
<b>A1. PARTECIPAZIONI</b>	-	4.444.625	-	15.473.639
A1.1 dividendi e altri proventi		-		-
A1.2 utili / perdite da realizzzi	-	19.275	-	-
A1.3 plusvalenze / minusvalenze	-	4.425.350	-	15.473.639
<b>A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>		-		-
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi		-		-
A2.2 utili / perdite da realizzzi		-		-
A2.3 plusvalenze / minusvalenze		-		-
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
<b>A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>		-		-
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi		-		-
A3.2 utili / perdite da realizzzi		-		-
A3.3 plusvalenze / minusvalenze		-		-
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
<b>A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		-		-
A4.1 di copertura		-		-
A4.2 non di copertura		-		-
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>		- 4.444.625		- 15.473.639
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	-	2.954.978	-	2.968.148
<b>B1.</b> Canoni di locazione e altri proventi		2.420.194		6.627.491
<b>B2.</b> Utile/perdite da realizzzi		-		-
<b>B3.</b> Plusvalenze/minusvalenze	-	4.818.754	-	9.002.036
<b>B4.</b> Oneri per le gestione di beni immobili	-	306.358	-	369.661
<b>B5.</b> Ammortamenti		-		-
<b>B6.</b> Imposte sugli Immobili	-	250.060	-	223.942
<b>Risultato gestione beni immobili</b>		- 2.954.978		- 2.968.148
<b>C. CREDITI</b>		-		78.224
<b>C1.</b> Interessi attivi e proventi assimilati		-		78.224
<b>C2.</b> Incrementi / decrementi di valore		-		-
<b>Risultato gestione crediti</b>		-		78.224
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>		-		-
<b>D1.</b> Interessi attivi e proventi assimilati		-		-
<b>E. ALTRI BENI</b>	-	1.410	-	1.410
<b>E1.</b> Proventi		-		-
<b>E2.</b> Utili / perdite da realizzzi		-		-
<b>E3.</b> Plusvalenze / minusvalenze	-	1.410	-	1.410
<b>Risultato gestione investimenti</b>		- 7.401.013		- 18.364.973

	Relazione al 31/12/2015		Relazione esercizio precedente	
<b>F. F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>	-		-	
<b>F1. OPERAZIONI DI COPERTURA</b>	-		-	
F1.1 risultati realizzati	-		-	
F1.2 risultati non realizzati	-		-	
<b>F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA</b>	-		-	
F2.1 risultati realizzati	-		-	
F2.2 risultati non realizzati	-		-	
<b>F3. LIQUIDITA'</b>	-		-	
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>		- 7.401.013		- 18.364.973
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>	- 1.351.202		- 1.031.405	
<b>H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	- 902.098		- 1.026.161	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	- 902.098		- 1.026.161	
H1.2 su altri finanziamenti	-		-	
<b>H2. ALTRI ONERI FINANZIARI</b>	- 449.104		- 5.244	
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		- 8.752.215		- 19.396.377
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	- 1.014.040		- 1.283.516	
I1. Provigione di gestione SGR	- 584.327		- 866.719	
I2. Commissioni banca depositaria	- 29.804		- 35.573	
I3. Oneri per esperti indipendenti	- 81.635		- 80.980	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-		-	
I5. Altri oneri di gestione	- 318.275		- 300.244	
<b>L. ALTRI RICAVI E ONERI</b>	1.229.699		- 107.815	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	0		-	
L2. Altri ricavi	1.962.294		35.263	
L3. Altri oneri	- 732.595		- 143.078	
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		- 8.536.556		- 20.787.708
<b>M. IMPOSTE</b>	-		-	
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-		-	
M2. Risparmio di imposta	-		-	
M3. Altre imposte	-		-	
<b>Utile / perdita dell'esercizio</b>		- 8.536.556		- 20.787.708

## NOTA INTEGRATIVA

### PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Al 31 dicembre 2015 la compagine dei sottoscrittori del Fondo risulta essere la seguente:

Sottoscrittore	N. quote	Valore tot.	%
Borgosesia spa	125	31.250.000,00	36,76%
Roberto Bini	80	20.000.000,00	23,53%
Penelope spa	60	15.000.000,00	17,65%
FLP Srl	20	5.000.000,00	5,88%
Goldfinger (ex Figerbiella)	15	3.750.000,00	4,41%
Gianna Bini	8	2.000.000,00	2,35%
Gabriele Bini	7	1.750.000,00	2,06%
Cristina Bini	7	1.750.000,00	2,06%
Delfino Spa	6	1.500.000,00	1,76%
Borgosesia SGR	6	1.500.000,00	1,76%
Giannetto Bini	5	1.250.000,00	1,47%
Giannetto e Gabriele Bini	1	250.000,00	0,29%
<b>TOTALE</b>	<b>340</b>	<b>85.000.000,00</b>	<b>100,0%</b>

Nel corso dell'esercizio 2015 non sono stati distribuiti proventi, né sono stati eseguiti rimborsi parziali.

Il Fondo non è suddiviso in comparti. Non è prevista l'emissione di diverse classi di quote.

La variazione riguardante il valore della quota ed il valore complessivo netto del Fondo, dalla data di avvio dell'operatività al 31 dicembre 2015, è la seguente:

Data di riferimento	Valore complessivo netto del Fondo	Tasso IRR	Valore della quota	Numero di quote in circ.	Tasso Obiettivo
19.02.07	22.500.000,00	-	250.000,00	90	-
30.06.07	22.701.302,00	2,51%	252.236,69	90	8,00%
31.12.07	23.209.198,54	3,64%	257.879,98	90	8,00%
30.06.08	23.429.312,01	3,02%	260.325,69	90	8,00%
31.12.08	91.482.173,02	12,43%	285.881,79	320	8,00%
30.06.09	96.671.148,03	12,19%	302.097,34	320	8,00%
31.12.09	96.886.498,32	8,89%	302.770,31	320	8,00%
30.06.10	102.959.692,48	9,75%	321.749,04	320	8,00%
31.12.10	105.994.714,96	9,07%	331.233,48	320	8,00%
30.06.11	110.900.747,74	9,14%	321.749,04	320	8,00%
31.12.11	115.196.841,88	7,22%	338.814,24	340	8,00%
30.06.12	115.019.396,78	6,28%	338.292,34	340	8,00%
31.12.12	110.437.960,00	4,65%	324.817,53	340	8,00%
31.12.13	107.797.918,90	3,35%	317.052,70	340	8,00%
31.12.14	87.010.210,50	-0,47%	255.912,38	340	8,00%
31.12.15	78.473.654,12	-1,77%	230.804,87	340	8,00%

Il tasso interno di rendimento al 31 dicembre 2015 si attesta pertanto a -1,77%.

I principali elementi legati alla gestione degli immobili e/o partecipazioni immobiliari che hanno influito sul valore della quota rilevata al 31 dicembre 2015 sono i seguenti:

- decremento netto del valore delle partecipazioni detenute dal Fondo per €/mgl 4.425 determinato dalle seguenti voci:

Società Partecipata	Tipo di partecipazione	% Partecipazione (Diretta)	Valore al 31.12.14	2015			Valore al 31.12.15
				Acquisizioni e/o cessioni	Conversione Finanz. ti in Equity	Plusvalenze (minusvalenze) da valutazione	
Bravo Spa	Controllo	100,00%	47.620.000			-1.090.000	46.530.000
Realty Srl	Controllo	100,00%	16.510.000			-3.330.000	13.180.000
Nova Edil Srl (già Nova Edil Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	3.970.000			-40.000	3.930.000
Smeraldo Srl (già Finanziaria Tessile Betrand Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	169.580			-8.700	160.880
Giada Srl (già Filati Betrand Spa in a.s.)	Controllo	100,00%	212.980			43.350	256.330
<b>TO TALE</b>			<b>68.482.560</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-4.425.350</b>	<b>64.057.210</b>

- minusvalenza derivante dalla valutazione degli immobili detenuti dal fondo per €/mg 4.819 il cui dettaglio è di seguito riportato.

Immobile	Valore determinato 31.12.14	Capex	Acquisti (cessioni)	Plusvalenze	Minusvalenze	Valore determinato 31.12.15
Fiano Romano Lotto 2 (RM)	8.910.000	126.436			(1.136.436)	7.900.000
Arese-Lainate (MI)	6.050.000				(770.000)	5.280.000
Fiano Romano Lotto 1 (RM)	24.920.000	92.319			(2.912.319)	22.100.000
<b>TO TALE</b>	<b>39.880.000</b>	<b>218.754</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(4.818.754)</b>	<b>35.280.000</b>

Come indicato nella relazione di gestione, si rimarca come le stime operate dall'Esperto Indipendente siano state oggetto di esame da parte della SGR all'esito del quale questa ha ritenuto di recepirne integralmente le risultanze ad eccezione degli immobili di **Fiano Romano (Lotto 1 e Lotto 2)** e dell'immobile di **viale Guidoni – Firenze** – (immobile indirettamente detenuto per il tramite della società Fase Realty Srl) per i quali la SGR ha ritenuto prudente considerare, come da trattative in corso (con primari operatori del settore), il possibile prezzo di cessione. In particolare **Euro 30.000.000** per l'immobile di **Fiano Romano (Lotto 1 e Lotto 2)** e **Euro 50.000.000** per l'immobile di **viale Guidoni – Firenze**.

Con riferimento alle attività di gestione dei rischi e del loro controllo (c.d. "risk management") si rileva come per le operazioni perfezionate negli esercizi in cui il fondo non era in liquidazione siano state predisposte, dal Risk Manager, apposite schede di valutazione riferite alle operazioni di investimento/disinvestimento, tali da permettere agli Amministratori (dopo Liquidatori) di esprimere un giudizio consapevole sia in ordine al profilo di rischio che in merito alla loro coerenza con la politica di investimento del Fondo.

Il modello di Risk Management adottato ha riguardato:

- il rischio immobiliare;
- il rischio finanziario;
- il rischio operativo;
- il rischio di mercato;
- il rischio di concentrazione.

L'analisi preliminare di questi rischi, svolta (nel periodo in cui il Fondo non era in liquidazione) dal team di gestione e dalla funzione di *Risk Management* in maniera disgiunta e indipendente, ha riguardato la fase di *due diligence*, consentendo l'elaborazione di schede di *risk assessment*.

Le schede sono state sviluppate seguendo la metodologia IRB (*Internal Rating Based*) con un approccio quali/quantitativo funzionale alla determinazione di un *Risk Rating* finale comparabile non solo nel tempo ma anche con i rating di altri investimenti.

I *Risk Rating* elaborati sono stati classificati nel seguente modo:

<b>Classificazione</b>	<b>Punteggio</b>	<b>Rating</b>	<b>Spread over Euribor 6 mesi</b>
<b>Core I</b>	<b>Fino a 5</b>	<b>AA+</b>	<b>1% - 3%</b>
<b>Core II</b>	<b>Da 5,01 a 8</b>	<b>AA</b>	<b>3,01% - 6%</b>
<b>Core + I</b>	<b>Da 8,01 a 11</b>	<b>A+</b>	<b>6,01% - 8%</b>
<b>Core + II</b>	<b>Da 11,01 a 14</b>	<b>A</b>	<b>8,01% - 10%</b>
<b>Value Added I</b>	<b>Da 14,01 a 17</b>	<b>BB+</b>	<b>10,01% - 13%</b>
<b>Value Added II</b>	<b>Da 17,01 a 20</b>	<b>BB</b>	<b>13,01% - 15%</b>
<b>Opportunistic I</b>	<b>Da 20,01 a 22</b>	<b>B+</b>	<b>15,01% - 18%</b>
<b>Opportunistic II</b>	<b>Oltre 22</b>	<b>B</b>	<b>&gt; 18%</b>

Al 31 dicembre 2015, stante lo stato di liquidazione del Fondo ed in considerazione delle modalità con cui si procederà allo smobilizzo degli *assets* direttamente/indirettamente detenuti (cfr. piano di smobilizzo), la SGR, d'intesa col *Risk Manager*, ha confermato i rating assegnati nel periodo ante-liquidazione ed ha ritenuto opportuno focalizzare le attività connesse alla riduzione dei rischi valutando il processo di smobilizzo e la compatibilità dello stesso ai dettami normativi.

Si segnala, inoltre, che il Fondo Gioiello non ha attuato operazioni volte alla copertura dei rischi di portafoglio.

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

### Sezione I – Criteri di valutazione

I fatti di gestione verificatisi nel corso dell'esercizio sono stati rilevati in contabilità secondo i principi di generale diffusione e applicazione, in linea con il Regolamento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e in attuazione del Decreto Legislativo 24.2.1998 n. 58 e successive modifiche ed integrazioni.

Tutte le componenti della Sezione Reddittuale (proventi ed oneri) sono state determinate e contabilizzate nel rispetto del principio della competenza temporale attraverso la rilevazione - ove necessario - di ratei e risconti attivi e passivi.

In sintesi, i criteri di valutazione adottati da Fondo sono i seguenti:

#### **Immobili**

Il valore degli immobili, salvo quanto precedentemente indicato, è riferito alle risultanze della Relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente, ai sensi dell'art. 14-*bis*, quarto comma, della Legge 25 gennaio 1994, n. 86 e dell'art. 17, Titolo IV, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, nonché di quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

Più precisamente gli immobili, contabilizzati – in sede d'acquisto - al costo incrementato degli oneri di diretta imputazione, sono stati successivamente adeguati al valore corrente di mercato accertato da PRAXI S.p.A. nella sua qualità di Esperto Indipendente designato dalla SGR.

Le stime operate dall'Esperto Indipendente si fondano sui seguenti approcci metodologici.

1. **Metodo comparativo (o del mercato).** Si basa sul confronto fra i beni oggetto di valutazione e altri beni con essi comparabili, recentemente compravenduti o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali.
2. **Metodo reddituale.** Prende in considerazione due diverse tecniche di valutazione:
  - a) *Capitalizzazione diretta.* Si basa sulla capitalizzazione ad un determinato tasso - c.d. "cap rate"- dei redditi netti futuri generati dalla proprietà immobiliare. Il tasso applicato tiene conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine con applicazione di un coefficiente rettificativo esplicativo delle caratteristiche peculiari del cespite.
  - b) *Metodo dei flussi di cassa attualizzati* (DCF, Discounted Cash-Flow), basato:
    - sulla determinazione, per un periodo di anni che tiene conto delle scadenze contrattuali di ciascuna unità immobiliare, dei redditi netti futuri derivanti dalla proprietà immobiliare;
    - sulla determinazione del valore di mercato della proprietà immobiliare mediante la capitalizzazione in perpetuità, alla fine di tale periodo, del reddito netto al tasso "cap rate";
    - sull'attualizzazione al tasso "cap rate", alla data della valutazione, dei redditi netti-flussi di cassa futuri.
3. **Metodo della trasformazione.** Si basa sull'attualizzazione, alla data della valutazione, dei flussi di cassa generati dall'investimento immobiliare nell'arco di tempo corrispondente alla sua durata. A tale metodo è associabile un modello valutativo finanziario (attualizzazione dei flussi di cassa) basato su di un progetto di sviluppo definito in quantità edificabili, destinazioni d'uso, costi di trasformazione e ricavi sostenibili. In altri termini, si utilizza una analisi costi - ricavi per individuare il Valore di Mercato dell'iniziativa oggetto di indagine. Il modello si articola in uno schema di flussi di cassa (entrate ed uscite) relative al progetto immobiliare di trasformazione. Tra le uscite sono previste quelle conseguenti alla costruzione, demolizione, urbanizzazione, progettazione e direzione lavori e altri costi; tra le

entrate quelle derivanti dalle vendite effettuate per ciascun settore di destinazione d'uso (residenziale, industriale, artigianale, commerciale, terziario e dei servizi). La distribuzione temporale dei costi e dei ricavi consente di ottenere uno schema di flussi di cassa al netto del profitto del promotore che vanno portati all'attualità con un opportuno tasso di sconto che rappresenta il costo del capitale.

Sulla base della destinazione d'uso e della strategia caratterizzante ciascun immobile è stato adottato il criterio o i criteri di valutazione ritenuti maggiormente appropriati.

### **Partecipazioni**

Le partecipazioni in società non quotate sono valutate facendo ricorso a metodologie che variano a seconda del tipo di partecipazione detenuta (di controllo o meno) e dell'attività esercitata dalla società partecipata.

Più precisamente:

- alle partecipazioni di controllo in società la cui attività consiste prevalentemente nell'investimento in beni immobili (di seguito, società immobiliari) è attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo. Il patrimonio netto a tali fini è determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari risultanti dall'ultimo bilancio approvato i criteri di valutazione descritti nel paragrafo precedente; le altre poste attive e passive del bilancio della partecipata non sono di norma oggetto di nuova valutazione. Le eventuali rivalutazioni o svalutazioni dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari determinano, rispettivamente, un aumento o una diminuzione del patrimonio netto contabile della partecipata medesima, tenendo in debito conto i connessi effetti fiscali. Sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento del bilancio e il momento della valutazione;
- alle partecipazioni non di controllo in società immobiliari è attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo. Al fine di tener conto nella valutazione della partecipata di ulteriori componenti economicamente rilevanti, il patrimonio netto di questa può essere rettificato, alla luce di un generale principio di prudenza, mediante l'applicazione di metodi basati (i) su transazioni comparabili aventi ad oggetto partecipazioni significative rispetto a quella detenuta dal Fondo e a condizione che il trasferimento della stessa sia effettuato da soggetto non legato, direttamente od indirettamente, alla società partecipata o alla SGR, (ii) su indicatori di tipo economico – finanziario. Di norma l'adeguamento del valore delle partecipazioni in questione viene effettuato dopo il decorso di un anno dal loro acquisto;
- alle partecipazioni in altre imprese, decorso almeno un anno dal loro acquisto, può essere attribuito un maggior valore determinato facendo ricorso a metodi basati (i) su transazioni comparabili aventi ad oggetto partecipazioni significative rispetto a quella detenuta dal Fondo (e, comunque, mai inferiore al 2% del capitale), a condizione che il trasferimento delle stesse sia effettuato da soggetto non legato, direttamente od indirettamente, alla società partecipata o alla SGR e che dallo stesso non derivi una modifica degli assetti proprietari della società partecipata; (ii) su indicatori di tipo economico – patrimoniale (quali, ad esempio, il Discount Cash Flow ) ma a condizione che la società partecipata abbia chiuso in utile almeno 3 esercizi consecutivi, il tasso di attualizzazione e/o capitalizzazione remunerati adeguatamente il rischio di impresa e le grandezze reddituali assunte siano depurate dalle componenti di natura straordinaria.

### **Parti di OICR**

Le parti di OICR risultano valorizzate sulla base dell'ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tener conto:

- dei prezzi di mercato, nel caso in cui le parti in questione siano ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato;

- nel caso di OICR di tipo chiuso, di eventuali elementi oggettivi di valutazione relativi a fatti verificatisi dopo la determinazione dell'ultimo valore reso noto al pubblico.

### **Crediti e altre attività**

I crediti e le altre attività sono esposti al valore di presunto realizzo.

### **Altri beni**

Nella presente Relazione sono iscritti costi per immobilizzazioni materiali, rappresentanti, in specie, mobili e arredi di proprietà del Fondo. Essi sono stati contabilizzati inizialmente al costo di acquisto e sono iscritti al presumibile valore di realizzo.

### **Posizione netta di liquidità**

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

### **Debiti ed altre passività**

I debiti e le altre passività sono esposti al loro valore nominale.

### **Ratei e risconti**

Sono calcolati secondo il principio della competenza economica e temporale.

### **Costi e Ricavi**

Sono contabilizzati secondo il principio della competenza economica e dell'inerenza all'attività svolta dal Fondo.

### **Imposte**

L'articolo 32 del D.L. 31 maggio 2010, n.° 78, convertito nella legge 122 del 30 luglio 2010 e ancora modificato dal D.L. 70 del 13 maggio 2011, successivamente modificato con la legge 12 luglio 2011, n.° 106, ha, sostanzialmente modificato l'assetto normativo dei Fondi Comuni d'Investimento Immobiliare.

La nuova disciplina, nell'ottica di un più ampio quadro normativo comunitario, ha posto, quali caratteristiche di ogni fondo immobiliare chiuso, l'effettiva gestione collettiva del risparmio e la completa autonomia delle scelte gestionali da parte della società che li gestisce, da qualsiasi tipo d'influenza, presunta o meno, da parte degli investitori, proprio perché la SGR diviene soggetto centrale e di equilibrio fra una pluralità di investitori.

Il richiamato articolo 32, nel suo testo definitivo, nell'ottica di fornire una disciplina fiscale precisa priva di incertezze interpretative, ha previsto, per i fondi che fossero già costituiti alla data di entrata in vigore della norma, i seguenti parametri di comportamento laddove al fondo non vi partecipassero investitori istituzionali così come definiti e individuati dal comma 3 dello stesso sopra citato articolo 32. In particolare ha previsto:

- l'imputazione, per trasparenza, dei redditi conseguiti dal fondo e rilevati nei rendiconti di gestione in capo ai partecipanti non istituzionali che possiedano quote di partecipazione al fondo superiori al 5 per cento del valore dello stesso;
- sempre in testa ai partecipanti non istituzionali che possiedano quote di partecipazione al fondo superiori al 5 per cento, la normativa ha previsto l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sul reddito nella misura del 5 per cento da calcolarsi sul valore medio delle quote detenute alla data del 31 dicembre 2010;
- per i fondi che alla data del 31 dicembre 2010 presentavano un assetto partecipativo diverso da quello ora previsto per i fondi istituzionali, e nei quali vi partecipasse almeno un partecipante non istituzionale, con una quota superiore al 5 per cento, è stata

concessa la facoltà di sciogliere il fondo medesimo entro il 31 dicembre 2011 e versare un'imposta sostitutiva delle imposte sul reddito e Irap pari al 7 per cento del valore netto del fondo alla data del 31 dicembre 2010 e, successivamente, per gli utili conseguiti a partire dal primo gennaio 2011 e fino al termine della liquidazione, la corresponsione sempre di un'imposta sostitutiva delle imposte sul reddito e Irap pari al 7 per cento.

Nel caso di specie del Fondo Gioiello la società non ha optato per il suo scioglimento anticipato, pertanto, ai fini delle imposte sul reddito si rientra nella fattispecie dell'imposta sostitutiva (una tantum) del 5 per cento sul valore medio delle quote detenute alla data del 31 dicembre 2010; mentre per gli utili periodici realizzati gli stessi sono/saranno imputati per trasparenza a carico dei sottoscrittori (non istituzionali) che detengono una quota partecipativa superiore al 5 per cento.

### **Criteria di valutazione utilizzati per l'emissione di nuove quote**

I criteri per l'emissione di nuove quote sono disciplinati dal Regolamento del Fondo.

Si informa che il Consiglio di Amministrazione di Borgosesia Gestioni SGR, in data 11 marzo 2011 ha disposto:

- di riaprire il periodo di sottoscrizione per il Fondo Gioiello dal 14 marzo 2011 al 31 dicembre 2011 con un obiettivo di raccolta di 65.000.000 di Euro;
- che il rimborso delle quote agli aventi diritto avvenisse, se del caso in proporzione, per valuta coincidente con l'incasso delle nuove sottoscrizioni in danaro e per un valore pari a quello di emissione e coincidente con l'ultimo NAV del fondo accertato prima delle singole nuove sottoscrizioni;
- di prevedere che l'intera operazione venisse puntualmente a conformarsi con le disposizioni previste in materia dal vigente regolamento del fondo e più in particolare da quelle contenute nell'articolo 30 che di seguito si riporta:

#### *Articolo 30*

##### *Emissione delle Quote*

1. *Le Quote spettanti ai Soggetti Apportanti a fronte dei rispettivi Apporti sono emesse alla data di efficacia degli atti di conferimento dei beni oggetto di Apporto in Natura e alla data di effettuazione dei versamenti previsti per gli Apporti in Denaro.*
2. *Il numero di Quote attribuito ai Soggetti Apportanti è determinato come segue:*
  - (i) *a ciascun soggetto che effettui un Apporto in Natura è attribuito un numero di Quote pari al valore del relativo Apporto in Natura (determinato in base alle previsioni del precedente articolo 29) suddiviso per: (a) il Valore Nominale della Quota del Fondo, ovvero, per le Quote emesse nel Periodo di Riapertura delle Sottoscrizioni, per (b) il Valore Unitario della Quota del Fondo più recentemente determinato; resta inteso che, laddove l'applicazione di tale rapporto dia luogo ad un numero non intero di Quote, la relativa sottoscrizione da parte del Soggetto Apportante dovrà essere integrata con il versamento di una somma in denaro, di ammontare pari alla differenza tra il valore delle Quote emesse arrotondato per difetto ed il valore dei beni conferiti;*
  - (ii) *a ciascun soggetto che effettui un Apporto in Denaro è attribuito un numero di quote pari all'importo dal medesimo corrisposto a fronte del richiamo degli impegni effettuato dalla SGR, suddiviso per: (a) il Valore Nominale della Quota del Fondo, ovvero, per le Quote emesse nel Periodo di Riapertura delle Sottoscrizioni, per (b) il Valore Unitario della Quota del Fondo più recentemente determinato.*
3. *Il Valore Unitario della Quota del Fondo assunto a riferimento per le successive emissioni di Quote e del relativo sovrapprezzo è comunicato a tutti i Partecipanti prima della scadenza del Periodo di Richiamo degli Impegni, mediante apposita comunicazione recante anche l'ammontare complessivo degli impegni richiamati a fronte di Apporti in Denaro e di Apporti in Natura.*

**Informativa in ordine agli incarichi assegnati agli Esperti Indipendenti ed al processo di valutazione**

In dipendenza della Comunicazione congiunta emanata il 29 luglio 2010 da Banca d'Italia e Consob il Consiglio di Amministrazione della SGR, in data 21 febbraio 2011 – ha approvato un'apposita procedura nell'ambito della quale sono state definite le politiche, le regole ed i processi che presiedono alla valutazione da parte degli organi aziendali degli immobili e delle partecipazioni in società immobiliari di pertinenza di ciascun fondo.

Tale procedura è stata in seguito rivista ed aggiornata al fine di tener conto delle modifiche organizzative e normative. In particolare sono stati fissati:

- i criteri adoperati per la nomina e la selezione degli Esperti Indipendenti adottando particolari cautele al fine di prevenire eventuali conflitti di interesse;
- i flussi informativi, le tempistiche, le funzioni coinvolte per la predisposizione e per la verifica delle relazioni di stima;
- il contenuto minimo del contratto regolante il rapporto con l'esperto indipendente tenendo presente che, trattandosi di un affidamento a terzi di un processo critico della propria attività con profili di rischio assimilabili all'outsourcing, lo stesso deve riportare tutte le misure necessarie per assicurare il soddisfacimento delle cautele previste all'articolo 21 comma 2 lettera *b-c-d-e-f-g* e *k* del Regolamento Congiunto Consob e Banca d'Italia del 29 ottobre 2007;
- le informazioni minime che gli Esperti Indipendenti debbono fornire nelle proprie relazioni di stima con riguardo alle attività svolte, alle motivazioni sottese all'impiego di una determinata metodologia di valutazione, ai parametri, alle ipotesi nonché ai rischi considerati;
- i criteri di valorizzazione per i singoli assets.

Con riferimento infine ai compensi ordinari riconosciuti agli Esperti Indipendenti, si riporta di seguito, in forma schematica, la seguente informativa di sintesi:

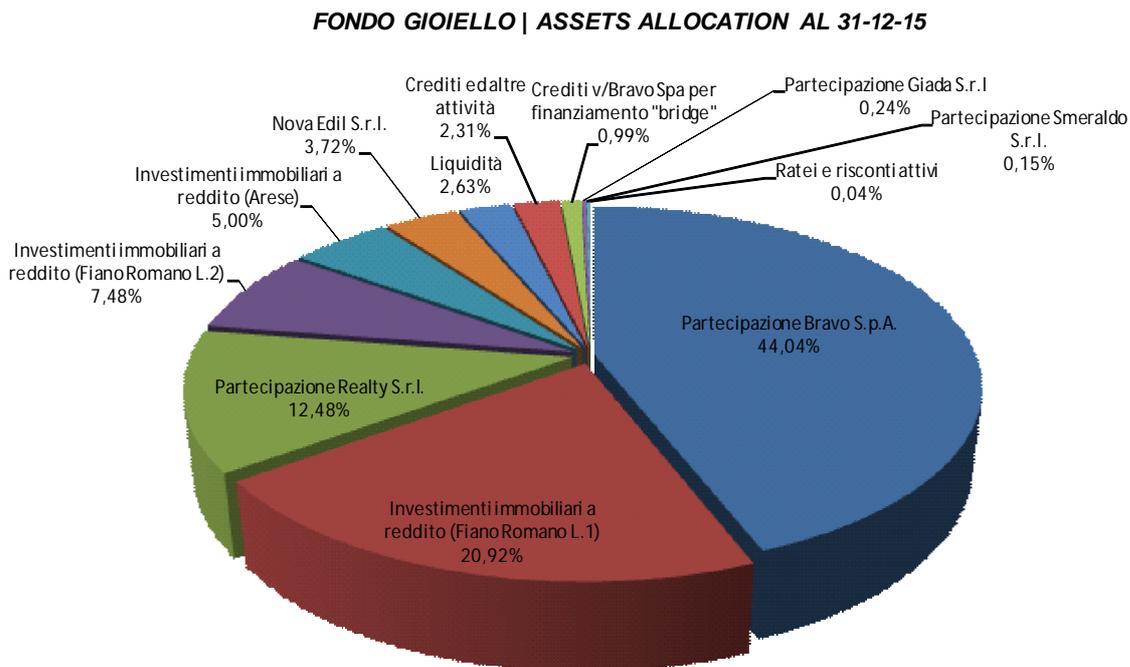
<b>Società</b>	<b>Oggetto</b>	<b>Scadenza</b>	<b>Compenso ordinario</b>
<b>PRAXI Spa</b>	Valutazione portafoglio immobiliare e partecipazioni in società immobiliari	30/06/2016	€ 500,00 per immobile valutato + € 2.000,00 per ogni società

Si dà atto che il predetto Esperto Indipendente non svolge nell'interesse di altri fondi gestiti dalla SGR, di quest'ultima o di società rientranti nel gruppo di appartenenza della stessa, attività diverse da quella valutativa.

## Sezione II – Le attività

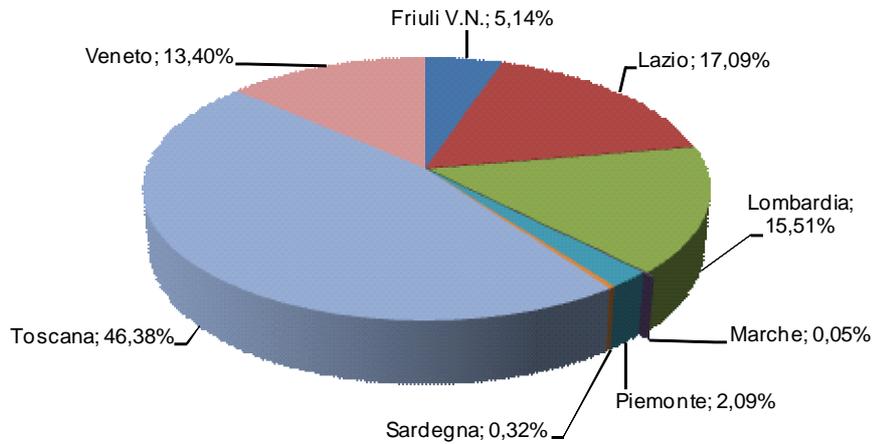
Le attività del Fondo al 31 dicembre 2015 sono così rappresentate:

Descrizione	Valore	%
Partecipazione Bravo S.p.A.	46.530.000	44,04%
Investimenti immobiliari a reddito (Fiano Romano L.1)	22.100.000	20,92%
Partecipazione Realty S.r.l.	13.180.000	12,48%
Investimenti immobiliari a reddito (Fiano Romano L.2)	7.900.000	7,48%
Investimenti immobiliari a reddito (Arese)	5.280.000	5,00%
Nova Edil S.r.l.	3.930.000	3,72%
Liquidità	2.782.314	2,63%
Crediti ed altre attività	2.438.838	2,31%
Crediti v/Bravo Spa per finanziamento "bridge"	1.050.000	0,99%
Partecipazione Giada S.r.l.	256.330	0,24%
Partecipazione Smeraldo S.r.l.	160.880	0,15%
Ratei e risconti attivi	42.445	0,04%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>105.650.807</b>	<b>100,00%</b>



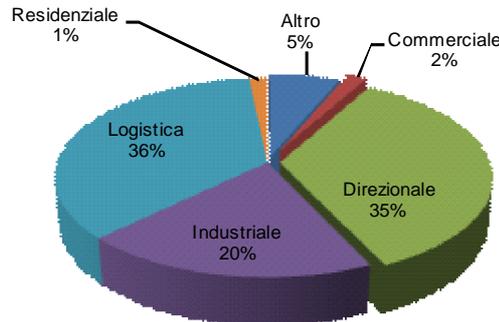
La ripartizione per area geografica degli *investimenti immobiliari* del Fondo è desumibile dal grafico sotto riportato precisandosi che lo stesso è realizzato su base consolidata ossia tenendo conto dell'ubicazione dei beni detenuti anche per il tramite di società controllate e collegate. Il "peso" attribuito agli immobili detenuti per il tramite di società controllate e collegate è determinato applicando al valore di questi la percentuale di partecipazione detenuta in seno alla società proprietaria, eventualmente demoltiplicata per tener conto dell'effetto di diluizione generato dalla catena societaria.

**Fondo Gioiello 31.12.15 - ASSETS ALLOCATION  
 Per Area Geografica**



La ripartizione degli investimenti immobiliari del Fondo in termini di settori economici di impiego, sempre su base consolidata, è così sintetizzabile:

**Fondo Gioiello 31.12.15 - ASSETS ALLOCATION  
 Per Tipologia**



## II.1 Strumenti finanziari non quotati

Con riferimento alle partecipazioni in società non quotate si rilevano le seguenti movimentazioni.

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Partecipazioni di controllo		35.000
Partecipazioni non di controllo		
Altri titoli di capitale		
Titoli di debito		
Parti di OICR		
<b>Totale</b>	<b>0</b>	<b>35.000</b>

Di seguito si riportano le informazioni richieste - dal regolamento della Banca d'Italia 19.01.15 - per ciascuna delle partecipazioni detenute dal Fondo alla fine dell'esercizio:

### Bravo S.p.A.

Denominazione e sede della Società: Bravo S.p.A., sede in Prato (PO) Via dei Fossi n. 14/c C.F./P.I. 00679510412

Attività esercitata dalla Società: Oggetto prevalente l'acquisto, la vendita, la permuta, la costruzione e la gestione di immobili commerciali ed industriali e la lottizzazione di terreni ad uso commerciale ed industriale.

Alla società è inibita la costruzione e la ristrutturazione di immobili di qualsiasi tipo, se non è affidato preminentemente l'appalto a terzi.

#### A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	168.500	100%	40.735.000	46.530.000	47.620.000
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

#### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	31/12/2015*	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2011	31/12/2010
1) totale attività	62.055.230	68.858.535	69.596.948	89.572.168	95.016.386
2) partecipazioni	4.705.133	4.797.476	4.797.476	2.250.812	1.138.396
3) immobili	43.019.080	42.148.629	46.945.918	67.698.468	68.818.711
4) indebitamento a breve termine	13.886.739	9.244.419	9.218.442	15.097.811	17.893.246
5) indebitamento a medio/lungo termine	2.685.075	8.024.892	5.964.563	17.761.925	20.974.978
6) patrimonio netto	42.633.325	43.152.023	49.329.485	55.434.064	54.893.687

Dati reddituali	31/12/2015*	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2011	31/12/2010
1) fatturato	7.196.989	5.816.142	5.699.118	6.402.310	7.407.051
2) margine operativo lordo	2.638.699	-5.362.889	-682.468	1.995.943	3.303.879
3) risultato operativo	991.833	-7.468.103	-1.745.851	-1.489.567	-569.124
4) saldo proventi/oneri finanziari	28.349	-640.295	-3.564.530	-162.153	-432.926
5) saldo proventi/oneri straordinari	514.316	-136.211		-203.923	-48.852
6) risultato prima delle imposte	1.534.498	-8.244.609	-5.310.381	-1.855.643	-1.050.902
7) utile (perdita) netto	-518.698	-6.177.463	-5.991.194	-1.309.623	-904.768
8) ammortamenti dell'esercizio	-1.502.257	-7.470.515	-3.116.475	-2.597.379	-2.542.052

\* riferito alla situazione contabile disponibile alla data di predisposizione della relazione.

#### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:

##### 1 - criteri di valutazione

I criteri di valutazione sono quelli espressi in precedenza sub "PARTE B – Sez. 1 Partecipazioni".

Nella specie, trattandosi di partecipazione di controllo in società immobiliare non quotata la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili, alla stessa è stato attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo (100%). Il patrimonio netto a tal fine utilizzato è stato determinato rettificando quello contabile riferito alla situazione contabile al 31.12.2015, non formalmente approvata dall'Assemblea dei Soci, in ragione del maggior valore attribuito agli immobili di pertinenza della società – accertato facendo ricorso ai criteri di valutazione indicati alla precedente "PARTE B – Sez. 1 Immobili" e sulla base della stima effettuata dall'Esperto Indipendente Praxi – tenendo in debito conto i relativi effetti fiscali. La stessa metodologia è stata applicata agli immobili detenuti in forza di contratti di locazione finanziaria di natura "traslativa" riflettendo preventivamente gli effetti sostanziali dell'operazione di locazione sul patrimonio contabile facendo ricorso alla metodologia prevista dal principio contabile internazionale IAS 17.

Inoltre, sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento della situazione contabile ed il momento della valutazione.

##### 2 - elementi di calcolo

La concreta applicazione del criterio valutativo indicato al precedente capoverso è desumibile dal prospetto di seguito riportato:

<u>DESCRIZIONE</u>	<u>EUR</u>
Patrimonio Netto civilistico <b>Smitre Spa</b> al 31.12.2015	-6.109.228
Effetto sul Patrimonio Netto delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2015	5.930.304
<b>Patrimonio Netto civilistico Smitre Spa al 31.12.2015 rettificato IAS 17</b>	<b>-178.924</b> A
Valore immobili in applicazione delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2015	-16.358.684
Valore Portafoglio Immobiliare stimato da PRAXI Spa al 31.12.2015	10.930.000
- Minusvalore/Plusvalore lordo immobile	-5.428.684
Effetto fiscale 27,9% (IRES 24%, IRAP 3,9%)	0
<b>-Minusvalore/Plusvalore netto immobile</b>	<b>-5.428.684</b> B
<b>Patrimonio Netto civilistico Smitre Spa al 31.12.2014 rettificato a valori 31.12.2015 (A+B)</b>	<b>-5.607.609</b> C
<b>Valore partecipazione di Smitre Spa al 31.12.2015 detenuta Bravo Spa</b> (in considerazione del PN civilistico negativo)	0
Effetto fiscale 27,9% (IRES 24%, IRAP 3,9%)	n.c.
<b>Plusvalore (Minusvalore) Netto Smitre Spa</b> (in considerazione del PN civilistico negativo)	<b>0</b> E
 <u>DESCRIZIONE</u>	
<u>EUR</u>	
Patrimonio Netto civilistico <b>Okatan Srl</b> al 31.12.2015	2.918.550
Valore Portafoglio Immobiliare stimato da PRAXI Spa al 31.12.2015	7.170.000
Valore di Bilancio Immobili al 31.12.2015	-5.047.221
Plusvalore lordo	2.122.779
Effetto fiscale 31,4% (IRES 27,50%, IRAP 3,9%)	-666.553
Plusvalore netto (G+H)	1.456.226
<b>Patrimonio Netto civilistico Okatan Srl al 31.12.2015 a valori di mercato 31.12.2015 (F+I)</b>	<b>4.374.777</b> L
<b>Valore partecipazione di Okatan Srl al 31.12.2015 detenuta da Bravo Spa</b>	<b>4.704.583</b> M
Effetto fiscale 31,4% (IRES 27,50%, IRAP 3,9%)	n.c.
<b>Plusvalore (Minusvalore) Netto Okatan Srl (L-M)</b>	<b>-329.806</b> N
 <u>DESCRIZIONE</u>	
<u>EUR</u>	
<b>Patrimonio Netto civilistico Bravo Spa al 31.12.2015 (vedere nota in calce)</b>	41.469.597
Effetto sul Patrimonio Netto delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2015	2.048.865
<b>Patrimonio Netto Bravo S.p.A. al 31.12.2015 rettificato IAS 17</b>	<b>43.518.461</b> O
Valore immobili al 31.12.2015 con applicazione delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2015	-63.003.703
Valore Portafoglio Immobiliare stimato da PRAXI Spa al 31.12.2015	67.638.000
Plusvalore lordo immobili	4.634.297
Effetto fiscale 27,9% (IRES 24%, IRAP 3,9%)	-1.292.969
<b>Plusvalore netto immobili (P+Q)</b>	<b>3.341.328</b> R
<b>Plusvalore netto partecipazione Smitre Spa</b> (come evidenziato dal punto E)	0
<b>Plusvalore netto partecipazione Okatan Srl</b>	<b>-329.806</b>
<b>Patrimonio Netto Bravo Spa a valori di mercato al 31.12.2015 (O+R+E+N)</b>	<b>46.529.984</b>
<b>arrotondato in</b>	<b>46.530.000</b>
 <u>Nota: Il Patrimonio Netto civilistico della società Bravo Spa tiene conto delle rettifiche derivanti dal Patrimonio Netto civilistico negativo riguardante la società controllata Smitre Srl.</u>	
 <u>Nota: Per gli immobili che si ipotizza di vendere a partire dal 2017 è prevista una aliquota IRES del 24%.</u>	

Per quanto riguarda gli effetti della valorizzazione della partecipazione in Bravo Spa, si veda anche quando riportato nel paragrafo “ Parte A – Andamento del valore della quota”.

**D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalla Società**

Indirizzo	Valore di Mercato 31/12/2014 (euro)	Valore di Mercato 31/12/2015 (euro)	Plusvalenze (minusvalenze) da valutazione	Delta %	Strategia	Destinazione	Ubicazione
Agliana (PT), località Salceto	1.920.000	1.850.000	-70.000	-3,6%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Agugliano (AN), loc. Montevarino - piazza Aldo Moro 25 (già via Brodolini)	102.000	96.000	-6.000	-5,9%	Sviluppo	Commerciale	Marche
Arese Building 2 - Garbagnate-Lainate (MI),	21.370.000	19.270.000	-2.100.000	-9,8%	Reddito	Logistica	Lombardia
Arezzo, via Arturo Chiari 15	4.490.000	4.180.000	-310.000	-6,9%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Cantagallo (PO), frazione Usella - via di Migliana 10	360.000	350.000	-10.000	-2,8%	Reddito	Industriale	Toscana
Casale sul Sile (TV), via Colombo	1.200.000	1.090.000	-110.000	-9,2%	Reddito	Industriale	Veneto
Cusano di Zoppola (PN), via Ellero 1/H	867.000	796.000	-71.000	-8,2%	Sviluppo	Industriale	Friuli V.N.
Maniago (PN), via dell'Industria 10	6.320.000	5.910.000	-410.000	-6,5%	Reddito	Logistica	Friuli V.N.
Marcon (VE), via Venier 3/via Pialoi	550.000	505.000	-45.000	-8,2%	Reddito	Industriale	Veneto
Marcon (VE), via Venier 7	1.310.000	1.240.000	-70.000	-5,3%	Reddito	Industriale	Veneto
Marcon (VE), via Venier 68 A (ex 74)	1.280.000	1.180.000	-100.000	-7,8%	Reddito	Industriale	Veneto
Monastier (TV), via De Gasperi 5	1.710.000	1.618.000	-92.000	-5,4%	Sviluppo	Residenziale	Veneto
Monastier (TV), via De Gasperi 9	524.000	492.000	-32.000	-6,1%	Sviluppo	Residenziale	Veneto
Montebelluna (TV), via Fermi 12/14/16/18	339.000	321.000	-18.000	-5,3%	Reddito	Industriale	Veneto
Montemurlo (PO), via Amalfi 55	376.000	342.000	-34.000	-9,0%	Reddito	Industriale	Toscana
Montemurlo (PO), via Ancona 18	264.000		-264.000	-100,0%	Reddito	Industriale	Toscana
Montemurlo (PO), via Milano 5/7/9 angolo via Scarpettini	1.330.000	1.220.000	-110.000	-8,3%	Reddito	Industriale	Toscana
Montemurlo (PO), via Palermo	890.000	850.000	-40.000	-4,5%	Sviluppo	Logistica	Toscana
Montemurlo (PO), via Puccini 97	529.000	479.000	-50.000	-9,5%	Reddito	Industriale	Toscana
Pistoia, viale Adua 77/79	2.050.000	1.980.000	-70.000	-3,4%	Reddito	Direzionale	Toscana
Ponte di Piave (TV), via Postumia	1.880.000	1.800.000	-80.000	-4,3%	Reddito	Industriale	Veneto
Postioma di Paese (TV), via Gonnella 2/4/6/8	3.280.000	3.160.000	-120.000	-3,7%	Reddito	Logistica	Veneto
Postioma di Paese (TV), via Pastore	620.000	569.000	-51.000	-8,2%	Reddito	Industriale	Veneto
Prato, via Clementi 22/24/28/30/32	685.000	647.000	-38.000	-5,5%	Reddito	Direzionale	Toscana
Prato, via Filzi 130/5-6-7-8-9	641.000	570.000	-71.000	-11,1%	Reddito	Commerciale	Toscana
Prato, via dei Fossi 14/C	8.530.000	8.260.000	-270.000	-3,2%	Reddito	Direzionale	Toscana
Prato, via dei Fossi 14/G	196.000	189.000	-7.000	-3,6%	Reddito	Commerciale	Toscana
Prato, via Purgatorio 62/64	2.630.000	2.470.000	-160.000	-6,1%	Reddito	Industriale	Toscana
Quarto d'Altino (VE), via Pascoli	532.000	506.000	-26.000	-4,9%	Reddito	Industriale	Veneto
Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62	1.450.000	1.300.000	-150.000	-10,3%	Reddito	Industriale	Piemonte
Spinea (VE), via delle Industrie 28/30/32 - (porzione scorporata dalla proprietà indivisa e frazionata)	128.000	116.000	-12.000	-9,4%	Sviluppo	Industriale	Veneto
Tarvisio (UD), via Roma	2.430.000	2.320.000	-110.000	-4,5%	Sviluppo	Commerciale	Friuli V.N.
Verone (BI), strada Trossi 11	1.520.000	1.390.000	-130.000	-8,6%	Sviluppo	Industriale	Piemonte
Montemurlo (PO) via Aniene	595.000	572.000	-23.000	-3,9%	Reddito	Altro	Toscana
Forte dei Marmi (LU), viale della Repubblica 3 - ex Hotel Nettuno	7.270.000	7.170.000	-100.000	-1,4%	Sviluppo	Altro	Toscana
Schio (VI), viale dell'Industria 135	12.430.000	10.930.000	-1.500.000	-12,1%	Reddito	Industriale	Veneto

Si informa che l'immobile in Schio (VI) è condotto in locazione finanziaria dalla Società SMIT.RE Srl, controllata al 100% da Bravo Spa, mentre l'immobile in Forte dei Marmi è di proprietà di Okatan Srl controllata al 100% da Bravo Spa.

**E) Descrizione delle operazioni**

L'acquisto della partecipazione è avvenuto mediante apporto operato da Borgosesia Real Estate S.p.A. nel luglio 2008 e ciò nell'ambito della ordinaria politica di investimento del Fondo il cui regolamento espressamente prevede, senza limiti di sorta se non quelli di concentrazione del rischio, l'investimento in società che investono prevalentemente in beni immobili ed il cui oggetto sociale – come nel caso di specie – esclude la costruzione e/o ristrutturazione di immobili se non mediante appalti concessi a terzi.

**F) Altre informazioni**

In nome e per conto del Fondo Gioiello, la SGR, per consentire alla società Bravo S.p.A. di poter continuare lo sviluppo del proprio piano investimenti, ha deliberato di rafforzare il patrimonio della stessa Bravo S.p.A. mediante la rinuncia parziale del credito che il Fondo Gioiello vantava nei confronti della stessa, convertendo l'importo di € 2.450.000 in equity. Nel corso dell'anno 2013 e 2014, in nome e per conto del Fondo Gioiello, i liquidatori della SGR, per consentire alla società Bravo S.p.A. di far fronte alle esigenze di liquidità nonché valorizzare al meglio le attività della stessa ed agevolare il processo di liquidazione del Fondo, hanno deliberato l'erogazione di più finanziamenti soci infruttiferi da convertirsi eventualmente in c/futuro aumento capitale sociale. Al 31.12.2015 il debito per finanziamento soci verso il Fondo è pari ad euro 1.050.000.

### Realty S.r.l.

Denominazione e sede della Società: Realty S.r.l., sede in Prato (PO) Via dei Fossi n. 14/c C.F./P.I. 02045210974

Attività esercitata dalla Società: La promozione e la partecipazione ad operazioni ed investimenti nel settore immobiliare.

Il coordinamento e la gestione di operazioni ed investimenti nel settore immobiliare;

L'assunzione di partecipazioni in altre società od enti sia in Italia che all'estero, il finanziamento, il coordinamento tecnico e finanziario delle società od enti cui partecipa in particolare rientrano nell'oggetto sociale la vendita, la permuta, la locazione e la sublocazione di immobili di tutte le tipologie e di aree, la progettazione, la costruzione, la demolizione, la manutenzione di edifici ed opere edili in genere, la progettazione e la realizzazione di lavori di bonifica e di opere di urbanizzazione, l'esecuzione di appalti per le suddette attività, la prestazione di servizi nel settore immobiliare.

#### A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	24.024	100%	7.950.904	13.180.000	16.510.000
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

#### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	31/12/2015*	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2011	31/12/2010
1) totale attività	1.258.938	1.247.824	1.258.144	1.303.210	1.313.645
2) partecipazioni	538.308	538.308	538.308	1.242.223	1.292.223
3) immobili					
4) indebitamento a breve termine	8.715	9.722	2.884	12.675	6.308
5) indebitamento a medio/lungo termine	30.000				
6) patrimonio netto	1.220.223	1.238.102	1.255.260	1.290.535	1.307.337

Dati reddituali	31/12/2015*	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2011	31/12/2010
1) fatturato					83
2) margine operativo lordo	-16.576	-16.679	-16.731	-16.462	-12.887
3) risultato operativo	-17.067	-17.156	-17.522	-16.807	-13.472
4) saldo proventi/oneri finanziari	-242		2	4	101
5) saldo proventi/oneri straordinari	-571	-1			
6) risultato prima delle imposte	-17.879	-17.157	-17.520	-16.803	-13.371
7) utile (perdita) netto	-17.879	-17.157	-17.520	-16.803	-13.371
8) ammortamenti dell'esercizio	-270	-270	-615	-345	-585

\* riferito alla situazione contabile disponibile alla data di predisposizione della relazione.

#### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:

##### 1 - criteri di valutazione

Atteso che l'attività della società consiste esclusivamente nella detenzione di una partecipazione di collegamento in seno a Fase Realty S.r.l., società a sua volta esercente, esclusivamente, quella di locazione di beni immobili, i criteri utilizzati per la valutazione della partecipazione in questione sono quelli espressi in precedenza sub "PARTE B – Sez. 1 Partecipazioni".

Trattandosi di partecipazione di controllo in società immobiliare non quotata la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili, alla stessa è stato attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo (100%). Il patrimonio

netto a tal fine utilizzato è stato determinato rettificando quello contabile, riferito alla situazione contabile al 31.12.2015, in ragione del valore attribuito - agli immobili di pertinenza della società - dall'Esperto Indipendente Praxi. La stessa metodologia è stata applicata agli immobili detenuti in forza di contratti di locazione finanziaria di natura "traslativa" riflettendo preventivamente gli effetti sostanziali dell'operazione di locazione sul patrimonio contabile facendo ricorso alla metodologia prevista dal principio contabile internazionale IAS 17.

Sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento della situazione contabile ed il momento della valutazione.

In relazione a quanto sopra si evidenzia come Fase Realty S.r.l. detenga, in forza di un contratto di locazione finanziaria di natura "traslativa", un importante immobile sito in Firenze viale Guidoni 40/42 integralmente concesso in sub-locazione a Telecom. Il valore del predetto bene ammonta al 31.12.2015, sulla base della stima effettuata dall'Esperto Indipendente Praxi S.p.A., a € 55.060.000. La SGR, in considerazione delle trattative in corso riguardanti la vendita dell'immobile con primari operatori del settore, ha ritenuto opportuno discostarsi - dal valore espresso dall'Esperto indipendente - considerando il possibile prezzo di cessione pari a € 50.000.000.

## 2 - elementi di calcolo

La concreta applicazione del criterio valutativo indicato al precedente capoverso è desumibile dal prospetto di seguito riportato:

<u>DESCRIZIONE</u>	<u>EUR</u>	
Patrimonio Netto civilistico <b>Fase Realty</b> Srl al 31.12.2015	1.305.958	A
Effetto sul Patrimonio Netto delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2015	10.306.084	B
Valore immobili al 31.12.2015 con applicazione delle scritture IAS/IFRS 17 sui leasing al 31.12.2015	-28.451.692	
Valore Portafoglio Immobiliare al 31.12.2015	50.000.000	
Plusvalore lordo	21.548.308	
Effetto fiscale 31,4% (IRES 27,50%, IRAP 3,9%)	-6.766.169	
Plusvalore netto	14.782.139	C
<b>Patrimonio Netto civilistico Fase Realty Srl al 31.12.2015 rettificato con al valori 31.12.2015 (A+B+C)</b>	<b>26.394.181</b>	
<b>di cui la Quota di Proprietà di Realty Srl (50%)</b>	<b>13.197.091</b>	D
<b>valore partecipazione in Fase Realty al 31.12.2015 detenuta da Realty (comp. di finaz. Soci)</b>	<b>1.242.223</b>	E
Effetto fiscale 31,4% (IRES 27,50%, IRAP 3,9%)	n.c.	
<b>Plusvalore (Minusvalore) Netto Fase Realty Srl (D-E)</b>	<b>11.954.868</b>	F
Patrimonio Netto civilistico Realty Srl al 31.12.2015	1.220.223	G
<b>Patrimonio Netto Realty Srl a valori di mercato al 31.12.2015 (F+G) arr/0000</b>	<b>13.180.000</b>	

### D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalla Società

Come accennato in precedenza, Realty S.r.l. non detiene direttamente beni immobili e/o diritti reali immobiliari. Per contro, alla collegata di questa, Fase Realty S.r.l. è riferito il seguente bene immobile:

Indirizzo	Proprietà	Valore di Mercato 31/12/2014 (euro)	Valore di Mercato 31/12/2015 (euro)	Plusvalenze (minusvalenze) da valutazione	Delta %	Strategia	Destinazione	Ubicazione
Firenze, viale Guidoni 40/42 (intero immobile)	100%	61.350.000	50.000.000	-11.350.000	-18,5%	Reddito	Direzionale	Toscana

### E) Descrizione delle operazioni:

L'acquisto della partecipazione è avvenuto mediante apporto operato da Borgosesia Real Estate S.p.A. nel luglio 2008 e ciò nell'ambito della ordinaria politica di investimento del Fondo il cui regolamento espressamente prevede - nei limiti, oltre che di concentrazione del rischio, del 25% delle attività del Fondo - la possibilità di investire in società che investono

prevalentemente in beni immobili ed il cui oggetto sociale – come nel caso di specie – non esclude la costruzione e/o ristrutturazione diretta di immobili.

F) Altre informazioni

Alla chiusura dell'esercizio risulta che il Fondo ha erogato alla società partecipata finanziamenti "in conto capitale" per complessivi € 1.214.078, al netto della copertura perdita degli esercizi precedenti. Nel corso del 2015, in nome e per conto del Fondo Gioiello, i liquidatori della SGR, per consentire alla società di far fronte alle esigenze di liquidità nonché valorizzare al meglio le attività della stessa ed agevolare il processo di liquidazione del Fondo, hanno deliberato l'erogazione di un finanziamento soci infruttifero - pari a euro 30.000 - da convertirsi eventualmente in c/futuro aumento capitale sociale.

**Giada S.r.l. (già Filati Bertrand S.p.A. in a.s.)**

Denominazione e sede della Società: Giada S.r.l. (già Filati Bertrand S.p.A. in a.s.), Prato (PO) Via dei Fossi n. 14/c

Attività esercitata dalla Società: L'oggetto sociale prevede lavorazione, anche a mezzo di terzi e per conto terzi ed il commercio di fibre tessili naturali, artificiali e sintetiche e dei relativi prodotti. La Società non è attualmente operativa.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	103.291	100,00%	129.350	256.330	212.980
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	31/12/2015*	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) totale attività	507.119	519.730	342.954	283.965	458.072
2) partecipazioni					
3) immobili					
4) indebitamento a breve termine	16.181	28.689	17.588	321.456	21.060
5) indebitamento a medio/lungo termine					309.350
6) patrimonio netto	486.556	486.658	320.983	-37.491	127.662

Dati reddituali	31/12/2015*	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) fatturato				1.561	
2) margine operativo lordo	-	-869	-869	-41.161	-16.378
3) risultato operativo	-10.480	-11.892	-18.540	-251.571	-16.700
4) saldo proventi/oneri finanziari	10.547	11.009	4.056	138	45
5) saldo proventi/oneri straordinari	-169	179.038	13.381	-386.308	-455933
6) risultato prima delle imposte	-102	178.155	-1.103	-637.741	-472.588
7) utile (perdita) netto	-102	165.674	-1.103	-637.741	-472.588
8) ammortamenti dell'esercizio	-869	-869	-869	-210.410	-322

\* riferito alla situazione contabile disponibile alla data di predisposizione della relazione.

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:

La valutazione delle partecipazioni in società non immobiliari costituenti l'ex Gruppo Bertrand è stata effettuata sulla base del riparto del costo d'acquisto complessivamente sostenuto per l'intera operazione. Alla partecipazione in Giada Srl è stato attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo (al 31.12.2015) tenendo conto nella valutazione del risultato del periodo il quale riflette un provento straordinario verificatosi nell'anno. I criteri

utilizzati per la valutazione della partecipazione in questione sono quelli espressi in precedenza sub “PARTE B – Sez. 1 Partecipazioni”.

- D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate:  
Non sono presenti
- E) Descrizione delle operazioni:  
La partecipazione è stata acquisita nell'ambito della “operazione Bertrand” i cui termini e condizioni vengono ampiamente descritti nella Relazione degli Amministratori riportata nella relazione 2010 a cui qui si fa ampio rinvio.
- F) Altre operazioni  
Nel corso dell'esercizio non sono stati intrattenuti rapporti con la società.

### **Nova Edil S.r.l. (già Nova Edil S.p.A. in a.s.)**

Denominazione e sede della Società: Nova Edil S.r.l. (già Nova Edil S.p.A. in a.s.) Prato (PO) Via dei Fossi n. 14/c

Attività esercitata dalla Società: L'oggetto sociale prevede l'acquisto, la vendita, la permuta, la costruzione e la ristrutturazione – queste ultime attività prevalentemente mediante affidamento in appalto a terzi dei relativi lavori - nonché la gestione di immobili di ogni genere e destinazione

#### A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	100.000	100,00%	3.052.127	3.930.000	3.970.000
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

#### B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	31/12/2015*	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) totale attività	2.635.814	2.550.470	2.584.658	2.846.734	5.198.367
2) partecipazioni					981.775
3) immobili	2.389.060	2.408.717	2.408.717	2.467.708	3.347.500
4) indebitamento a breve termine	207.137	106.061	84.686	1.364.090	4.589.199
5) indebitamento a medio/lungo termine	1.846.208	1.704.441	1.604.441	158.233	233.635
6) patrimonio netto	560.376	709.154	853.683	1.285.314	-504.259

Dati reddituali	31/12/2015*	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) fatturato	24.305	10.200	32.210	3.696	843
2) margine operativo lordo	-97.143	-113.829	-120.173	-85.416	-143.695
3) risultato operativo	-150.363	-142.484	-171.236	-236.769	-225.040
4) saldo proventi/oneri finanziari	-2.942	-2.315	-4.134	101.294	-9
5) saldo proventi/oneri straordinari	4.526	270	10.943		
6) risultato prima delle imposte	-148.779	-144.529	-164.427	-135.475	-225.049
7) utile (perdita) netto	-148.779	-144.529	-164.427	-135.475	-225.049
8) ammortamenti dell'esercizio	-1.168	-1.168	-1.168	-970	

\* riferito alla situazione contabile disponibile alla data di predisposizione della relazione.

- C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:  
1 - criteri di valutazione

La valutazione della partecipazione è stata operata in aderenza ai principi previsti dalla normativa di riferimento; nel dettaglio è stato stimato il capitale economico della società mediante rettifica del patrimonio netto contabile emergente dall'ultima situazione al 31.12.2015 e rettificando lo stesso sulla base dei valori attribuiti ai beni immobili stimati dall'Esperto Indipendente tenendo conto del relativo effetto fiscale.

## 2 - elementi di calcolo

La concreta applicazione del criterio valutativo indicato al precedente capoverso è desumibile dal prospetto di seguito riportato:

DESCRIZIONE	EUR	
Patrimonio Netto civilistico <b>Nova Edil Srl</b> al 31.12.2015	560.376	A
Riclassifica a PN "Debito vs Soci"	1.846.208	B
Patrimonio Netto al 31.12.2015 (A+B)	2.406.584	C
Valore Portafoglio Immobiliare stimato da PRAXI Spa al 31.12.2015	4.503.600	
Valore di Bilancio Immobili al 31.12.2015	-2.389.060	
Plusvalore lordo	2.114.540	D
Effetto fiscale 27,9% (IRES 24%, IRAP 3,9%)	-589.957	E
Plusvalore netto (D+E)	1.524.583	F
<b>Patrimonio Netto civilistico Nova Edil al 31.12.2015 a valori di mercato 31.12.2015 (C+F)</b>	<b>3.931.167</b>	
arrotondato in	<b>3.930.000</b>	

## D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate:

La società detiene i seguenti beni immobili e terreni

Indirizzo	Valore di Mercato 31/12/2014 (euro)	Valore di Mercato 31/12/2015 (euro)	Plusvalenze (minusvalenze) da valutazione	Delta %	Strategia	Destinazione	Ubicazione
Alghero (SS), loc. Capo Caccia - Porto Conte	630.000	570.000	-60.000	-9,5%	Sviluppo	Altro	Sardegna
Benna (BI), via Garibaldi	19.500	18.000	-1.500	-7,7%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Biella, via Addis Abeba	16.500	15.500	-1.000	-6,1%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 8 e 94)	44.000	42.000	-2.000	-4,5%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 9 e 95)	61.000	58.100	-2.900	-4,8%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 16 e 85)	82.000	78.000	-4.000	-4,9%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Biella, via don Sturzo	126.000	106.000	-20.000	-15,9%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Biella, via Tripoli 16/C	28.000	26.000	-2.000	-7,1%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Busto Arsizio (VA), via della Vite	146.000	139.000	-7.000	-4,8%	Sviluppo	Residenziale	Lombardia
Caprile (BI), frazione Noveis Basso	60.000	55.000	-5.000	-8,3%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Coggiola (BI), località Cascina Vacchera	43.000	38.000	-5.000	-11,6%	Sviluppo	Altro	Piemonte
Gaglianico (BI), via Matteotti 129	527.000	493.000	-34.000	-6,5%	Sviluppo	Direzionale	Piemonte
Mediglia (MI), via Caravaggio 34	174.000	163.000	-11.000	-6,3%	Sviluppo	Residenziale	Lombardia
Prato, via Libero Grassi 39	267.000	251.000	-16.000	-6,0%	Sviluppo	Residenziale	Toscana
San Giuliano Milanese (MI), via Nikolaj Vasilevic Gogol 6	70.000	66.000	-4.000	-5,7%	Sviluppo	Altro	Lombardia
Saronno (VA), zona stazione Saronno sud	2.530.000	2.310.000	-220.000	-8,7%	Sviluppo	Altro	Lombardia
Trivero (BI), frazione Vico 21/22/24	44.000	43.000	-1.000	-2,3%	Sviluppo	Residenziale	Piemonte
Gaglianico (BI) via Italia	36.000	32.000	-4.000	-11,1%	Sviluppo	Altro	Toscana

I terreni e gli immobili di pertinenza della società sono stati oggetto di valutazione da parte dell'Esperto Indipendente PRAXI S.p.A.

## E) Descrizione delle operazioni:

La partecipazione è stata acquisita nell'ambito della "operazione Bertrand" i cui termini e condizioni sono ampiamente descritti nella Relazione degli Amministratori riportata nella relazione 2010 a cui qui si fa ampio rinvio.

F) Altre operazioni

Nel corso del 2015 - in nome e per conto del Fondo Gioiello - i liquidatori della SGR, per consentire alla società Nova Edil Srl (partecipata al 100% dal Fondo) di far fronte alle esigenze di liquidità nonché valorizzare al meglio le attività della stessa ed agevolare il processo di liquidazione del Fondo, hanno autorizzato l'erogazione di un finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Nova Edil Srl di euro 300.000.

**Smeraldo S.r.l. (già Finanziaria Tessile Bertrand S.p.A. in a.s.)**

Denominazione e sede della Società: Smeraldo S.r.l. (già Finanziaria Tessile Bertrand S.p.A. in a.s.)  
 Prato (PO) Via dei Fossi n. 14/c

Attività esercitata dalla Società: Le attività che costituiscono l'oggetto sociale sono quelle di assunzione di partecipazioni in altre società od enti, il finanziamento, il coordinamento tecnico e finanziario nonché la compravendita e la gestione di titoli pubblici e privati, l'acquisto, la gestione e la vendita di strumenti finanziari in genere. La società potrà prestare garanzie reali e personali per obbligazioni contratte da terzi. Inoltre tutte le operazioni commerciali, industriali, mobiliari ed immobiliari necessarie od utili per il conseguimento dell'oggetto sociale.

La società è attualmente non operativa.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	10.000	100,00%	-	160.880	169.580
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	31/12/2015*	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) totale attività	217.491	193.711	199.179	94.268	84.948
2) partecipazioni					
3) immobili					
4) indebitamento a breve termine	17.515	22.702	18.922	97.781	84.948
5) indebitamento a medio/lungo termine	39.096		2.096		
6) patrimonio netto	160.880	169.573	178.161	191.803	191.803

Dati reddituali	31/12/2015*	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2011	20/05/2011
1) fatturato					
2) margine operativo lordo	-1.009	-1.009	-1.009	-2.772	
3) risultato operativo	-10.620	-10.772	-13.491	-3.687	
4) saldo proventi/oneri finanziari	2.095	2.184	-150		
5) saldo proventi/oneri straordinari	-169	-1		-82.441	-82.616
6) risultato prima delle imposte	-8.694	-8.589	-13.641	-86.128	-82.616
7) utile (perdita) netto	-8.694	-8.589	-13.641	-86.128	-82.616
8) ammortamenti dell'esercizio	-1.009	-1.009	-1.009	-1.009	

\* riferito alla situazione contabile disponibile alla data di predisposizione della relazione.

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:

La valutazione delle partecipazioni in società non immobiliari costituenti l'ex Gruppo Bertrand è stata inizialmente effettuata sulla base del riparto del costo complessivamente sostenuto per l'acquisto della partecipazione, nel caso di specie corrispondente a € 0,01. Successivamente il valore di carico della partecipazione è stato rivalutato. Al 31 dicembre 2015 la partecipazione in Smeraldo Srl (ex Finanziaria Tessile Bertrand Spa in a.s.), è valutata 160,880 €/mg;

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate:  
 Non sono presenti

E) Descrizione delle operazioni:  
 La partecipazione è stata acquisita nell'ambito della "operazione Bertrand" i cui termini e condizioni sono ampiamente descritti nella Relazione degli Amministratori riportata nella relazione 2010 a cui qui si fa ampio rinvio.

F) Altre operazioni

Nel corso del 2015 - in nome e per conto del Fondo Gioiello - i liquidatori della SGR, per consentire alla società (partecipata al 100% dal Fondo) di far fronte alle esigenze di liquidità, hanno autorizzato l'erogazione di un finanziamento soci infruttifero dal Fondo Gioiello a Smeraldo Srl di euro 37.000.

## II.2 Strumenti finanziari quotati

Il Fondo non detiene strumenti finanziari quotati.

## II.3 Strumenti finanziari derivati

Il Fondo non detiene strumenti finanziari derivati.

## II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Gli immobili di pertinenza del Fondo sono ubicati in Arese (MI) e Fiano Romano (RM).  
 Il dettaglio degli stessi è di seguito riportato (voce B1 "Immobili dati in locazione"):

B1 Immobili dati in locazione	Importo
Valore di acquisto originario	50.603.000
Oneri accessori	6.640.275
Rivalutazioni	-21.963.275
<b>Totale</b>	<b>35.280.000</b>

B1 Immobili dati in locazione	Importo
<i>Lainate - Viale Luraghi</i>	5.280.000
Valore di acquisto originario	7.143.000
Oneri accessori (capex)	263.029
Rivalutazioni	-2.126.029
<i>Fiano Romano (Lotto 1)</i>	22.100.000
Valore di acquisto originario	30.030.000
Oneri accessori (capex)	5.552.363
Rivalutazioni	-13.482.363
<i>Fiano Romano (Lotto 2)</i>	7.900.000
Valore di acquisto originario	13.430.000
Oneri accessori (capex)	824.883
Rivalutazioni	-6.354.883
<b>Totale</b>	<b>35.280.000</b>

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

N	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico (€)	Ipotecche (€)	Ulteriori informazioni
					Canone per m2 (€)	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
<b>Lombardia</b>											
1	ARESE (MI)	VIALE LURAGHI		1969	6.802					7.406.029	Iscrizione ipotecaria per Euro 40 mln a garanzia di mutuo ipotecario erogato da Unicredit e Banca Pop. Vicenza
		Edificio A5	Industriale		4.200		Porzione non locata				
		Edificio UA5	Uffici/Direzionale		836		Porzione non locata				
		Edificio UA5	Uffici/Direzionale		883		Porzione non locata				
		Edificio UA5	Uffici/Direzionale		883		Porzione non locata				
<b>Toscana</b>											
2	FIANO ROMANO (RM)	VIA DELLA MOLA SARACENA L1		2006	35.917					30.030.000	Iscrizione ipotecaria per Euro 40 mln a garanzia di mutuo ipotecario erogato da Unicredit e Banca Pop. Vicenza
		(COMPARTO 1F)	industriale/lo gistico		4.545	55,00	Affitto	15/04/2021	impresa commerciale		
		(COMPARTO 1E)	industriale/lo gistico		4.510	55,00	Affitto	15/04/2021	impresa commerciale		
		(COMPARTO 1G)	industriale/lo gistico		6.928	55,00	Affitto	15/04/2021	impresa commerciale		
		(COMPARTO 1C-D)	industriale/lo gistico		8.884	55,26	Affitto	08/08/2019	impresa commerciale		
					11.050		Porzione non locata				
<b>Lazio</b>											
3	FIANO ROMANO (RM)	VIA DELLA MOLA SARACENA L2		2006	16.247					14.128.447	Iscrizione ipotecaria per Euro 16 mln a garanzia di mutuo ipotecario erogato da Cariprato
		(COMPARTO 2 A-C)	industriale/lo gistico		10.440	5128	Affitto	03/12/2018	impresa commerciale		
		(COMPARTO 2 B)	industriale/lo gistico		5.132		Porzione non locata				
					675		Porzione non locata				
<b>Totale</b>				<b>58.966</b>					<b>51.564.476</b>	<b>56.000.000</b>	

Il costo storico include, oltre al valore di acquisto originario, le spese accessorie e gli altri oneri capitalizzati.

La redditività dei beni locati è stata calcolata fino alle prime scadenze contrattuali. Si precisa che i contratti sono tutti rinnovabili a scadenza per anni 6.

I dati esplicativi relativi alle ipoteche sono riportati nella Sezione V – Altri dati patrimoniali.

Infine, a mente dell'art. 75 comma 1 lett. b) della Delibera CONSOB n. 16190 del 29.10.2007 (Regolamento Intermediari) si riportano, in ordine decrescente di valore, i beni in cui è investito il Fondo, al 31 dicembre 2015.

Descrizione	Valore	%
Partecipazione Bravo S.p.A.	46.530.000	44,04%
Investimenti immobiliari a reddito (Fiano Romano L.1)	22.100.000	20,92%
Partecipazione Realty S.r.l.	13.180.000	12,48%
Investimenti immobiliari a reddito (Fiano Romano L.2)	7.900.000	7,48%
Investimenti immobiliari a reddito (Arese)	5.280.000	5,00%
Nova Edil S.r.l.	3.930.000	3,72%
Liquidità	2.782.314	2,63%
Crediti ed altre attività	2.438.838	2,31%
Crediti v/Bravo Spa per finanziamento "bridge"	1.050.000	0,99%
Partecipazione Giada S.r.l.	256.330	0,24%
Partecipazione Smeraldo S.r.l.	160.880	0,15%
Ratei e risconti attivi	42.445	0,04%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>105.650.807</b>	<b>100,00%</b>

### INFORMAZIONI SULLA REDDITIVITÀ DEI BENI IMMOBILI DETENUTI DAL FONDO

Gli importi indicati per i canoni rappresentano una proiezione futura degli stessi fino alla scadenza dei relativi contratti d'affitto.

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione canoni	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			% sull'importo totale canoni
		Locazione non finanziaria (a) canone annuo	Locazione finanziaria (b)	Importo totale (c=a+b)	
Fino a 1 anno	-	-	-	-	0,00%
Da oltre 1 a 3 anni	5.076.383	1.606.196	-	1.606.196	31,36%
Da oltre 3 a 5 anni	15.300.852	3.516.260	-	3.516.260	68,64%
Da oltre 5 a 7 anni	-	-	-	-	0,00%
Da oltre 7 a 9 anni	-	-	-	-	0,00%
Oltre 9 anni	-	-	-	-	0,00%
A) Totale beni immobili locati	<b>20.377.235</b>	<b>5.122.456</b>	-	<b>5.122.456</b>	<b>100,00%</b>
B) Totale beni immobili non locati	<b>14.902.765</b>	-	-	-	-

Di seguito si riporta la tabella di cui all'allegato IV.6.2, del Provvedimento Banca d'Italia 19.01.2015, riguardante:

- la cessione delle partecipazioni detenute in Publihome S.r.l. ed Anemos S.r.l. concluse nel corso dell'esercizio 2009;
- la cessione dell'immobile in Firenze Piazza Libertà 4r-5r perfezionatasi il 25 novembre 2011;
- la cessione della partecipazione di Asigest Holding SpA avvenuta nel dicembre 2012.

Beni disinvestiti	Quantità	Acquisto			Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo d'acquisto	Ultima valutazione	Data	Ricavo di vendita			
Partecipazione in Publihome Srl	eur 49.500 - 50% su C.S.	27/03/08	224.500	224.500	05/12/2010	260.000	-	-	35.500
Partecipazione in Anemos Srl	eur 10.000 - 100% su C.S.	17/09/08	60.000	60.000	17/12/2009	70.000	-	-	10.000
Immobile in Firenze P.za Libertà		25/07/07	6.135.733	5.000.000	25/11/2011	5.000.000	75.827	-62.145	-997.761
Partecipazione in Asigest holding Spa	eur 1.490.560.- 13,04% su C.S.	17/04/08	1.490.560	1.490.560	17/12/2012	1.507.429	-	-	16.869
<b>TOTALE</b>			<b>7.910.793</b>	<b>6.775.060</b>		<b>6.837.429</b>	<b>75.827</b>	<b>-62.145</b>	<b>-935.392</b>

## II.5. Crediti

Non sono presenti nell'attivo voci rientranti in questa categoria.

Si segnala, infatti, che a seguito della conclusione riguardante la controversia con il conduttore "Pirelli&C. Ambiente Srl" - già "Pirelli&C. Eco Technology" – il fondo ha incassato l'importo di Euro 1,6 milioni a titolo di risarcimento, saldo e stralcio di ogni pretesa (compresi i crediti derivanti dai "tenant improvements").

## II.6. Depositi bancari

Non sono presenti nell'attivo voci rientranti in questa categoria in quanto il Fondo non detiene depositi con finalità di investimento. La liquidità detenuta per la gestione è esposta alla voce F "Posizione Netta di Liquidità".

## II.7. Altri beni

Nella voce "E.2 – Altri beni. Materiali" sono contabilizzati i cespiti relativi a mobili ed arredi ceduti nell'esercizio 2010 da CAM Partecipazioni Spa in occasione del rilascio dei locali dell'unità precedentemente locata in Arese.

## II.8. Posizione netta di liquidità

L'importo di € 2.782.314, si riferisce alla liquidità disponibile sui conti correnti in essere presso la Banca Depositaria BNP Paribas Securities Service Spa al 31 dicembre 2015. In particolare il dettaglio dei conti correnti è di seguito riportato:

Voce	Descrizione	Importo
F.1	Liquidità disponibile	2.782.314
	<b>Totale</b>	<b>2.782.314</b>

Descrizione	Importo
Banca c/c liquidità	2.189.506
BNP C/Operativo 775510	592.809
<b>Totale</b>	<b>2.782.314</b>

Si informa che il conto corrente c.d. "Operativo" è pignato a favore di Unicredit Spa e Banca Popolare di Vicenza scrl a garanzia del finanziamento in pool (cfr. paragrafo "Attività di gestione del Fondo").

## II.9. Altre attività

La composizione delle altre attività viene di seguito dettagliata

Voce	Descrizione	Importo
G4.	Altre	3.488.133
G2.	Risconti attivi	42.445
	<b>Totale</b>	<b>3.530.578</b>

Di seguito si riporta la composizione della voce G4 "Altre":

Descrizione	Importo
BNP C/D.S.R.A. 775508	1.000.000
Clienti inquilini - immobili commerciali	1.033.920
Fondo svalutazione crediti	-802.680
Crediti verso Bravo Spa per finanziamento	1.050.000
Credito verso Partecipanti	462.707
Credito Revocatoria Unicredit FTB	407.026
F.do Sval.Credito Revocatoria Unicredit FTB	-407.026
Credito per finanziamento Infruttifero Nova Edil Srl	500.000
Crediti fiscali a rimborso	103.067
Erario c/IVA a credito	55.443
Finanziamento infruttifero Smeraldo Srl	37.000
Finanziamento infruttifero Realty Srl	30.000
Transitorio pro-forma	6.719
Crediti per fatture da emettere	5.426
Depositi cauzionali	3.731
Crediti per fatture da emettere interessi	1.859
Credito v/Smeraldo	678
BANCA POPOLARE VICENZA C/C 0940385	141
Anticipi diversi	55
Crediti vs Erario	36
Altri crediti	29
<b>Totale</b>	<b>3.488.133</b>

La voce relativa al conto BNP C/D.S.R.A. (come già descritto precedentemente) si riferisce al conto corrente aperto presso la Banca Depositaria BNP Paribas Securities Service Spa in osservanza degli impegni (*covenants*) del finanziamento in pool.

La voce "Clienti conduttori immobili commerciali" si riferisce al credito risultante al 31 dicembre 2015 verso i conduttori. Tale voce comprende anche il credito di euro 802.680 verso il conduttore "Poligraf" credito completamente svalutato come indicato nel Fondo svalutazione crediti.

Il credito verso la controllata Bravo S.p.A. di € 1.050.000 si riferisce al finanziamento soci infruttifero (da convertirsi eventualmente in c/futuro aumento capitale sociale) che il Fondo ha erogato negli anni 2013 e 2014 a Bravo S.p.A. per far fronte alle esigenze di liquidità nonché valorizzare al meglio le attività della stessa.

Il credito verso la controllata Nova Edile Srl di € 500.000 si riferisce al finanziamento soci che il Fondo ha erogato nel corso degli anni a Nova Edil Srl.

Il credito verso partecipanti si riferisce alla liquidazione dell'imposta di bollo (disciplinata dagli art.15 e 15 bis del D.P.R. 642/72) relativa agli anni dal 2012 – 2015 dovuta dai partecipanti al Fondo.

La voce "Crediti fiscali chiesti a rimborso" per € 103.067, rappresenta il residuo credito Ires ceduto al Fondo da Bertrand Finanziaria Spa in a.s. ed ancora in attesa di rimborso da parte dell'Amministrazione Finanziaria.

## Sezione III – Le passività

### 1) Finanziamenti ricevuti

I finanziamenti ipotecari ammontano ad € 23.719.068 e sono rappresentati per € 6.119.068 dal debito residuo nei confronti di Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato) conseguente all'erogazione di un finanziamento di originari € 8 milioni e per € 17.600.000 dal debito residuo riferito al finanziamento erogato in pool da Unicredit Spa e Banca Popolare di Vicenza.

In particolare l'importo pari a euro 17.600.000 di debito residuo è ripartito nel seguente modo: euro 14.520.000 relativo alla linea A ed euro 3.080.000 relativo alla linea B.

La prima esposizione risulta essere garantita da un'ipoteca iscritta sull'immobile di Fiano Romano (lotto 2) per € 16 milioni ed il costo del debito è caratterizzato da un tasso di interesse pari all'euribor 3 mesi maggiorato di uno spread di 0,85%.

La seconda esposizione, invece, è assistita da garanzia ipotecaria sugli immobili di Fiano Romano (lotto 1) per € 40 milioni (ipoteca di primo e secondo grado) e Arese per € 40 milioni (ipoteca di primo e secondo grado) ed il tasso di interesse sul debito è pari all'euribor 6 mesi più spread 5,50%. Con riferimento al predetto mutuo ipotecario si fa rinvio a quanto illustrato nella Relazione dei Liquidatori.

## 2) Operazioni pronti contro termine e assimilate e di prestito titoli

Non vengono poste in essere operazioni di questo tipo e pertanto non ci sono segnalazioni in merito.

## 3) Passività connesse ad operazioni in strumenti derivati

Non vengono poste in essere operazioni di questo tipo e pertanto non ci sono segnalazioni in merito.

## 4) Debiti verso i partecipanti

Non ci sono debiti verso i partecipanti al Fondo da iscrivere nella presente voce.

## 5) Altre passività

La voce M "ALTRE PASSIVITA'", esposta per un totale di € 3.468.167, si compone delle seguenti sottovoci:

### M1. Provvigioni e oneri maturati e non liquidati

Descrizione	Importo
Debiti verso SGR per commissioni	265.658
<b>Totale</b>	<b>265.658</b>

Circa le commissioni di gestione, si informa che a dicembre 2014 si è proceduto con la modifica del Regolamento di Gestione del Fondo prevedendo che è facoltà della SGR rinunciare in tutto o in parte alla Commissione Variabile Finale di Liquidazione. Nella stessa occasione si è deciso di ridurre la Commissione Fissa di Gestione - con decorrenza dal secondo semestre 2014 - riducendo la stessa da 0,5% a semestre a 0,3% a semestre.

### M2. Debiti di Imposta

Descrizione	Importo
Debiti per imposte di bollo	20.069
<b>Totale</b>	<b>20.069</b>

### M3. Ratei e risconti passivi

Descrizione	Importo
Ratei passivi - oneri Fiano romano	13.028
Risconti passivi - canoni di locazione	6.709
<b>Totale</b>	<b>19.737</b>

#### M4. Altre

La voce, iscritta per un totale di € 2.932.860, è composta come indicato di seguito:

Descrizione	Importo
Debiti vs Banche - Interessi passivi su finanziamenti	2.629.828
Fornitori	158.566
Fatture da ricevere	75.241
Debiti verso società Capogruppo Borgosesia Spa	38.204
Clienti c/anticipi	18.060
Debiti vs Clienti	5.601
Debiti v/SGR per anticipi	3.703
Erario c/rit. su redd.lav.autonomo	3.657
<b>Totale</b>	<b>2.932.860</b>

Il dettaglio della voce “Debiti vs Banche – Interessi passivi su finanziamenti” è di seguito riportato:

MUTUO FINANZ. POOL UNICREDIT- POP. VICENZA	IMPORTO
interessi al 31/12/2013(linea A e linea B)	253.346,87
interessi al 30/06/2014 (linea A e linea B)	483.144,00
interessi al 31/12/2014 (linea A e linea B)	476.010,00
interessi al 30/06/2015 (linea A e linea B)	431.072,00
interessi al 31/12/2015 (linea A e linea B)	421.800,00
<b>Totale interessi linea A</b>	<b>2.065.372,87</b>

interessi di mora al 31.12. 2015 (linea A e linea B)	424.406,45
--	------------

MUTUO POP. VICENZA	IMPORTO
interessi al 30.06.2014	34.266,89
interessi al 31.12.2014	32.740,46
interessi al 30.06.2015	26.378,80
interessi al 31.12.2015	22.847,41
<b>Totale interessi</b>	<b>116.233,56</b>

interessi di mora al 31.12. 2015	23.815,19
----------------------------------	-----------

#### M5. Debiti per depositi cauzionali

La voce accoglie il deposito cauzionale versato da SG Soluzioni Logistiche per €/mgl 220.

### Sezione IV – Il valore complessivo netto

Il Fondo è riservato a investitori qualificati e pertanto tutte le quote sono detenute da investitori di questo tipo.

La composizione dei quotisti è descritta nei paragrafi precedenti (cfr. Parte A).

#### PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ (19/02/2007) FINO AL 31/12/2015

Il valore complessivo netto del Fondo, alla data del 31/12/2015, è pari ad € 78.473.654 che corrisponde ad un valore pro-quota di € 230.804,865.

Tale valore viene rappresentato secondo lo schema della seguente tabella:

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
<b>IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (q. emesse x prezzo emissione)</b>	80.000.000	
<b>TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI</b>	<b>89.733.761</b>	<b>100,00%</b>
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	4.103.590	4,57%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	0	0,00%
B. Risultato complessivo gestione immobili	-3.091.590	-3,45%
C. Risultato complessivo gestione dei crediti	1.029.575	1,15%
D. Interessi attivi proventi assimilati su depositi bancari	0	0,00%
E. Risultato complessivo gestione altri beni	-5.640	-0,01%
F. Risultato complessivo gestione cambi	0	0,00%
G. Risultato complessivo altre operazioni di gestione	0	0,00%
H. Oneri finanziari complessivi	-6.554.008	-7,30%
I. Oneri di gestione complessivi	-10.272.391	-11,45%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	3.530.357	3,93%
M. Imposte complessive	0	0,00%
<b>RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	0	0,00%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE		
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2015</b>	<b>78.473.654,12</b>	<b>87,45%</b>
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE	0	0,00%
<b>TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE</b>	<b>-1,77%</b>	

Ai sensi dell'art. 75 della Delibera CONSOB n. 16190 del 29.10 2007 comma 2 si osserva che il rendimento sopra evidenziato non è confrontabile con un parametro oggettivo di riferimento stante l'attività e la natura del Fondo. Circa la misura del rischio afferente all'esercizio 2015 si rinvia a quanto riportato nella Relazione dei Liquidatori.

## Sezione V – Altri dati patrimoniali

- 1) Il Fondo non ha assunto impegni a fronte di strumenti finanziari derivati e altre operazioni a termine.
- 2) Fra le altre passività risulta iscritto un debito verso Borgosesia Gestioni S.G.R. S.p.A. per € 38.204 per servizi erogati.  
Borgosesia Spa, società controllante la SGR, ha inoltre rilasciato a favore del Fondo, in relazione al mutuo erogato da Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato), garanzie fidejussorie di € 8 milioni a fronte delle quali sono maturate commissioni per complessivi € 40.000.
- 3) Il Fondo non detiene attività o passività denominate in valute diverse dall'euro o beni immobili situati in paesi diversi dall'U.E.M.
- 4) Non vi sono plusvalenze in regime di sospensione d'imposta ai sensi dell'art.15, comma 2 della L.86/1994.
- 5) Garanzie ricevute:
  - 5.1 - Con riferimento all'immobile sito in Fiano Romano lotto 1 il Fondo risulta beneficiario delle garanzie fideiussorie rilasciate da: (i) Cassa Risparmio di Rieti nell'interesse del conduttore SG Soluzioni logistiche Srl a fronte dei canoni di locazione (€/mgl 413) e da (ii) Unicredit nell'interesse del conduttore PAC 2000 A srl a fronte dei canoni di locazione (€/mgl 245).
  - 5.2 - Con riferimento all'immobile sito in Fiano Romano lotto 2 il Fondo risulta beneficiario delle garanzie fideiussorie rilasciate da: (i) Cassa di Risparmio di Fano nell'interesse del conduttore

Gramma Farmaceutici Srl a fronte dei canoni di locazione e degli altri obblighi di cui al contratto (€/mgl 161).

6) Garanzie prestate e ipoteche:

6.1 - in data 5 agosto 2008 risulta iscritta ipoteca sull'immobile di Fiano Romano (lotto 2), per un importo di € 16 milioni, a garanzia del mutuo concesso dalla Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato) per € 8 milioni.

6.2 – In data 6 dicembre 2011 risulta iscritta ipoteca sull'immobile sito in Fiano Romano (lotto 1) per € 40 milioni a garanzia del mutuo ipotecario concesso da Unicredit S.p.A. e dalla Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato).

6.3 - In data 6 dicembre 2011 risulta iscritta ipoteca sull'immobile sito in Arese per € 40 milioni a garanzia del mutuo ipotecario concesso da Unicredit S.p.A. e dalla Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato).

- 6.4 – Infine, si rimanda all'elencazione di tutte le garanzie costituite a favore di Unicredit Spa e Banca Popolare di Vicenza in occasione della sottoscrizione del contratto di finanziamento in pool di € 20 milioni del 30 novembre 2011 ed in particolare si segnalano:
  - *costituzione in pegno di n. 82.565 azioni ordinarie aventi valore nominale pari a € 82.565,00 e rappresentative del 49% del capitale sociale di Bravo Spa, società come noto integralmente posseduta dal fondo; tale garanzia peraltro è cessata in quanto si è conclusa, positivamente per il Fondo, l'azione di rivendica promossa nel 2002 dalla Charter Luxembourg S.A. la cui causa era pendente presso la Corte di Cassazione (cfr. infra);*
  - *canalizzazione degli affitti relativi agli immobili di Fiano Romano e Arese e costituzione in pegno dei crediti nonché del saldo del conto corrente di afflusso;*
  - *impegno alla decurtazione della linea capitale in presenza di eventi quali la stipula di nuovi contratti di locazioni con riferimento all'immobile di Fiano Romano e/o la dismissione degli immobili ex Gruppo Bertrand (ossia quelli detenuti dal fondo per il tramite di Nova Edil);*
  - *impegno ad alimentare sino all'importo di € 1.000.000 un conto corrente che rimarrà indisponibile per tutta la durata del mutuo.*

Per maggiori dettagli si rinvia alla sezione "Il Fondo e l'attività di gestione".

## PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

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

Con riguardo al risultato della valutazione di partecipazioni in società non quotate:

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/Perdita da realizzati	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
<b>A. Partecipazioni in società non quotate:</b>				
1. Di controllo	-19.275		-4.425.350	
2. Non di controllo				
<b>B. Strumenti finanziari non quotati</b>				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di OICR				
<b>C. Strumenti finanziari quotati</b>				
1. Titoli di debito				
2. Titoli di capitale				
3. Parti di OICR				

### Sezione II – Beni immobili

Di seguito viene rappresentato il risultato economico del periodo relativo ai beni immobili che ammonta complessivamente ad €- 2.954.978.

	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri
<b>1. PROVENTI</b>					
1.1 Canoni di locazione non finanziaria		2.420.194			
1.2 Canoni di locazione finanziaria					
1.3 Altri proventi					
<b>2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI</b>					
2.1 Beni Immobili					
2.2 Diritti reali immobiliari					
<b>3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE</b>					
3.1 Beni Immobili		-4.818.754			
3.2 Diritti reali immobiliari					
<b>4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI (anche IMU/Tasi)</b>					
		-556.418			
<b>5. AMMORTAMENTI</b>					

### Sezione III – Crediti

Non risultano valori.

### Sezione IV – Depositi bancari

Il Fondo non ha investito in depositi bancari.

## Sezione V – Altri beni

La voce E3. “Plusvalenze / minusvalenze” (valorizzata per € 1.410) è riferita alla quota annua di ammortamento riguardante le immobilizzazioni materiali iscritta nell’attivo in E2. “Immobilizzazioni materiali”. Per un maggior dettaglio si rinvia al paragrafo II.7. Altri beni.

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

Il Fondo non ha effettuato operazioni di gestione cambi e non ha conseguito/patito proventi e/o oneri da operazioni di pronti contro termine, di prestito titoli e assimilate.

La voce H “Oneri Finanziari”, pari a complessivi € 1.351.202 è rappresentata:

- ✓ quanto ad € 902.098 dagli interessi passivi maturati sia sul finanziamento ipotecario Banca Popolare di Vicenza sia sul finanziamento in pool erogato da Unicredit Spa e Banca Popolare di Vicenza (già Cassa di Risparmio di Prato);
- ✓ quanto ad euro 448.270 da oneri e interessi di mora;
- ✓ quanto ad € 834 da spese bancarie ed oneri finanziari diversi.

## 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 (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento
1) Provvigioni di gestione								
* provvigioni di base	584	0,71%	0,55%		0	0,00%	0,00%	
* provvigioni di incentivo								
2) TER degli OCR in cui il Fondo investe	0	0,00%			0	0,00%		
3) Compenso della banca depositaria	30	0,04%	0,03%		0	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del Fondo	27	0,03%			0	0,00%		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	0	0,00%	0,00%		0	0,00%	0,00%	
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	82	0,10%	0,08%		0	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	556	0,67%	0,53%		0	0,00%	0,00%	
8) Spese legali e giudiziarie	55	0,07%			0	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	0	0,00%			0	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo (segue tabella)	236	0,29%			58	0,07%		
<b>TOTAL EXPENSE RATIO (TER)</b>	<b>1.570</b>	<b>1,90%</b>			<b>58</b>	<b>0,07%</b>		
11) Provvigioni di incentivo	0	0,00%						
12) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari di cui:								
su titoli azionari	0				0			
su titoli di debito	0				0			
su derivati	0				0			
altri (da specificare)	0							
13) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	1.351			5,70%	0	0,00%		0,00%
14) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	0	0,00%			0	0,00%		
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>2.921</b>	<b>3,53%</b>			<b>58</b>	<b>0,07%</b>		

### **Provvigione di gestione SGR**

Il valore esposto si riferisce alle commissioni di gestione spettanti alla SGR per l'anno 2015. Queste si compongono di una parte fissa e di una variabile. La "Commissione Fissa" come deliberato dal Collegio dei Liquidatori della SGR (in data 17 dicembre 2014), è stata ridotta. Attualmente è pari a 0,3% su base semestrale – corrispondente allo 0,6% su base annua - del Valore Complessivo delle Attività del Fondo, inteso quale somma del valore dei singoli beni immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in Società Immobiliari e delle altre attività detenute dal Fondo (con esclusione del credito IVA maturato in sede di Apporto in Natura), quale risulta dalla Relazione Semestrale e/o dalla Relazione di gestione. La commissione di gestione matura semestralmente, in via anticipata e con valuta al primo giorno lavorativo di ciascun semestre e salvo conguaglio.

La "Commissione Variabile" è riconosciuta alla SGR in occasione dell'eventuale distribuzione di proventi della gestione e al momento della liquidazione del Fondo.

Come precedentemente indicato, il Collegio dei Liquidatori del 17 dicembre 2014 ha deliberato, in considerazione delle modalità con cui si procederà alla liquidazione del Fondo Gioiello, la non applicazione della Commissione Variabile Finale.

### **Commissioni Banca Depositaria**

Il valore esposto si riferisce al compenso spettante alla Banca Depositaria per lo svolgimento delle sue funzioni. Questo si compone di una commissione di custodia e amministrazione degli strumenti finanziari, imponibile IVA, pari, su base annua, allo 0,003% del Valore complessivo netto del Fondo e di una commissione, esente IVA, per lo svolgimento delle funzioni di controllo assegnate alla Banca Depositaria ai sensi del Regolamento, pari, su base annua allo 0,03 % del Valore complessivo Netto del Fondo. In ogni caso la Banca Depositaria ha diritto ad un compenso mensile pari ad €2.500.

Le commissioni sopra indicate sono corrisposte alla Banca Depositaria *pro-rata temporis*, con cadenza mensile, nella misura di 1/6 (un sesto) dell'intero importo semestrale e con valuta all'ultimo giorno lavorativo di ciascun mese, con decorrenza dal primo mese successivo alla scadenza del Periodo di Richiamo degli impegni relativo al Periodo Iniziale di Sottoscrizione.

### **Spese per la revisione contabile del Fondo**

Il valore esposto si riferisce alle spese per la revisione contabile effettuata da Deloitte & Touche S.p.A.

### **Compenso spettante agli esperti indipendenti**

Il valore esposto si riferisce ai compensi spettanti agli Esperti Indipendenti PRAXI S.p.A. per le attività di valutazione del patrimonio del Fondo effettuate nel rispetto della normativa vigente in materia.

### **Altri oneri gravanti sul Fondo**

Si espone di seguito la composizione della voce 10 della tabella.

<b>Descrizione</b>	<b>Importo</b>
Consulenze varie	81.083
Outsourcing	71.997
Assicurazioni	64.419
Altri oneri diversi	15.626
Compensi comitato consultivo/assemblea partecipanti	2.540
<b>Totale</b>	<b>235.665</b>

La voce "outsourcing" comprende i compensi erogati a fronte dei servizi resi da Borgoesia Spa per l'attività di property management e dall'outsourcer amministrativo Previnet Spa.

La voce “consulenze varie” comprende le consulenze tecniche e le consulenze amministrativo /fiscali del Fondo.

Si riporta inoltre la composizione della voce 7 della tabella:

Descrizione	Importo
IMU	250.060
Servizi di portineria e vigilanza	133.241
Spese di manutenzione e gestione immobili	124.362
Spese utenze immobili	22.525
Tasi	14.039
Imposta di registro	12.191
<b>Totale</b>	<b>556.418</b>

## VII.2 Provvigioni di incentivo

Ai sensi delle previsioni regolamentari non sono presenti provvigioni di incentivo.

## Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

La voce si compone come di seguito esposto:

Voce	Descrizione	Importo
L1.	<b>Interessi attivi su disponibilità liquide</b>	<b>0</b>
L2.	<b>Altri ricavi</b>	<b>1.962.294</b>
	- Interessi attivi fiscali	71.680
	- Altri ricavi - riaddebito costi sostenuti	9.016
	- Sopravvenienze attive	1.881.598
L3.	<b>Altri oneri</b>	<b>-732.595</b>
	- Interessi passivi su depositi cauzionali	-1.154
	- Commissioni su fidejussioni	-29.918
	- Sopravvenienze passive	-701.523
	<b>TOTALE</b>	<b>1.229.699</b>

La voce “sopravvenienze attive” - pari a 1.881.598 - tiene conto, in particolare, dell'accordo transattivo concluso, con il conduttore “Pirelli&C. Ambiente Srl” e riguardante l'immobile A5-UA5 di Arese (cfr. Relazione dei Liquidatori - Attività di gestione del Fondo).

## Sezione IX – Imposte

Al riguardo, si rinvia a quanto illustrato in precedenza (Parte B Sezione I) relativamente ai Criteri di valutazione – Imposte.

## PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

Il Fondo non ha attuato attività volte alla copertura dei rischi di portafoglio.

La società di gestione non percepisce, per l'attività di gestione svolta, altri proventi diversi dalle commissioni riconosciute dal Fondo gestito.

Non sono stati stipulati prestiti destinati al finanziamento di operazioni di rimborso anticipato di quote.

In allegato alla relazione di gestione sono forniti i seguenti documenti:

- **Allegato 1:** relazione di stima sul valore di mercato dei beni immobili vincolati al Fondo alla data del 31 dicembre 2015 redatta dall'esperto indipendente PRAXI S.p.A. (Estratto);
- **Allegato 2:** relazione di stima sul valore di mercato delle partecipazioni in società immobiliari alla data del 31 dicembre 2015 redatta dall'esperto indipendente PRAXI S.p.A. (Estratto);
- **Allegato 3:** relazione della Società di Revisione Deloitte & Touche S.p.A.

Per il Collegio dei Liquidatori della Borgosesia  
Gestioni SGR SpA in liquidazione

Il liquidatore  
Muzio Clementi





**PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA**

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.  
20145 MILANO - Via Mario Pagano, 69/A - Tel. +39 02 43 002 - Fax +39 02 481 29 29  
praxi.milano@praxi.com - www.praxi.com

**ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE**

Spettabile  
**BORGOESIA GESTIONI SGR S.p.A. in liquidazione**  
Via dei Fossi 14/C  
59100 PRATO

Milano, 15 Gennaio 2016  
Ns. Rif.: PP/val 16.2145

Facendo seguito all'incarico affidatoci (Ns. Rif.: MM/val 13.8380 del 4 Settembre 2013) da BORGOSIESIA GESTIONI SGR S.p.A. in liquidazione, Società che gestisce il Fondo Comune di Investimento Immobiliare denominato "Gioiello", Praxi S.p.A., in qualità di Esperto indipendente, ha effettuato l'aggiornamento semestrale della stima del Valore di Mercato del patrimonio immobiliare in capo al suddetto Fondo, con riferimento alla data del **31 Dicembre 2015**.

La nostra attività è stata svolta in conformità con quanto disposto dal Regolamento Banca d'Italia del 19/1/2015 Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafi 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti) e dal DM 30 del 5/3/2015 (Art. 16).

La nostra attività di valutazione e la presente relazione di stima sono conformi agli standard fissati dal RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") - edizione 2014. **PRAXI Real Estate è Società di Valutazione "regulated by RICS"** [Firm n° 710985].

## **PATRIMONIO IMMOBILIARE**

Il Fondo Gioiello è costituito da **55 immobili**, tra fabbricati ed aree, per un Valore di Mercato complessivo al 31 Dicembre 2015 pari a poco più di **181 milioni di euro**, localizzati nel centro-nord Italia (per lo più in Piemonte, Toscana e Veneto).

<i>Progr.</i>	<i>Proprietà</i>	<i>Indirizzo</i>
1	<b>Bravo S.p.A.</b>	Agliana (PT), località Salceto
2	<b>Bravo S.p.A.</b>	Agugliano (AN), loc. Montevarino - Piazza A. Moro 25
3	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Alghero (SS), loc. Capo Caccia - Porto Conte
4	<b>Fondo Gioiello</b>	Arese edifici A5 e UA5 - Lainate -(MI), viale Luraghi
5	<b>Bravo S.p.A.</b>	Arese Building 2 - Garbagnate-Lainate (MI),
6	<b>Bravo S.p.A.</b>	Arezzo, via Arturo Chiari 15
7	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Benna (BI), via Garibaldi
8	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Biella, via Addis Abeba
9a	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 8 e 94)
9b	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 9 e 95)
9c	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 16 e 85)
10	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Biella, via don Sturzo
11	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Biella, via Tripoli 16/C
12	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Busto Arsizio (VA), via della Vite
13	<b>Bravo S.p.A.</b>	Cantagallo (PO), frazione Usella - via di Migliana 10
14	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Caprile (BI), frazione Noveis Basso
15	<b>Bravo S.p.A.</b>	Casale sul Sile (TV), via Colombo
16	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Coggiola (BI), località Cascina Vacchera
17	<b>Bravo S.p.A.</b>	Cusano di Zoppola (PN), via Ellero 1/H
18	<b>Fondo Gioiello</b>	Fiano Romano (RM), via della Mola Saracena - 2° lotto
19	<b>Fase Realty S.r.l.</b>	Firenze, viale Guidoni 40/42 (INTERO IMMOBILE)
20	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Gaglianico (BI), via Matteotti 129
21	<b>Bravo S.p.A.</b>	Maniago (PN), via dell'Industria 10
22	<b>Bravo S.p.A.</b>	Marcon (VE), via Venier 3/via Piali
23	<b>Bravo S.p.A.</b>	Marcon (VE), via Venier 7
24	<b>Bravo S.p.A.</b>	Marcon (VE), via Venier 68 A (ex 74)
25	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Mediglia (MI), via Caravaggio 34
26	<b>Bravo S.p.A.</b>	Monastier (TV), via De Gasperi 5
27	<b>Bravo S.p.A.</b>	Monastier (TV), via De Gasperi 9
28	<b>Bravo S.p.A.</b>	Montebelluna (TV), via Fermi 12/14/16/18
29	<b>Bravo S.p.A.</b>	Montemurlo (PO), via Amalfi 55
30	<b>Bravo S.p.A.</b>	Montemurlo (PO), via Milano 5/7/9
31	<b>Bravo S.p.A.</b>	Montemurlo (PO), via Palermo
32	<b>Bravo S.p.A.</b>	Montemurlo (PO), via Puccini 97
33	<b>Bravo S.p.A.</b>	Pistoia, viale Adua 77/79
34	<b>Bravo S.p.A.</b>	Ponte di Piave (TV), via Postumia

<i>Progr.</i>	<i>Proprietà</i>	<i>Indirizzo</i>
35	<b>Bravo S.p.A.</b>	Postioma di Paese (TV), via Gonnella 2/4/6/8
36	<b>Bravo S.p.A.</b>	Postioma di Paese (TV), via Pastore
37	<b>Bravo S.p.A.</b>	Prato, via Clementi 22/24/28/30/32
38	<b>Bravo S.p.A.</b>	Prato, via Filzi 130/5-6-7-8-9
39	<b>Bravo S.p.A.</b>	Prato, via dei Fossi 14/C
40	<b>Bravo S.p.A.</b>	Prato, via dei Fossi 14/G
41	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Prato, via Libero Grassi 39
42	<b>Bravo S.p.A.</b>	Prato, via Purgatorio 62/64
43	<b>Bravo S.p.A.</b>	Quarto d'Altino (VE), via Pascoli
44	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	San Giuliano Milanese (MI), via Nikolaj Vasilevic Gogol 6
45	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Saronno (VA), zona stazione Saronno sud
46	<b>Smit R. E. S.r.l.</b>	Schio (VI), viale dell'Industria 135
47	<b>Bravo S.p.A.</b>	Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62
48	<b>Bravo S.p.A.</b>	Spinea (VE), via delle Industrie 30/32 - <b>(porzione scorporata dalla proprietà indivisa e frazionata)</b>
49	<b>Bravo S.p.A.</b>	Tarvisio (UD), via Roma
50	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Trivero (BI), frazione Vico 21/22/24
51	<b>Bravo S.p.A.</b>	Verrone (BI), strada Trossi 11
52	<b>Fondo Gioiello</b>	Fiano Romano (RM), via della Mola Saracena - 1° lotto
53	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	Gaglianico (BI) via Italia
54	<b>Bravo S.p.A.</b>	Montemurlo (PO) via Aniene
55	<b>Okatan S.r.l.</b>	Forte dei Marmi (LU), viale della Repubblica 3 - ex Hotel Nettuno

## **DEFINIZIONE DI VALORE E CRITERI DI VALUTAZIONE**

La valutazione ha determinato il Valore di Mercato degli immobili in oggetto.

Secondo la definizione del RICS Appraisal and Valuation Standards (“Red Book”), per Valore di Mercato si intende l’ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un’adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, consapevole e senza coercizioni (RICS Red Book VPS4 1.2 - edizione 2014).

In relazione alle caratteristiche, alle destinazioni d'uso ed alle potenzialità di utilizzo di ciascun immobile, per la determinazione del Valore di Mercato sono stati adottati, in forma autonoma o combinati tra loro, i seguenti approcci:

– **metodo comparativo**

Il Valore dell'immobile deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.

– **metodo della capitalizzazione**

Il Valore dell'immobile deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili (attraverso un processo del tutto analogo a quello sopra descritto trattando del metodo comparativo); il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima.

– **metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

Nel caso di aree edificabili ed immobili trasformabili, la valutazione è stata sviluppata applicando il criterio del Valore di Trasformazione; in base a tale criterio, il Valore attuale della proprietà deriva dalla attualizzazione del cash flow generato dall'operazione di sviluppo immobiliare, sulla base dei ricavi attesi e della sommatoria dei costi di realizzazione, tenendo conto degli oneri/proventi finanziari e del rischio imprenditoriale.

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, tenendo quindi conto dei contratti di locazione in essere, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di

residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfritto.

La nostra attività valutativa è stata condotta, sia dal punto di vista dei criteri estimativi che delle metodologie operative, nel rispetto delle normative vigenti e secondo le migliori prassi peritali a livello italiano ed internazionale.

## **ORIGINE DEI DATI UTILIZZATI NELLA STIMA**

La stima è basata sui dati fornitici dalla SGR, di seguito riportati in sintesi, che, in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati corretti ed aggiornati:

- planimetrie e consistenze lorde immobili (già in loro possesso);
- documentazione catastale;
- dati urbanistici;
- contratti di locazione;
- rent roll (consistenze, riepilogo contratti e principali clausole e limitazioni);
- IMU e TASI;
- premi assicurativi;
- previsioni progettuali di sviluppo e SAL;
- bilanci /previsioni di bilancio delle Società.

In particolare, abbiamo desunto dalla documentazione fornitaci e dal confronto con il Fund Manager i dati relativi:

- alle consistenze degli immobili (si precisa che la congruità complessiva dei dati di consistenza è stata da noi verificata a campione, mediante misurazioni effettuate sulle planimetrie forniteci);
- ai contratti di locazione (unità immobiliari interessate, canoni, scadenze, step-up, opzioni di rinnovo e/o di recesso anticipato, ecc.);
- alle previsioni progettuali relative agli immobili interessati o destinati ad interventi di trasformazione (destinazioni, tempistiche, costi e oneri professionali, ecc.);
- ai bilanci per la valutazione delle Società in capo al Fondo, di cui ad una Relazione di Stima separata.

Derivano invece da nostre autonome analisi ed indagini i dati relativi a:

- valori/canoni di mercato, per le diverse destinazioni d'uso e zone interessate;
- determinazione tassi di capitalizzazione e di attualizzazione;

- costi a carico della proprietà riguardanti property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite (per gli immobili a reddito);
- costi di costruzione diretti ed indiretti (per gli interventi di ristrutturazione/trasformazione);
- prezzi finali di vendita e tempi di assorbimento del mercato, relativamente alle varie destinazioni d'uso di cui ai progetti di ristrutturazione/trasformazione.

## APPROCCI ESTIMATIVI

### METODO COMPARATIVO

Il Valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables. Tali valori unitari sono stati ottenuti applicando parametri desunti dalle specifiche indagini di mercato condotte nelle zone interessate. Ulteriori aggiustamenti dei parametri sono stati applicati in funzione dello stato manutentivo/conservativo e dell'esposizione (ove significativo). Ai Valori di Mercato "liberi" così ottenuti è stato poi applicato un coefficiente di abbattimento in relazione allo stato occupazionale dei beni. Nel caso delle unità residenziali occupate tale coefficiente di abbattimento è stato assunto pari al 20%, in considerazione delle consuetudini di mercato.

I seguenti immobili sono stati valutati in toto o in parte applicando tale metodo:

- *Agugliano, Alghero, Benna, Biella, Busto Arsizio, Caprile, Coggiola, Gaglianico, Mediglia, Monastier, Prato, San Giuliano Milanese.*

### IMMOBILI A REDDITO

Per immobili a reddito si intendono gli immobili che si trovano in condizioni tali da essere in grado di generare per il proprietario un reddito locativo, senza necessità di interventi edilizi sostanziali, né di cambi di destinazione d'uso.

I seguenti immobili sono stati valutati applicando tale metodo: tutti gli immobili del fondo escluso quelli citati per metodo comparativo e immobili da trasformare/valorizzare

Per gli immobili locati o locabili (a reddito), costituiti dalle residue proprietà generalmente caratterizzati da immobili strumentali (essenzialmente produttivi), abbiamo adottato il **metodo DCF** che tiene conto delle situazioni locative in essere nonché delle possibilità offerte dal mercato riguardo alla locazione degli immobili a nuovi soggetti. Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai

contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

I ricavi da locazione sono stati desunti dai contratti di affitto in essere, ove esistenti, e da specifiche indagini di mercato da noi condotte nelle zone e per le tipologie interessate. Per le unità immobiliari sfitte e per quelle i cui contratti di affitto andranno a scadere nel corso del periodo di durata del cash-flow dell'investimento, si è tenuto debitamente conto dei tempi necessari alla messa/rimessa a reddito delle stesse, a condizioni di mercato (commercializzazione, periodi di "vacancy/free rent" e "step-up" ad inizio contratti, tempi correlati ad interventi di restyling, ecc.).

I costi a carico della proprietà (IMU, TASI, assicurazione, property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite) o sono stati forniti direttamente dalla Committente o sono stati determinati in modo analitico, sulla base dei dati inviati dalla SGR, ove disponibili, oppure di nostre autonome quantificazioni, basate sugli standard di mercato e sulle esperienze di immobili analoghi.

La durata del cash-flow dell'investimento è stata determinata facendo riferimento al numero di anni di un contratto di locazione ad uso diverso ed al tempo necessario, alla scadenza del suddetto contratto, per condurre a regime il nuovo contratto di affitto, previa rinegoziazione/negoziazione a condizioni di mercato del contratto stesso, e successivamente, nel momento di massimizzazione del reddito locativo e, conseguentemente, del prezzo di vendita finale, cedere l'immobile ad un investitore "ordinario".

Si precisa che la durata del cash-flow assunto a base della valutazione dell'immobile non è influenzata né subordinata alle scelte e alle decisioni di investimento della SGR, che possono coincidere o meno con l'atteggiamento dell'investitore "ordinario"; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions della presente stima si discostino da quanto contenuto nel business plan del Fondo.

## IMMOBILI TRASFORMABILI / DA VALORIZZARE

Per immobili trasformabili/da valorizzare si intendono gli immobili che necessitano (o per i quali è comunque opportuno, in ottica di migliore valorizzazione) di interventi edilizi di sostanziale entità, finalizzati alla realizzazione di un bene significativamente diverso (per caratteristiche, dimensioni, destinazione d'uso, ecc.) da quello attuale.

I seguenti immobili sono stati valutati in toto o in parte applicando tale metodo:

- *Aglia, Montemurlo - via Palermo, Saronno, Tarvisio e Forte dei Marmi.*

Gli immobili trasformabili/da valorizzare sono stati stimati sulla base del criterio del Valore di Trasformazione, per il quale il Valore del bene deriva dall'attualizzazione del cash flow (DCF) generato dall'operazione di sviluppo immobiliare, sulla base dei ricavi attesi e della

sommatoria dei costi da sostenere per realizzare la trasformazione; un appropriato tasso di attualizzazione considera le componenti finanziarie ed il rischio imprenditoriale dell'operazione.

Gli elementi essenziali dei progetti/ipotesi progettuali di trasformazione sono stati desunti dalla documentazione fornitaci dalla SGR, che abbiamo assunto come completa ed aggiornata. Abbiamo comunque verificato la sostanziale fattibilità delle ipotesi di valorizzazione, basandoci sulla documentazione disponibile e su autonome verifiche urbanistico-edilizie.

La componente positiva del DCF è costituita dai futuri **ricavi** da vendita dell'immobile trasformato, che sono stati determinati, in relazione alle specifiche localizzazioni e destinazioni d'uso, a partire dai redditi locativi potenziali e dalle quotazioni correnti di mercato.

I canoni locativi teorici, tradotti in valore mediante l'applicazione di adeguati tassi di capitalizzazione, e i prezzi di mercato sono stati proiettati alla data di prevista vendita, sulla base di una ragionevole previsione di trend del mercato immobiliare.

Nel calcolo dei ricavi abbiamo tenuto conto, ove esistenti, degli effetti negativi sul reddito complessivo prodotti dalle fasi di "step-up" dei contratti di affitto, che costituiscono uno standard di mercato, soprattutto per le attività commerciali, che devono fisiologicamente affrontare una fase di avviamento, prima di raggiungere la condizione di regime del business (e quindi essere in grado di riconoscere al proprietario dell'immobile l'affitto "pieno").

I costi da sostenere per realizzare la trasformazione sono stati raggruppati in tre categorie principali: i **costi diretti di costruzione/ristrutturazione e**, ove necessario, **di demolizione** (corrispettivo da riconoscere all'impresa di costruzioni per la esecuzione "chiavi in mano" dei lavori), i **costi di concessione** (importi da versare e/o opere di interesse pubblico da realizzare, per ottenere dal Comune i titoli autorizzativi), e i **costi generali** (oneri professionali per progettazione, direzione lavori, ecc.; costi amministrativi e gestionali; provvigioni per commercializzazione).

I costi sono stati da noi stimati, sulla base delle previste caratteristiche degli immobili da realizzare, facendo riferimento ai parametri standard di mercato, nelle diverse aree geografiche interessate. In presenza di specifici contratti di appalto e/o di prestazione professionale, nella stima si sono considerati i costi a carico della proprietà previsti da tali contratti.

La **tempistica delle operazioni di sviluppo** è stata desunta dai programmi del Fondo, che abbiamo integrato con nostre autonome considerazioni riguardo alla prevedibile durata dell'iter urbanistico-autorizzativo, ai tempi di realizzazione delle opere e di collocazione sul mercato degli immobili finiti, in relazione alla loro entità e caratteristiche ed agli specifici ambiti urbani in cui essi sono inseriti.

### Indicazione dei comparables e delle fonti di provenienza e grado di attendibilità

I parametri di mercato (applicati sia nella metodologia comparativa sia in quelle di trasformazione e dei DCF) sono stati determinati sulla base di indagini effettuate presso i principali operatori immobiliari locali e nazionali, nonché attraverso una analisi delle pubblicazioni di settore (Agenzia del Territorio, Scenari Immobiliari, Nomisma, ecc). I dati raccolti sono stati inoltre confrontati con la banca dati di Praxi, costantemente aggiornata grazie anche alle perizie effettuate ai fini della concessione dei mutui residenziali e del finanziamento corporate, e con il Centro Studi PRAXI Real Estate - Analisi e indagini di mercato.

#### VARIABILI MACROECONOMICHE E IMMOBILIARI

Il cash flow è espresso in moneta corrente, e quindi incorpora una previsione di inflazione (per l'indicizzazione dei costi) e di andamento del mercato immobiliare (per l'indicizzazione dei ricavi).

Il trend dell'**inflazione** è tratto dalle previsioni formulate da Consensus Economics <sup>1</sup> e pubblicate sul numero di Ottobre 2015 di Consensus Forecast, da cui è tratta la tabella che segue.

Italy											
* % change over previous year	Historical				Consensus Forecasts						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-2025 <sup>1</sup>
Gross Domestic Product*	0.6	-2.8	-1.7	-0.4	0.8	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
Household Consumption*	0.0	-3.9	-2.8	0.4	0.7	1.2	1.2	1.1	1.0	1.2	1.2
Gross Fixed Investment*	-1.9	-9.3	-6.6	-3.5	0.9	2.1	2.4	2.5	2.0	1.6	1.6
Industrial Production*	1.2	6.2	2.2	0.6	1.1	2.1	2.5	2.0	1.4	1.3	1.5
Consumer Prices*	2.8	3.1	1.2	0.2	0.1	0.9	1.4	1.5	1.6	1.9	1.9
Current Account Balance (Euro bn)	-50.4	-6.9	15.0	30.9	33.7	34.2	33.3	38.9	36.6	39.9	35.9
10 Year Treasury Bond Yield, % <sup>2</sup>	7.0	4.5	4.1	1.9	1.9 <sup>3</sup>	2.2 <sup>4</sup>	2.5	3.1	3.6	4.0	4.2

Per i primi due anni (quattro semestri) del DCF è stato utilizzato il dato puntuale indicato da Consensus Forecast, mentre per il rimanente periodo si è considerata la media dei valori previsti, giungendo quindi al seguente risultato:

Trend inflazione 1^ semestre	0,45%	
Trend inflazione 2^ semestre	0,45%	
Trend inflazione 3^ semestre	0,70%	
Trend inflazione 4^ semestre	0,70%	
Trend inflazione dal 5^ semestre in poi	0,90%	<b>1,80% annuo</b>

Il trend del **mercato immobiliare** è stato determinato separatamente per il primo biennio del cash-flow e per il periodo successivo.

<sup>1</sup> Uno tra i principali Centri di ricerche economiche e finanziarie mondiali - [www.consensuseconomics.com](http://www.consensuseconomics.com)

Per il primo biennio la stima del trend è di tipo puntuale, e si basa sulle previsioni formulate da Nomisma nel rapporto del Luglio 2015, relative ai segmenti del mercato non residenziale (uffici e negozi).

Tavola 2.9

**13 grandi città – Previsioni dei prezzi medi degli immobili a valori correnti: confronto tra i valori elaborati a Marzo 2015 e a Luglio 2015 (variazioni % annuali)**

	Abitazioni		Uffici		Negozi	
	Marzo 2015	Luglio 2015	Marzo 2015	Luglio 2015	Marzo 2015	Luglio 2015
2015	-2,9	-2,5	-3,1	-3,1	-2,6	-2,3
2016	+0,9	+0,5	+0,2	-0,6	+0,4	-0,1
2017	+3,0	+1,7	+2,8	+0,8	+2,5	+1,0

Fonte: Nomisma

Per il periodo successivo si è assunto che l'andamento del mercato immobiliare sia in linea con quello dell'inflazione, e si è quindi fatto riferimento alle previsioni di Consensus Forecast di cui sopra.

Complessivamente, il trend del mercato previsto nei DCF è perciò così configurato:

Trend mercato immobiliare 1^ semestre	-0,20%	
Trend mercato immobiliare 2^ semestre	-0,20%	
Trend mercato immobiliare 3^ semestre	0,45%	
Trend mercato immobiliare 4^ semestre	0,45%	
Trend mercato immobiliare dal 5^ semestre in poi	0,90%	<b>1,80% annuo</b>

Inoltre, per la determinazione del rendimento potenziale del capitale investito (equity) si sono anche formulate previsioni circa l'andamento dei Titoli di Stato a lungo termine (rendimento risk free) e dell'EurIRS (base per la determinazione del costo del debito a lungo termine).

Il trend dei Titoli di Stato è stato anch'esso desunto da Consensus Forecast, ed è pari al 3,6% annuo:

Italy												
* % change over previous year	Historical				Consensus Forecasts							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-2025 <sup>1</sup>	
Gross Domestic Product*	0.6	-2.8	-1.7	-0.4	0.8	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	
Household Consumption*	0.0	-3.9	-2.8	0.4	0.7	1.2	1.2	1.1	1.0	1.2	1.2	
Gross Fixed Investment*	-1.9	-9.3	-6.6	-3.5	0.9	2.1	2.4	2.5	2.0	1.6	1.6	
Industrial Production*	1.2	-6.3	-3.2	-0.6	1.1	2.1	2.5	2.0	1.4	1.3	1.5	
Consumer Prices*	2.8	3.1	1.2	0.2	0.1	0.9	1.4	1.5	1.6	1.9	1.9	
Current Account Balance (Euro bn)	-50.4	-6.9	15.0	30.9	33.7	34.2	33.3	38.9	36.6	39.9	35.9	
10 Year Treasury Bond Yield, % <sup>2</sup>	7.0	4.5	4.1	1.9	1.9 <sup>3</sup>	2.2 <sup>4</sup>	2.5	3.1	3.6	4.0	4.2	

Il trend dell'EurIRS è stato ipotizzato equivalente alla media dei valori degli ultimi dodici mesi, rilevata dalla stampa specializzata, ed è pari all'1,2% annuo:

Novembre 2014	1,4200		
Dicembre 2014	1,2700		
Gennaio 2015	1,0200		
Febbraio 2015	0,9700		
Marzo 2015	0,8400		
Aprile 2015	0,7100	media 12 mesi	1,2025
Maggio 2015	1,1700		1,20
Giugno 2015	1,4900		
Luglio 2015	1,4800		
Agosto 2015	1,3500		
Settembre 2015	1,4000		
Ottobre 2015	1,3100		

#### TASSI DI CAPITALIZZAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE

Nelle valutazioni sono stati utilizzati opportuni tassi di capitalizzazione e di attualizzazione, che sono stati determinati sulla base dei criteri qui di seguito esposti, tenendo conto dell'andamento previsionale delle variabili macroeconomiche e immobiliari sopra illustrato.

#### Considerazioni generali in merito ai tassi

Il **tasso di capitalizzazione** corrisponde al rapporto che esiste, sul mercato, tra il rendimento locativo (affitto) ed il valore di un determinato immobile.

Di norma, nella prassi italiana si fa riferimento al rendimento lordo (il cosiddetto *cash on cash return*), cioè non si deducono dal reddito locativo le spese a carico della proprietà (imposte immobiliari, assicurazione, property management, ecc.).

Essendo comunque una grandezza che esprime il rendimento dell'investimento, il tasso di capitalizzazione implicitamente apprezza il rischio dell'investimento nell'immobile in esame, o quantomeno il rischio medio del cluster di mercato a cui l'immobile appartiene.

Il **tasso di attualizzazione** è la variabile matematica utilizzata per determinare il "valore equivalente", ad una certa data, di una grandezza economica che si genera in un differente momento temporale.

Nel caso degli investimenti immobiliari, questo tasso viene utilizzato per determinare il valore attuale dei costi e dei ricavi (*cash-flow*) previsti nell'arco dell'investimento stesso.

Il tasso di attualizzazione apprezza quindi il rischio specifico dell'operazione (oltre che l'andamento delle variabili macroeconomiche e finanziarie), e si differenzia quindi di caso in caso, in relazione alla natura, ubicazione, dimensione, ecc. dell'investimento immobiliare in esame.

In realtà, fra i due tassi esiste un rapporto diretto, tanto è vero che, (a parità di altre variabili ed a condizione che entrambi i procedimenti vengono correttamente sviluppati), la stima del Valore di Mercato di un immobile a reddito elaborata tramite la capitalizzazione diretta oppure tramite il DCF dovrebbe condurre al medesimo risultato.

I fattori di differenziazione sono essenzialmente due:

- come già ricordato, nella prassi italiana il tasso di capitalizzazione è riferito al reddito locativo lordo, mentre il tasso di attualizzazione viene applicato ad un cash-flow dove si detraggono dal reddito locativo lordo i costi “immobiliari” a carico della proprietà (che, sulla base dei dati raccolti nel nostro database, attualmente corrispondono in media al 12% del canone lordo);
- il procedimento di capitalizzazione considera una rendita costante perpetua (e quindi è “al netto” del futuro andamento del mercato immobiliare), mentre nel DCF i costi ed i ricavi che concorrono a determinare il cash-flow sono indicizzati sulla base del prevedibile andamento dell’inflazione e del mercato.

### Rendimenti di mercato

In linea teorica, nel caso di immobili a reddito, il rendimento di un investimento immobiliare incorpora implicitamente due fattori:

- la componente risk-free
- la componente di premio al rischio specifica dell’investimento immobiliare di cui si tratta.

Va opportunamente precisato che, nell’approccio valutativo adottato da Praxi, il rendimento immobiliare viene ricavato direttamente da una indagine di mercato, estesa all’intero territorio nazionale e riferita alle principali tipologie: uffici e negozi tradizionali; ricettivo; grande distribuzione; leisure and entertainment; logistico-produttivo.

Per ciascuna tipologia viene determinato il range di oscillazione del rendimento lordo, con riferimento ad un best case e ad un worst case; all’interno di tale intervallo, il tasso di capitalizzazione dell’immobile in esame viene determinato sulla base della sua situazione e condizione specifica, con riferimento a:

- situazione locativa (qualità e numero degli inquilini, condizioni e clausole dei contratti di affitto, rischio sfritto)
- fattori estrinseci (validità della localizzazione, a livello nazionale e locale, e trend del mercato di riferimento)
- fattori intrinseci (qualità e stato manutentivo, fungibilità, flessibilità, taglio dimensionale).

Dai rendimenti lordi (tassi di capitalizzazione) deriviamo il range del tasso di attualizzazione da utilizzare nel DCF degli immobili a reddito, tenendo conto dell’incidenza dei costi a carico della proprietà e del trend previsionale del mercato immobiliare. Il posizionamento puntuale all’interno di tale range settoriale dipende dai fattori di rischio specifici del singolo immobile.

Il range del tasso di attualizzazione da utilizzare nel DCF degli immobili in sviluppo (Valore di Trasformazione) incorpora un ulteriore premio per il rischio proprio delle operazioni di sviluppo, che attualmente quantifichiamo nel 6% sulla base di osservazioni empiriche di

mercato. Anche per il Valore di trasformazione, il posizionamento puntuale all'interno del range dei tassi di attualizzazione dipende dai fattori di rischio specifici della singola operazione di sviluppo.

Da quanto sopra esposto, risulta evidente che il nostro approccio non adotta una metodologia WACC per la determinazione del tasso di attualizzazione del DCF.

E' comunque possibile risalire a ritroso alla remunerazione dell'equity investito, sulla base della leva finanziaria e del costo del finanziamento di un investimento immobiliare standard che abbiamo rilevato dal mercato.

Il risultato di questo calcolo a ritroso è esposto nello sviluppo della valutazione dei singoli immobili, immediatamente sotto al "tachimetro", che evidenzia visivamente il grado di rischio attribuito all'immobile oggetto di stima, rispetto al range del segmento immobiliare cui l'immobile stesso appartiene.

#### Utile dell'imprenditore (investitore)

In conformità con gli standard estimativi internazionali e secondo le consolidate *best practices* del mercato italiano, questo approccio estimativo considera la remunerazione dei capitali investiti all'interno del tasso di attualizzazione: la remunerazione prevista per l'equity corrisponde al tasso di rendimento (IRR) per l'investitore, mentre il tasso complessivo (che deriva dalla media ponderata tra la remunerazione dell'equity ed il costo del debito) corrisponde all'IRR dell'investimento.

#### Durata del DCF

Il nostro modello di DCF per la stima del Valore di Mercato degli immobili a reddito prevede una durata standard di 15 anni, con scansione semestrale. Tale periodo consente di includere l'intero ciclo di un contratto di locazione ordinario (6+6 anni), più gli eventuali tempi di vacancy e messa a reddito, e quindi, in termini generali, consente la normalizzazione del flusso di reddito locativo e la determinazione del terminal value per capitalizzazione diretta, utilizzando il canone dell'ultimo periodo ed il *going out cap rate* di cui sopra.

### **PRECISAZIONI E ASSUMPTIONS**

- Le consistenze immobiliari corrispondono sostanzialmente alla GEA - Gross External Area, come internazionalmente definita, e sono state fornite dalla SGR (già in loro possesso);
- Per lo sviluppo della stima abbiamo quindi determinato la superficie virtuale degli immobili, attribuendo alle diverse tipologie di superficie una ponderazione rappresentativa del loro pregio immobiliare. In particolare, gli spazi accessori sono stati virtualizzati in proporzione sia alla loro collocazione/consistenza/quantità all'interno

dell'immobile sia alle superfici ed alle destinazioni degli spazi principali nonché ai parametri assegnati agli stessi.

- Negli sviluppi valutativi degli immobili sono stati considerati gli stati occupazionali, così come ci sono stati comunicati dalla SGR.
- Tutti gli immobili del fondo sono stati oggetto di sopralluogo (esterno) nel mese di dicembre 2015.
- Nella stima si è tenuto conto del fatto che gli immobili in gran parte risultano in piena proprietà e per il resto in comproprietà o in proprietà superficiaria, in alcuni casi contemplando le quote facenti capo al Fondo in esame.
- Per gli immobili a reddito, vengono riportati nel foglio "DCF" dello sviluppo valutativo alcuni indicatori significativi, oltre al Valore di Mercato ed alla quota di sfitto, utili alla interpretazione sintetica dei risultati della valutazione:
  - Canone attuale, che corrisponde al Canone annuo generato complessivamente dai contratti di locazione in essere.
  - Rendimento attuale, che costituisce la redditività dei contratti di locazione in essere, rispetto al Valore di Mercato delle unità attualmente locate.
  - Canone di Mercato, che rappresenta il Canone Locativo di Mercato totale dell'immobile, secondo i parametri determinati dalla stima.
  - Rendimento di mercato, che coincide con il *cap rate* dell'immobile.
  - Capex, che riguarda l'ammontare complessivo degli interventi iniziali di ripristino/ristrutturazione previsti a carico della proprietà, comprensivi degli investimenti programmati nel corso degli anni dalla proprietà stessa.
  - Reversionary yield (rapporto tra il Canone Locativo di Mercato ed il Valore di Mercato, più l'eventuale CAPEX iniziale, determinati dalla stima), che corrisponde al rendimento teoricamente ottenibile da un investitore che acquistasse l'immobile ad un prezzo equivalente al Valore di stima e ottenesse di metterlo interamente a reddito, a condizioni equivalenti al Canone di Mercato stimato.
- Le valutazioni dei veicoli Societari sono state riportate in un Report separato.

## **METODOLOGIA DI LAVORO**

La nostra attività ha riguardato solamente la determinazione del Valore di Mercato degli immobili in portafoglio al Fondo Gioiello e, in conformità all'incarico affidatoci, non ha compreso attività di due diligence e rilievo, né accessi presso uffici pubblici per indagini edilizie, catastali, ecc. (anche se, ai fini della verifica della situazione urbanistica degli

immobili in Agliana, Forte dei Marmi, Montemurlo - via Palermo, Saronno e Tarvisio, abbiamo effettuato specifici accertamenti presso gli Uffici Tecnici dei rispettivi Comuni).

A supporto della valutazione si è perciò assunta la documentazione tecnica fornitaci dalla proprietà, da cui, in particolare, abbiamo rilevato le consistenze e le destinazioni d'uso, senza effettuare alcuna ulteriore verifica.

Contestualmente abbiamo effettuato specifiche indagini di mercato nelle zone interessate, coinvolgendo intermediari ed operatori del settore immobiliare e verificando, ove possibile, anche casi di transazioni recenti; tali informazioni hanno integrato ed aggiornato la banca dati sul mercato immobiliare già in possesso della nostra Società.

### **VARIAZIONI INTERVENUTE RISPETTO ALLA PRECEDENTE VALUTAZIONE**

Rispetto al semestre precedente i Valori di Mercato degli immobili si attestano su livelli inferiori (complessivamente intorno al 4%); tra i fattori che hanno prodotto questo andamento sono da evidenziare:

- il persistere della flessione dei parametri di mercato;
- l'ulteriore allungamento dei tempi di vendita e di locazione, che penalizza il flusso dei ricavi attesi per le unità sfitte;
- la necessità di prevedere agevolazioni contrattuali (periodi di free rent, *step-up*, ecc.) e/o lavori di ripristino e personalizzazione degli ambienti, per "conquistare" nuovi inquilini, in uno scenario di mercato dove l'offerta è sempre sovrabbondante e la domanda, al contrario, rimane piuttosto scarsa e molto selettiva;
- il fenomeno della rinegoziazione anticipata dei contratti di locazione in essere, che erode la redditività degli immobili affittati, e che accresce in generale il rischio locativo.

Si tratta di fenomeni negativi presenti sul mercato ormai da diverso tempo, che producono effetti sempre più sensibili sui valori immobiliari anche semplicemente a motivo della loro persistenza, senza che si avvertano sintomi o segnali di una possibile inversione di tendenza nel futuro a breve termine.

Per quanto riguarda i tassi, si rileva sul mercato:

- per gli immobili a reddito, si registra ad una leggera crescita dei cap rate, che sembrano tuttavia ormai aver assorbito, anche se solo in parte, l'effetto a medio-lungo termine della diminuzione del rendimento dei Titoli di Stato e del relativo miglioramento delle condizioni di accesso al finanziamento bancario registrati nell'ultimo anno. Ciò nonostante, la volatilità dei mercati finanziari e il livello estremamente basso (in alcuni casi persino negativo) dei rendimenti di obbligazioni e bond rendono tuttora competitivo l'investimento immobiliare, favorendo la ripresa del mercato;

- per gli immobili trasformabili/da valorizzare, orientativamente una leggera crescita del tasso di attualizzazione, dovuta al persistere della percezione di un elevato rischio connesso alle operazioni di sviluppo immobiliare, anche a causa della ripresa economica che stenta a decollare e, quindi, dell'incertezza di un adeguato ritorno dell'investimento.

Si evidenziano di seguito le principali variazioni intervenute rispetto alla precedente valutazione.

#### ***Variazioni dell'oggetto della stima***

Si registra la cessione di un unità immobiliare per quanto concerne la proprietà (Nova Edil S.p.A.) di Biella Via Don Sturzo, e la cessione di una porzione dell'immobile di Casale sul Sile (TV), via Colombo ( Bravo S.p.A.)

#### ***Variazioni di natura giuridica, normativa e contrattuale***

Nel semestre trascorso sono stati risolti contratti di affitto, liberati spazi occupati, rinegoziati canoni e stipulati nuovi contratti di locazione. Si segnala per rilevanza economica la ridefinizione del contratto di affitto di Telecom per l'immobile di Firenze, via Guidoni con scadenza 31/12/2030.

#### ***Variazioni di natura estimativa***

Si segnala quanto segue:

- al 31/12/2015 sono mutate le variabili di natura macroeconomica e finanziaria utilizzate nei DCF (nel dettaglio il Trend EurIRS si assesta all'1,2% e il Trend dei Titoli di Stato al 3,6%);
- nella stima al 31/12/2015 si è fatto riferimento ad un prevedibile trend dei costi (inflazione), che recepisce per i primi due anni (quattro semestri) del DCF il dato puntuale indicato da Consensus Forecast (numero di Ottobre 2015) mentre per il rimanente periodo si è considerata la media dei valori previsti ancora da Consensus Forecast (numero di Ottobre 2015). Allo stesso modo il trend del mercato immobiliare è stato determinato separatamente per il primo biennio del cash-flow e per il periodo successivo. Per il primo biennio la stima del trend è di tipo puntuale, e si basa sulle previsioni formulate da Nomisma nel rapporto del Luglio 2015, relative ai segmenti del mercato non residenziale (uffici e negozi). Per il periodo successivo si è assunto che l'andamento del mercato immobiliare sia in linea con quello dell'inflazione, e si è quindi fatto riferimento alle previsioni di Consensus Forecast di cui sopra;

Le principali variazioni in termini di valore assoluto (uguali/superiori a € 50.000) rispetto alla scorsa valutazione semestrale si registrano sui seguenti immobili:

Indirizzo	VM 31/12/2015 (€)	Variazioni Dic. 2015
Arese edifici A5 e UA5 - Lainate -(MI), viale Luraghi	5.280.000	VARIAZIONE TASSO - MODIFICA TASI IMU
Arese Building 2 - Garbagnate-Lainate (MI),	19.270.000	VARIAZIONE TASSO IMU/TASI -ADEGUATO CAPEX GIA ESEGUITI - INQUILINO LASCIA
Arezzo, via Arturo Chiari 15	4.180.000	VARIAZIONE TASSO IMU/TASI -
Benna (BD), via Garibaldi	18.000	RIDUZIONE PARAMETRO
Biella, via Rosmini 9 (unità immobiliari ai subb. 16 e 85)	78.000	RIDUZIONE PARAMETRO
Biella, via Tripoli 16/C	26.000	RIDUZIONE PARAMETRO
Casale sul Sile (TV), via Colombo	1.090.000	VARIAZIONE TASSO - CESSIONE PORZIONE IMMOBILE - NUOVO INQUILINO
Fiano Romano (RM), via della Mola Saracena - 2° lotto	8.330.000	VARIAZIONE TASSO - DIMINUITI CAPEX
Firenze, viale Guidoni 40/42 (INTERO IMMOBILE)	55.060.000	NUOVO CONTRATTO TELECOM (3,5 mio vs 4,5 mio) - VARIAZIONE TASSO - ADEGUATI CAPEX - E ACC. SPESE STRAORD.
Maniago (PN), via dell'Industria 10	5.910.000	VARIAZIONE TASSO - MODIFICA TASI IMU
Marcon (VE), via Venier 68 A (ex 74)	1.180.000	VARIAZIONE TASSO - MODIFICA TASI - DECREM SPESE PROGRAMMATE
Montemurlo (PO), via Milano 5/7/9	1.220.000	VARIAZIONE TASSO - DIMINUITI CAPEX
Prato, via Filzi 130/5-6-7-8-9	570.000	VARIAZIONE TASSO - INQUILINO FRATTO (BARGELLINI)
Prato, via dei Fossi 14/C	8.260.000	VARIAZIONE TASSO - 3 nuovo contratti 2 nilas ci -
Prato, via Purgatorio 62/64	2.470.000	VARIAZIONE TASSO -
Saronno (VA), zona stazione Saronno sud	2.310.000	VARIAZIONE TASSO ATTUALIZZAZIONE
Schio (VI), viale dell'Industria 135	10.930.000	VARIAZIONE TASSO -
Settimo Torinese (TO), corso De Nicola 62	1.300.000	VARIAZIONE TASSO - MODIFICATI VACANCY E CAPEX
Tarvisio (UD), via Roma	2.320.000	VARIAZIONE TASSO ATTUALIZZAZIONE
Trivero (BI), frazione Vico 21/22/24	43.000	RIDUZIONE PARAMETRO
Verrone (BI), strada Trossi 11	1.390.000	VARIAZIONE TASSI
Fiano Romano (RM), via della Mola Saracena - 1° lotto	22.770.000	VARIAZIONE TASSI

## GRUPPO DI LAVORO

La presente valutazione è stata elaborata dal seguente gruppo di lavoro:

- Antonio Gamba (Legale rappresentante di Praxi S.p.A., iscritto all'Albo degli Ingegneri di Milano al n° A 8913 dal 1966) - *Coordinatore del progetto*
- Massimo Maestri MRICS (n° 1279512 dal 2008) - *Responsabile tecnico del progetto*
- Paolo Penati - *Senior valuer*
- Centro Studi PRAXI Real Estate

L'editing è stato curato dal team di back-office della Sede PRAXI di Milano.

## CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base di quanto riportato in precedenza e nel Report di Stima successivo, è nostra opinione che il Valore di Mercato degli immobili in capo al FONDO GIOIELLO, con riferimento alla data del 31 Dicembre 2015, sia pari a:

**€ 181.681.600,00 (euro centottantunomilioneisecentottantunomilaseicento/00)**

così raggruppati per società:

<i>Progressivo</i>	<i>Società'</i>	<i>VM 31/12/2015 (€)</i>
1	<b>Bravo S.p.A.</b>	67.638.000
2	<b>Fase Real S.r.l.</b>	55.060.000
3	<b>Fondo Gioiello</b>	36.380.000
4	<b>Nova Edil S.p.A.</b>	4.503.600
5	<b>Okatan S.r.l.</b>	7.170.000
6	<b>Smit R. E. S.r.l.</b>	10.930.000
<b>TOTALE</b>		<b>€ 181.681.600</b>

Nel Report di Stima sono descritti analiticamente gli immobili e i procedimenti di valutazione adottati.

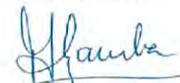
La presente relazione è sottoscritta da Antonio Gamba in qualità di Legale Rappresentante di PRAXI S.p.A. e da Massimo Maestri in qualità di Responsabile Tecnico della valutazione; si dichiara che entrambi i firmatari sono in possesso dei requisiti prescritti dal comma 2 dell'art. 16 del DM 30/2015.

Restando a disposizione per ogni chiarimento, ci è gradita l'occasione per porgere distinti saluti.

Praxi S.p.A.  
*Responsabile Tecnico*  
Massimo Maestri




Praxi S.p.A.  
*Legale Rappresentante*  
Antonio Gamba






**PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA**

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.  
20145 MILANO - Via Mario Pagano, 69/A - Tel. +39 02 43 002 - Fax +39 02 481 29 29  
praxi.milano@praxi.com - www.praxi.com

**ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE**

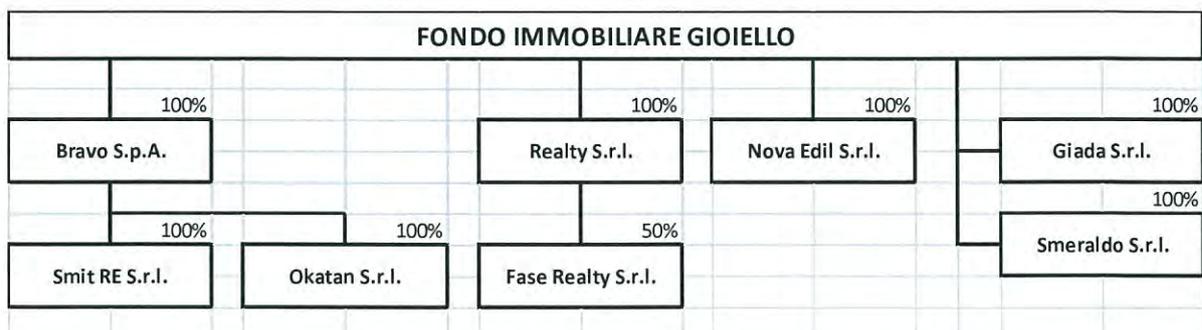
Spettabile  
**BORGOSIESIA GESTIONI SGR S.p.A.**  
Via Aldo Moro, 3/A  
13900 - BIELLA

Milano, 15 Gennaio, 2016  
Ns. Rif.: PP/val 16.2145A

Facendo seguito all'incarico conferitoci, esponiamo nella presente i risultati della valutazione, con riferimento della stima al **31 Dicembre 2015**, del Capitale Economico delle seguenti Società controllate dalla Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. (in liquidazione) attraverso il Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso denominato **"GIOIELLO"**:

- **BRAVO S.p.A.**
- **SMIT REAL ESTATE S.R.L.**
- **OKATAN S.R.L.**
- **REALTY S.R.L.**
- **FASE REALTY S.R.L.**
- **NOVA EDIL S.R.L.**
- **GIADA S.R.L.**
- **SMERALDO S.R.L.**

La struttura e l'entità delle partecipazioni si articolano come segue:



**BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VERONA  
LONDON**

Sede Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 65 60 - Fax +39 011 650 21 82  
Aut. MLPS 13/I/0003868/03.04 e 39/0006096/MA004.A003 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01132750017

## EVENTI SIGNIFICATIVI

Il Fondo Gioiello è stato posto in liquidazione con delibera del Consiglio di Amministrazione del 19 aprile 2013 previa conforme autorizzazione da parte del Comitato Consultivo e dell'Assemblea dei Partecipanti. Con successiva delibera in data 14 maggio 2013 il Consiglio di Amministrazione ha poi provveduto ad approvare il piano di realizzo degli attivi dello stesso. Durante il periodo di liquidazione, essendo preclusa qualsiasi attività di investimento, l'azione della SGR sarà focalizzata esclusivamente sulla liquidazione delle attività del Fondo sulla base del piano di realizzo come sopra approvato.

In data 3 luglio 2013, in nome e per conto del Fondo Gioiello, la SGR ha proceduto alla costituzione di una *newco* "Logistica Gioiello S.r.l." nella quale, come previsto dal piano di smobilizzo degli attivi del fondo, avrebbero dovuto essere in futuro conferiti i beni immobili direttamente detenuti. Nel corso del 2015, la società è stata posta in liquidazione.

Al 31/12/2015 il Fondo Gioiello detiene anche il controllo delle società immobiliari denominate GIADA S.r.l. e SMERALDO S.r.l. Per queste società, che alla data del 31/12/2015 non possedevano immobili, il valore del loro Capitale Economico è stato considerato pari al Patrimonio Netto a tale data (Vedasi l'**ALLEGATO** in calce a questa relazione per i relativi Bilanci).

## SCOPO DELLA STIMA E CRITERI DI VALUTAZIONE

Questa stima è stata effettuata ai fini della determinazione del valore complessivo netto del Fondo e in ottemperanza ai criteri di valutazione indicati al Capitolo IV, paragrafi da 2.4.5 a 2.9 del Provvedimento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 Aprile 2005 e successive modifiche e integrazioni.

La valutazione delle Società è stata da noi sviluppata utilizzando il criterio metodologico, tra quelli prevalentemente utilizzati dalla prassi professionale, giudicato più idoneo allo scopo.

Nel caso specifico è stato adottato il "metodo patrimoniale semplice" che conduce alla determinazione del patrimonio netto rettificato. Per Valore del Capitale Economico (*Equity Value*) si intende quindi il Patrimonio Netto delle Società risultante dalla differenza del totale delle attività e delle passività di bilancio, opportunamente valutate e, se necessario, rettificate.

Il Patrimonio Netto Rettificato costituisce quindi la base per la valutazione delle partecipazioni detenute da Borgosesia Gestioni SGR S.p.A.

La determinazione del valore di mercato degli immobili di proprietà è descritta nella Relazione di stima immobiliare (Rif.: Ns. Rif.: PP/val 16.2145 del 15 Gennaio 2016), da noi redatta con riferimento alla data del 31 Dicembre 2015.

## PREMESSE E LIMITI DELL'INCARICO

Le Società ancora attive sono state valutate in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale (*going concern*), senza sostanziali mutamenti di direzione e di gestione (c.d. ipotesi "*stand alone*") in quanto non disponiamo al momento attuale di informazioni tali da consentirci di determinare gli eventuali riflessi economici, sui valori patrimoniali, che potrebbero derivare dalla messa in liquidazione del Fondo Gioiello.

Si è presunto, altresì, che le società che presentano un deficit patrimoniale vengano ricapitalizzate nei termini di legge se non già poste in liquidazione.

Il nostro lavoro si è basato su dati e informazioni storiche e prospettiche disponibili alla data di predisposizione del presente documento, forniteci dal Management della Società.

Le rettifiche IAS/IFRS 17 – ove applicabili – sono riferite alle consistenze patrimoniali evidenziate dalle bozze di bilancio al 31/12/2015. Per le Società che non presentano la necessità di operare rettifiche derivanti dalla presenza di leasing finanziari, si è fatto riferimento al loro Patrimonio Netto di bilancio a tale data.

Il Management ci ha inoltre confermato che nell'arco di tempo intercorso dal 1° Gennaio 2016 alla data della presente relazione non si sono manifestati altri eventi economicamente o giuridicamente rilevanti.

Non rientrano nell'ambito di questo incarico lo svolgimento di procedure di revisione contabile o verifiche atte ad accertare l'eventuale esistenza di attività o passività, di qualsiasi natura, non risultanti dai bilanci utilizzati ai fini della valutazione.

Come già indicato nel capitolo precedente, la finalità del nostro lavoro è quella di stimare il valore corrente teorico della partecipazione. Questo valore non deve essere inteso come possibile prezzo di cessione della Società.

Al fine di determinare quest'ultimo sarebbe infatti necessario sviluppare ulteriori considerazioni quali l'eventuale urgenza di una delle parti contraenti a concludere l'operazione e le potenziali sinergie conseguibili dalla transazione. Occorrerebbe altresì prendere in esame altri elementi quali, per esempio, la situazione finanziaria, attuale e prospettica, della Società, l'identità e gli scopi delle parti contraenti e gli eventuali specifici accordi sottoscritti dalle parti.

I risultati ai quali si perviene nella presente relazione di stima non potranno pertanto essere utilizzati per finalità diverse da quelle previste dal presente incarico.

## CONCLUSIONI DI VALORE

In base a quanto più dettagliatamente esposto nella relazione allegata, è nostra opinione che il Valore di Mercato (*fair value*) del Capitale Economico delle società oggetto di stima, con riferimento alla data del 31/12/2015, sia pari a:

BRAVO S.P.A.	€ 46.530.000,00 (Euro quarantasei milioni cinquecento trenta mila/00)
REALTY S.R.L.	€ 14.910.000,00 (Euro quattordici milioni novecentodieci mila/00)
NOVA EDIL S.R.L.	€ 3.930.000,00 (Euro tre milioni novecentotrenta mila/00)

I predetti importi includono il valore delle partecipazioni nelle seguenti società il cui Capitale Economico - riferito alla data del 31/12/2015 - è riportato qui di seguito.

**BRAVO SPA**, partecipazione del **100%** nel capitale delle Società:

SMIT RE S.R.L. (IN LIQUIDAZIONE)	€ 5.608.000,00 (Meno Euro cinque milioni seicento otto mila/00)
OKATAN S.R.L.	€ 4.370.000,00 (Euro quattro milioni trecentosettanta mila/00)

**REALTY SRL**, partecipazione del **50%** nel capitale della Società:

FASE REALTY S.R.L.	€ 29.860.000,00 (Euro ventinove milioni ottocentosessanta mila/00)
--------------------	---

Altre Società controllate direttamente dal Fondo Gioiello (Patrimonio Netto):

GIADA S.R.L.	€ 256.329,00 (Euro duecento cinquantaseimila trecentoventinove/00)
SMERALDO S.R.L.	€ 160.880,00 (Euro cento sessanta mila ottocentoottanta/00)

Restando a disposizione per ogni eventuale chiarimento ci è gradita l'occasione per porgere i migliori saluti.

Praxi S.p.A.  
Responsabile Tecnico  
Massimo Maestri




Praxi S.p.A.  
Legale Rappresentante  
Antonio Gamba




**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE INDIPENDENTE  
AI SENSI DELL'ART. 14 DEL D. LGS. 27.1. 2010, N. 39 E DELL'ART. 9  
DEL D. LGS. 24.2.1998, N. 58**

**Ai Partecipanti  
al Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo Chiuso  
GIOIELLO in liquidazione**

**Relazione sulla relazione di gestione**

Abbiamo svolto la revisione contabile della relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo Chiuso GIOIELLO in liquidazione (il "Fondo"), costituita dalla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2015, dalla sezione reddituale per l'esercizio chiuso a tale data e dalla nota integrativa.

*Responsabilità dei Liquidatori per la relazione di gestione*

I Liquidatori di Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione (la "Società di Gestione del Fondo"), sono responsabili per la redazione della relazione di gestione che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 che ne disciplina i criteri di redazione (il "Provvedimento").

*Responsabilità della società di revisione*

È nostra la responsabilità di esprimere un giudizio sulla relazione di gestione del Fondo sulla base della revisione contabile. Abbiamo svolto la revisione contabile in conformità ai principi di revisione internazionali (ISA Italia) elaborati ai sensi dell'art. 11, comma 3, del D. Lgs. 39/2010. Tali principi richiedono il rispetto di principi etici, nonché la pianificazione e lo svolgimento della revisione contabile al fine di acquisire una ragionevole sicurezza che la relazione di gestione del Fondo non contenga errori significativi.

La revisione contabile comporta lo svolgimento di procedure volte ad acquisire elementi probativi a supporto degli importi e delle informazioni contenuti nella relazione di gestione del Fondo. Le procedure scelte dipendono dal giudizio professionale del revisore, inclusa la valutazione dei rischi di errori significativi nella relazione di gestione del Fondo dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali. Nell'effettuare tali valutazioni del rischio, il revisore considera il controllo interno relativo alla redazione della relazione di gestione del Fondo che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità al Provvedimento al fine di definire procedure di revisione appropriate alle circostanze, e non per esprimere un giudizio sull'efficacia del controllo interno della

Società di Gestione del Fondo. La revisione contabile comprende altresì la valutazione dell'appropriatezza dei criteri e delle modalità di valutazione adottati, della ragionevolezza delle stime contabili effettuate dai Liquidatori, nonché la valutazione della presentazione della relazione di gestione del Fondo nel suo complesso.

Riteniamo di aver acquisito elementi probativi sufficienti e appropriati su cui basare il nostro giudizio.

#### *Giudizio*

A nostro giudizio, la relazione di gestione fornisce una rappresentazione veritiera e corretta della situazione del patrimonio e del risultato del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo Chiuso GIOIELLO in liquidazione per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015, in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 che ne disciplina i criteri di redazione.

#### *Richiamo d'informativa*

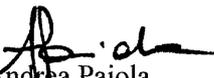
Senza modificare il nostro giudizio richiamiamo l'attenzione sul paragrafo "Attività di gestione del Fondo" della relazione dei liquidatori, cui si rimanda per maggiori dettagli, in cui i Liquidatori informano che, alla data del 31 dicembre 2015, il Fondo presentava un debito verso banche per finanziamenti ricevuti scaduti pari a circa Euro 26,3 milioni, comprensivo di capitale e interessi. A tale riguardo i Liquidatori informano che il Fondo utilizzerà i flussi di cassa rinvenienti dalla vendita imminente dell'immobile situato a Fiano Romano per estinguere completamente tali finanziamenti scaduti.

#### **Relazione su altre disposizioni di legge e regolamentari**

##### *Giudizio sulla coerenza della relazione dei liquidatori con la relazione di gestione*

Abbiamo svolto le procedure indicate nel principio di revisione (SA Italia) n. 720B al fine di esprimere, come richiesto dalle norme di legge, un giudizio sulla coerenza della relazione dei liquidatori, la cui responsabilità compete ai Liquidatori di Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. in liquidazione, con la relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo Chiuso GIOIELLO in liquidazione per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015. A nostro giudizio la relazione dei liquidatori è coerente con la relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo Chiuso GIOIELLO in liquidazione per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.

  
Andrea Paiola  
Socio

Torino, 21 marzo 2016

# Roberto Giacometti

Revisore Ufficiale dei Conti

Via Mathi n. 27  
10070 - Cafasse (TO)

Codice fiscale: GCMRRT46M27B350P  
Partita IVA: 10007700015

Cafasse (TO), 11 ottobre 2016

Spettabile

Borgosesia SpA in liquidazione

Via dei Fossi 14/c

59100 Prato

c.a. Presidente Collegio dei  
Liquidatori

**Oggetto:** rapporto dell'Esperto Indipendente

Egregi Signori,

in relazione alla lettera del 13 settembre u.s. con la quale mi avete conferito l'incarico di Esperto Indipendente, in previsione dello scioglimento del Fondo Gioiello ho provveduto a redigere il presente rapporto.

## **FONDO GIOIELLO**

Il patrimonio del Fondo Gioiello è rappresentato da n. 340 quote così suddivise:

Sottoscrittore	Nr. Quote	% Possesso
Goldfinger Lda	15	4,41%
Borgosesia SpA	125	36,76%
FLP Srl	20	5,88%
Delfino SpA	6	1,76%
Penelope SpA	60	17,65%
Figli Bini	1	0,29%
Gianna Bini	8	2,35%
Cristina Bini	7	2,06%
Giannetto Bini	5	1,47%
Roberto Bini	80	23,53%
Garbriale Bini	7	2,06%
Borgosesia Gestioni SGR SpA in liquidazione	6	1,78%
<b>TOTALE</b>	<b>340</b>	<b>100,00%</b>

# **Roberto Giacometti**

*Revisore Ufficiale dei Conti*

Via Mathi n. 27  
10070 - Cafasse (TO)

Codice fiscale: GCMRRT46M27B350P  
Partita IVA: 10007700015

Il NAV (Net Assets Value) del Fondo Gioiello al 30 giugno 2016 (ultima data disponibile) risulta essere il seguente:

<b>Descrizione</b>	<b>Importi in €</b>
Partecipazione Bravo SpA	46.170.000
Partecipazione Realty Srl	13.060.000
Investimento immobiliare ad ARESE (MI) (investimento a reddito)	5.230.000
Partecipazione Nova Edil Srl	3.840.000
Partecipazione Giada Srl	220.847
Partecipazioni Smeraldo Srl	168.608
Liquidità	6.249.107
Altre attività (passività)	997.446
<b>TOTALE NAV al 30/06/2016</b>	<b>75.936.008</b>

Si precisa che le partecipazioni sopra indicate sono tutte possedute al 100,00%.

## **SCIoglimento DEL FONDO GIOIELLO**

Con lettera del 29 settembre 2016 indirizzata alla Borgosesia Gestioni SGR SpA in liquidazione i quotisti rappresentanti il 98,24% delle quote del Fondo invitavano la Società a sciogliere il Fondo con le seguenti modalità:

- A) Conferimento ed accollo a favore della partecipata Nova Edil Srl dell'immobile a reddito di Arese e alcuni crediti e debiti del Fondo Gioiello.
- B) Assegnazione al solo Gruppo Borgosesia (intendendo come Gruppo Borgosesia le quote detenute da Borgosesia gestioni SGR SpA, Borgosesia SpA, Flp Srl e Goldfinger Lda) delle partecipazioni in Giada Srl e Nova Edil Srl (compreso l'immobile di cui al punto A e alcuni crediti e debiti del Fondo Gioiello) e Realty Srl.
- C) Assegnazione al Gruppo Bini (intendendo come Gruppo Bini le quote detenute da Delfino SpA, Penelope SpA, Figli Bini, Gianna Bini, Cristina Bini, Giannetto Bini, Roberto Bini, Gabriele Bini) della partecipazione totalitaria in Smeraldo Srl.

# **Roberto Giacometti**

*Revisore Ufficiale dei Conti*

Via Mathi n. 27  
10070 - Cafasse (TO)

Codice fiscale: GCMRRT46M27B350P  
Partita IVA: 10007700015

---

D) Assegnazione a ciascun quotista in proporzione alle quote da ciascuno di queste detenute, della liquidità disponibile.

E) Assegnazione al Gruppo Borgosesia di un numero di azioni della società Bravo SpA il cui valore verrà determinato con la seguente formula:

NAV di competenza del Gruppo Borgosesia sulla base del Rendiconto del Fondo Gioiello.

*MENO*

Importo della liquidità assegnata.

*MENO*

Valore delle partecipazioni in Nova Edil Srl (comprensivo del valore dell'immobile di Arese e alcuni crediti e debiti del Fondo Gioiello), Giada Srl e Realty Srl desunto dal rendiconto del Fondo Gioiello.

*UGUALE*

Valore delle azioni Bravo SpA oggetto di assegnazione al Gruppo Borgosesia.

F) Assegnazione al Gruppo Bini delle residue azioni Bravo SpA.

## **CONCLUSIONI**

Tenuto conto delle modalità di scioglimento del Fondo Gioiello approvate dai quotisti con lettera del 29 settembre 2016 e facendo riferimento ai dati del rendiconto del Fondo al 30 giugno 2016 - le cui modifiche per successivi atti di gestione intervenuti fra tale data e quella di definitivo scioglimento del Fondo non sono destinate ad incidere sul giudizio del sottoscritto traducendosi in ultima analisi o in eventi di carattere meramente permutativo o nell'assegnazione di un diverso numero di azioni Bravo SpA - nonché alle perizie degli immobili effettuate dalla società Praxi SpA, posso affermare che la parte del Fondo Gioiello da assegnare al Gruppo Borgosesia sarà determinata come riportato nella seguente tabella.

# Roberto Giacometti

Revisore Ufficiale dei Conti

Via Mathi n. 27  
10070 - Cafasse (TO)

Codice fiscale: GCMRRT46M27B350P  
Partita IVA: 10007700015

	<i>Importi in Euro</i>
LIQUIDITA'	3.050.814
AMMONTARE DEI CREDITI E DEBITI RESIDUI	149.602
PARTECIPAZIONE IN GIADA SRL	220.847
PARTECIPAZIONE IN NOVA EDIL SRL (COMPENSIVO DEL VALORE DELL'IMMOBILE CONFERITO E DELL'ACCOLLO DI ALCUNE ATTIVITA' E PASSIVITA DEL FONDO)	9.761.010
PARTECIPAZIONE IN REALTY SRL	13.060.000
VALORE DELLE AZIONI BRAVO SPA	10.829.685
<b>TOTALE</b>	<b>37.071.958</b>

Segnalo infine che nel corso dei prossimi mesi potranno emergere delle sopravvenienze attive relative a delle cause legali in corso, il cui esito non è attualmente quantificabile, ma che potranno comunque avere un impatto significativo sulla parte da assegnare al Gruppo Borgosesia e al Gruppo Bini.

Tutto ciò premesso ritengo che le modalità di scioglimento del Fondo Gioiello così come descritte nei paragrafi precedenti, siano assolutamente condivisibili e fatte nell'interesse della società Borgosesia SpA, che la liquidità assegnata nonché le partecipazioni che rivestono caratteristiche di fungibilità elevata permetteranno di superare la situazione di disagio finanziario nella quale la società versa attualmente.

Da quanto indicato nei paragrafi precedenti si evince senza alcun dubbio la convenienza allo scioglimento del Fondo Gioiello nonché la correttezza sostanziale dell'operazione.

In fede

Roberto Giacometti

