

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2025 DEL

FONDO PRIMO

FIA immobiliare chiuso riservato ad investitori qualificati

APPROVATO DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
DI INVESTIRE SGR S.P.A. IN DATA 29 LUGLIO 2025

INFORMAZIONI GENERALI	4
DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO	5
NOTA ILLUSTRATIVA	6
1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO	6
1.1. Quadro macroeconomico	6
1.2. Andamento del mercato immobiliare europeo.....	6
1.3. Mercato dei fondi immobiliari	12
1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali.....	13
2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO	18
2.1. Linee strategiche della gestione del Fondo.....	18
2.2. Il patrimonio immobiliare del Fondo.....	18
2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare	20
2.4. Andamento della gestione del Fondo	21
2.4.1. Attività di sottoscrizione, rimborsi parziali di quote e distribuzione dei proventi	21
2.4.2. Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni.....	21
2.4.3. Andamento del valore del NAV.....	23
2.4.4. Risultato di periodo.....	23
2.4.5. Finanziamenti, derivati e liquidità del Fondo.....	24
2.4.6. Governance del Fondo	24
3. EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE	24
4. OBIETTIVI E POLITICHE IN MATERIA DI GESTIONE DEI RISCHI	24
5. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR	25
6. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 30 GIUGNO 2025	25
7. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	26
SITUAZIONE PATRIMONIALE	27
SEZIONE REDDITUALE	29
Estratto Relazione di stima degli Esperti Indipendenti	31

ORGANI SOCIALI**CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

<i>Presidente</i>	Arturo Nattino
<i>Vicepresidente</i>	Ermanno Boffa
<i>Amministratore Delegato</i>	Dario Valentino
<i>Consiglieri</i>	Giulio Bastia Domenico Bilotta Giuseppe De Filippis Vincenzo Marini Marini Giuseppe Mazzearella Maria Sole Nattino Paola Pierri Marco Tofanelli Francesca Zanetta

COLLEGIO SINDACALE

<i>Presidente</i>	Francesco Minnetti
<i>Sindaci effettivi</i>	Rosaria De Michele Andrea Severi
<i>Sindaci supplenti</i>	Antonio Staffa Barbara Camporeale

SOCIETÀ DI REVISIONE

KPMG S.p.A.

INFORMAZIONI GENERALI

Il presente documento, redatto in osservanza al principio di chiarezza, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria al 30 giugno 2025 e l'andamento economico del periodo chiuso a tale data del Fondo PRIMO (di seguito anche il "Fondo").

Esso è stato redatto in conformità agli schemi del Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio e successive modifiche ed in osservanza alle disposizioni del Regolamento attuativo dell'art. 39 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 adottato con Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015, n. 30, dell'articolo 22 della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi (cd. AIFMD) e degli artt. 103-107 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013.

La Relazione Semestrale è costituita da:

- 1) Nota illustrativa
- 2) Situazione Patrimoniale
- 3) Sezione Reddittuale

Il documento è redatto in unità di Euro, salvo dove specificato diversamente.

I criteri di valutazione adottati nella Relazione, ai fini della determinazione delle attività e delle passività del Fondo e del valore unitario della quota, sono quelli stabiliti dalla Banca d'Italia con il Provvedimento del 19 gennaio 2015 e successive modifiche e non si discostano da quelli utilizzati per la redazione della Relazione di gestione al 31 dicembre 2024.

DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO

Il Fondo PRIMO (di seguito anche il “Fondo”) è un FIA immobiliare chiuso, riservato ad investitori qualificati.

Tipologia	FIA immobiliare chiuso, riservato ad investitori qualificati
Data avvio operatività del Fondo	29 luglio 2011
Scadenza del Fondo	31 dicembre 2041
Tipologia patrimonio immobiliare	Immobili strumentali
Depositario	BNP Paribas SA
Esperto Indipendente	Scenari Immobiliari
Società di revisione	KPMG S.p.A.
Fiscalità	Fiscalità prevista per tali strumenti finanziari, come da D.L. 351/2001 del 25 settembre 2001, convertito dalla Legge n. 410/2001, dal D.L. 78/2010 convertito dalla Legge n. 122/2010, dal D.L. 70/2011 convertito dalla Legge n. 106/2011, dal DL 83/2012 convertito dalla Legge 07/08/2012 n. 134, Dlgs 44/2014
Capitale totale investito residuo (1) al 30 giugno 2025	Euro 44.915.000
Numero di quote collocate al 30 giugno 2025	500
Valore nominale originario delle quote	Euro 100.000
Valore nominale residuo (1) delle quote al 30 giugno 2025	Euro 89.830
Valore complessivo netto del Fondo al 30 giugno 2025	Euro 45.782.547
Valore unitario delle quote al 30 giugno 2025	Euro 91.565,095
Valore di mercato degli immobili al 30 giugno 2025	Euro 14.100.000

(1) Al netto dei rimborsi parziali di quote effettuati dal Fondo dall'inizio della sua operatività.

NOTA ILLUSTRATIVA

1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO

1.1. Quadro macroeconomico

Secondo il *Bollettino Economico di Banca d'Italia*, ed. luglio 2025, il quadro internazionale è gravato da una perdurante instabilità politica e dai conflitti in corso. Una grande incertezza continua a caratterizzare le politiche commerciali, alimentata da una sequenza ravvicinata di annunci, sospensioni e nuove misure da parte dell'amministrazione statunitense e dagli esiti dubbi dei negoziati commerciali avviati con i principali paesi, con effetti negativi sull'attività economica globale.

Nel primo trimestre l'economia negli Stati Uniti, dopo tre anni di robusta espansione, ha segnato un calo. Le importazioni statunitensi hanno avuto un forte aumento, trainate dall'anticipazione degli acquisti dall'estero in vista dell'atteso rialzo dei dazi. Dall'inizio dell'anno le previsioni di crescita globale sono state riviste al ribasso, risentendo del contesto di incertezza sull'evoluzione delle relazioni internazionali.

Secondo le proiezioni pubblicate in giugno dall'OCSE, quest'anno il commercio internazionale rallenterebbe nettamente; il prodotto mondiale si attesterebbe al 2,9% dal 3,3% previsto. Tali stime sono state riviste nuovamente al ribasso rispetto a quelle dello scorso marzo e permangono rischi di ulteriori ribassi.

Nella riunione di giugno la *Federal Reserve* ha nuovamente lasciato invariati i tassi di riferimento, al 4,25% - 4,50%, confermando un atteggiamento cauto dovuto all'elevata incertezza sull'impatto dei dazi; anche la *Bank of England* e la Banca del Giappone hanno mantenuto invariati i tassi di riferimento.

Nel primo trimestre dell'anno il PIL nell'**area dell'euro** è aumentato in misura molto più sostenuta rispetto alle previsioni formulate all'inizio dell'anno, per via soprattutto del forte incremento delle esportazioni di beni verso gli Stati Uniti determinato dalle attese di inasprimento dei dazi. Nel secondo trimestre la crescita si è indebolita. I più recenti indicatori congiunturali segnalano un incremento del PIL dell'area dell'euro inferiore rispetto al trimestre precedente; il rallentamento ha riguardato tutte le principali economie. L'inflazione al consumo si mantiene entro il 2%. Secondo le proiezioni di giugno formulate dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione si collocherà al 2,0% nel 2025, all'1,6% nel 2026 e al 2,0% nel 2027. Nel confronto con quanto prefigurato dalla BCE a marzo, le previsioni sono state riviste al ribasso complessivamente di 0,6 punti percentuali nel biennio 2025-26, soprattutto per effetto di ipotesi nettamente più favorevoli sugli andamenti delle materie prime energetiche. Nelle riunioni di aprile e di giugno il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea ha ulteriormente ridotto di complessivi 50 punti base il tasso di interesse sui depositi presso l'Eurosistema, portandolo al 2,0%.

Nel primo trimestre del 2025 il PIL dell'**Italia** ha continuato a espandersi moderatamente, sostenuto sia dalla domanda interna sia da quella estera. Come in altri paesi, le esportazioni sono aumentate in maniera significativa, in particolare verso gli Stati Uniti, presumibilmente anticipando l'entrata in vigore dei nuovi dazi. In base alle nostre valutazioni, nel secondo trimestre l'economia italiana è cresciuta ancora, pur con una lieve decelerazione. L'attività è aumentata sia nell'industria sia nei servizi. La dinamica è rimasta modesta per i consumi, mentre si è attenuata per gli investimenti, risentendo della perdurante incertezza. Secondo le proiezioni macroeconomiche pubblicate lo scorso giugno, il PIL aumenterà dello 0,6% quest'anno, dello 0,8% il prossimo e dello 0,7% nel 2027. Il quadro previsivo è soggetto a una significativa incertezza riconducibile in particolare all'evoluzione delle tensioni geopolitiche e commerciali.

In primavera l'inflazione è rimasta attorno al 2%; tra le componenti più volatili dell'indice, è diminuita l'inflazione dei beni energetici (-2,5%): il rincaro dei carburanti è stato più che compensato dal calo delle quotazioni del gas e dell'elettricità. Le proiezioni per l'inflazione al consumo saranno in media pari all'1,5% quest'anno e il prossimo, e risalirà al 2% nel 2027.

1.2. Andamento del mercato immobiliare europeo

Come risulta dal report *"Il mercato immobiliare in Europa e Italia"* ed. luglio 2025 di Scenari Immobiliari, gli **investimenti** nel settore immobiliare europeo hanno raggiunto e superato, nel corso del 2024, i **180 miliardi di euro**, con un incremento del 3% rispetto ai 175 miliardi di euro rilevati nel 2023. Il volume di capitali allocati negli ultimi tre mesi dell'anno (prossimo ai 55 miliardi di €) è cresciuto di circa il 60% rispetto al quarto trimestre del 2023 grazie alle positive dinamiche mostrate da quasi tutti i Paesi europei. Tali andamenti rialzisti sono stati guidati dalla

costante crescita di interesse mostrata dagli investitori a seguito della decisione della Banca Centrale Europea di tagliare i tassi di interesse, dal progressivo miglioramento dei principali indicatori di mercato (*repricing*), dalle transazioni di grandi dimensioni supportate dall'allentamento delle condizioni di accesso al credito e dalla maggiore disponibilità di nuova offerta immobiliare messa sul mercato da parte di fondi aperti europei chiamati a soddisfare richieste di rimborso dei quotisti.

Per quanto riguarda il **fatturato immobiliare** dei 5 maggiori Paesi (Francia, Germania, Spagna, Inghilterra, Italia) il 2024 si è chiuso con un incremento del 3,5%, mentre a livello continentale la crescita è del 3,8%. L'Italia, insieme alla Spagna, sono i Paesi che hanno visto il proprio fatturato crescere con dinamiche migliori rispetto agli altri stati. I fatturati dei cinque Paesi hanno superato, seppur di poco, i **942 miliardi di euro**, con la Germania che, nonostante i ridotti livelli di dinamicità, consolida il suo ruolo trainante grazie al superamento dei 314 miliardi di euro. Si stima che il 2025 chiuda con circa 990 milioni di euro di fatturato, in crescita del 5% rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda le quotazioni, il mercato retail, unico fra i quattro principali comparti, mostra dinamiche di crescita rispetto al 2023 inferiori all'1,5%. Terziario e logistica sono, ancora una volta, i comparti più performanti, con una variazione annua delle quotazioni rispettivamente pari al 2,6% e al 2,7%. Le stime per il 2025 sono positive, grazie al progressivo miglioramento dello scenario finanziario derivante dalla prosecuzione delle politiche monetarie da parte della BCE e nonostante conflitti geopolitici e commerciali.

Focus mercato italiano e risultati del primo semestre 2025

Il primo semestre del 2025 si chiude confermando il *trend* positivo già evidenziato nei primi tre mesi dell'anno, grazie alle ottime performance registrate dalle più consolidate asset class. I volumi di investimenti nel settore del *Commercial Real Estate* sono stati pari a circa 5,1 miliardi di euro, in crescita del 44% circa rispetto al dato dell'H1 2024. Se si considerando i singoli trimestri si registra +31% nel primo trimestre e +58% nel secondo, rispetto agli stessi periodi del 2024 (*Fonte: Patrigest/Gruppo Gabetti*).

Tali risultati assumono un rilievo ancora maggiore se considerati nel contesto socio-economico internazionale, caratterizzato da forti elementi di incertezza, tra cui l'espansione di conflitti geopolitici e l'impatto dei dazi commerciali. Nonostante tale situazione, si conferma la ripresa ormai in atto del mercato immobiliare italiano e sono evidenti segnali di una crescita più matura, orientata verso un mercato sempre più diversificato e competitivo, in termini sia di *asset class* che di aree geografiche in cui investire.

Il mercato continua ad essere caratterizzato da una prevalenza numerica di transazioni con un valore inferiore ai €50 mln, che rappresentano il 76% delle operazioni, mentre le 10 transazioni più importanti per valore del semestre rappresentano circa il 40% dei volumi. Rimane forte l'interesse per l'attività di sviluppo e rigenerazione, che interessa ben il 19% dei volumi del periodo.

Milano si conferma la piazza principale con circa il 33% dei volumi totali, ma grazie a *hospitality*, *retail* e logistica, i mercati regionali guadagnano quote di mercato (56%). La moneta internazionale continua ad essere prevalente, rappresentando circa il 55% dei volumi totali.

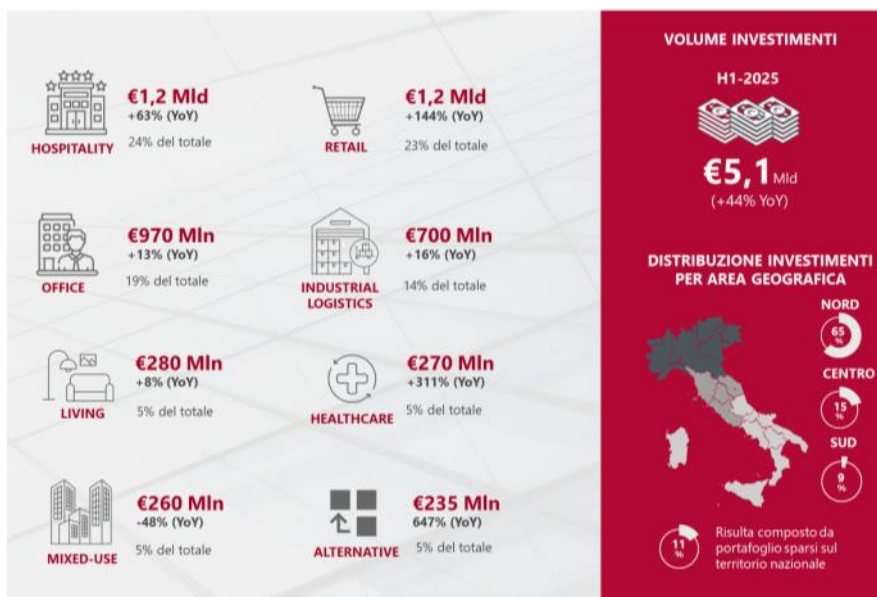
Permane, comunque, nel mercato una forte incertezza legata non solo alla politica monetaria, ma soprattutto ad una situazione geopolitica internazionale complessa, che si riflette sul *trend* atteso per la seconda parte dell'anno nonostante una *pipeline* di investimenti positiva in molti settori, con un focus crescente su riqualificazioni e rifunionalizzazioni di asset e un ampliamento delle geografie consolidate.

A guidare i volumi dei primi sei mesi del 2025 sono stati soprattutto gli investimenti nei settori alberghiero e retail, che hanno toccato livelli record rispetto agli ultimi anni. L'*hospitality*, in particolare, ha registrato il secondo miglior trimestre degli ultimi cinque anni, confermando l'elevato interesse da parte di investitori, fondi e operatori. In un mercato in evoluzione, le operazioni di riposizionamento, spesso legate all'ingresso di *brand* internazionali di fascia alta, stanno diventando sempre più strategiche. Cresce inoltre l'attenzione verso le cosiddette '*secondary location*', quando supportate da una domanda turistica già consolidata, in grado di offrire vantaggi competitivi e rendimenti interessanti. Seguono per volumi di investimento il direzionale, asset class consolidata e sempre di interesse per gli investitori, e la logistica, dove si sono registrate importanti operazioni su portafogli logistici – circa il 75% del volume investito in questa asset class – oltre a numerose acquisizioni di terreni per sviluppo.

In sintesi, dai primi mesi del 2025 si osserva che gli investitori istituzionali stanno mostrando un rinnovato interesse per il mercato immobiliare italiano, con una particolare attenzione alle asset class del *retail*, residenziale, logistica e *hospitality*. La combinazione di condizioni macroeconomiche favorevoli, come la possibile riduzione dei tassi di interesse e l'allineamento dell'inflazione, insieme a una maggiore capacità di spesa dei consumatori, sta contribuendo a rendere l'Italia una destinazione attraente per gli investimenti immobiliari.

Investimenti immobiliari in Italia per asset class nel primo semestre 2025

(fonte: Research & Data Intelligence Patrigest)



Il mercato *Retail*

Il comparto **Retail** si conferma centrale nelle strategie di allocazione del capitale, soprattutto da parte dei fondi di private equity. Le transazioni più recenti dimostrano un forte interesse verso le aree *prime* delle principali città. I volumi investiti nei primi sei mesi dell'anno sfiorano **1,2 miliardi di euro** (+144% rispetto all'H1 2024). A guidare questo risultato sono investimenti in centri commerciali e il significativo contributo dei capitali privati nel segmento *high street*. Il clima di fiducia degli investitori verso il segmento *out-of-town* appare sempre più diffuso. Non c'è attenzione solo per i centri commerciali più importanti, ma si aprono nuove opportunità di riposizionamento su asset più regionali, grazie all'arrivo di *newcomer*. I rendimenti nelle *location prime* sono stabili e sostenuti dall'aumento dei canoni di locazione.

Il mercato *Hotels*

Con **1,2 miliardi di euro** investiti da inizio 2025, il mercato **Hotels** segna una crescita del 63% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, la migliore performance degli ultimi 6 anni, sostenuta da *closing di deal* di medio-grandi dimensioni in città come Milano, Roma e Venezia, oltre a località turistiche sempre più ambite e nel mirino degli investitori, come l'isola di Capri e le sponde del Lago di Como. Oltre a operazioni di natura *core*, si conferma l'interesse da parte degli investitori per operazioni *value-add* su hotel di fascia medio-alta, in un'ottica di riposizionamento dell'immobile al fine di ottenere maggiori margini di profitto a lungo termine.

La componente *value-add* rimane quindi predominante, grazie alle ottime opportunità di conversione e riposizionamento offerte dal mercato italiano, soprattutto per prodotti *upscale* e lusso in città d'arte e mercati resort. Le operazioni guidate da *owner-operator* continuano a dominare i volumi, sebbene nel secondo trimestre si sia registrato un aumento della quota di investitori *core* e *core plus*.

Secondo ISTAT, nel 2024 le strutture ricettive italiane hanno registrato oltre 96 milioni di arrivi, con una crescita costante negli ultimi anni, accompagnata da un incremento delle tariffe medie giornaliere, nonostante l'assenza dei turisti provenienti dal Sud-Est asiatico. Caratteristica distintiva dell'*hospitality* italiana è la capacità di attrarre capitali non solo in singole città, ma in tutto il territorio nazionale, contribuendo alla stabilità dei rendimenti.

Il mercato Terziario

Il mercato **Office** ha registrato investimenti per oltre **970 milioni di euro**, volumi superiori agli investimenti dell'H1 2024 (+13%), confermandosi una delle principali e più stabili *asset class* nel panorama immobiliare italiano.

Attualmente, i volumi d'investimento sono limitati dalla scarsa disponibilità di prodotto, una situazione che alimenta l'interesse verso iniziative *value-add* in zone limitrofe ai mercati *core*. In queste zone, le prospettive di crescita dei canoni di locazione sono supportate dalla limitata disponibilità di spazi e dalla forte domanda degli *occupier* per immobili di qualità in zone centrali. Si osserva inoltre un buon interesse anche per opportunità di

investimento in *location* secondarie su *asset* stabilizzati con ottimi contratti di locazione in grado di offrire rendimenti molto competitivi e flussi di cassa stabili. Milano e la sua area metropolitana contribuiscono per circa il 62% dei capitali investiti. Tra le operazioni più importanti si segnalano le vendite di alcuni *trophy asset* dal valore superiore ai 50 milioni di euro in centro a Milano. Inoltre, il settore, a riconferma di una tendenza ormai consolidata, è stato interessato da riconversioni d'uso, prevalentemente verso il residenziale e l'alberghiero. Segue Roma con il 16%.

Il mercato dell'*office leasing* ha registrato circa 240.000 mq di *take-up* a livello nazionale, di cui circa 200.000 mq a Milano e 40.000 mq a Roma. Il settore è caratterizzato dalla persistente ricerca di spazi di qualità ed ESG *compliant* da parte dei conduttori, che continuano a dover far fronte a un'offerta limitata di tali spazi. Questo disallineamento tra domanda e offerta sta portando all'aumento dei canoni *prime*.

Focus su Milano

Il mercato di Milano nel primo semestre 2025 ha totalizzato un *take-up* di circa 200.000 mq, in aumento del 17% rispetto allo stesso semestre dell'anno precedente, con una significativa prevalenza di superfici grado A, che hanno rappresentato circa l'80% dell'assorbimento. Il mercato milanese mostra solidi fondamentali, confermati da un risultato in crescita del 18% circa rispetto al 2024. Lato *occupier*, si conferma un focus sulla qualità e la centralità degli immobili. Questo aspetto emerge in modo significativo nei primi sei mesi dell'anno, con circa il 50% della superficie assorbita nelle zone del Centro e CBD. In particolare, si segnala un crescente dinamismo nel CBD Porta Nuova dove si sono registrate le tre transazioni più grandi per metratura del periodo considerato, che insieme cubano circa 30.000 mq. Le dinamiche del *vacancy rate* e dei canoni confermano la preferenza per superfici di grado A, a fronte di una limitata offerta, soprattutto nelle zone centrali. Mentre il *vacancy rate* medio nel Q2 2025 si è attestato intorno al 9%, per gli immobili di grado A rimante al 3% circa. Allo stesso tempo, il *prime rent* ha raggiunto i 740 euro/mq/anno nel CBD Duomo e 720 euro/mq/anno nel CBD Porta Nuova. Per quanto riguarda i *prime net yield* rimangono stabili rispetto al trimestre precedente, attestandosi a 4,25%.

A livello settoriale, i servizi rimangono tra gli ambiti principali, con particolare riferimento a studi legali e *Banking & Finance*, mentre si è ridotta la quota relativa dell'assorbimento da parte di società del settore manifatturiero, pur rimanendo al secondo posto in termini di peso sul totale.

Focus su Roma

Nel primo semestre 2025, il mercato romano ha registrato circa 40.000 metri quadrati di *take-up*, in calo rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, di cui circa la metà di grado A. Il semestre è stato caratterizzato prevalentemente da operazioni medio piccole, per circa il 70% inferiori ai 1.000 mq. In termini di *location*, spicca la zona EUR, in cui si è concentrata la metà del *take-up*, che si conferma tra le aree di maggiore interesse insieme al CBD e al Centro. Tuttavia, la domanda di superfici di qualità si scontra con una carenza di offerta adeguata, soprattutto in Centro, limitando un assorbimento che potrebbe essere sostanzialmente superiore.

Il *vacancy rate* nel Q2 2025 si è mantenuto al di sotto del 7% (1,6% per il grado A), mentre i canoni per immobili *prime* sono saliti a 560 euro mq/anno nel CBD e 360 euro/mq/anno nella zona EUR. È interessante notare un incremento relativo alle superfici assorbite con canoni uguali o superiori a 400 euro/mq/anno, che hanno rappresentato circa il 13% delle superfici assorbite nel semestre. Per quanto riguarda i *prime net yield* rimangono stabili rispetto al trimestre precedente, attestandosi a 4,75%.

La *pipeline* prevista per i prossimi anni appare promettente per il Centro e potrebbe contribuire a colmare il divario tra domanda e offerta.

Il mercato Industriale e Logistico

Prosegue il *trend* positivo della *logistica*, che riporta nel primo semestre circa **700 milioni di euro** investiti, in aumento del 16% rispetto allo stesso periodo del 2024, nonostante un secondo trimestre 2025 piuttosto contenuto. La normalizzazione delle performance *occupier* e il rallentamento dell'assorbimento degli spazi ad uso logistico nell'ultimo anno hanno guidato gli investitori ad essere più attenti alla scelta della *location* e alla concreta possibilità di *reversion* dei canoni. Il mercato continua a vedere una presenza limitata degli investitori *core*, ma la liquidità per operazioni *value-add* rimane molto buona. La concentrazione delle operazioni si conferma strategicamente situata nei mercati chiave lungo gli assi dell'Italia settentrionale, che per posizione geografica e rete infrastrutturale risulta particolarmente attrattiva per gli investitori.

Il mercato Residenziale

Nel primo trimestre, le **compravendite** in Italia hanno raggiunto quota 172.048 transazioni, con una crescita dell'11,2% rispetto allo stesso periodo del 2024. Il trend positivo interessa sia i capoluoghi (+11,6%) sia i comuni

non capoluogo (+11%). Si registra anche un incremento dei prezzi superiore al 2,5% rispetto allo stesso periodo del 2024 considerando le principali 10 città italiane, a conferma della solidità e resilienza del comparto.

Il mercato si sta riallineando su valori più sostenibili, ma continua a premiare le unità immobiliari ben posizionate, performanti sotto il profilo energetico e coerenti con le nuove esigenze abitative.

In un'epoca segnata da incertezza geopolitica, volatilità finanziaria, precarietà e inadeguatezza sul fronte reddituale, la casa si afferma ancora come bene rifugio, simbolo di stabilità, benessere e investimento durevole. I primi mesi del 2025 confermano la tendenza avviata già nel 2024 e il mercato immobiliare residenziale italiano torna a crescere in volumi e valori.

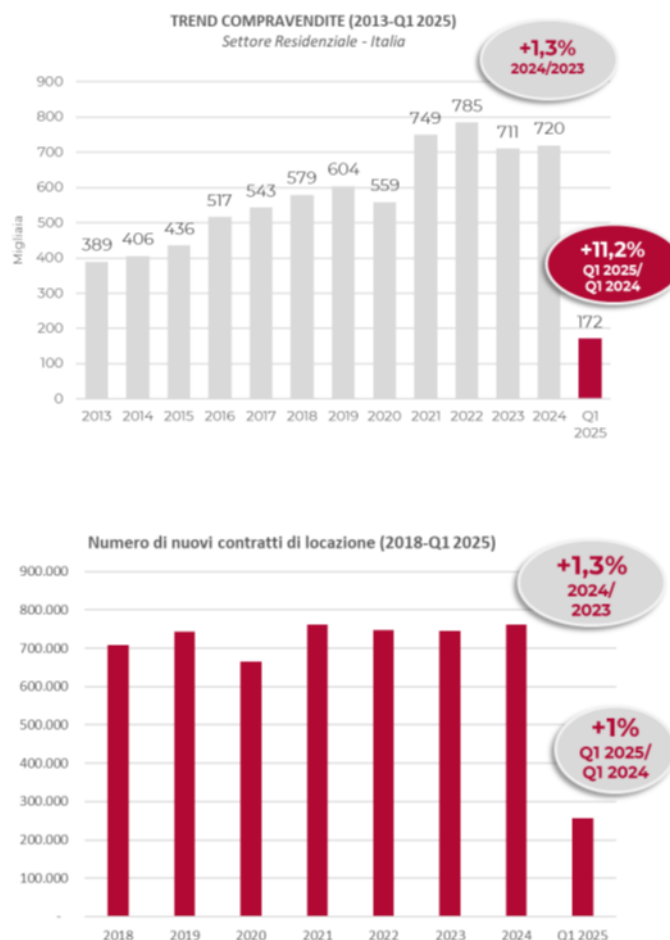
La maggiore accessibilità al credito ha fatto in modo che, anche in questa prima parte dell'anno, a trainare il mercato delle compravendite siano stati gli acquisti supportati dal mutuo che sono cresciuti del 32,7% tendenziale (1Q25/1Q24), a fronte di un -1,4% degli acquisti sostenuti dalla liquidità (nel 2024 si è invertita la tendenza che aveva visto per 2 anni la contrazione del mercato a seguito delle restrizioni e onerosità del credito).

Il **mercato delle locazioni** mostra un divario sempre più ampio tra domanda e offerta. Da un lato, la domanda è in crescita, spinta soprattutto da giovani, single e coppie, a conferma di un fenomeno generazionale legato sia alle difficoltà di accesso all'acquisto di una casa, sia al desiderio di maggiore flessibilità. Dall'altro lato, l'offerta in alcuni mercati risulta in calo, in particolare per quanto riguarda i contratti di locazione tradizionali di tipo 4+4. Nel primo trimestre 2025, sono stati registrati circa 257mila nuovi contratti di locazione, con una crescita dell'1% rispetto al primo trimestre 2024.

Traina in particolare l'affitto a lungo termine (42%), seguito da transitorio e concordato. Dall'analisi delle dieci principali città italiane si rileva un incremento significativo dei nuovi contratti di locazione a conferma che il mercato della locazione è cresciuto più velocemente nelle grandi città.

La ripresa delle compravendite, l'aumento della domanda di locazione, la centralità dell'efficienza energetica e la discesa dei tassi confermano un trend espansivo, seppure più selettivo e consapevole. Guardando al secondo semestre del 2025, si prevede un ulteriore incremento dei prezzi nelle prime 10 città italiane, con una previsione di chiusura d'anno in aumento del 1,8% rispetto al 2024, sostenuta da una domanda ancora vivace, transazioni in crescita, e da un interesse crescente per immobili sostenibili, ben posizionati e in grado di rispondere ai nuovi stili di vita.

Numero di compravendite e locazioni residenziali (fonte: Gabetti)



Il settore *Living* e *Student Housing*

Il mercato *Living* continua il proprio consolidamento, registrando investimenti per **280 milioni di euro** nei primi sei mesi del 2025. Nel comparto *Residenziale* si registrano le prime operazioni su immobili stabilizzati, *build-to-rent* e *serviced apartments*. I rallentamenti dovuti alle tematiche normative del comune di Milano hanno contribuito a ridurre l'attività di sviluppo da parte di investitori istituzionali, incentivando le attività di riconversione di edifici esistenti. L'interesse per progetti *build-to-rent* mostra una pipeline in crescita: nel primo semestre 2025 a Milano si prevede il superamento delle 900 unità gestite, soglia che salirà a oltre 1.100 includendo anche Roma entro il 2026. Il suo sviluppo dipenderà dalla capacità di superare barriere normative e culturali ancora presenti, ma le prospettive appaiono solide, spinte da una domanda crescente di soluzioni in locazione di qualità e dall'interesse sempre più marcato degli investitori istituzionali.

Sebbene il mercato sia ancora in fase iniziale, con operazioni concentrate a Milano e Roma, promosse soprattutto da operatori internazionali, la stabilità dei rendimenti attesi e lo sviluppo di standard gestionali più avanzati potranno favorire un'espansione dell'offerta anche per mercati regionali, che registrano una forte domanda di appartamenti in affitto, come Bologna e Firenze.

Il segmento *Student Housing* conferma solidità e attrattività: cresce l'interesse di investitori esteri attratti da rendimenti stabili, mentre università e *secondary cities* diventano leve strategiche per sviluppo e riqualificazione *value-add*. Le attività di sviluppo milanese si stanno allargando verso *location* ben collegate ma esterne al comune di Milano, per realizzare studentati che rispondano ad una crescente domanda di alloggi economicamente sostenibili.

Il mercato *Alternative*

Per quanto riguarda il mercato *Alternative*, l'andamento della prima metà del 2025 è positivo, grazie a importanti operazioni nel settore *Healthcare* che hanno segnato un cambio di passo rispetto allo scorso anno, raggiungendo complessivamente i **505 milioni di euro** di investimenti.

In particolare, per il segmento dell'*Healthcare* le transazioni concluse hanno raggiunto un valore di circa 270 milioni di euro, il livello più alto mai registrato negli ultimi 4 anni e in linea con il 2021. Questo risultato è stato trainato da una significativa operazione riguardante un portafoglio di strutture sanitarie sparso in diverse regioni italiane, a ulteriore conferma dell'attrattività del segmento per gli investitori. Da evidenziare che in questo settore si prevede l'avvio di attività di rotazione di portafogli tra investitori istituzionali e l'ingresso di nuovi capitali internazionali, attualmente alla ricerca di prodotto in Italia. Anche gli immobili per le telecomunicazioni hanno registrato volumi d'investimento significativi, grazie a iniziative promosse da investitori specializzati. La prima metà del 2025 è stata molto importante anche per gli investimenti nel settore *Education*, un settore in crescita sia nel pubblico che nel privato, che offre corsi di studi d'eccellenza contribuendo ad attirare sia docenti che studenti fuori sede, anche internazionali.

1.3. Mercato dei fondi immobiliari

Il comparto dei **fondi immobiliari italiani** continua a crescere in modo sostenuto; il suo peso sul resto dei veicoli europei ammonta a oltre il 13%. Il NAV a fine 2024 ha raggiunto 121,5 miliardi di euro, con un incremento del 6,6% sull'anno precedente. La crescita ha riguardato prevalentemente i fondi chiusi riservati agli investitori professionali. Il patrimonio immobiliare detenuto direttamente dai 675 fondi attivi arriva a 139 miliardi di euro, con un incremento del 6,1% sul 2023.

Si stima che i fondi immobiliari italiani possano proseguire anche nel 2025 il loro processo di crescita consolidando una quota del 13% all'interno del panorama europeo. Il NAV si prevede possa raggiungere i 128 miliardi di euro entro la fine del 2025 grazie a un incremento del 5,5% circa rispetto al 2024 con veicoli di investimento che potrebbero raggiungere le 700 unità.

La crescita riguarderà, anche quest'anno, i veicoli chiusi riservati agli investitori professionali. L'*asset allocation* del patrimonio gestito mostrerà una ulteriore evoluzione dei pesi dei diversi comparti, con una contrazione del direzionale, una stabilizzazione dell'alberghiero e della logistica e una crescita del residenziale, il tutto all'interno del più ampio processo di diversificazione dei portafogli.

L'indebitamento del sistema fondi pari a 59 miliardi di euro è in lieve flessione, prossimo al 43% di incidenza rispetto al patrimonio. La performance (ROE), pur rappresentando la media di realtà molto diversificate, è scesa di dieci punti percentuali attestandosi all'1,8%.

I fondi Immobiliari in Italia (fondi retail e riservati) 2016-2025

Mln di euro, 31 dicembre di ogni anno

(fonte: Scenari Immobiliari – Rapporto giugno 2025)

DESCRIZIONE	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
N° FONDI OPERATIVI ¹	440	458	483	505	535	570	615	640	675	700
NAV ²	60.000	68.100	74.000	81.400	87.600	95.300	105.000	114.000	121.500	128.000
PATRIMONIO IMMOBILIARE DETENUTO DIRETTAMENTE	66.900	74.600	82.500	91.500	100.200	109.000	123.000	131.000	139.000	146.000
INDEBITAMENTO ESERCITATO ³	31.800	30.800	32.700	34.400	38.500	45.500	60.000	58.000	59.000	
PERFORMANCE (ROE) ⁴ (VAL. %)	0,2	0,4	1,2	1,5	1,6	1,8	2,3	1,9	1,8	

*Stima

1) Fondi autorizzati dalla Banca d'Italia che hanno concluso il collocamento (compresi quelli chiusi o in chiusura)

2) Valore del patrimonio netto dei fondi al 31 dicembre di ogni

3) Finanziamenti effettivamente ricevuti (stima)

4) Roe dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali

I principali riferimenti normativi applicabili ai FIA sono contenuti, in primo luogo, nei provvedimenti e regolamenti attuativi del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 recante il Testo Unico della Finanza (di seguito, "TUF"), da ultimo aggiornato con le modifiche apportate dal D.Lgs. n. 23/2025, nonché dalla L. n. 28/2025.

In aggiunta, Si riportano di seguito i principali riferimenti normativi con i relativi aggiornamenti:

- Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, adottato da Banca d'Italia con Provvedimento del 19 gennaio 2015 e ss.mm. ("Regolamento sulla gestione collettiva"), da ultimo modificato con il Provvedimento del 12 marzo 2024.
- Regolamento di attuazione del TUF n. 20307/2018 in materia di intermediari, adottato dalla Consob modificato con delibera n. 21755 del 10 marzo 2021 (il "Regolamento Intermediari"), da ultimo aggiornato con le modifiche apportate con delibera n.22430 del 28 luglio 2022.
- Regolamento di attuazione del TUF, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "Regolamento Emittenti"), da ultimo aggiornato con le modifiche apportate con delibera n. 23463 del 12 marzo 2025.
- Decreto del MEF del 5 marzo 2015, n. 30, come da ultimo modificato dalla legge 30 dicembre 2018, n. 145.
- "Manuale degli obblighi informativi dei soggetti vigilati" adottato con delibera Consob n. 17297 del 28 aprile 2010, da ultimo aggiornata con delibera n. 21773 del 25 marzo 2021.
- "Manuale delle Segnalazioni Statistiche e di Vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio" adottato dalla Banca d'Italia con circolare n. 189 del 21 ottobre 1993, da ultimo aggiornata con Comunicazione dell'11 marzo 2025.
- Provvedimento Banca d'Italia del 5 dicembre 2019 di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF, da ultimo modificato dal Provvedimento della Banca d'Italia del 23 dicembre 2022.
- Circolare Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 e ss.mm. "Disposizioni di Vigilanza per le banche" – Titolo IV – Sezione III – Capitolo 11 "Attività di rischio e conflitti di interesse nei confronti di soggetti collegati" e Titolo IV – Sezione IV - Capitolo 3 – "Esterneizzazione di funzioni aziendali" (per gli intermediari appartenenti ai gruppi bancari).
- Regolamento (UE) 2022/2554 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario del 14 dicembre 2022.
- Provvedimento di Banca d'Italia del 31 maggio 2023 su "Segnalazione in materia di esternalizzazioni di funzioni aziendali per gli intermediari vigilati", recante la nuova rilevazione, comprensiva di Istruzioni e relativo schema di segnalazione, sugli accordi di esternalizzazione degli intermediari vigilati.

Inoltre, in ambito MIFID II e MiFIR è stato da ultimo apportato un aggiornamento al Documento ESMA70-872942901-35 il 27 ottobre 2023.

Il 12 aprile 2022 è stato altresì emanato il Documento ESMA 35-43-3006 su alcuni aspetti dei requisiti di appropriatezza e mera esecuzione o ricezione di ordini ai sensi della Mifid II.

In tema di esperienza e conoscenza del personale si segnala la pubblicazione, in data 9 aprile 2021, delle Q&A Consob.

Si segnala altresì che il 6 aprile 2021 sono state pubblicate le linee guida ESMA sulla funzione di conformità nell'ambito della disciplina MIFID II. Tali linee guida hanno aggiornato le analoghe del 2012.

Si evidenzia inoltre la pubblicazione, in data 10 maggio 2021, degli Orientamenti in tema di esternalizzazione a fornitori di servizi cloud (doc. ESMA50-164-4285 IT).

Il 29 settembre 2021 la Consob ha altresì pubblicato un avviso in ordine al recepimento degli orientamenti emanati dall'ESMA sulle comunicazioni di marketing a norma del Regolamento relativo alla distribuzione transfrontaliera di fondi.

Con Avviso del 3 febbraio 2022, Consob ha revocato le comunicazioni n. 9019104 del 2 marzo 2009 avente ad oggetto "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi" e n. 0097996 del 22 dicembre 2014 avente ad oggetto "Comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail" in quanto ritenute ormai assorbite dal quadro normativo vigente.

Il Regolamento (UE) n. 648/2012 e ss. mm. (di seguito, il "Regolamento EMIR") fissa i requisiti in merito alle modalità con cui le controparti finanziarie e quelle non finanziarie di cui all'art. 10 del succitato Regolamento devono scambiarsi garanzie a fronte delle esposizioni in derivati OTC non soggette a compensazione centralizzata (cfr. art. 11, comma 3, Regolamento EMIR). Con Comunicazione del 5 aprile 2017 Banca d'Italia ha fornito chiarimenti in merito agli obblighi sui margini di variazione previsti dal Regolamento EMIR entrati in vigore il 1° marzo 2017.

Il Regolamento (UE) 2019/834 ha modificato il Regolamento EMIR riguardo, inter alia, ai seguenti profili: (i) definizione di FIA quali controparti finanziarie; (ii) diverso regime per l'obbligo di compensazione; (iii) sospensione dell'obbligo di compensazione, ove richiesto dall'ESMA per categorie specifiche di derivati OTC o per un tipo specifico di controparte al ricorrere di determinate condizioni, (iv) introduzione di deroghe all'obbligo di segnalazione per operazioni infragruppo, (v) definizione del regime di responsabilità in capo alle società di gestione del risparmio per quanto riguarda l'obbligo di reporting.

La Consob, in data 21 giugno 2019, ha pubblicato la modulistica per la segnalazione relativa alla soglia di clearing e per la notifica dell'esenzione dall'obbligo di reporting dei contratti derivati infragruppo.

Il Regolamento delegato (UE) 2021/1456 della Commissione del 2 giugno 2021, ha integrato il Regolamento EMIR specificando i criteri secondo i quali le condizioni commerciali per i servizi di compensazione per i derivati OTC devono essere considerate eque, ragionevoli, non discriminatorie e trasparenti.

Il Regolamento delegato (UE) 2022/1855 della Commissione del 10 giugno 2022 ha integrato il Regolamento EMIR con riguardo alle norme tecniche di regolamentazione che specificano le informazioni minime da segnalare al repertorio di dati sulle negoziazioni e il tipo di segnalazioni da utilizzare.

Il Regolamento delegato (UE) 2022/2310 della Commissione del 18 ottobre 2022 ha modificato le norme tecniche di regolamentazione di cui al regolamento delegato (UE) n. 149/2013 per quanto riguarda il valore della soglia di compensazione per le posizioni detenute in contratti derivati OTC su materie prime e in altri contratti derivati OTC.

PRIIPS: una maggiore trasparenza per gli investitori

Il Regolamento (UE) n.1286/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo disciplina i documenti contenenti le informazioni chiave per i PRIIPS (“Packaged retail investment and insurance-based investments products”). Il Regolamento fa parte di un più ampio pacchetto legislativo dedicato a ricostruire la fiducia degli investitori nei mercati finanziari a cui è riconducibile anche la MIFID II. In data 7 luglio 2017 la Commissione Europea ha emanato le linee guida sull’applicazione del Regolamento (UE) n. 1286/2014.

Inoltre, in merito ai PRIIPS:

- con Delibera Consob 21639/2020, modificativo dell’art. 34 bis-2 del Regolamento Emittenti, è stato stabilito l’obbligo per gli ideatori di PRIIPS – a far data dal 1° gennaio 2022 - di rendere accessibili elettronicamente i KID alla Consob. Inoltre, con Delibera 21640/2020 e ss.mm., la Consob ha altresì previsto l’obbligo di messa a disposizione di informazioni e dati strutturati dettando, con specifiche istruzioni operative, tempi e modalità.
- il Regolamento delegato (UE) 2268/2021 e ss.mm. ha modificato le norme tecniche riguardanti il metodo di base e la presentazione degli scenari di performance, dei costi e il metodo di calcolo degli indicatori sintetici di costo, nonché la presentazione e il contenuto delle informazioni sulla performance passata per i PRIIP.
- in data 5 maggio 2025 sono state aggiornate le Q&A JC 2023 22 “Consolidated questions and answers (Q&A) on the PRIIPs Key Information Document (KID)”.

Integrazione Fattori di Sostenibilità – Fattori ESG

Nell’ambito del Piano Europeo per la Finanza Sostenibile adottato dalla Commissione europea, che ha come obiettivi il miglioramento del contributo della finanza alla crescita sostenibile e l’integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo decisionale relativo agli investimenti, il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato diversi Regolamenti volti all’adozione nell’Unione Europea di una definizione univoca di attività sostenibili, incentivando così tale tipologia di investimenti ed una loro uniforme classificazione.

In merito, le principali norme cui occorre far riferimento sono:

- il Regolamento (UE) 2088/2019 sull’informativa relativa alla sostenibilità che deve essere resa dai partecipanti ai mercati finanziari sia con riguardo al proprio posizionamento e alle proprie politiche interne, sia con riguardo ai prodotti/servizi resi disponibili alla clientela (csd. “Regolamento Disclosure”);
- il Regolamento UE 2089/2019 relativo ai benchmark sulla sostenibilità e sulla transizione climatica e agli obblighi di disclosure applicabili ai relativi gestori;
- il Regolamento (UE) 2020/852 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili (c.d. “Regolamento Tassonomia”), che – tra le altre previsioni – impone ai gestori dei fondi di comunicare i criteri che utilizzano per stabilire che le attività economiche sottostanti agli investimenti siano ambientalmente sostenibili;
- il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l’integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento;
- Regolamento delegato (UE) 2021/1255 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) n. 231/2013 per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui i gestori di fondi di investimento alternativi debbono tenere conto;

- Direttiva delegata (UE) 2021/1269 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la Direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di governance dei prodotti;
- Regolamento delegato (UE) 1288/2022 della Commissione (come modificato dal Regolamento delegato (UE) 363/2023) che integra il Regolamento (UE) 2088/2019 con riferimento alle norme tecniche di regolamentazione che specificano i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo», agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche.
- Direttiva (UE) 2022/2464 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità "Corporate Sustainability Reporting".
- Regolamento delegato (UE) 2023/2485 della Commissione del 27 giugno 2023 che modifica il Regolamento delegato (UE) 2021/2139 fissando i criteri di vaglio tecnico supplementari che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che talune attività economiche contribuiscono in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arrecano un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale;
- "Orientamenti sull'utilizzo di termini ambientali, sociali e di governance o relativi alla sostenibilità nelle denominazioni dei fondi" adottati dall'ESMA il 21 agosto 2024.

Anti-money laundering e contrasto al finanziamento del terrorismo

In data 07 gennaio l'UIF ha pubblicato lo studio N. 26 - Il valore del riciclaggio e delle altre condotte finanziarie illecite in Italia.

Il 7 febbraio è entrata in vigore la normativa sulle Mine antipersona.

Il 21 febbraio il FATF ha aggiornato l'elenco dei Paesi in paesi in grey list: escono dall'elenco le Filippine ed entrano nell'elenco il Laos e il Nepal. Le Filippine, attesa la permanenza dell'elenco UE rimangono nei Paesi ad alto rischio come definiti nella policy di gruppo.

In data 6 marzo l'EBA ha pubblicato in consultazione un documento relativo quattro progetti di standard tecnici di regolamentazione (RTS) in materia antiriciclaggio in esecuzione delle deleghe presenti nell'AML Package. Gli RTS proposti sono relativi a:

- i criteri di selezione per la supervisione diretta AMLA
- la metodologia standardizzata di valutazione del rischio ML/TF per i supervisori nazionali per valutare in modo coerente i rischi intrinseci, efficacia dei controlli e rischi residui.
- gli standard di due diligence della clientela per stabilire un quadro flessibile ma chiaramente definito che delinei l'ambito e la qualità delle informazioni che le istituzioni devono raccogliere durante i processi di CDD.
- Sanzioni e misure amministrative per delineare un'applicazione in tutta l'UE proporzionata, efficace e coerente.

La proposta di RTS di maggior interesse specifico è quello relativo al processo di adeguata verifica. Questo prevede le seguenti sezioni:

- Informazioni da raccogliere a fini di identificazione e verifica;
- Scopo e natura prevista del rapporto commerciale o delle transazioni occasionali;
- Persone politicamente esposte;
- Misure di Due Diligence Semplificata;
- Misure di due diligence rafforzate;
- Sanzioni finanziarie mirate;
- Fattori di rischio associati alle caratteristiche degli strumenti di moneta elettronica;
- Mezzi di identificazione elettronica e servizi fiduciari qualificati pertinenti.

In data 21 marzo 2025 è entrata in vigore la legge 11 marzo 2025, n. 28 (G.U. Serie Generale n. 66 del 20-03-2025), che ha modificato l'articolo 3 del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 (c.d. decreto antiriciclaggio) prevedendo che "i gestori esterni di Sicav e Sicaf in gestione esterna di cui all'articolo 1, comma 1, lettere i.1) e i-bis.1), del TUF provvedono all'adempimento degli obblighi di cui al presente decreto anche con riferimento ai sottoscrittori delle azioni delle Sicav e Sicaf che gestiscono e dei soggetti da queste finanziati".

In data 28 marzo 2025 la Banca d'Italia e l'Unità di informazione finanziaria (UIF) hanno comunicato che, a decorrere dal 21 marzo, i gestori esterni di Sicav e Sicaf in gestione esterna sono tenuti all'adempimento degli obblighi di cui al decreto antiriciclaggio anche con riferimento ai sottoscrittori delle azioni delle Sicav e Sicaf da essi gestite e dei soggetti da queste finanziati.

Il 3 aprile l'UIF ha pubblicato lo studio N. 27 - Il rischio di infiltrazione mafiosa nelle amministrazioni comunali italiane.

In data 8 aprile Banca d'Italia (nota n.48) ha comunicato l'intenzione di intende conformarsi agli orientamenti dell'EBA/GL/2024/15, che trattano delle politiche aziendali, delle procedure e dei controlli interni necessari per assicurare l'effettiva applicazione delle misure restrittive nazionali e dell'Unione. Tra queste misure restrittive rientrano quelle del congelamento di fondi e delle risorse economiche e delle restrizioni sulla prestazione di servizi / attività finanziarie (es. finanziamenti, servizi di investimento, emissione di titoli, depositi, crypto-attività). Gli Orientamenti dell'EBA, che assumono valore di indicazioni di vigilanza, sono in vigore dal 30 dicembre 2025; nella citata nota l'autorità di vigilanza chiede il massimo impegno per conformarsi a tali disposizioni.

Gli Orientamenti, nello specifico, chiedono di dotarsi di una solida struttura di governance (politiche e procedure) con responsabilità chiaramente allocate e l'assegnazione della responsabilità per la conformità a un membro del personale senior. Di rilievo la richiesta di effettuare una "valutazione dell'esposizione alle misure restrittive" (distinta da quella AML/CFT) anche a livello di Gruppo.

Il 15 maggio l'UIF ha pubblicato lo studio N. 28 - Indicatori di anomalia per identificare le imprese filtro coinvolte in frodi fiscali complesse. Inoltre, ha pubblicato il Rapporto Annuale 2024.

In data 10 giugno la commissione europea ha rivisto l'aggiornamento dell'elenco dei Paesi terzi ad alto rischio aggiungendo. Sono stati aggiunti all'elenco i seguenti Paesi: Algeria, Angola, Costa d'Avorio, Kenya, Laos, Libano, Monaco, Namibia, Nepal e Venezuela. Sono stati rimossi dalla lista invece: Barbados, Emirati Arabi Uniti, Filippine, Giamaica, Gibilterra, Panama, Senegal e Uganda.

La Legge 9 agosto 2023, n. 111, ha conferito una delega al Governo per la revisione del sistema tributario.

La delega fiscale sarà attuata, principalmente, attraverso l'emanazione di Decreti Legislativi su specifiche tematiche e di nove Testi Unici.

Ad oggi sono stati emanati numerosi decreti legislativi attuativi che non comportano specifiche conseguenze operative nella gestione all'operatività dei fondi immobiliari. Il decreto legislativo di riordino della fiscalità dei redditi di natura finanziaria che, invece, potrebbe avere un impatto anche sulla tassazione dei redditi di capitale e diversi riguardanti gli OICR immobiliari, non è stato attuato e non sono ad oggi noti i tempi della sua emanazione.

Nel corso del primo semestre 2024 è stato, inoltre, oggetto di modifiche il trasferimento di crediti derivanti da bonus edilizi attraverso il D.L. 39 del 29.03.2024.

Il Decreto ha introdotto ulteriori riduzioni alle fattispecie ammesse all'esercizio dell'opzione per la cessione dei crediti o per lo sconto in fattura e una limitazione dell'applicazione dell'istituto della remissione in bonis. Tali interventi hanno comportato una notevole riduzione della possibilità di circolazione dei crediti d'imposta derivanti da bonus edilizi.

Si precisa, comunque, che i fondi immobiliari non rientrano direttamente tra i beneficiari di detti bonus; tuttavia, a seguito di alcuni documenti di prassi emanati dall'AdE, possono usufruire dei benefici in parola i conduttori di porzioni immobiliari locate da OICR, situate in edifici condominiali non di esclusiva proprietà dell'OICR stesso.

2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

2.1. Linee strategiche della gestione del Fondo

Obiettivo del Fondo, di durata trentennale, è l'investimento a lungo termine prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari, ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori e partecipazioni in società immobiliari, e parti di altri FIA immobiliari anche esteri.

La finalità del Fondo è garantire una redditività costante e stabile nel tempo ai partecipanti derivante, prevalentemente, dalla locazione o sfruttamento dei cespiti immobiliari detenuti dal Fondo.

Le operazioni di investimento avverranno sulla base di un piano di gestione predisposto ed aggiornato annualmente dalla SGR e portato a conoscenza dell'*Advisory Committee*.

Scopo del Fondo è la gestione, valorizzazione e liquidazione del Patrimonio del Fondo, nonché la ripartizione tra i Partecipanti del risultato della gestione nei termini previsti dal Regolamento e dalle relative politiche di gestione, nonché dalla normativa applicabile. Il patrimonio del Fondo inoltre non potrà essere investito in beni immobili o diritti reali su beni immobili adibiti, anche in parte, alla produzione, commercializzazione o stoccaggio di prodotti lesivi della dignità e dei diritti dell'uomo o della collettività in generale.

La liquidità di volta in volta disponibile e non impiegata ai fini descritti nel Regolamento potrà essere investita in strumenti finanziari a breve termine, comunque liquidabili entro un termine non eccedente la data di distribuzione dei Proventi Distribuibili nel semestre immediatamente successivo, nonché che abbiano un rating a breve termine non inferiore a P-1 di Moody's o A-1 di Standard & Poor e/o che siano emessi da soggetti aventi un rating equivalente.

Il Fondo potrà investire in strumenti finanziari derivati esclusivamente per finalità di copertura dei rischi, anche derivanti dall'assunzione di prestiti o dall'indicizzazione dei contratti di locazione e relativi a tassi e valute, a condizione che l'investimento in strumenti finanziari derivati non alteri il profilo di rischio del Fondo e nei limiti previsti dalla normativa vigente, a condizione che essi siano negoziati con controparti di elevato standing.

2.2. Il patrimonio immobiliare del Fondo

Verona – via Tazzoli

Il Fondo è proprietario di un immobile sito in Verona - Via Tazzoli, in pieno centro storico della città, all'angolo tra Via Tazzoli e Vicolo Orti Manara, nelle immediate vicinanze dell'Arena e Piazza Bra. Il quartiere in cui si inserisce il bene è parte del tessuto storico della città e si sviluppa tra l'Arena, Stradone San Fermo e Via Leoncino.

L'immobile è prevalentemente utilizzato come centralina telefonica da una società leader del settore telecomunicazioni. Il contratto di locazione ha una durata di 21 (ventuno) anni con decorrenza dal 1° dicembre 2000 e prima



scadenza al 30 novembre 2021. Il conduttore non ha esercitato il diritto di recesso entro il 30 novembre 2020 e di conseguenza il contratto si è automaticamente rinnovato fino al 30 novembre 2027.

Al 30 giugno 2025 il valore di perizia dell'Esperto Indipendente è pressoché stabile e pari ad Euro 14.100.000, rispetto ad un valore di acquisto iniziale dell'immobile pari ad Euro 13.500.000.

Il Fondo Primo, oltre all'immobile descritto in precedenza, è detentore di:

- **90 quote del Fondo di investimento immobiliare chiuso "Eracle"**, sottoscritte durante il secondo semestre 2011, per un controvalore totale iniziale pari ad Euro 24.782.988 che al 30 giugno 2025 hanno un valore a tale data di Euro 23.856.743.

Il Fondo Eracle, gestito da Generali Immobiliare Italia SGR, è stato istituito nel 2008 con durata di 25 anni ed avviato con l'apporto da parte di una società appartenente al Gruppo Banco Popolare di 456 immobili a destinazione d'uso prevalentemente "agenzie bancarie".

A seguito del re-engineering del Fondo avvenuto nel Q4 del 2020, che ha riguardato il Regolamento, l'Accordo Quadro con Banco BPM e il finanziamento, è stato avviato un nuovo piano di dismissione a partire dal 2021. Il piano vendite dà priorità alla dismissione delle unità vacant e di prossima liberazione da parte dell'inquilino Banco BPM.

Alla data della presente Relazione di Gestione, il patrimonio del Fondo è costituito da 354 immobili per un valore di mercato di Euro 519,2 milioni. Il Fondo Eracle ha un indebitamento complessivo pari al 38,8% del valore di mercato al 31 dicembre 2024.

Alla data del 31 dicembre 2024, il finanziamento del Fondo è pari a Euro 201,57 milioni: sono state eseguite vendite nel corso dell'esercizio 2024, che hanno determinato un rimborso del finanziamento di c. €24.6 milioni. Il Fondo ha altresì provveduto al regolare ammortamento del finanziamento, pari a €5.5 milioni.

Generali SGR in occasione dell'ultima assemblea dei partecipanti del Fondo ha comunicato che nel corso del 2025 è proseguito il piano di dismissione degli immobili del Fondo, con la vendita di 13 unità per un controvalore complessivo pari a circa Euro 19,4 milioni.

Inoltre, sono stati sottoscritti 3 contratti preliminari di vendita e 8 proposte vincolanti, per un valore complessivo pari a circa Euro 6,7 milioni.

In merito alle trattative relative al contratto di locazione in essere per le unità long term è stato avviato un tavolo di lavoro con il conduttore Banco BPM, finalizzato alla rinegoziazione del relativo accordo quadro. Tale rinegoziazione ha portato a un'intesa preliminare che prevede un'estensione della durata contrattuale a 12+6 anni, con decorrenza da gennaio 2026 (prima scadenza nel 2037, seconda scadenza nel 2043), mantenendo invariato il canone a regime e prevedendo la concessione di incentivi in linea con le condizioni di mercato. Rimane invece invariato il contratto delle unità short term (scadenza 2026, break option rolling). I termini sopra indicati sono subordinati all'iter approvativo sia della SGR sia di Banco BPM.

In riferimento al contratto di finanziamento Generali SGR informa che sono in corso le discussioni con le banche finanziatrici per la definizione di termini e condizioni del rifinanziamento del debito residuo del Fondo, derivante dal contratto di finanziamento ipotecario stipulato in data 27 novembre 2020 e con scadenza prevista al 27 novembre 2025. In data 23 giugno 2025, Generali SGR ha ricevuto una comfort letter non vincolante, sottoscritta da tutte le banche facenti parte del pool, con la quale viene confermata la volontà di proseguire le negoziazioni in corso.

Generali SGR comunica che il NAV del Fondo Eracle al 30 giugno 2025 è previsto in approvazione nel Consiglio di Amministrazione della SGR convocato per il 31 luglio 2025.

- **6.016.522 quote del Fondo Optimum Evolution - USA Property I** (sottoscrizione originaria di 7 milioni di quote avvenuta nel secondo semestre 2013, per un controvalore totale iniziale pari ad Euro 7 milioni), Fondo immobiliare di diritto lussemburghese vigilato dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier - CSSF (equivalente della Consob in Lussemburgo) che al 31 dicembre 2024 ultimo dato disponibile)

ha un valore pari ad Euro 114.314, tenuto conto anche del rimborso equity di Euro 140.000 avvenuto a ottobre 2017 e Euro 29.534 nel 2024).

Il Fondo immobiliare Optimum Evolution – USA Property I, gestito da Optimum Asset Management, prevedeva una durata per la liquidazione degli asset di 7 anni, a partire dal 1° trimestre 2013 (primo *closing* sottoscrizioni); ha raccolto sottoscrizioni complessive per un importo pari a circa Euro 140,7 milioni. Tale durata è stata disattesa a causa dei ritardi accumulati nell'ottenimento dei permessi edilizi, nell'esecuzione dei lavori, nonché a causa delle mutate condizioni macroeconomiche che con l'avvento della pandemia di covid19 sono ulteriormente peggiorate. La strategia di investimento prevedeva l'acquisto e la valorizzazione di un portafoglio diversificato di immobili (prevalentemente interi edifici o partecipazioni in società immobiliari) ad uso residenziale, commerciale ed alberghiero, principalmente nelle aree metropolitane di New York, Miami e San Francisco.

Al momento il Fondo ha terminato la fase dei nuovi investimenti e sta completando la valorizzazione del suo portafoglio con, peraltro, alcune dismissioni già effettuate: un immobile a San Francisco, uno a New York, uno a Los Angeles, a Miami sono stati dismessi gli appartamenti a Brickell Heights, 600 Collins Avenue, Starlite Motel e 6800 Indian Creek Drive.

Per quanto riguarda la dismissione delle operazioni di Main Highway e dell'Hotel Celino, sempre a Miami, parte del prezzo è stato corrisposto in quote e in quote privilegiate dei nuovi veicoli che hanno acquistato gli asset con e verranno liquidate entro il 2026.

Per quanto riguarda gli immobili in portafoglio in corso di valorizzazione o dismissione si riporta nel seguito un maggior dettaglio:

- **160 Imlay Street, Red Hook, Brooklyn, New York – Sviluppo**

Lo sponsor dell'operazione ha pagato 500.000 dollari, dei 1.000.000 di dollari dovuti, nel dicembre 2024, lasciando un saldo scoperto di 500.000 dollari per l'anno conclusosi nel 2024. Successivamente alla fine dell'anno, sono stati recuperati altri 350.000 dollari, mentre la parte restante dovrà essere pagata entro dicembre 2025.

- **222-234 East Broadway, Manhattan, New York**

Nel corso del 2025 sono state vendute n.10 unità; il mercato continua ad essere molto lento sia per i tassi che per l'instabilità delle politiche del presidente Trump che non attira acquisti da parte di buyers non domestici

- **3480 Main Highway, MIAMI**

Partecipazione attraverso la controllata Investment 6 LLC di azioni privilegiate per residui 7,4 Mln USD in un fondo di CGI. Al 31 dicembre 2023 è scaduto il termine per il rimborso del capitale privilegiato detenuto da OPTIMUM e lo stesso non è stato rimborsato. Risulta che CGI sia inadempiente rispetto al debito senior sull'immobile e pertanto OPTIMUM ha scelto di svalutare l'intero importo.

- **CELINO HOTEL, MIAMI**

Partecipazione del veicolo Optimum Investment 1 LLC nel fondo CGI Hospitality Opportunity Fund:

- Azioni ordinarie per un valore di 8,5 Mln USD,
- Azioni privilegiate di valore pari a 10,0 Mln USD.

Non avendo indicazioni in merito alla chiusura del bilancio di CGI Hospitality Opportunity Fund, OPTIMUM non è stato in grado di definire un valore di tali quote e pertanto ha deciso di svalutarle l'intero importo.

E' noto che la società di revisione EY non riesce ad esprimere un parere sulle posizioni di CGI in quanto non sufficiente la documentazione fornita.

2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare

Nel corso del semestre sono proseguite da parte delle strutture competenti della SGR le attività di monitoraggio degli investimenti.

È stato portato a termine lo studio di fattibilità sull'immobile di Verona, via Tazzoli volto a valutare eventuali opportunità ovvero punti di attenzione nel caso il conduttore dell'immobile o la proprietà decidessero di disdettare il contratto di locazione in essere.

Dall'analisi è emerso che l'immobile avrebbe diverse possibilità di valorizzazione: per esempio attraverso una trasformazione da destinazione uffici a destinazione residenziale; andrà verificata la situazione urbanistica/edilizia al momento in cui si deciderà e se si deciderà di voler procedere.

2.4. Andamento della gestione del Fondo

2.4.1. Attività di sottoscrizione, rimborsi parziali di quote e distribuzione dei proventi

L'istituzione del Fondo di investimento immobiliare chiuso denominato Fondo Primo è avvenuta – ai sensi dell'articolo 12 bis del D.M. 24 maggio 1999, n. 228 - in data 24 settembre 2010. Il Fondo ha una durata pari a 30 anni, decorrenti dalla data di chiusura delle sottoscrizioni relative alla prima emissione di quote.

In data 14 luglio 2011 sono state sottoscritte 500 quote (di cui 245 richiamate in data 29 luglio e 4 richiamate in data 12 settembre). Nel 2013 sono state emesse altre 193 quote mentre nel 2014 sono state emesse ulteriori 58 quote: pertanto l'investitore ad oggi è titolare di 500 quote (pari al totale sottoscritto nel 2011), per un importo nominale pari ad Euro 50.000.000 a completamento della sottoscrizione iniziale.

N. investitori	Classi di quote	Sottoscrizioni (1)	Versamenti (2)	Richiami ancora da effettuare (1-2)	Rimborsi (3)	Valore nominale residuo totale (2-3)	N. quote emesse (4)	Val. nominale medio residuo pro- quota (2-3)/(4)
1	UNICA	50.000.000	50.000.000	0	5.085.000	44.915.000	500	89.830,000

Al 30 giugno 2025 il Fondo ha maturato proventi distribuibili per un importo pari ad Euro 18.525.402, al netto dei proventi già distribuiti negli esercizi precedenti (Euro 17.959.775) residua un importo distribuibile pari ad Euro 565.627.

Al 30 giugno 2025 il Fondo non ha maturato ulteriore capitale rimborsabile in considerazione dei rimborsi parziali di quote effettuati fino a tale data (Euro 5.085.000).

2.4.2. Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni

Al 30 giugno 2025 il patrimonio del Fondo è valutato dalla SGR pari ad Euro 14.100.000, in linea con quanto valutato dall'Esperto Indipendente. Qui di seguito si riportano le movimentazioni del patrimonio immobiliare:

		Movimentazioni del patrimonio immobiliare		
		31-dic-24	Variazioni del periodo	30-giu-25
Costo di acquisto degli immobili		13.500.000		13.500.000
<u>Variazioni:</u>				
	<i>Costi capitalizzati</i>	298.080		298.080
	<i>Acquisti</i>			
	<i>Vendite</i>			
Costo storico al		13.798.080		13.798.080
Plus/(Minus) da valutazione su portafoglio residuo:		296.920	5.000	301.920
	- Plus/(minus) da valutazione totali	296.920	5.000	301.920
	<i>Storno (plus)/minus su immobili venduti (a) - (b)</i>			
	<i>(Plus)/minus effettiva da vendita (a)</i>			
	<i>(Plus)/minus contabili da vendita (b)</i>			
Valore di mercato al		14.095.000	5.000	14.100.000
Sval/Riv. %		2,2%		2,2%

Ad ulteriore descrizione del patrimonio immobiliare del fondo, si riporta la Tabella "Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo".

Tavola C - Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal fondo												
Descrizione e Ubicazione	Destinazione prevalente	Anno di costruzione	Superf. Lorda	Superf. Lorda	Canone per m2	Reddività dei beni locati			Costo storico (Euro)	Ipoteche (Euro)	Ulteriori informazioni	
						Totale Tipo Canone	Scadenza Contratto	Locatario contratto				
VENETO												
VERONA												
306-001 VIA TAZZOLI snc	UFFICI	1600	7.276	7.276	132	956.894	Affitto	30/11/2027	IMPRESA COMMERCIALE	13.798.080		
Totale Fondo										13.798.080		

La SGR ha conferito a Scenari Immobiliari l'incarico di Esperto Indipendente per la valutazione degli immobili del Fondo. Qui di seguito una tabella riassume, ai fini della trasparenza, gli incarichi ricoperti dai diversi Esperti Indipendenti dei Fondi gestiti dalla Investire SGR.

Esperto Indipendente	FONDO
YARD REAAS	ROCKET - MONVISO - iGeneration - NIL - EVEREST - ROME RESI 1
CBRE	TIDF II - LCN_Comparto 1 - LCN_Comparto 2 - TIFP 1 - ATHENAEUM
CRIF	FHCR - INPGI HINES - FASP - APPLE
COLLIERS	AREEF REVE - AREEF PORTA NUOVA SICAF
EC Real Estate	Q4
KROLL Advisory	FIP - FIP MOSCOVA - PORTOPICCOLO - DIAMOND - CRONO - VENETO CASA
K2REAL	FERSH - GREAT ROCK - IBI
PATRIGEST	SECURIS REAL ESTATE III - G.AMENDOLA COMPARTO UNICO - G.AMENDOLA COMPARTO SPAZIO BLU - PEGASUS - FPEP - SISTEMA BCC - HITA 2
PRAXI	SECONDO RE - HSCM - FHT
RINA PRIME VALUE SERVICES	CA' GRANDA - SECURIS REAL ESTATE - SECURIS REAL ESTATE II - PRS ITALY - HESTIA - BASIGLIO - AIACE - HELIOS - SPAZIO SANITA' - PRS ITALY II - SICAF CAVOUR - BFE REVALUE
SCENARI IMMOBILIARI	REC 1 - FPSH - FFSH - SHIRE - MELOGRANO - PRIMO
PROTOS	FIEPP - SHIRE 2 - HITA 1
JLL	MILAN RESI 1
KNIGHT FRANK	PROMETEO

Partecipazioni

Il Fondo detiene: (i) n. 90 quote del fondo denominato Eracle, acquistate nel 2011 per un prezzo complessivo di Euro 24,78 milioni ed un valore di carico al 30 giugno 2025 pari ad Euro 23,9 milioni (Euro 23,5 milioni al 31 dicembre 2024), corrispondente al pro quota del NAV del Fondo al 31 dicembre 2024; (ii) n. 6.016.522 quote del valore nominale di Euro 1 del Fondo Immobiliare estero denominato Optimum USA Property 1 con un valore di carico al 30 giugno 2025 pari a 0,1 milioni (Euro 0,2 milioni al 31 dicembre 2024), corrispondente al pro quota del NAV del Fondo al 31 dicembre 2024.

Per maggiori dettagli sulle svalutazioni degli OICR si rimanda al paragrafo 2.2..

2.4.3. Andamento del valore del NAV

Il valore complessivo del Fondo al 30 giugno 2025 ammonta ad Euro 45.782.547, rilevando un aumento rispetto all'esercizio precedente (Euro 45.120.159 al 31 dicembre 2024) imputabile ai seguenti fattori:

Variazione NAV 2025			
	€	Var ass	Var %
NAV 31 dicembre 2024	45.120.159		
<u>Variazioni di periodo:</u>			
Plus/minus non realizzate su immobili		5.000	0,0%
Plus/minus non realizzate su OICR		187.906	0,4%
Risultato effettivo		469.482	1,0%
Nuovi versamenti			0,0%
Rimborsi			0,0%
Distribuzione proventi		0	0,0%
NAV 30 giugno 2025	45.782.547	662.388	1,5%

Al 30 giugno 2025 il valore unitario delle quote risulta pari a Euro 91.565,095 per le n. 500 quote in circolazione (Euro 90.240,319 al 31 dicembre 2024).

Dalla nascita del Fondo al 30 giugno 2025, il NAV è variato in funzione dei seguenti fattori:

Variazione NAV dalla nascita del Fondo		
	€	Var ass
Equity Iniziale investito	24.500.000	
<u>Variazioni:</u>		
Plus/minus non realizzate su immobili		301.920
Plus/minus non realizzate su OICR		(6.828.453)
Risultato effettivo		25.353.855
Versamenti successivi		25.500.000
Rimborsi		(5.085.000)
Distribuzione proventi		(17.959.775)
NAV 30 giugno 2025	45.782.547	21.282.547

2.4.4. Risultato di periodo

La Relazione Semestrale al 30 giugno 2025 registra una utile contabile pari ad Euro 662.388, che al netto delle rivalutazioni delle partecipazioni negli OICR (Euro 187.906) e degli immobili (Euro 5.000) determina un utile effettivo di Euro 469.482.

Il risultato positivo è determinato principalmente da un risultato della gestione immobiliare positivo (Euro 450.573) dovuto da un contratto di locazione dove tutti i costi di gestione immobiliare sono a carico del conduttore ad eccezione delle imposte dovute per legge.

I costi di gestione del Fondo, per Euro 59.563, relativi principalmente alla commissione SGR (Euro 43.347) ed alle commissioni del Depositario del Fondo (Euro 7.672).

2.4.5. Finanziamenti, derivati e liquidità del Fondo

Il Fondo non ha in essere finanziamenti bancari, né operazioni in strumenti derivati.

Al 30 giugno 2025, la liquidità disponibile, di circa Euro 7,9 milioni, risulta depositata sui conti correnti in essere presso il Depositario.

Si evidenzia che, alla data di chiusura della presente Relazione di gestione, la leva finanziaria utilizzata dal Fondo, determinata secondo quanto previsto nel Regolamento delegato (UE) 231/2013, risulta pari a 83% secondo il “metodo lordo” e pari a 101% secondo il metodo degli impegni. La leva finanziaria risulta inferiore al limite massimo consentito dal regolamento del Fondo.

2.4.6. Governance del Fondo

L'Assemblea dei soci, in sede ordinaria, nella riunione del 17 aprile 2025,

- (i) ha approvato le politiche retributive e il piano di incentivazione per il personale relativi all'anno 2025 e preso atto dell'informativa ex post sulle politiche di remunerazione relative all'anno 2024 e della relazione della funzione Internal Audit recante gli esiti delle verifiche condotte circa la rispondenza delle prassi di remunerazione alle politiche approvate e alla normativa applicabile;
- (ii) ha approvato il Bilancio al 31 dicembre 2024.

L'assetto di governance del fondo prevede un'Assemblea dei Partecipanti e un Advisory Committee.

Nel corso del primo semestre del 2025, non si sono svolte riunioni dell'Assemblea dei Partecipanti né dell'Advisory Committee.

Nel corso del primo semestre del 2025, l'Advisory Committee si è riunito una volta e ha: (i) nominato il proprio Presidente ai sensi dell'art. 26, comma 6, del Regolamento di gestione e dell'art.3 del Regolamento di funzionamento dell'Advisory Committee; (ii) ricevuto un'informativa in merito alla Relazione di gestione del Fondo al 31 dicembre 2024; (iii) ricevuto un aggiornamento in merito alle attività di gestione del portafoglio del Fondo.

Dopo la fine del periodo, l'Assemblea dei Partecipanti si è riunita una volta e ha approvato la proposta di modifica regolamentare ai sensi degli artt. 27, comma 6, lettera (b) e 35, comma 3, del Regolamento di gestione.

Le modifiche al Regolamento:

- hanno avuto a oggetto: (i) la disciplina del regime delle spese e, in particolare, della Commissione Annua Fissa; (ii) la tempistica di corresponsione della Commissione Annua Fissa; e (iii) i termini di approvazione della Relazione di gestione e della Relazione semestrale del fondo;
- sono state approvate dall'Assemblea dei Partecipanti il 3 luglio 2025 e dal Consiglio di Amministrazione della SGR il 25 luglio 2025, con efficacia dal 1° luglio 2025.

3. EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE

Nel corso del 2025 continuerà il monitoraggio degli investimenti in essere l'attività di ricerca di nuove opportunità di investimento da parte della SGR. In ogni caso, nella selezione delle opportunità di investimento, si terrà conto delle linee guida che saranno individuate dall'Advisory Committee del Fondo e dal Consiglio di Amministrazione, oltre ovviamente ad un'attenzione massima ai limiti previsti dal Regolamento. In quest'ottica è stato sottoposto all'attenzione del quotista un investimento, in analisi, in operazioni di Student Housing.

4. OBIETTIVI E POLITICHE IN MATERIA DI GESTIONE DEI RISCHI

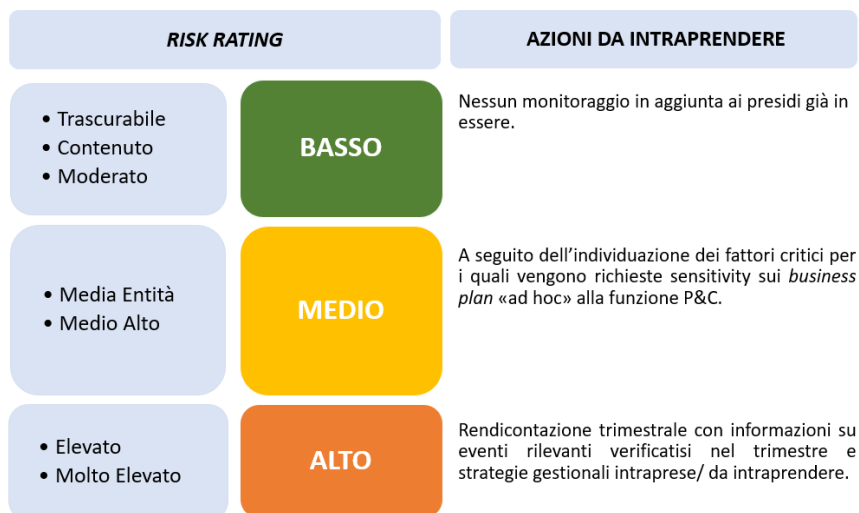
In ottemperanza alla Direttiva 2011/61/UE (Direttiva AIFM) e al relativo Regolamento, la SGR valuta semestralmente il profilo di rischio di ciascun FIA in gestione. Il modello che concorre alla suddetta misurazione e gestione del rischio è il *Fund Risk Model*, il cui scopo è quello di stimare il livello complessivo del rischio del FIA.

La stima del grado di rischio del FIA è sintetizzata da un *Risk Rating* elaborato sulla base dei punteggi attribuiti ai 5 fattori di rischio (ai sensi della Direttiva AIFM), **Rischio di Controparte**, **Rischio di Credito**, **Rischio di Liquidità**, **Rischio di Mercato** e **Rischio Operativo**, a cui si aggiungono due categorie di rischio, il **Rischio Reputazionale** e il **Rischio Specifico**, variabili che ricomprendono gli elementi di rischio non riconducibili all'interno dei precedenti fattori. Inoltre, al fine di recepire il Regolamento UE 2019/2088 (SFDR) è stato introdotto un nuovo Rischio che si aggiunge ai 7 Rischi già previsti dalla metodologia adottata da Investire SGR, ovvero il **Rischio di Sostenibilità**.

A differenza degli altri fattori, che sono il risultato di variabili quantitative, il Rischio Reputazionale e il Rischio Specifico si basano su informazioni quali-quantitative.

I *Risk Rating* sono calcolati sulla base di specifici *Key Risk Indicators* (KRIs)¹, che dipendono dalla *performance* del FIA o da parametri di mercato.

Le classi di rischio individuate sono sette, ricomprese in tre macrocategorie (Alto, Medio e Basso) alle quali sono associate azioni da intraprendere:



L'analisi viene svolta dal *team* di *Risk Management*.

Il *Risk Rating* viene comunicato ai sottoscrittori del Fondo una volta l'anno, così come previsto dalla Direttiva AIFM, all'interno della relazione di gestione annuale del Fondo.

La Funzione di *Risk Management* è, inoltre, responsabile del **controllo sul rispetto dei limiti normativi e regolamentari** in relazione all'attività di investimento di ciascun FIA. Si citano, a titolo di esempio, il limite relativo all'indebitamento, il limite di concentrazione in un unico bene immobili e i vincoli relativi all'investimento della liquidità generata dal Fondo.

Dalla verifica sul rispetto dei limiti normativi e regolamentari al 30 giugno 2025 non risultano superamenti.

5. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETÀ DEL GRUPPO DELLA SGR

Non sussistono rapporti tra il Fondo e altre società del gruppo Banca Finnat Euramerica S.p.A.

6. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 30 GIUGNO 2025

Successivamente alla chiusura del periodo di riferimento della presente Relazione non si sono verificati fatti di rilievo.

¹ I dati utilizzati provengono sia da fonti interne (la SGR), sia esterne (Bloomberg, agenzie di rating, altri *information provider*).

7. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

In coerenza con le normative vigenti e con il Regolamento del Fondo, il Consiglio di Amministrazione del 29 luglio 2025 delibera di:

- approvare la Relazione Semestrale del Fondo al 30 giugno 2025 ed il valore unitario della quota pari a Euro 91.565,095;
- di non procedere ad una distribuzione di proventi in considerazione di eventuali necessità di cassa in merito all'immobile di Verona, via Tazzoli.

Roma, 29 luglio 2025



**Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino**

SITUAZIONE PATRIMONIALE

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO PRIMO AL 30/06/2025				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2025		Situazione a fine esercizio precedente	
	valore complessivo	in percentuale dell'attivo	valore complessivo	in percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati	23.971.057	52,10%	23.783.151	52,45%
A1. Partecipazioni di controllo			-	
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR	23.971.057	52,10%	23.783.151	52,45%
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
Strumenti finanziari derivati				
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. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	14.100.000	30,64%	14.095.000	31,09%
B1. Immobili dati in locazione	14.100.000	30,64%	14.095.000	31,09%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari			-	
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	7.934.398	17,24%	7.448.533	16,43%
F1. Liquidità disponibile	7.934.398	17,24%	7.448.533	16,43%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	6.403	0,01%	16.144	0,04%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	4.011	0,01%	8.756	0,02%
G3. Risparmio d'imposta				
G4. Altre	2.392	0,02%	7.388	0,03%
TOTALE ATTIVITA'	46.011.858	100%	45.342.828	100%

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO PRIMO AL 30/06/2025		
SITUAZIONE PATRIMONIALE		
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2025	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari		
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
M. ALTRE PASSIVITA'	229.311	222.669
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	8.073	9.131
M2. Debiti di imposta	52.413	46.273
M3. Ratei e risconti passivi	163.247	161.226
M4. Altre	5.578	6.039
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni		
TOTALE PASSIVITA'	229.311	222.669
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	45.782.547	45.120.159
Numero delle quote in circolazione	500	500
Valore unitario delle quote	91.565,095	90.240,319
Rimborsi distribuiti per quota		
Proventi distribuiti per quota		

Roma, 29 luglio 2025



Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino

SEZIONE REDDITUALE

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO PRIMO AL 30/06/2025				
SEZIONE REDDITUALE				
	Relazione al 30/06/2025		Relazione al 30/06/2024	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 dividendi e altri proventi				
A1.2 utili / perdite da realizzi				
A1.3 plusvalenze / minusvalenze				
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	187.906		-1.557.220	
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi			706.991	
A2.2 utili / perdite da realizzi				
A2.3 plusvalenze / minusvalenze	187.906		-2.264.211	
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili / perdite da realizzi				
A3.3 plusvalenze / minusvalenze				
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari		187.906		-1.557.220
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	455.573		389.945	
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	476.428		472.185	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI				
B3. PLUS/MINUSVALENZE	5.000		-50.000	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-5.821		-12.206	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTA COMUNALE SUGLI IMMOBILI ED ALTRE	-20.034		-20.034	
Risultato gestione beni immobili		455.573		389.945
C. CREDITI				
C1. Interessi attivi e proventi assimilati				
C2. Incrementi / decrementi di valore				
Risultato gestione crediti				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. Interessi attivi e proventi assimilati				
E. ALTRI BENI				
E1. Proventi				
E2. Utile/Perdita da realizzi				
E3. Plusvalenze/minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		643.479		-1.167.275

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO PRIMO AL 30/06/2025				
SEZIONE REDDITUALE				
	Relazione al 30/06/2025		Relazione al 30/06/2024	
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1 Risultati realizzati				
F1.2 Risultati non realizzati				
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
F3. LIQUIDITA'				
F3.1 Risultati realizzati				
F3.2 Risultati non realizzati				
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE				
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
Risultato lordo della gestione caratteristica		643.479		-1.167.275
H. ONERI FINANZIARI				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari				
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI				
Risultato netto della gestione caratteristica		643.479		-1.167.275
I. ONERI DI GESTIONE	-59.563		-83.458	
I1. Provvigione di gestione SGR	-43.347		-41.308	
I2. Costo per il calcolo della quota				
I3. Commissioni depositario	-7.672		-7.689	
I4. Oneri per esperti indipendenti	-600		-600	
I5. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I6. Altri oneri di gestione	-7.944		-33.861	
L. ALTRI RICAVI E ONERI	78.472		107.474	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	64.860		93.918	
L2. Altri ricavi	13.720		13.738	
L3. Altri oneri	-108		-182	
Risultato della gestione prima delle imposte		662.388		-1.143.259
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte				
Utile / perdita del periodo		662.388		-1.143.259

Roma, 29 luglio 2025



Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino

Estratto Relazione di stima degli Esperti Indipendenti

SCENARI IMMOBILIARI
ISTITUTO INDIPENDENTE DI TRADING, RICERCA, VALUTAZIONE E SISTEMI INFORMATIVI



Investire
SGR

CODICE 25FNPM01_300625_00

RELAZIONE DI STIMA

INVESTIRE SGR - FONDO PRIMO

VALUTAZIONE AL 30 GIUGNO 2025

SEDE LEGALE: VIALE LIEGI, 14 – 00198 ROMA
VIA BENEDETTO MARCELLO, 63 – 20124 - MILANO – TEL. 02/33100705 – FAX 02/33103099
VIALE LIEGI, 14 – 00198 ROMA – TEL. 06/8558802 R.A. – FAX 06/84241536

Indice

1. Premessa	1
2. Conformità	1
3. Introduzione metodologica	1
4. Definizioni e criteri di valutazione	5
5. Documentazione utilizzata	8
6. Soggetti responsabili, team di lavoro, requisiti	9
7. Limiti della presente relazione	10
8. Valore del Fondo	11

TUTTI I DIRITTI RISERVATI - l'utilizzo da parte di terzi delle informazioni, dei dati, delle analisi e delle valutazioni contenuti in questo documento è soggetto ad autorizzazione scritta da parte di Scenari Immobiliari

SCENARI IMMOBILIARI

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI RICERCHE VALUTAZIONE E SISTEMI INFORMATIVI

Spettabile
InvestiRE SGR SpA
Via Po 16/a
00198 Roma

1. Premessa

In relazione all'incarico ricevuto da InvestiRE SGR SpA, *Scenari Immobiliari*, in qualità di Esperto indipendente, ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima con l'obiettivo di determinare il più probabile valore di mercato alla data del 30 giugno 2025 del Portafoglio di immobili facente parte del Fondo di investimento alternativo di tipo chiuso riservato ad investitori istituzionali "Primo".

2. Conformità

L'incarico è stato eseguito in conformità ai principi e definizioni generali contenuti in RICS – Standard globali di valutazione "Red Book" - edizione del 2 dicembre 2024 (efficaci a partire dal 31 gennaio 2025) che incorpora e recepisce gli International Valuation Standards (IVSC).

Coerentemente con tali principi il Valore di Mercato è espresso al netto dei *transaction cost* correlati all'eventuale compravendita dei beni.

3. Introduzione metodologica

Il portafoglio immobiliare del fondo Primo è composto da:

- immobile a reddito, ovvero da beni che ogni anno possono generare un flusso di cassa positivo a fronte di costi per spese di manutenzione, property e tasse;

Per tali motivi la stima dell'immobile in oggetto è stata elaborata utilizzando il metodo del Discounted Cash Flow per immobili a reddito e, per l'individuazione dei canoni di mercato, il Metodo sintetico-comparativo.

Metodo sintetico-comparativo (finalizzato all'individuazione dei canoni di mercato)

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

Il dato selezionato, per essere considerato attendibile e quindi utilizzabile ai fini di un confronto di mercato deve superare tre accurate fasi:

- 1) identificazione e raccolta delle informazioni,
- 2) identificazione delle unità comparabili e analisi degli elementi di comparazione,
- 3) definizione e impiego dei parametri di aggiustamento.

La prima fase corrisponde alla raccolta dei dati comparabili. Nella seconda fase è necessario far emergere dagli immobili utilizzati come paragone gli elementi oggettivi di similitudine: destinazione d'uso, caratteristiche fisiche, localizzazione, ecc. L'ultima fase del processo è anche quella più delicata, perché comporta la scelta di adeguati parametri di aggiustamento in modo tale da ottenere dati omogenei, quindi perfettamente comparabili. Tra gli elementi che si possono prendere in esame, ci sono:

- l'ubicazione e l'accessibilità
- la dimensione
- la qualità edilizia
- la presenza di elementi accessori (parcheggi, verde, ecc)

Ciascuna di queste voci è esplicitata mediante un valore percentuale. La somma delle percentuali dà luogo al coefficiente correttivo, che conferisce omogeneità al valore unitario del bene utilizzato come comparazione. Per ciascuna destinazione d'uso la corrispondente quotazione media, dopo il processo di aggiustamento, viene associata alla relativa superficie commerciale (lorda). La somma dei prodotti (superficie per valore medio) definisce il valore stimato del bene con il criterio di mercato (sintetico-comparativo).

Metodo del Discounted Cash Flow per immobili a reddito

Questo criterio si basa sul presupposto che un investitore è disposto a pagare per un bene un valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso in un periodo prefissato, ad un tasso di rischio-rendimento che varia in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene (tipologia, ubicazione, stato locativo, dimensioni, mercato, ecc.).

Per l'applicazione di tale metodo è necessaria la costruzione di un modello Discounted Cash Flow, o DCF che descriva su un arco di tempo adeguato quella che si configura come un'operazione immobiliare: acquisizione al tempo 0, valorizzazione per N anni e alienazione all'ultimo anno.

Il valore di mercato (che rappresenta l'obiettivo del valutatore) è costituito dalla somma dei flussi di cassa attesi attualizzati e del valore del bene attualizzato al termine dell'arco temporale ipotizzato. I passaggi affrontati nell'elaborazione del modello sono:

SCENARI IMMOBILIARI

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE SU SITUAZIONI E SISTEMI INFORMATIVI

- costruzione della distribuzione dei flussi di cassa positivi e negativi attesi
- determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione
- determinazione del più probabile valore di uscita del bene (exit value)

Per compiere queste operazioni è necessario conoscere:

- la situazione locativa (durata del contratto, adeguamenti previsti da contratto, scalettature del canone, scadenze, morosità, clausole contrattuali particolari),
- eventuali costi a carico della proprietà per lavori di manutenzione straordinaria,
- eventuali costi a carico della proprietà per copertura assicurativa,
- ammontare annuo dell'IMU.

Inoltre, è necessario fare ipotesi di carattere estimativo relativamente a:

- evoluzione del mercato immobiliare (previsioni di andamento dei canoni di locazione e dei prezzi di vendita),
- tempi medi necessari per la locazione delle unità sfitte o liberate,
- stima dei costi ordinari di gestione,
- stima costi di adeguamento delle unità immobiliari da locare a nuovi conduttori.

Il modello è costruito su alcune simulazioni. Alla prima scadenza del contratto, viene effettuata una verifica ponendo a confronto il canone di locazione in essere con i canoni correnti di mercato; se l'importo del canone in essere è minore o uguale al canone espresso in quel momento dal settore di riferimento, si considerano confermate e costanti le condizioni indicate nel contratto di locazione fino alla seconda scadenza, momento in cui il canone in ogni caso viene adeguato al mercato. Per le unità immobiliari rimaste libere si ipotizza un assorbimento a canoni di mercato compatibile con le caratteristiche del bene.

Se invece alla prima scadenza il canone di locazione in essere è maggiore di quello di mercato, è possibile quantificare il rischio di rilascio del bene da parte del conduttore attraverso l'applicazione di un tasso di sfitto – inesigibilità più elevato.

Una volta costruito il modello e definito l'arco temporale sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà ottenuto mediante attualizzazione dei flussi di cassa ad un tasso che viene determinato ponendo a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati mobiliari. Questo tasso, frutto di un calcolo di ponderazione tra mezzi di terzi (Debito) e mezzi propri (Equity), viene individuato tenendo conto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

SCENARI IMMOBILIARI

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI, RICERCHE, VALUTAZIONE E SISTEMI INFORMATIVI

Alla fine dell'arco temporale ipotizzato, si simula la vendita dell'immobile stimandolo per capitalizzazione del reddito netto; il valore di uscita verrà quindi determinato nel seguente modo:

$$\text{valore di uscita} = \frac{\text{reddito netto ultimo anno}}{\text{tasso di uscita (GOGR)}}$$

dove, il tasso di uscita (Going out cap rate) è a sua volta determinato in funzione del tasso di attualizzazione utilizzato nell'intero modello (WACC) e delle condizioni di mercato prevedibili per l'ultimo anno (risk out).

SCENARI IMMOBILIARI

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI RICERCHE VALUTAZIONE E SISTEMI INFORMATIVI

4. Definizioni e criteri di valutazione

Per la stima del valore di mercato del bene oggetto della presente perizia, Scenari Immobiliari ha adottato criteri di generale accettazione conformi ai più autorevoli principi in materia di valutazione immobiliare.

Valore di mercato

Per valore di mercato si intende *“l’ammontare stimato a cui un’attività o una passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di 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 entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni”* (Red Book - edizione di dicembre 2024).

Canone di mercato

Per canone di mercato si intende *“l’ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere locata, alla data di valutazione, da un locatore a un conduttore privi di legami particolari, entrambi interessati alla transizione, sulla base di termini contrattuali adeguati e a condizioni concorrenziali, dopo un’adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni”* (Red Book - edizione di dicembre 2024).

Criteri di valutazione

I criteri di valutazione utilizzati nella presente relazione sono conformi a quanto contenuto nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, del Regolamento Banca d’Italia Provvedimento del 23 dicembre 2016, di cui seguito si riportano i commi salienti:

[...] 2.5 Beni immobili

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

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

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

SCENARI IMMOBILIARI

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI, RICERCHE, VALUTAZIONE E SISTEMI INFORMATIVI

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

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

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

1. ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente;

2. facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa. Il tasso di attualizzazione va definito tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine a cui si applica una componente rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;

3. sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno.

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

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

SCENARI IMMOBILIARI

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI, RICERCHE, VALUTAZIONI E SISTEMI INFORMATIVI

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

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

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

4. Esperti indipendenti

[...] La SGR inoltre richiede agli esperti indipendenti un giudizio di congruità del valore di ogni bene immobile che intende vendere nella gestione del FIA. Il giudizio di congruità è corredato di una relazione analitica contenente i criteri seguiti e la loro rispondenza a quelli previsti dalle presenti disposizioni.

SCENARI IMMOBILIARI

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE SULLE SITUAZIONI E SISTEMI INFORMATIVI

5. Documentazione utilizzata

Coerentemente con l'incarico ricevuto *Scenari Immobiliari* ha eseguito una verifica preliminare dei contenuti del dossier documentale consegnato dal Cliente, completato, laddove necessario, da un'attività di Due Diligence finalizzata all'acquisizione delle seguenti informazioni:

- perimetro Fondo Primo
- rent roll
- sintesi delle consistenze
- documentazione catastale (visure e planimetrie)
- importi dovuti per IMU
- riferimenti catastali
- contratti di locazione
- due diligence

Nei singoli report è riportato un elenco esaustivo della documentazione fornita dal committente.

SCENARI IMMOBILIARI

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI, RICERCHE, VALUTAZIONI E SISTEMI INFORMATIVI

6. Soggetti responsabili, team di lavoro, requisiti

Soggetti responsabili

La valutazione è stata eseguita sotto il controllo e la responsabilità dell'arch. Francesca Zirnstern MRICS, Direttore Generale.

Team

Il Team che ha collaborato allo svolgimento del presente incarico è così composto:

Graziella Gianquinto - OdA della provincia di Messina n. 1647, persona fisica deputata in concreto allo svolgimento dell'incarico ex D.M. del 5 marzo 2015 n. 30, art. 16 c. 5

Arch. Graziella Gianquinto valutazione e relazione tecnica

Dott. Andrea Del Sante, analisi e ricerche di mercato

Pian. Fabrizio Trecci, inquadramento urbanistico

Paola von Berger, editing

Requisiti

Scenari Immobiliari dichiara di disporre delle competenze necessarie a svolgere il presente incarico e di fornire una valutazione obiettiva e imparziale.

Ai sensi dell'art. 16, comma 2 e comma 5, del D.M. del 5 marzo 2015 n. 30, si precisa che alla data della presente Perizia:

- non sussistono circostanze che possano pregiudicare l'indipendenza dell'incarico di valutazione e che comportino il sorgere di potenziali conflitti di interesse;
- sono rispettati i requisiti previsti dai commi 8 e 9 dell'art. 16 del D.M. 30/2015;
- i soggetti coinvolti nella valutazione ed i firmatari della presente Perizia non versano in situazioni di incompatibilità indicate dai commi 11 e 16 dell'art. 16 del D.M. 30/2015, né versano in una situazione di conflitto di interessi rilevante in relazione ai beni da valutare

Scenari Immobiliari S.r.l. ha ottenuto la Certificazione Sistema Qualità in accordo alla UNI EN ISO 9001:2015 per le attività di "Progettazione ed erogazione di servizi di valutazione immobiliare e attività di advisory e consulenza immobiliare".

Scenari Immobiliari S.r.l. è iscritta al Registro delle Imprese di RICS - Royal Institution of Chartered Surveyors.

7. Limiti della presente relazione

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

- le valutazioni sono state realizzate per il Cliente con lo scopo di individuare il valore di mercato secondo la definizione contenuta nel Capitolo *"Definizioni e criteri di valutazione"*;
- i sopralluoghi - laddove effettuati - hanno avuto come obiettivo la verifica della corrispondenza tra destinazioni ed uso effettivo delle superfici e dello stato di conservazione e di manutenzione dei beni immobili;
- non sono state effettuate analisi per verificare la presenza di eventuali sostanze nocive nei terreni o nei manufatti e l'esistenza di sorgenti di campi elettromagnetici dannosi per la salute;
- la documentazione fornitaci dal Cliente è stata assunta come attendibile, in particolare per quanto attiene l'identificazione e la delimitazione dell'oggetto da valutare;
- le dimensioni inserite nel presente documento sono state desunte dal materiale fornitoci dalla proprietà; la superficie commerciale è stata calcolata effettuando un processo di ragguaglio in funzione della tipologia edilizia, destinazione d'uso e del mercato immobiliare di riferimento, per rendere equiparabile le superfici accessorie alla destinazione d'uso principale;
- i valori di riferimento (prezzi e canoni di mercato) sono stati rilevati dal mercato immobiliare, sulla base di indagini dirette e utilizzando i principali prezziari a disposizione tra cui l'Osservatorio del Mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate e la *Bancadati – Scenari Immobiliari*;
- la perizia è stata elaborata assumendo che l'immobile oggetto di stima sia immune da vizi che limitino, anche solo parzialmente, l'alienabilità o l'uso cui sarà destinato, quali ipoteche, servitù, diritti di terzi sulle proprietà e altri asservimenti di qualsiasi titolo;
- la presente Relazione non costituisce una proposta di vendita né una sollecitazione all'acquisto di azioni o raccomandazione in termini di investimento,
- il Valore di Mercato è espresso al netto dei *transaction cost* correlati all'eventuale compravendita dei beni,
- coerentemente con quanto adottato dalla prassi valutativa italiana, il Valore di Mercato è espresso al netto degli oneri finanziari e della fiscalità.

SCENARI IMMOBILIARI

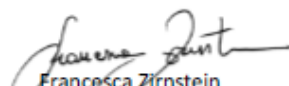
ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI, RICERCHE, VALUTAZIONI E SISTEMI INFORMATIVI

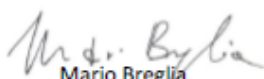
8. Valore del Fondo

Al termine del processo valutativo e sulla base delle considerazioni ed elaborazioni illustrate nelle pagine precedenti, è possibile indicare il valore di mercato alla data del 30 giugno 2025, del Portafoglio di immobili facente parte del Fondo di investimento alternativo Primo, in:

Euro 14.100.000,00
(quattordicimilionicentomila/00)

Milano, luglio 2025


Francesca Zirnstein
Direttore generale


Mario Breglia
Presidente e Legale rappresentante

Allegato: Copia del contratto di affidamento incarico Esperto Indipendente



Spett.le
Scenari Immobiliari
Via Benedetto Marcello, 63
20124 Milano

c.a. Francesca Zirnstein

inviata via e-mail
f.zirnstein@scenari-immobiliari.it

Roma, 24 marzo 2025
Prot. Primo/DV/pm/25/463

Oggetto: FIA "Primo" – Incarico di Esperto Indipendente

Spett.le Scenari Immobiliari Srl,
Facciamo riferimento alla Vs. Offerta Economica del 21 febbraio 2025 per l'assunzione dell'incarico di Esperto Indipendente per la valutazione (con servizi accessori) dei beni immobili oggetto di investimento del FIA riservato "Primo" (di seguito la "Proposta" che si allega alla presente quale Allegato 1) per proporvi con la presente il seguente incarico di Esperto Indipendente del fondo (di seguito l'"Incarico").

Copia della presente proposta di Incarico dovrà esserci restituita debitamente sottoscritta dal Vostro legale rappresentante in segno di integrale ed incondizionata accettazione dei termini e delle condizioni di seguito riportate.

1. Definizioni e Allegati.

1.1 Ai seguenti termini è attribuito il seguente significato:

Policy: indica la disciplina interna adottata dalla SGR in merito ai rapporti con gli Esperti Indipendenti così come di volta in volta adottata ed aggiornata da SGR, con particolare riferimento ai ruoli e alle responsabilità degli organi e delle funzioni aziendali nell'ambito del processo di valutazione;

Esperto Indipendente: indica la società Scenari Immobiliari;

Incarico: indica il presente contratto;

Parti: indica SGR e l'Esperto Indipendente;

SGR: indica la società Investire SGR S.p.A. con sede legale in Roma via Po 16/a;

Fondo: indica il fondo immobiliare "Primo";

Autorità di Vigilanza: indica la Banca d'Italia e la CONSOB

1.2 Gli allegati del presente Incarico sono i seguenti e ne costituiscono parte integrante e sostanziale:

Allegato 1	Proposta
Allegato 2	Policy
Allegato 3	Elenco immobili
Allegato 4	Attività di controllo della funzione Risk Management della SGR



Investire SGR SpA
Sede legale e uffici: Via Po 16/a – 00198 Roma
Uffici: Largo Donegani 2 – 20121 Milano
Tel. 06 696291 (centralino unico) – Fax 06 69629212
info@investiresgr.it – investiresgr@pec.investiresgr.it

Iscritta all'Albo matricola 50 – Cap. Soc. Euro 14.770.000 iv
Iscr. Reg. Imprese di Roma C.F. e P.IVA 06931761008
Società soggetta all'attività di direzione
e coordinamento di Banca Finnat Euramerica SpA
www.investiresgr.it



(e) di avere adottato ogni idonea misura tecnica e organizzativa per garantire agli interessati l'esercizio dei diritti di cui agli articoli 15-22 del Regolamento.

16.3 Le Parti si impegnano a garantire il rispetto delle clausole che precedono anche da parte delle società controllanti, controllate, soggette a comune controllo e/o dei rispettivi amministratori, dipendenti, agenti e consulenti (le "Società del Gruppo e i loro Rappresentanti"), ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1381 c.c.

16.4 In considerazione di quanto sopra, ciascuna Parte con la presente si impegna espressamente, in proprio nonché ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1381 c.c. per le Società del Gruppo e i loro Rappresentanti, a manlevare e tenere interamente indenne l'altra Parte, a semplice richiesta scritta di quest'ultima, (i) da qualsiasi responsabilità, conseguenza, perdita, danno, richiesta di risarcimento, passività, sanzione, costo e spesa (ivi incluse quelle relative ad onorari di avvocati) derivanti dalla mancata osservanza della Normativa Privacy (sua o delle Società del Gruppo e i loro Rappresentanti), nonché (ii) da qualsivoglia ulteriore pretesa giudiziale o stragiudiziale di terzi, incluse le contestazioni mosse innanzi al Garante per la protezione dei dati personali e/o a qualsivoglia ulteriore autorità amministrativa o giudiziaria, conseguente o comunque riconducibile ai dati personali trattati dalla Parte o dalle Società del Gruppo e i loro Rappresentanti e, pertanto, eventuali perdite, danni, spese, richieste di risarcimento, passività, sanzioni, costi ed oneri aggiuntivi (ivi inclusi eventuali onorari di avvocati) sostenuti dall'altra Parte e/o dalle sue Società del Gruppo e i loro Rappresentanti o da collaboratori e/o fornitori e/o intermediari di quest'ultima, che siano stati causati dal mancato rispetto da parte della Parte inadempiente o delle sue Società del Gruppo e i loro Rappresentanti saranno ad integrale ed esclusivo carico della Parte inadempiente.

16.5 Le Parti, ciascuna per conto dell'altra, garantiscono di avere fornito – ovvero si obbligano a fornire nel minor tempo possibile – ai propri rappresentanti, dipendenti, collaboratori ad ogni titolo associati all'esecuzione del presente Incarico, l'Informativa al trattamento dei dati personali presente sul sito www.investiresgr.it ovvero un'Informativa di contenuto analogo, e si impegnano a manlevare e tenere l'altra parte indenne da ogni pretesa, azione, richiesta, sanzione, risarcimento, costo (incluse le spese legali) da chiunque avanzata per violazione dell'obbligo di cui agli articoli 13 e 14 del Regolamento.

16.6 Le Parti si danno reciprocamente atto di aver negoziato specificatamente ciascuna delle clausole contenute nel presente articolo e di accettare le stesse espressamente.

InvestiRE SGR S.p.A.

"Primo"

Firmato digitalmente da: Dario Valentino
Data: 24/03/2025 16:49:43

Per accettazione:

Firmato digitalmente da

MARIO BREGLIA

CN = MARIO BREGLIA
SerialNumber = TINIT-BRGMRA55A17I829J
C = IT

