



RELAZIONE di GESTIONE AL 31 DICEMBRE 2018 DEL

FONDO PRIMO

FIA immobiliare chiuso riservato ad investitori qualificati

APPROVATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
DI INVESTIRE SGR S.P.A. IN DATA 28 FEBBRAIO 2019

INDICE

ORGANI SOCIALI	4
INFORMAZIONI GENERALI	5
DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO	6
RELAZIONE degli AMMINISTRATORI	7
1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO	7
1.1. Quadro macroeconomico.....	7
1.2. Andamento del mercato immobiliare	8
1.3. Mercato dei fondi immobiliari	10
1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali	17
2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO	21
2.1. Linee strategiche della gestione del Fondo	21
2.2. Il patrimonio immobiliare del Fondo	22
2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare	23
2.4. Andamento della gestione del Fondo	23
2.4.1. Attività di sottoscrizione, rimborsi parziali di quote e distribuzione dei proventi	23
2.4.2. Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni	24
2.4.3. Andamento del valore della Quota.....	25
2.4.4. Risultato di periodo	25
2.4.5. Finanziamenti, derivati e liquidità del Fondo.....	26
2.4.6. Governance del Fondo.....	26
3. EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE	26
4. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR	27
5. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 31 DICEMBRE 2018	27
6. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	27
SITUAZIONE PATRIMONIALE	28
SEZIONE REDDITUALE	30
NOTA INTEGRATIVA	32
PARTE A – Andamento del valore della quota	32
PARTE B – Le Attività, le Passività ed il Valore Complessivo Netto	32
Sezione I - Criteri di valutazione	32
Sezione II - Le attività.....	35
Sezione III - Le passività	38
Sezione IV - Il valore complessivo netto	39
Sezione V - Altri dati patrimoniali	39
PARTE C – Il Risultato Economico del periodo	40
Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari	40
Sezione II - Beni immobili.....	40
Sezione III – Crediti.....	41

<i>Sezione IV - Depositi bancari</i>	41
<i>Sezione V – Altri beni</i>	41
<i>Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari</i>	41
<i>Sezione VII - Oneri di gestione</i>	41
<i>Sezione VIII - Altri ricavi e oneri</i>	46
<i>Sezione IX – Imposte</i>	46
PARTE D – Altre informazioni	47
Estratto Relazione di stima degli Esperti Indipendenti	50
Relazione della Società di Revisione	62

ORGANI SOCIALI**CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

<i>Presidente</i>	Arturo Nattino
<i>Vice Presidente</i>	Barbara Pivetta
<i>Amministratore Delegato</i>	Dario Valentino
<i>Consiglieri</i>	Giulio Bastia Ermanno Boffa Domenico Bilotta Leonardo Buonvino Fabio Carozzo Giuseppe Mazzarella Antonio Mustacchi Anna Pasquali Maurizio Pinnarò Marco Tofanelli

COMITATO ESECUTIVO

<i>Presidente</i>	Dario Valentino
<i>Membri</i>	Giulio Bastia Domenico Bilotta Fabio Carozzo Anna Pasquali

COLLEGIO SINDACALE

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

SOCIETÀ DI REVISIONE

EY 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 31 dicembre 2018 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 2015 così come modificato dal successivo Provvedimento del 23 dicembre 2016 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 di gestione del Fondo PRIMO si compone dei seguenti documenti:

- 1) Relazione degli Amministratori
- 2) Situazione Patrimoniale
- 3) Sezione Reddittuale
- 4) Nota Integrativa

La Nota Integrativa forma parte integrante del documento. Essa fornisce informazioni più dettagliate sui dati contabili delle sezioni patrimoniale e reddittuale ed ulteriori notizie al pubblico, rispetto a quelle ricavabili dai prospetti della Relazione di Gestione, in quanto ritenute necessarie ad esprimere in modo chiaro, veritiero e corretto i dati esposti nel documento.

La Nota è ripartita in parti e sezioni, che illustrano singoli aspetti della gestione, in funzione dell'operatività svolta dal Fondo ed è corredata di allegati che ne costituiscono parte integrante.

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 così come modificato dal successivo Provvedimento del 23 dicembre 2016 e non si discostano da quelli utilizzati per la redazione della Relazione di gestione al 31 dicembre 2017.

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 (1)	BNP Paribas Securities Services S.p.A.
Esperto Indipendente	Avalon Real Estate S.p.A.
Società di revisione	EY 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 al 31 dicembre 2018	Euro 50.000.000
Numero di quote collocate al 31 dicembre 2018	500
Valore nominale originario delle quote	Euro 100.000
Valore nominale residuo (2) delle quote al 31 dicembre 2018	Euro 100.000
Valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2018	Euro 54.079.784
Valore unitario delle quote al 31 dicembre 2018	Euro 108.159,569
Valore di mercato degli immobili al 31 dicembre 2018	Euro 14.000.000

(1) In data 28 settembre 2018 si è perfezionata la cessione del ramo d'azienda per l'esercizio dell'attività di Depositario da Banco BPM a BNP Paribas Securities Services.

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

RELAZIONE degli AMMINISTRATORI

1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO

1.1. Quadro macroeconomico

La crescita economica mondiale rimane solida nelle principali economie avanzate, ma è significativamente rallentato il commercio mondiale. Secondo l'ultimo *Bollettino Economico* di Banca d'Italia (gennaio 2019) negli ultimi mesi si sono manifestati segnali di deterioramento in molte economie avanzate ed emergenti. Le incertezze sul quadro congiunturale hanno avuto ripercussioni sui mercati finanziari internazionali, con una flessione dei rendimenti a lungo termine e la caduta dei corsi azionari. Sulle prospettive globali gravano i rischi relativi a un esito negativo del negoziato commerciale tra gli Stati Uniti e la Cina, al possibile riacutizzarsi delle tensioni finanziarie nei paesi emergenti e all'incertezza sull'evoluzione dei rapporti economici fra il Regno Unito e l'Unione Europea. Nell'area dell'euro la crescita si è indebolita; in novembre la produzione industriale è diminuita significativamente in tutte le principali economie. L'inflazione, pur restando su valori ampiamente positivi, è scesa nei mesi autunnali, portandosi a fine anno all'1,6% a causa della decelerazione dei prezzi dei beni energetici. Nella media dell'anno l'inflazione è stata pari all'1,7% (1,5% nel 2017). Secondo le proiezioni dell'Eurosistema diffuse in dicembre, l'inflazione scenderebbe all'1,6% nel 2019, in linea con le attese degli analisti censiti da Consensus Economics, per risalire gradualmente nel biennio successivo. Il calo è riconducibile alla flessione delle quotazioni del petrolio e al peggioramento delle prospettive di crescita dell'area europea. Nel terzo trimestre il PIL dell'area europea è aumentato dello 0,2% sul trimestre precedente, in marcato rallentamento rispetto ai mesi primaverili. Ha pesato il sostanziale ristagno delle esportazioni, mentre la domanda interna è rimasta stabile.

In **Italia** la debole espansione dell'attività economica, in atto da oltre un triennio, si è interrotta nel terzo trimestre e nel quarto trimestre il PIL italiano ha rafforzato la tendenza negativa emersa nel trimestre precedente (rispettivamente -0,2% e -0,1%) registrando la seconda variazione congiunturale negativa consecutiva. La contrazione risulta determinata soprattutto dalla riduzione della domanda interna, dalla flessione degli investimenti, in particolare in beni strumentali, ma anche dal calo della spesa delle famiglie. Favorevole l'andamento delle esportazioni verso l'estero, che hanno registrato un incremento maggiore di quello delle importazioni; le imprese, tuttavia, avvertono segnali di indebolimento, confermando l'elevata incertezza sull'evoluzione di questa componente della domanda. La variazione annua del PIL nel complesso del 2018 si attesta intorno all'1,0%. Da segnalare che in autunno la produzione industriale si è contratta dell'1,6% sul mese precedente, facendo diminuire anche gli indici di fiducia delle imprese. L'indagine trimestrale, condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* sulle aspettative di inflazione e crescita, rileva come siano peggiorati sia i giudizi relativi alla situazione economica generale, sia quelli sull'andamento della domanda, soprattutto con riferimento alla componente nazionale. Si segnala, inoltre un rallentamento dei piani di investimento delle imprese per il complesso del 2019: sull'attività delle aziende continuano a pesare l'incertezza imputabile a fattori economici e politici e, in misura meno rilevante, le tensioni sugli scambi commerciali internazionali.

Sul fronte del **mercato del lavoro**, nel trimestre estivo sono aumentate le ore lavorate mentre il numero di occupati è diminuito; secondo i primi dati disponibili, all'inizio dell'autunno il tasso di disoccupazione è tornato a salire attestandosi su valori osservati alla fine della primavera. Il tasso di disoccupazione giovanile è rimasto sostanzialmente stabile, attorno al 32%.

L'**inflazione** complessiva si è ridotta in dicembre all'1,2%, soprattutto per effetto del rallentamento dei prezzi dei beni energetici.

Le condizioni di offerta del **credito** rimangono nel complesso distese; i tassi di interesse sui prestiti sono solo lievemente più elevati di circa un decimo di punto, rispetto a maggio, prima del manifestarsi delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato. Il costo del credito continuerebbe però a essere spinto gradualmente al rialzo se il più elevato livello dei rendimenti sovrani si dimostrasse persistente. Nell'ultimo trimestre del 2018 le condizioni di accesso al credito avrebbero registrato un inasprimento dei termini e delle condizioni generali dei prestiti erogati.

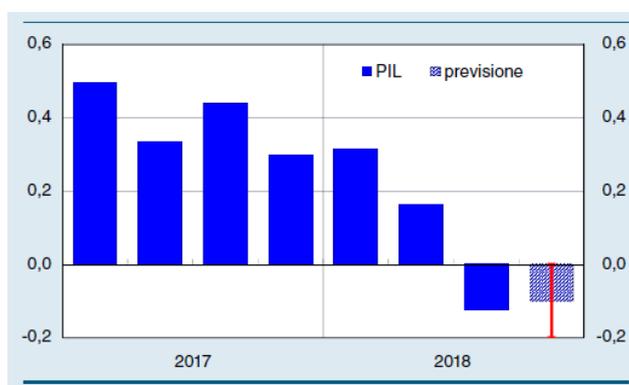
Nell'attuale contesto, le proiezioni per l'economia italiana devono essere valutate con particolare cautela, in considerazione dell'ampia incertezza che le circonda, dovuta anche al fatto che molte misure di politica economica non sono ancora definite con un sufficiente grado di dettaglio.

Sono state riviste al ribasso sia le proiezioni di crescita del PIL che quelle sull'inflazione. Secondo Banca d'Italia la proiezione della crescita del PIL è pari allo 0,6% nel 2019 e allo 0,9 e all'1,0% rispettivamente nel 2020 e nel 2021; la variabilità di questi valori è però particolarmente ampia. La minore crescita del prodotto nel 2019 è in

larga misura riconducibile al nuovo scenario, che prefigura un più accentuato rallentamento congiunturale. L'inflazione sarebbe pari all'1,0% nel 2019, lievemente inferiore al 2018, e salirebbe in media all'1,5% nel biennio successivo. Gli investimenti, nel triennio 2019-2021, risentirebbero, connessi anche con le peggiori prospettive del commercio internazionale. La Banca d'Italia avverte però che i rischi al ribasso che circondano queste proiezioni sono assai elevati. Ad esempio, quelli provenienti dal contesto internazionale sono associati principalmente a ulteriori irrigidimenti delle politiche commerciali, mentre sul piano interno, resta elevata l'incertezza connessa agli interventi della politica di bilancio e alle possibili ripercussioni sui mercati finanziari, all'incremento dei costi di finanziamento e al deterioramento della fiducia delle imprese e famiglie.

La prima *Nota Mensile* sull'andamento della congiuntura e dell'economia italiana pubblicata dall'Istat a gennaio 2019 conferma una marcata flessione, prospettando serie difficoltà di tenuta dei livelli di attività economica. L'Istituto di statistica rileva che il rallentamento dell'economia internazionale si è prolungato anche nell'ultima parte dello scorso anno, colpendo in particolare il settore industriale e la domanda internazionale.

Stima del PIL nel 4° trimestre 2018 - variazioni percentuali
(fonte *Bollettino Economico*- gennaio 2019)



1.2. Andamento del mercato immobiliare

Le preoccupazioni geopolitiche globali che riverberano sul sentiment economico hanno pesato sugli investimenti immobiliari europei nel 2018, ma i volumi transati - anche se leggermente inferiori rispetto al 2017 - si sono chiusi a livelli positivi, in particolare per le principali nazioni dell'Unione europea e per il Regno Unito, seppur gravato dall'incognita su come si concluderanno le negoziazioni della Brexit con l'UE.

Il fatturato immobiliare riporta risultati positivi nei principali cinque Paesi europei, con un'accelerazione in Francia e Germania, seguite da Spagna e Inghilterra, che si posiziona ultima con l'8,7% in più sul 2017. Si distacca di oltre tre punti percentuali l'Italia, che cresce solo del 5,3% nel 2018 e rallenterà ancora nel 2019. Secondo le previsioni per il 2019, gli incrementi di Germania e Spagna manterranno un ritmo sostenuto, con aumenti sopra l'otto per cento, mentre seguiranno a ritmi più calmierati Francia e Inghilterra con circa il sette per cento in più sul 2018. Anche l'Unione europea a 28 membri registra un andamento positivo, ma con variazioni meno significative rispetto alle cinque economie principali.

L'andamento dei prezzi medi per il prodotto **residenziale** rispecchia l'andamento del fatturato, mostrando aumenti intorno al 5% in Francia, Germania e Spagna per il 2018. L'Italia, invece, è l'unico Paese ancora in calo, anche se la contrazione va progressivamente riducendosi, facendo stimare per l'anno prossimo un arresto della discesa delle quotazioni.

Il **comparto uffici** attraversa una fase positiva che è proseguita nel 2018, nonostante le previsioni di un rallentamento della congiuntura macroeconomica dei principali Paesi dell'Unione Europea a partire dal 2019. L'assorbimento della domanda per spazi ad uso ufficio nelle grandi città europee si mantiene positiva; il buono stato di salute del mercato terziario è anche testimoniato dal basso tasso di vacancy attuale. Poche sono le città con un vacancy rate sopra il 10% (fra cui Madrid e Milano), mentre la maggior parte si colloca in range compreso fra i tre e i sette punti percentuali. Sul fronte dei prezzi le nazioni più brillanti sono state la Germania (+8% rispetto al 2017), i paesi nordici con una crescita media del 6% e quelli del Benelux con un aumento medio del 4%. I 28 Paesi dell'Unione europea hanno registrato una media in aumento del 2,2%. Il solo Paese che ha fatto segnare in questo comparto una decrescita è stata la Gran Bretagna (meno 1,6% la media generale) soprattutto a causa del

momento negativo che sta vivendo il mercato londinese. Le previsioni per il 2019 restano positive per buona parte delle città europee, anche se in generale si tende a pensare che il 2019 sarà un anno di generale stabilizzazione con qualche aggiustamento in termini negativi.

Nel settore **commerciale**, la domanda dei retailer rimane selettiva e orientata verso i negozi più performanti dal punto di vista reddituale e del valore del capitale investito.

L'e-commerce, l'aumento della tecnologia e l'evoluzione dei modelli di spesa dei consumatori continuano a plasmare la domanda al dettaglio europea. L'offerta di queste tipologie di negozi è in continua evoluzione, poiché sono sempre più numerosi i rivenditori tradizionali che stanno adattando e rivalutando i loro bisogni in termini di spazi commerciali, mentre i brand di successo portano avanti una strategia di espansione aggressiva, aprendo nuovi punti vendita monomarca (flagship store) in un numero sempre più vasto di città e ristrutturando e ampliando gli esistenti. Le quotazioni sono in aumento nelle top location, stabili nelle zone di medio livello. L'incremento più elevato, superiore al 20%, riguarda le high street di Londra. I mercati dell'Europa del sud, maggiormente penalizzati nel periodo recessivo, sono in fase di ripresa, con gli incrementi vistosi a due cifre nelle top location di Barcellona (+21%). In generale, vi sono delle vie che agiscono da veri catalizzatori per i brand del lusso, disposti a pagare canoni molto più alti della media pur di avere lì un negozio. Location dove l'investimento immobiliare non potrà essere intaccato negativamente dall'avvento della tecnologia e del commercio digitale. Nella grande distribuzione sono in aumento i cantieri per la realizzazione di grandi centri commerciali.

Il mercato degli immobili industriali e destinati alla **logistica** continua a rimanere in territorio positivo anche durante il 2018, anche se in rallentamento, dopo aver chiuso un 2017 da record. Nonostante stiano aumentando le difficoltà nel trovare terreni a disposizione sui cui realizzare gli immobili destinati a questo mercato, l'offerta oggi non sembra dare nessun segno di rallentamento, grazie alla domanda sempre attiva. La domanda si rivolge soprattutto a chi offre nuove realizzazioni, spesso realizzate su diretta richiesta del committente. Si tratta di progetti realizzati su misura che vanno a soddisfare il più possibile le esigenze di una società che necessita di questi immobili per le sue attività di stoccaggio delle merci. Fra i Paesi che si stanno dimostrando più sensibili a questa attività "tailor made" nel segmento logistico c'è la Spagna, dove circa il settanta per cento degli immobili viene realizzato su misura, seguita dalla Repubblica Ceca, la Gran Bretagna e l'Olanda. L'assorbimento di spazi offerti è in crescita, portando il tasso di vacancy europeo vicino al 5%. In particolare, cresce notevolmente la domanda di spazi concepiti per le merci che verranno poi commercializzate esclusivamente attraverso lo shopping on line; al contrario, quando si tratta di spazi "vecchi", ovvero tradizionali, si è registrato un calo della domanda. Anche l'interesse degli investitori rimane alto: le transazioni durante il primo trimestre del 2018 hanno superato i dodici miliardi di euro. Nonostante la cifra sia molto alta, si tratta di un volume inferiore dell'8% al 2017 che viene ritenuto dagli addetti ai lavori un anno record in assoluto.

Il mercato immobiliare italiano

Il 2018 si conferma positivo per il mercato immobiliare italiano, con un fatturato annuo che si attesta a 125 miliardi di euro, in crescita del 5,3% rispetto al 2017. Sul fronte degli investimenti, si registra un volume pari a **8,8 miliardi di euro**, in calo del 22% rispetto al 2017, ritenuto un anno record in assoluto con oltre 11 mld di investimenti. Sono molti gli elementi che hanno determinato il risultato dell'anno appena chiuso; fra i principali, la mancanza di prodotto di qualità, i rendimenti che per molte asset class sono stati in linea con quelli di Paesi più maturi, l'assenza di grandi operazioni di portafoglio (meno di 20 operazioni superiori ai 100 milioni di euro) e, non ultimo, il lungo periodo di incertezza, legato alla situazione politica ed economica italiana, con il contestuale innalzamento dello spread.

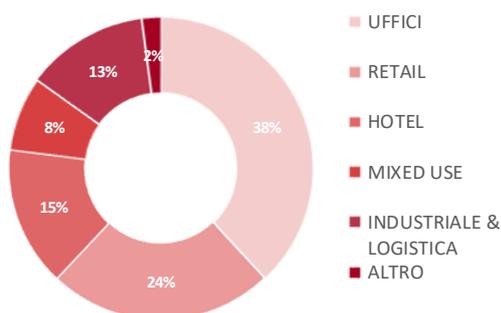
Gli investitori esteri hanno ancora un sentiment positivo nei confronti dell'Italia, ma il volume investito nel primo semestre è stato pari a due miliardi di euro, quasi la metà rispetto al semestre dello scorso anno. Gli investitori istituzionali italiani (fondi e assicurazioni) hanno comprato per poco più di un miliardo. Al momento, non è una "fuga" dall'Italia, ma una contrazione fisiologica rispetto ad un anno straordinario come il 2017 e al drastico calo del prodotto "prime", in quanto molti asset di prima fascia sono già stati transati. Il motore delle transazioni continua, comunque, a essere rappresentato dagli investitori internazionali, che hanno pesato nel 2018 per circa il 65% del totale degli investimenti, anche se in calo rispetto al 76% del 2017.

La scarsità di prodotto di qualità risulta un elemento di penalizzazione del mercato, finendo per alimentare dinamiche dicotomiche a seconda della tipologia di asset. Da una parte, gli immobili prime, per i quali si è innescata una vera e propria competizione, che ha portato ad una compressione dei rendimenti e ad un innalzamento dei prezzi su livelli particolarmente elevati, dall'altra, i tanti cespiti secondari, per i quali le manifestazioni di interesse sono modeste, se non addirittura nulle. In ultima analisi, il mercato italiano, in questa fase, sconta, oltre ad una maggiore fragilità del contesto economico, l'inadeguatezza del patrimonio immobiliare comune a tutti i segmenti che, pur non pregiudicandone la crescita, ne ritardano la ripresa e ne riducono l'intensità.

Se da una parte si registra la flessione del volume degli investimenti, dall'altra crescono take-up e pipeline di nuovi sviluppi con particolare riferimento a uffici, logistica e high street retail. Le aspettative per il 2019 sono in linea con i dati di investimento dell'anno passato e di stabilizzazione anche per quanto riguarda i volumi di assorbimento. In crescita l'interesse per i settori Living e Healthcare. Il **settore Hotels**, che ha raccolto 1,321 miliardi di Euro di investimenti nel 2018 (in linea rispetto al 2017), rappresenta l'asset class più promettente nel 2019. Nel corso dell'anno ci si aspettano forti volumi di crescita e investimenti da parte di investitori internazionali, comprese alcune grandi catene alberghiere. L'Italia, infatti, ha una concentrazione di destinazioni leisure e business e destinazioni lusso senza eguali al mondo in termini di qualità del turismo, livelli di performance e varietà di segmenti (millennials, famiglie, seniors).

Settori di investimento per tipologia

(fonte: elaborazioni da *Quotidiano Immobiliare - Focus H2 2018*)



1.3. Mercato dei fondi immobiliari

Secondo l'ultimo rapporto *I Fondi immobiliari in Italia e all'estero - novembre 2018* di Scenari Immobiliari, il comparto dei fondi immobiliari continua a crescere in modo sostenuto. Secondo le proiezioni, il Nav dei fondi immobiliari a fine 2018 sarà vicino a 55 miliardi di euro, con un incremento del 2,8% sull'anno precedente. Il patrimonio immobiliare detenuto direttamente supera i 60 miliardi di euro, comprese le operazioni di sviluppo, con un incremento del 4,3% sul 2017. In aumento i fondi attivi (430) anche per l'utilizzo come veicolo da parte dei soggetti esteri che, in modo crescente, operano nel mercato immobiliare italiano.

Con riferimento alla tipologia di fondi, la quota di patrimonio dei fondi retail, considerata anche la ravvicinata scadenza di molti di essi, si è ormai ridotta al 5% circa; di contro, il patrimonio dei prodotti riservati ha superato il 95% del totale. In relazione alla distribuzione geografica degli immobili, sia per i fondi riservati che per quelli retail, il nord-ovest (43%) e il centro (34%) rimangono le aree geografiche dove l'investimento in immobili è maggiormente concentrato. La terza area geografica di riferimento è il nord-est (13%), a seguire sud e le isole (8%). Gli investimenti all'estero risultano essere il fanalino di coda (2%) per entrambe le tipologie di prodotti, ma è maggiore per i fondi retail ed è realizzato prevalentemente attraverso partecipazioni di controllo in società immobiliari. A livello di asset allocation l'investimento prevalente sia per i fondi retail che per i fondi riservati è in immobili con destinazione d'uso uffici (quasi 44%); seguono, rispettivamente, le destinazioni d'uso commerciale con il 19%, altro (RSA, ricettivo, aree a sviluppo) con il 15% circa, residenziale con il 14% circa, e industriale/logistica, con l'8% circa. L'annunciata politica delle privatizzazioni di beni pubblici potrebbe dar vita a nuovi e importanti fondi immobiliari.

I Fondi Immobiliari in Italia (fondi retail e riservati)

(fonte: *Scenari Immobiliari - rapporto novembre 2018*)

Descrizione	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	2019*
N° fondi operativi ¹	305	312	358	365	385	390	403	420	430	440
Nav ²	34.000	36.100	37.000	39.000	43.500	45.700	48.000	53.000	54.500	56.000
Patrimonio immobiliare detenuto direttamente	43.500	46.400	47.300	49.100	50.500	52.100	53.500	58.000	60.500	62.000
Indebitamento esercitato ³	24.800	28.500	29.700	31.500	30.700	26.000	25.500	24.000	23.000	
Performance (Roe) ⁴ (val. %)	3,5	0,7	-1,8	-0,5	1,2	0,5	0,2	0,4	0,3	

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 anno

3) Finanziamenti effettivamente ricevuti (stima)

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

Mercato residenziale

Prosegue la risalita dei volumi di compravendite sul mercato abitativo italiano, grazie ai mutui ancora convenienti e al ritorno degli investitori che, soprattutto in alcune grandi città, hanno acquistato con più decisione grazie all'incremento dei canoni di locazione e, di conseguenza, dei rendimenti immobiliari. Anche la diminuzione dei tempi di vendita conferma il trend.

Si prevede che nel corso del 2018 si registreranno 573 mila compravendite residenziali, pari all'1,6% del patrimonio abitativo complessivo, con un aumento del 5,7% rispetto al 2017. Dal momento che il prezzo medio di un'abitazione in Italia può essere stimato nell'ordine di 165 mila euro, il valore complessivo di mercato generato risulterà pari a circa 94,5 miliardi di euro. Per il 2019 si ipotizza la conferma del trend positivo con un tasso di crescita del 5-6%.

Dall'ultima indagine sulle famiglie italiane condotta da Nomisma nel corso del 2018 emerge che il 15,4% delle manifestazioni di interesse all'acquisto dell'abitazione risulti motivato da scelte di investimento, riguardando circa 400 mila famiglie (mentre nella rilevazione 2017 la componente pesava appena il 6,1%). Questo segmento di domanda, secondo quanto emerge dall'indagine, è spinto dalla migliore convenienza economica (spesso solo percepita) del mercato immobiliare e dalla mancanza di valide opportunità di investimento alternativo. Dall'indagine si ricava, inoltre, che le famiglie attualmente in cerca di un'abitazione o che intendono attivarsi nei prossimi 12 mesi per l'acquisto sono addirittura 2,6 milioni, per un mercato potenziale che può essere quantificato in 436,9 miliardi di euro. La domanda generatrice di questo mercato potenziale è costituita da famiglie in condizioni economiche e reddituali ritenute solvibili e stabili.

In questo contesto, Milano è tornata a registrare a fine 2018 circa 25 mila compravendite, come avveniva negli anni pre-crisi.

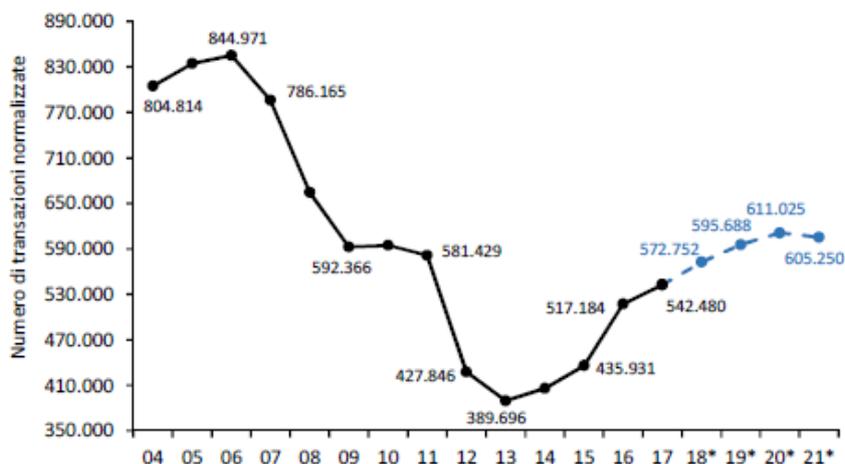
L'altro comparto residenziale, quello della **locazione**, genera un valore economico complessivo più contenuto. La domanda che si rivolge a questo mercato si conferma piuttosto eterogenea dal punto di vista occupazionale e reddituale. La segmentazione del mercato delle locazioni ha richiesto, inoltre, una diversificazione delle tipologie e durate dei contratti di locazione, dalla locazione ordinaria di lungo periodo, alla locazione transitoria, agevolata e per studenti. Si evidenzia un calo dei contratti che afferiscono al segmento ordinario di lungo periodo, a vantaggio degli altri segmenti, in particolare di quelli di più breve durata con contratti inferiori ai 3 anni. Questo fenomeno è più marcato negli 8 principali mercati (Roma, Milano, Napoli, Torino, Palermo, Genova, Bologna, Firenze) rispetto al resto d'Italia nel suo insieme.

Non c'è stata però, come previsto, la ripresa dei valori. Su base annua i prezzi delle abitazioni hanno subito in media una riduzione dello 0,9%, pur confermando il trend di attenuazione della spinta recessiva, con variazioni oramai prossime allo "zero".

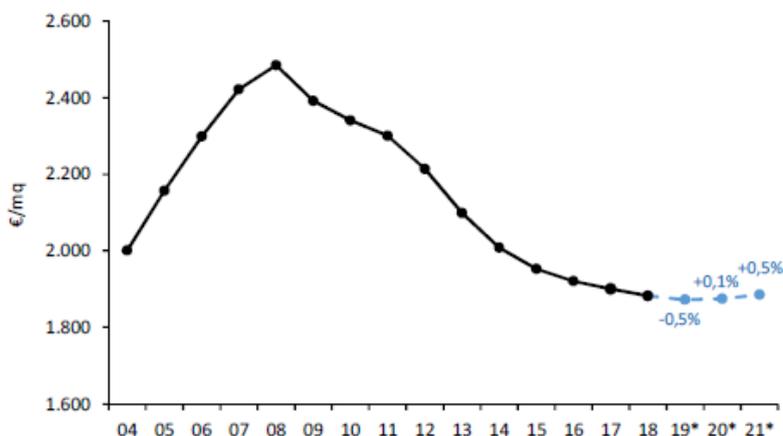
Segnali positivi per le abitazioni nuove in tutte le zone cittadine, con indicazioni di aumento dei prezzi più significative nelle zone centrali e più contenute nelle altre zone. Per l'usato, invece, i prezzi sono in aumento moderato nelle zone centrali, mentre risultano ancora in calo in semicentro e periferia.

Per il 2019 si prevede una maggiore attenzione verso un prodotto residenziale alternativo e di qualità: il focus sarà rivolto verso alcuni format che oggi esistono in forma solo embrionale, quali il residenziale "multi-family", "co-living" e "micro-living" e il residenziale con annessi servizi a supporto della comunità (lavanderia, palestra, ecc.).

Numero di compravendite residenziali annuali e previsioni
(fonte *Nomisma su elaborazione dati di Agenzia delle Entrate*)



Prezzi medi delle abitazioni e previsioni (€/mq)
(fonte *Nomisma su elaborazione dati di Agenzia delle Entrate*)



Mercato terziario

Il settore direzionale, con un totale investito di 3,418 mld, è in calo del 17% rispetto all'anno precedente. Milano rimane il mercato privilegiato da parte degli investitori, attestandosi a 2 mld di investimenti. Roma mantiene un ottimo livello di take up in un contesto di mercato che continua a contrarsi e si conferma in linea con il 2017, con un volume investito di 1,1 mld. Le due città continuano a polarizzare il mercato italiano in questo comparto. Il driver principale nel settore è, oggi, la qualità: i nuovi modelli di lavoro come lo smart-working e il coworking hanno radicalmente modificato la domanda di spazi ufficio, richiedendo spazi flessibili in termini di postazione, ed esigenti per quanto riguarda il comfort, la sicurezza e l'efficienza energetica.

Ne consegue che la contrazione del volume degli investimenti risente, oltre che dalla diminuzione dei finanziamenti, anche dalla mancanza di attività di sviluppo e di conseguenza, di prodotto, limitando molto l'offerta.

La concentrazione della domanda sugli spazi di elevata qualità ha determinato un diffuso calo delle vacancy rate degli uffici di classe A; di contro c'è un surplus di offerta di immobili non più funzionali per i quali sono necessari scenari di valorizzazione; tali esigenze di adeguamento dello stock hanno comportato interessanti

opportunità di recupero e riqualificazione per creare nuovo prodotto. Tuttavia, nonostante la crescente domanda, i progetti *value added* restano rari, a causa della carenza di asset disponibili alla riqualificazione nelle zone centrali. Da qui l'interesse a valutare opportunità *prime* ma in location secondarie, con solidi fondamentali immobiliari; oppure progetti di sviluppo con l'avvio di nuovi cantieri in aree urbane, anche periferiche, da rigenerare e totalmente reinventare. La creazione di valore andrà, pertanto, ricercata nell'ampia disponibilità e potenzialità di ambiti urbani da trasformare e riconvertire e nell'effettiva sostenibilità ambientale, sociale ed economica dei progetti di sviluppo.

Milano, in particolare, in questi ultimi anni, è riuscita a interpretare le potenzialità che le trasformazioni territoriali possono innescare sulla crescita economica e sta vedendo i frutti di una rilevante riqualificazione urbana, con la capacità di attirare una quantità sempre maggiore di investimenti; investimenti, per lo più, indirizzati verso i nuovi e più funzionali complessi direzionali, sorti nei grandi ambiti di trasformazione della città, quali in primis Porta Nuova-Gioia e City Life, diventate aree per eccellenza a vocazione terziaria. Grazie al successo di queste iniziative, il centro storico perde gradualmente il primato di luogo privilegiato per l'insediamento di attività terziarie. In alcuni luoghi iconici come piazza Cordusio, il terziario sta progressivamente, anche se parzialmente, cedendo il posto al retail e alle attività ricettive e di ristorazione. Il fenomeno della conversione degli edifici si osserva anche per gli uffici in edifici ad uso misto nelle aree del semicentro che, in assenza di potenziali acquirenti o tenant, vengono spesso trasformati a residenze.

Focus su Milano

Il mercato degli uffici di Milano continua a mostrare una performance positiva, con un assorbimento record nel 2018, prossimo a 400.000 mq e superiore circa del 40% rispetto alla media decennale, e canoni di locazione *prime* intorno a 570-580 €/mq/anno, più elevati del picco del 2008 e con una previsione di ulteriore crescita per i prossimi anni, dovuta alla limitata disponibilità di spazi di grado A. Il principale driver della domanda si conferma la ricerca di uffici di qualità, iconici e flessibili, che sempre più rappresentano uno strumento di comunicazione per le aziende. Il *take-up* è stato guidato dal settore del *Business Services*, seguito dai settori Manifatturiero e Finanziario. Da evidenziare come una crescente componente di assorbimento sia rappresentata da operatori che stanno rivoluzionando l'intero settore, su tutti IWG e WeWork, per quanto riguarda spazi coworking e flexible office. Resta comunque molto sostenuta la domanda di nuovi spazi di qualità da parte delle grandi Corporate.

La dinamicità delle locazioni rappresenta uno dei fattori che alimenta la domanda di nuovi investimenti di tipo Value Add e Core Plus, in particolare da parte di investitori stranieri, e dà fiducia agli acquirenti Core, tra cui troviamo una importante componente di investitori italiani - prevalentemente fondi pensione e privati - oltre ai principali fondi internazionali.

Sul fronte degli investimenti, il 2018 si chiude con un volume pari a 2,078 miliardi, rappresentando la più consistente fetta (60%) del mercato uffici in Italia. Nonostante ciò, il prodotto di qualità è carente sia per gli investitori Core, che per quelli Value add. Si conferma la tendenza multicentrica di Milano: a metà tra i centri tradizionali quali il CBD (dove l'interesse degli investitori rimane forte e il rendimento *prime* stabile al 3,4%), Porta Nuova e le good secondary location (City Life e Bicocca, dove i rendimenti sono stabili al 5,0%), si assiste a un crescente interesse degli investitori nelle *upcoming location* che offrono grandi potenzialità di sviluppo. Rappresentativi di tale tendenza sono gli ex-scali ferroviari, soprattutto Scalo Farini e Scalo di Porta Romana, i cui rendimenti negli ultimi mesi sono scesi al di sotto del 4,5%. I canoni *prime* di CBD, Porta Nuova e Hinterland sono in aumento rispettivamente a 570€/mq/anno, 550€/mq/anno e 210€/mq/anno. I rendimenti netti *prime* e good secondary rimangono stabili rispettivamente a 3,4% e 5,0%.

Volume di investimenti e prime yield a Milano

(fonte: CBRE Research Q4 2018)



Focus su Roma

Anche il mercato di Roma sta registrando un andamento particolarmente dinamico: al rinnovato interesse da parte delle aziende, tuttavia, non sempre corrisponde un'adeguata offerta di spazi di qualità, e questo rappresenta un'opportunità in termini di progetti di sviluppo o riqualificazione. Sul fronte degli investimenti, il 2018 si conferma un anno record per il mercato uffici romano che, con 1.114 milioni di Euro di investimenti, riesce a superare il volume del 2017. Su base annua il capitale domestico è stato predominante ed ha pesato per il 53% del totale (a differenza del 2017 dove il capitale straniero ha pesato per il 77%). Canoni *prime* stabili nel CBD a 420 €/mq/anno e nell'EUR pari a 340€/mq/anno. I rendimenti netti *prime* sono stabili a 3,90%.

Volume di investimenti e prime yield a Roma (fonte: CBRE Research Q4 2018)



Mercato retail

Il settore retail è quello che meglio ha reagito alla contrazione del mercato: rappresenta una delle asset class più performanti dell'anno, con investimenti pari a 2,2 mld, sebbene in leggero calo (-6%) rispetto al 2017, legato probabilmente alla contrazione dei consumi. Il trend è totalmente opposto a quello europeo, in cui il mercato si conferma stabile per tutte le asset class ma vede il Retail in contrazione. Positiva la percezione, rispetto al resto d'Europa, degli investitori che premiano il settore retail italiano, la cui origine dei capitali si conferma prevalentemente straniera (80% circa).

Molteplici brand internazionali, anche legati alla ristorazione sono entrati nel mercato italiano nel corso dell'anno. Tra le aperture più significative, Starbucks a Milano, il cui ingresso ha posto le basi per l'interesse di altri brand, finora assenti, lasciando ipotizzare un ulteriore investimento a supporto della loro rete di vendita; la stessa Starbucks, Uniqlo, Victoria's Secret e Five Guys sono solo alcuni esempi del consolidato interesse delle catene internazionali per il nostro Paese.

Da segnalare, inoltre, una buona distribuzione di investimenti fra i centri commerciali e l'high street italiana. Difatti, nei primi 9 mesi dell'anno le transazioni in questo comparto hanno riguardato quasi esclusivamente centri commerciali, che hanno contribuito al totale con circa 1,2 mld a conferma delle buone performance nel nostro Paese, dovute a una minore quantità di stock. Nel quarto trimestre del 2018 l'importante contributo dell'High Street che ha raggiunto circa il 40% del totale investito in retail nell'anno, con una lieve preferenza nel comparto shopping centre.

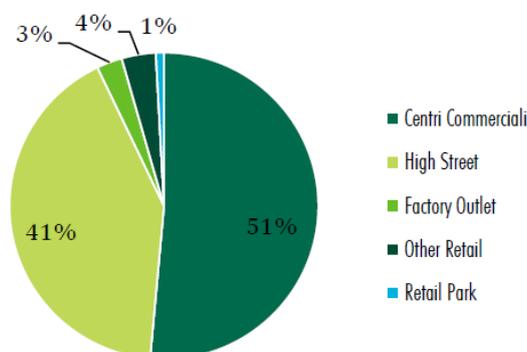
Il rendimento netto prime dei Centri Commerciali si attese al 5%; stabili per l'High Street di Milano al 3% e di Roma al 3,30%. Prosegue la crescita dei canoni nel settore high street su Milano, che raggiunge i 10.000 €/mq/anno, mentre Roma si mantiene stabile a 7.200 €/mq/anno.

Nel 2019, si potrebbe assistere al completamento di alcune importanti operazioni su Factory Outlet, settore che in Italia è ancora piuttosto silente.

Rendimenti netti prime in Italia, Retail (fonte: CBRE Research – Q4 2018)

Rendimenti (%)	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18
High Street Prime	3,15	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
High Street Secondary	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Shopping Centre Prime	4,90	4,90	4,90	4,90	4,90	5,00
SC Good Secondary	5,90	5,90	6,00	6,00	6,25	6,25
Retail Park Prime	5,90	5,90	5,90	5,90	5,90	6,00
Retail Park Good Secondary	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,90

Investimenti retail per tipo di format - 2018 (fonte: CBRE Research – Q4 2018)



Mercato degli immobili ad uso industriale e logistico

Il settore della logistica si conferma uno dei segmenti più brillanti del panorama immobiliare italiano. Nonostante nel 2018 abbia registrato investimenti pari a 1,1 mld, in contrazione rispetto al 2017, si conferma comunque un settore performante.

È opportuno mettere in evidenza come la logistica sia anche l'elemento di supporto preponderante all'industria che attualmente presenta il tasso di crescita più elevato: l'e-commerce, con forti margini di ampliamento specialmente nei paesi come il nostro, dove l'utilizzo delle vendite online risulta essere inferiore rispetto ai principali paesi mondiali. Tutto questo non può che essere visto dagli operatori logistici come una importante opportunità da cogliere, in modo tale da far crescere il proprio business, identificare nuove soluzioni che permettano di gestire al meglio gli spazi, diminuire i tempi di consegna e rendere efficiente il processo di gestione resi.

Secondo l'ultima analisi del *Borsino Immobiliare della Logistica* di World Capital la domanda di spazi ad uso logistico di ultima generazione risulta fortemente crescente non solo nella locazione di magazzini, ma soprattutto nello sviluppo di nuovi immobili costruiti su misura, i cosiddetti "build-to-suit". Tale richiesta è dovuta prin-

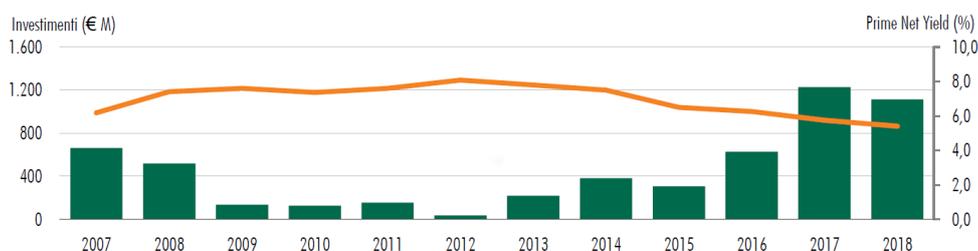
principalmente all'esigenza degli operatori logistici di rinnovare i propri magazzini per soddisfare le esigenze delle società specializzate, che a loro volta necessitano di spazi meglio organizzati e strutturati. Tra le diverse richieste di capannoni di ultima generazione, la maggioranza è attribuibile ai corrieri spesso alla ricerca di immobili con un taglio specifico, generalmente di 3.000-5.000 mq., a ridosso delle città e con layout specifici. Si sta infatti affermando sempre con maggior prepotenza una nuova asset class di immobili logistici dedicati all'attività di "last mile distribution", che rispetto ai classici immobili da logistica sono caratterizzati da una ubicazione nelle adiacenze se non addirittura all'interno del tessuto cittadino. Buona la performance per l'assorbimento: Milano si conferma la location preferita dagli occupier, seguita dal Veneto e da Roma. Sempre alto anche l'interesse per l'area di Bologna.

Prosegue il trend positivo di contrazione dello sfitto, con il vacancy rate che si riduce, raggiungendo il 2,6%, come effetto del maggiore assorbimento di spazi esistenti rispetto a quelli rilasciati.

I canoni di locazione hanno registrato in media un leggero aumento, dovuto principalmente dell'aumento dei canoni di locazione degli immobili di classe A, che hanno mostrato un +3% nelle zone primarie (Milano, Torino, Bologna, Roma, ecc.); tuttavia tale crescita è stata in gran parte compensata dalla contrazione dei canoni di immobili più scadenti.

I prezzi di vendita hanno evidenziato un balzo più consistente rispetto ai canoni, mostrando un aumento del 2%.

Volume di investimenti e prime yield nel settore logistico (fonte: CBRE Research Q4 2018)



Mercato healthcare

Il comparto RSA rappresenta un'alternativa di investimento sempre più interessante per gli investitori istituzionali, che possono attivare interessanti sinergie volte allo sviluppo del settore, coniugando ritorni finanziari e positive ricadute in termini di supporto al welfare nazionale. Il processo di invecchiamento della popolazione determina una domanda in crescita per il prodotto healthcare. L'Italia è il Paese europeo con la maggior quota di ultraottantenni (oltre il 6%); i bassi tassi di natalità combinati con un'aspettativa di vita sempre più lunga determinano un'emergenza demografica che impone il potenziamento e la specializzazione dell'assistenza a lungo termine e la moltiplicazione dei posti letto disponibili. Questi elementi rendono l'Italia uno dei Paesi più attrattivi per gli investitori del settore sanitario.

Tuttavia, la ricerca di prodotto è difficile poiché sono pochi gli asset di qualità che non necessino di interventi immediati e solo una piccola porzione del patrimonio destinato a RSA può essere di interesse per i grandi investitori. Nella provincia italiana ci sono piccole strutture con valore immobiliare modesto che non entrano nel radar degli investitori. I mercati di riferimento per le acquisizioni sono in particolare Lombardia e Piemonte, mentre il Sud rimane ai margini con poca offerta. Gli investitori, soprattutto quelli internazionali, in grado di mettere sul tavolo capitali importanti, ricercano RSA con alle spalle una sostenibilità dei canoni, a carico dei gestori delle strutture, distribuita in un arco temporale medio lungo (la durata standard del contratto di locazione è di 9+9 anni); immobili facilmente accessibili, di dimensioni superiori a 100 posti letto (fondamentale infatti, per la redditività e le economie di scala) e con spazi dedicati a servizi complementari (come, ad esempio, ambulatori) e infine accreditamenti/convezionamenti con gli Enti Pubblici in regola.

Ad oggi, secondo il recente *Rapporto RSA: alla ricerca di un modello sostenibile per lo sviluppo del settore*, nel nostro Paese sono circa 20 gli investitori istituzionali (tra SGR e SICAF) che gestiscono nei loro portafogli strutture sanitarie (inserite in un totale di 21 fondi immobiliari).

Nella categoria "strutture sanitarie" sono incluse le RSA, accanto ad altre forme di residenziale socio-assistenziale come il Senior Housing-Living, ovvero strutture con unità abitative autonome, dotate di servizi comuni (come

possono essere, ad esempio, pasti, attività ricreative, forme di assistenza sanitaria o domiciliare). Il tutto destinato ad un mercato abitativo “alternativo”, sia per la locazione che per la vendita. Circa 50 le RSA incluse nei portafogli immobiliari delle SGR/SICAF, per un totale di circa 5.600 posti letto e una distribuzione geografica delle strutture quasi esclusivamente in location del Nord Italia.

Mercato Social housing

Il Fondo Investimenti per l’Abitare (FIA) nato con l’emanazione del DPCM del 16 luglio 2009, per un ammontare di 2,88 miliardi, ha concluso la prima fase il 31 dicembre 2015 ed è il principale investitore del settore. Il mercato ha manifestato un vivo interesse per il Programma. Durante l’attuazione, la componente della locazione è stata maggiorata in quanto si è rivelata essere la più richiesta. L’obiettivo del FIA è di raggiungere un rendimento nell’ordine del 2,5-3%, a cui si aggiunge l’inflazione, generata dalla cedola della locazione e dall’incasso delle vendite successive. Dopo i consistenti cali dei tassi degli ultimi tempi, i potenziali investitori stanno riconsiderando le potenzialità di ritorno da investimenti in housing sociale. Nei prossimi anni si prevede anche in Italia l’affermazione dell’asset class social housing.

Attraverso il FIA è nata in Italia l’edilizia privata sociale che promuove lo sviluppo di progetti e iniziative finalizzate ad incrementare l’offerta di alloggi sociali attraverso investimenti. L’obiettivo del fondo è di creare un contesto abitativo dignitoso, che offra delle relazioni umane, oltre all’alloggio e ai servizi. Tale approccio prevede la realizzazione di progetti affiancati da programmi che facilitino la convivenza per rafforzare le comunità locali. Non pensare, pertanto, ad un progetto immobiliare di social housing fine a se stesso, ma voler creare un nuovo quartiere, dove ci sia qualità della vita per le persone che vi abitano e che vengono a soddisfare funzioni diverse. L’obiettivo è la realizzazione di un complesso integrato, nato per essere gestito nel lungo periodo: essendo il social housing un settore non speculativo, la sua redditività (che è bassa per definizione essendo legata a progetti dal forte carattere sociale e di sostegno al territorio) sarà garantita nel lungo periodo dai benefici derivanti da una corretta gestione, dal corretto utilizzo dei migliori impianti al giusto costo, dall’utilizzo di arredi di qualità e economicamente accessibili, da una progettazione intelligente ma anche da un mix funzionale adatto allo scopo. Come riportato nella *Relazione Finanziaria Annuale 2017* di CDP, a fine 2017, risultavano delibere di investimento del FIA per un ammontare di 1.730 milioni di euro (pari a circa l’85% dell’ammontare sottoscritto del Fondo) oltre a delibere in allocazione dinamica per 776 mln, in 30 fondi promossi e gestiti da 9 SGR. Complessivamente si prevede la realizzazione di circa 294 progetti che nel 2020 offriranno 20.000 alloggi sociali e 8.500 posti letto in residenze temporanee e studentesche.

Nel dicembre 2016, CDP ha istituito il “Fondo Investimenti per l’abitare 2”, operativo da febbraio 2017 con l’obiettivo di capitalizzare 100 milioni di euro. A fine 2017 sono stati richiamati a CDP complessivamente 10,9 milioni di euro.

La riqualificazione e la riconversione funzionale di edifici e complessi immobiliari dismessi sono i principali interventi previsti. Tra le destinazioni d’uso insediabili si cita il rental housing, ancora poco conosciuto in Italia, spazi destinati al co-working, incubatori di start-up e senior housing (alloggi per anziani autosufficienti ma con la necessità di avere servizi comuni).

1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali

Il 19 giugno 2017 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale il decreto legislativo 25 maggio 2017, n. 90 di “Attuazione della direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo e recante modifica delle direttive 2005/60/CE e 2006/70/CE e attuazione del regolamento (UE) n. 2015/847 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il regolamento (CE) n. 1781/2006” (il “Decreto Antiriciclaggio”).

Il Decreto Antiriciclaggio, in vigore dal 4 luglio 2017, ha riscritto integralmente il decreto legislativo n. 231/2007 in tema di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo.

In data 13 giugno 2018 la Banca d’Italia ha chiuso la consultazione pubblica di due Provvedimenti che contengono le “Disposizioni attuative in materia di adeguata verifica della clientela” e le “Disposizioni in su organizzazione, procedure e controlli interni in materia di antiriciclaggio”.

Nel mese di luglio 2018, la Banca d’Italia inoltre ha avviato la consultazione delle “Disposizioni specifiche per la conservazione e l’utilizzo dei dati e delle informazioni a fini antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo”, che si è chiusa il 2 ottobre 2018.

Allo stato, i suddetti Provvedimenti, non risultano emanati.

Il decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129 ("Decreto"), pubblicato il 26 agosto 2017, recante attuazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) relativa ai mercati degli strumenti finanziari e adeguamento della normativa nazionale al Regolamento (UE) 600/2014 (MiFIR) in materia di strumenti finanziari. Il Decreto è finalizzato a sviluppare "un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori", in modo tale che i soggetti interessati dalla disciplina possano operare, a livello transfrontaliero, in un sistema semplificato e alle medesime condizioni previste nei diversi Stati membri. Il Decreto, oltre ad apportare modifiche al TUF, volte ad assicurare l'allineamento alla direttiva MiFID II e al Regolamento MiFIR, apporta altresì modifiche non strettamente connesse al suddetto recepimento. Le disposizioni del TUF, modificate dal Decreto, si applicano dal 3 gennaio 2018.

L'ambito applicativo del Decreto comprende anche le SGR. Oltre a disciplinare le garanzie di trasparenza previste per gli investitori, il Decreto prevede che l'ESMA, la European Banking Authority ("EBA") e le autorità di vigilanza nazionali (Consob e Banca d'Italia) "abbiano la facoltà di vietare o limitare la distribuzione di taluni prodotti finanziari" laddove si ritenga che questi "possano compromettere la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e gli interessi degli investitori".

Nell'ambito del processo di recepimento della disciplina contenuta nella MIFID II, nonché nel TUF, la Consob il 15 febbraio 2018 ha approvato, con delibera n. 20307, il nuovo Regolamento Intermediari in vigore dal 20 febbraio 2018.

In linea con l'approccio seguito dal Regolamento Intermediari attualmente vigente e al fine di garantire agli investitori le medesime tutele in fase di sottoscrizione di OICR, indipendentemente dal canale di acquisto utilizzato (distributore terzo ovvero gestore che procede direttamente alla commercializzazione di OICR propri ovvero alla commercializzazione di OICR gestiti da soggetti terzi), la Consob ha esteso la disciplina MiFID II (in particolare le disposizioni in materia di "trasparenza informativa", "product governance" e di "conoscenza ed esperienza del personale a diretto contatto con la clientela) anche ai gestori collettivi che svolgono l'attività di commercializzazione di OICR propri o di terzi.

Con la medesima delibera n. 20307 è stato aggiornato il Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007).

Il TUF è stato altresì aggiornato con le modifiche apportate dal decreto legislativo n. 107 del 10 agosto 2018, vigente dal 29 settembre 2018.

A decorrere dal 1° gennaio 2018 si applica il Regolamento (UE) n.1286/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo relativo ai 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.

Il 29 dicembre 2017 è entrata in vigore la Legge n. 179/2017 contenente disposizioni per la tutela degli autori di segnalazioni di reati o irregolarità di cui siano venuti a conoscenza nell'ambito di un rapporto di lavoro pubblico o privato (c.d. Legge *whistleblowing*). Obblighi specifici di *whistleblowing* sono anche previsti dall'ordinamento bancario e finanziario. Tale sistema intende consentire ai soggetti che prestano la propria attività lavorativa presso banche e altri intermediari finanziari di segnalare l'eventuale esistenza di violazioni della disciplina di riferimento. In ambito finanziario, lo strumento del *whistleblowing* è stato recepito all'interno del TUF. Sono state individuate due modalità di segnalazione delle violazioni:

- Segnalazione interna all'intermediario (*whistleblowing interno*) - art. 4-undecies;
- Segnalazione diretta all'Autorità di vigilanza competente (*whistleblowing esterno*) - art. 4-duodecies.

Al riguardo, in tema di *wistleblowing* esterno, la Consob in data 3 gennaio 2018 ha comunicato di aver attivato una e-mail e la modulistica per le segnalazioni di propria competenza, mentre la Banca d'Italia, in data 2 maggio 2018, ha attivato due nuovi canali telematici dedicati (uno dedicato ai dipendenti e ai collaboratori degli intermediari e l'altro per coloro che non rivestono la qualifica di dipendente o di collaboratore di un intermediario vigilato) e messo a disposizione la modulistica per la ricezione delle segnalazioni aventi a oggetto esclusivamente possibili violazioni normative o presunte irregolarità gestionali riscontrate presso intermediari vigilati.

Il decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129, ha dato attuazione al pacchetto europeo MiFID2/MiFIR (direttiva 2014/65/UE, regolamento (UE) n. 600/2014 e relativi atti di esecuzione) apportando modifiche al Testo Unico della Finanza (TUF) e al Testo Unico Bancario (TUB).

Il 23 ottobre 2018 è stata chiusa dalla Banca d'Italia la consultazione pubblica su uno schema di disposizioni volte a completare l'adeguamento del quadro normativo italiano al pacchetto MiFID2/MiFIR nelle materie di relativa competenza ("Attuazione del pacchetto MiFID2/MiFIR disposizioni della Banca d'Italia di attuazione del TUF"). Allo stato, il provvedimento non risulta emanato.

Il Regolamento generale sulla protezione dei dati, regolamento (UE) n. 2016/679 del 27 aprile 2016, più noto con l'acronimo inglese «GDPR», è entrato in vigore il 25 maggio 2018 in tutti gli Stati membri dell'Unione Europea, abrogando la Direttiva 95/46 /CE. Tale regolamento, direttamente applicabile in tutti gli stati membri senza bisogno di trasposizioni nazionali, mira a rafforzare e rendere omogeneo il trattamento dei dati personali dei cittadini e residenti dell'Unione Europea, all'interno ed all'esterno dei confini dell'Unione Europea, nonché a emanare nuove norme in materia di protezione dei dati personali per far fronte al crescente progresso tecnologico. È entrato in vigore dal 19 settembre 2018 il decreto legislativo del 10 agosto 2018, n. 101 recante le "Disposizioni per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati)". Il decreto legislativo n. 101/2018 introduce talune novità riguardanti, tra l'altro, il regime sanzionatorio applicabile (penale ed amministrativo), le modalità semplificate di adempimento degli obblighi privacy per le PMI, il rafforzamento ed aumento dei poteri del Garante Privacy e la definizione agevolata di procedimenti pendenti relativi a violazioni amministrative del "Codice Privacy".

La Legge 30 dicembre 2018, n. 145 recante "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021", in vigore dal 1° gennaio 2019, ha modificato l'art. 16 del Decreto 5 marzo 2015, n. 30 relativo agli esperti indipendenti, risolvendo alcuni dubbi interpretativi.

Di seguito si riportano le principali novità fiscali con efficacia 2018 e 2019 di carattere generale che coinvolgono la gestione operativa dei fondi immobiliari, stabilite nei vari provvedimenti legislativi.

Con riferimento alla Legge di Bilancio 2018 (L. 205/2017) con efficacia 2018, si segnalano in particolare le seguenti novità:

- si riduce, con decorrenza dal 1° marzo 2018, da 10.000 a 5.000 euro la soglia oltre la quale le amministrazioni pubbliche e le società a prevalente partecipazione pubblica, prima di effettuare i pagamenti, devono verificare anche in via telematica se il beneficiario è inadempiente all'obbligo di versamento derivante dalla notifica di una o più cartelle di pagamento per un ammontare complessivo pari almeno a tale importo (art. 48-bis D.P.R. n. 602/1973);
- si introduce una sanzione amministrativa compresa fra 250 euro e 10.000 euro per il cessionario o committente in caso di applicazione dell'imposta in misura superiore a quella effettiva, erroneamente assolta dal cedente o prestatore, fermo restando il diritto del medesimo cessionario o committente alla detrazione (art. 6, comma 6, D.Lgs. n. 471/1997);

- è introdotto, a partire dal 2019, l'obbligo generalizzato di fatturazione elettronica per le operazioni effettuate tra soggetti residenti. L'obbligo di fatturazione elettronica porta con sé l'eliminazione, a partire dal 2019, del c.d. "spesometro";
- si riducono i termini di decorrenza dell'accertamento, sia ai fini IVA sia ai fini delle imposte dirette, di due anni per i soggetti passivi che garantiscono la tracciabilità dei pagamenti ricevuti ed effettuati relativi ad operazioni di ammontare superiore a 500 Euro;
- è modificata la disciplina dell'imposta di registro (in particolare sono stati modificati gli artt. 20 e 53-bis del DPR 26.4.86 n. 131): è stato precisato, con norma di *interpretazione autentica* e quindi con portata sostanzialmente retroattiva, che l'atto portato alla registrazione deve essere interpretato (e quindi tassato, ai fini dell'imposta di registro) sulla base dei soli elementi desumibili dall'atto stesso, senza tener conto di atti collegati o elementi extra-testuali; la disposizione appare importante, tra gli altri, nel caso di atti di conferimento di immobili o di azienda, seguiti da cessione di partecipazione;
- è stata introdotta l'esenzione dalle imposte ipocatastali e l'applicazione dell'imposta di registro in misura fissa a tutti gli atti preordinati alla trasformazione del territorio posti in essere mediante accordi o convenzioni tra i privati ed enti pubblici;
- si assoggettano i redditi di capitale e i redditi diversi conseguiti da persone fisiche al di fuori dell'esercizio dell'attività d'impresa, in relazione al possesso e alla cessione di partecipazioni societarie qualificate, a ritenuta a titolo d'imposta con aliquota al 26%, analogamente a quanto previsto per le partecipazioni non qualificate; le nuove regole di tassazione dei dividendi trovano applicazione per i redditi percepiti dall'1.1.2018, salvo l'applicazione di un'apposita disciplina transitoria per cui, per le distribuzioni di utili derivanti da partecipazioni qualificate deliberate tra l'1.1.2018 e il 31.12.2022 e formatisi con utili prodotti sino all'esercizio in corso al 31.12.2017, la tassazione avviene secondo le regole previgenti (quindi, con le aliquote progressive IRPEF su una base imponibile del 40%, 49,72% o 58,14%);

Nel corso del 2018, è stato emanato il Decreto Legge 12.7.2018 n. 87, rubricato "Disposizioni urgenti per la dignità dei lavoratori e delle imprese", cd. *Decreto Dignità*, convertito nella Legge n. 964 del 9 agosto 2018, contenente, fra le altre, le seguenti disposizioni:

- è previsto che i soggetti obbligati fatturazione elettronica siano esonerati dall'obbligo di annotazione delle fatture medesime nei registri di cui agli artt. 23 (registro iva delle vendite) e 25 (registro iva degli acquisti) del D.P.R. 633/72;
- le imprese e i lavoratori autonomi che vantano crediti commerciali e professionali nei confronti della Pubblica Amministrazione possono compensarli con le somme dovute a seguito di cartelle di pagamento o atti esecutivi, con riferimento ai carichi affidati agli Agenti della riscossione entro il 31.12.2017, in relazione a tributi erariali, regionali e locali, contributi previdenziali e assistenziali, premi per l'assicurazione obbligatoria contro gli infortuni sul lavoro e le malattie professionali, entrate spettanti all'Ente che ha rilasciato la certificazione, nonché per gli oneri accessori, gli agi e le spese a favore dell'agente della riscossione.

Successivamente, il Decreto Fiscale collegato alla Legge di Bilancio 2019 (D.L. 23.10.2018 n. 119, convertito nella L. 17.12.2018 n. 136), ha introdotto ulteriori novità di interesse riguardo l'operatività dei fondi immobiliari in particolare:

- sono introdotte una serie di norme volte a favorire la deflazione del contenzioso tributario, attraverso la possibilità di definire in modo agevolato le controversie, con benefici dipendenti dal grado di giudizio in corso e dall'esito dei gradi precedenti; possono essere definiti, inoltre, in via agevolata, gli avvisi di accertamento, gli avvisi di rettifica e di liquidazione, gli atti di recupero, gli inviti al contraddittorio e gli accertamenti con adesione;
- è riproposta la definizione dei carichi pendenti presso il concessionario per la riscossione (cd. *rottamazione delle cartelle ter*), prevedendo inoltre lo stralcio, a determinate condizioni, dei ruoli di importo inferiore a 1.000 euro;
- è stabilito che le violazioni di obblighi o adempimenti di natura formale che non incidono sulla determinazione della base imponibile delle imposte sui redditi, dell'IVA, dell'IRAP e sul paga-

mento di tributi possono essere sanate pagando l'importo forfetario di 200 euro per tutte le violazioni commesse in ciascun periodo d'imposta;

- sono apportate alcune modifiche alla disciplina dei vincoli di prezzo per la cessione delle unità abitative di edilizia residenziale pubblica (o del canone massimo di locazione); è introdotta, infatti, la possibilità di rimuovere tali vincoli mediante atto pubblico o scrittura privata autenticata, dietro pagamento di una somma corrispondente ad una percentuale (stabilita con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze) del corrispettivo originario risultante dall'applicazione dell'art. 31 co. 48 della L. 448/98; in pendenza della rimozione dei vincoli, il contratto (di successiva cessione o locazione) non produce effetti limitatamente alla differenza tra prezzo convenuto e prezzo vincolato; si prevede, inoltre, che la rimozione dei vincoli di prezzo estingue eventuali richieste di restituzione, a qualunque titolo effettuate, della differenza tra prezzo convenuto e prezzo vincolato.

Con l'ultimo provvedimento del 2018, la Legge di Bilancio 2019 (L. 30 dicembre 2018, n. 145) sono infine introdotte le seguenti norme:

- viene abolita l'agevolazione ACE (*aiuto alla crescita economica*), sostituita dalla tassazione agevolata al 15% degli utili reinvestiti in beni strumentali e occupazione;
- è previsto l'aumento dal 20% al 40% della deducibilità dell'Imu ai fini della determinazione del reddito di impresa;
- si estende la possibilità di optare per l'applicazione della cedolare secca al 21% anche alle locazioni, stipulate nel 2019, aventi ad oggetto immobili commerciali classificati in categoria C/1 aventi superficie fino a 600mq (escluse le pertinenze);
- per il 2019, i Comuni possono continuare a mantenere con espressa deliberazione del Consiglio Comunale, la stessa maggiorazione Tasi già confermata per gli anni 2016, 2017 e 2018;
- sono confermate anche per il 2019 le detrazioni fiscali relative alle spese sostenute per gli interventi di riqualificazione energetica, di recupero edilizio, per l'acquisto di mobili e grandi elettrodomestici e per gli interventi di sistemazione del verde.

Infine, il tasso di interesse legale di cui all'art. 1284 c.c., già aumentato dallo 0,1% allo 0,3% dall'1.1.2018, è stato ulteriormente innalzato allo 0,8% con decorrenza dal 1.1.2019 (D.M. 12.12.2018 n. 291).

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 e quote di fondi immobiliari chiusi italiani. 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*.

In considerazione della prerogativa sociale dei soggetti destinatari, il Fondo perseguirà in via preferenziale, ma non esclusiva, investimenti che rispondano a caratteristiche ed obiettivi di sviluppo del territorio di riferimento, di risparmio energetico e di tutela ambientale. 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

Nel corso del 2018 è proseguita, da parte delle strutture competenti della SGR, l'attività di ricerca e valutazione di opportunità di investimento immobiliare volte ad impiegare le risorse finanziarie a disposizione di Primo. Tali valutazioni hanno riguardato immobili rispondenti alle politiche di investimento previste dal Regolamento 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 e genera un canone di locazione annuo pari a circa Euro 836.000.



Al 31 dicembre 2018 il valore di perizia dell'Esperto Indipendente è pari ad Euro 14.000.000, 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 24.782.987,88;
- 7 milioni di quote sottoscritte nel secondo semestre 2013, per un controvalore totale iniziale pari ad Euro 7 milioni, del Fondo Optimum Evolution - USA Property I, Fondo immobiliare di diritto lussemburghese vigilato dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier - CSSF (equivalente della Consob in Lussemburgo) che al 30 giugno 2018 hanno un valore pari a Euro 6.736.520, tenuto conto anche del rimborso equity di Euro 140.000 avvenuto a ottobre 2017.

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". Tutti gli immobili sono ancora oggi di proprietà del Fondo fatta eccezione per l'immobile sito in Novi di Modena venduto nel 2016. Il valore di mercato del patrimonio al 30 giugno 2018 risulta pari a circa Euro 758.680.000. L'intero portafoglio immobiliare risulta locato a BP Property Management S.C.r.l., società appartenente al Gruppo Banco Popolare, in forza di un contratto di locazione avente la durata di anni 18 + 9 (prima scadenza 2026). Al 30 giugno 2018 gli affitti annualizzati ammontano a Euro 52,30 milioni e sono stati effettuati nel primo semestre 2018 interventi di manutenzione straordinaria strutturale pari a Euro 314,35 mila.

Il Fondo immobiliare Optimum Evolution – USA Property I, gestito da Optimum Asset Management, ha una durata di 7 anni, a partire dal 1° trimestre 2013 (primo *closing* sottoscrizioni) ed è caratterizzato al 31 dicembre 2017 da sottoscrizioni per un importo pari a circa Euro 137,82 milioni di *equity*. La sua strategia prevede 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 ed è già nella fase di valorizzazione del suo portafoglio con, peraltro, alcune selezionate dismissioni già effettuate: un immobile a San Francisco, uno a New York e uno a Los Angeles.

Va segnalato inoltre che Fondo Primo, al momento della sottoscrizione delle quote di Optimum, avrebbe dovuto corrispondere una commissione pari all'1% dell'importo sottoscritto - Euro 70.000 - così come previsto dal Private Placement Memorandum del Fondo. Tale commissione, per un accordo tra la SGR e il gestore del Fondo Optimum, non è stata versata dal Fondo Primo.

Si evidenzia infine che il Fondo Primo, per evitare l'onere del rischio di cambio, ha sottoscritto quote di Classe "Hedged" del Fondo Optimum che ne hanno mitigato il valore. Tuttavia, dal lancio del Fondo, il Gestore ha deciso di non coprire interamente le azioni appartenenti alla Classe *Hedged* quale conseguenza di una visione prospetti-

ca di un *trend* positivo del tasso di cambio USD/EUR iniziato nel 2013 e con l'obiettivo di ridurre le inefficienze economico-finanziarie che una copertura totale avrebbe generato sul capitale sottoscritto dagli investitori.

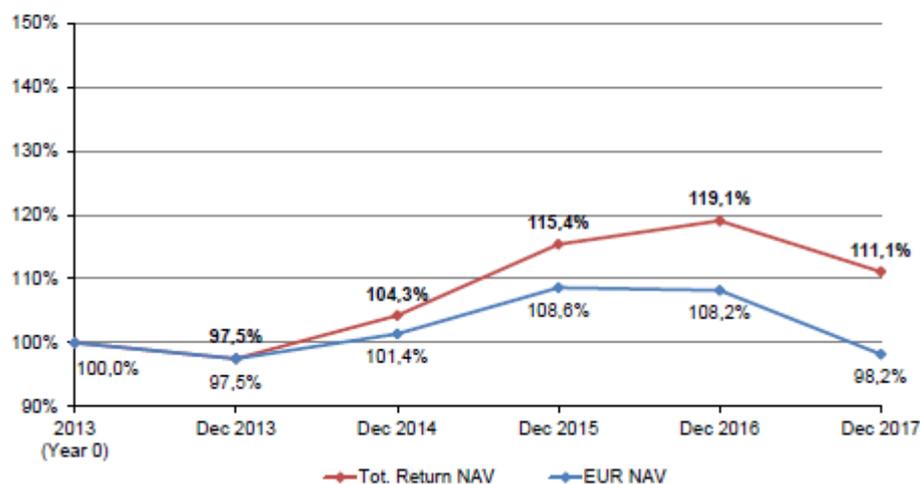
Al 31 dicembre 2017, considerando i costi di sviluppo investiti sui progetti e le spese operative dei veicoli di investimento, si osserva un apprezzamento netto del portafoglio di Optimum USA Property I dell'1,7% pari a circa Euro 2.499.000 (corrispondenti a USD 3.000.000 al cambio USD/Eur a quella data pari a 0,8330) confermando che la componente immobiliare del Fondo stia preformando in maniera positiva nonostante:

- la maggior parte delle proprietà si trovino al momento in fase di sviluppo o pre-sviluppo;
- il rallentamento del mercato immobiliare statunitense;
- il valore di mercato corrente delle proprietà non includa l'apprezzamento potenziale futuro che verrà riconosciuto solo quando il progetto sarà completato e stabilizzato.

Tale apprezzamento è stato calcolato sulla base delle valutazioni degli esperti indipendenti secondo cui il valore di mercato del portafoglio di Optimum equivale a circa Euro 216.000.000 (corrispondenti a USD 259.300.000) quale risultato della quota indirettamente detenuta attraverso i veicoli di investimento su un portafoglio totale di circa Euro 335.870.000 (corrispondenti a USD 403.205.000) che è cresciuto del 15,3% rispetto al 2016.

Per poter valutare pienamente la performance di Optimum dal suo lancio, occorre inoltre considerare tutte le distribuzioni a favore degli investitori avvenute sin dal 2014 (rappresentato nel grafico) sotto forma di pagamento della cedola (4% nei primi tre anni) e pagamento del dividendo/rimborso quote (2% ad ottobre 2017); sulla base delle suddette distribuzioni, il NAV per azione in Euro della Classe *Hedged* corrisponde ad un *Total Return* del 111,1%, a conferma della performance generale positiva del Fondo; la variazione negativa alla fine del 2017 rappresenta un intervallo temporaneo nell'apprezzamento del portafoglio che si presume possa essere recuperato non appena lo sviluppo dei progetti sarà completato, e le proprietà saranno stabilizzate e vendute.

NAV e Total Return NAV – Classe Hedged



2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare

Nel corso del 2018 è proseguita, da parte delle strutture competenti della SGR, l'attività di ricerca e valutazione di diverse opportunità di investimento immobiliare volte ad impiegare le risorse finanziarie rimaste a disposizione di Primo dopo la distribuzione dei proventi maturati al 31 dicembre 2017, avvenuta a marzo 2018, di Euro 14.653.000.

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 a 50.000.000 Euro 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 residuo pro-quota (2-3)/(4)
1	UNICA	50.000.000	50.000.000	0	0	50.000.000	500,00	100.000

Al 31 dicembre 2018 il Fondo ha maturato proventi distribuibili per complessivi Euro 16.878.837, di cui Euro 2.225.774 relativi al 2018, che al netto delle distribuzioni effettuate fino a tale data (Euro 14.653.000) ammontano a complessivi Euro 2.225.837 (Euro 2.225.774 relativi al 2018).

Al 31 dicembre 2018 il Fondo ha maturato capitale rimborsabile pari a complessivi Euro 140.000, relativi al rimborso di capitale ricevuto a fronte del rimborso delle quote di OICR denominate Optimum avvenuto a fine 2017.

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

Al 31 dicembre 2018 il patrimonio del Fondo è valutato dalla SGR pari ad Euro 14.000.000, in linea con quanto valutato dall'Esperto Indipendente. Qui di seguito si riportano le movimentazioni del patrimonio immobiliare:

	Movimentazioni del patrimonio immobiliare		
	31-dic-17	Variazioni del periodo	31-dic-18
Costo di acquisto degli immobili	13.500.000		13.500.000
<u>Variazioni:</u>			
Costi capitalizzati	298.080	0	298.080
Acquisti	0	0	0
Vendite	0	0	0
Costo storico al	13.798.080	0	13.798.080
Plus/(Minus) da valutazione su portafoglio residuo:	101.920	100.000	201.920
- Plus/(minus) da valutazione totali	101.920	100.000	201.920
Storno (plus)/minus su immobili venduti (a) - (b)	0	0	0
(Plus)/minus effettiva da vendita (a)	0	0	0
(Plus)/minus contabili da vendita (b)	0	0	0
Valore di mercato al	13.900.000	100.000	14.000.000
Sval/Riv. %	0,7%		1,5%

Al 31 dicembre 2018 la SGR ha conferito ad Avalon Real Estate S.p.A. 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
AVALON	CRONO - PRIMO - FIEPP
AXIARE	FIP - HB - HELIOS - INPGI HINES - MELOGRANO - ROCKET - SECURIS 2 - SECURIS 3 - SISTEMA BCC - FIL COMPARTO DUE
COLLIERS	APPLE - IMMOBILIUM 2001 - SECONDO RE - SECURFONDO
CRIF	FASP - FERSH - HSIC
K2REAL	IBI
PRAXI	CA' GRANDA - FIL COMPARTO UNO - HSCM - NEPTUNE 1 - NEPTUNE 2
DUFF&PHELPS REAG	DIAMOND - FHCR - INPGI COMPARTO UNICO - OMEGA 3 - OMEGA 4 - SECURIS - VESTA - BCC ROMA - FHT - MONTEROSA - EVEREST
REVALUTA	FPSH
SCENARI	FERRARA SOCIAL HOUSING - FPEP - PEGASUS - SPAZIO SANITA' - VENETO CASA

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 31 dicembre 2018 pari ad Euro 27,26 milioni (Euro 26 milioni al 31 dicembre 2017), corrispondente al pro quota del NAV del Fondo al 31 dicembre 2018; (ii) n. 6.860.000 quote del

valore nominale di Euro 1 del Fondo Immobiliare estero denominato Optimum USA Property 1 con un valore di carico al 31 dicembre 2018 pari a 6,7 milioni (Euro 7,3 milioni al 31 dicembre 2017), corrispondente al pro quota del NAV del Fondo al 31 dicembre 2017.

2.4.3. Andamento del valore della Quota

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2018 ammonta ad Euro 54.079.784, registrando una diminuzione rispetto all'esercizio precedente (Euro 65.591.464 al 31 dicembre 2017), per effetto principalmente della distribuzione dei proventi avvenuta nel corso del periodo e riferibile ai risultati degli esercizi precedenti, come di seguito evidenziato:

Variazioni NAV 2018			
	€	Var ass	Var %
NAV 31 dicembre 2017	65.591.464		
Variazioni di periodo:			
Plus/minus non realizzate su immobili		100.000	0,2%
Plus/minus non realizzate su OICR		692.066	1,1%
Risultato effettivo		2.349.254	3,6%
Nuovi versamenti		0	0,0%
Rimborsi		0	0,0%
Distribuzione proventi*		(14.653.000)	-22,3%
NAV 31 dicembre 2018	54.079.784	(11.511.680)	-17,6%

(*) Tale importo è riferibile interamente ai risultati di esercizi precedenti

Al 31 dicembre 2018 il valore unitario delle quote risulta pari a Euro 54.079.784 per le n. 500 quote in circolazione.

Dalla nascita del Fondo alla data del 31 dicembre 2018, il NAV del Fondo è variato in funzione dei seguenti fattori:

Variazione NAV dalla nascita del Fondo		
	€	Var ass
Equity Iniziale investito	24.500.000	
Variazioni:		
Plus/minus non realizzate su immobili		201.920
Plus/minus non realizzate su OICR		1.528.547
Risultato effettivo		17.002.317
Versamenti successivi		25.500.000
Rimborsi		0
Distribuzione proventi		(14.653.000)
NAV 31 dicembre 2018	54.079.784	29.579.784

Il valore unitario della quota al 31 dicembre 2018 sarà reso noto ai partecipanti secondo quanto previsto dal Regolamento. Copia della Relazione di Gestione sarà disponibile presso la sede della Investire SGR S.p.A., nonché del Depositario.

2.4.4. Risultato di periodo

La Relazione di Gestione al 31 dicembre 2018 registra un utile contabile pari ad Euro 3.141.320, che al netto delle rivalutazioni delle partecipazioni del periodo negli OICR (Euro 692.066) e della rivalutazione a valore di perizia dell'immobile del periodo (Euro 100.000), determina un utile effettivo di Euro 2.349.254.

Il risultato positivo è determinato principalmente dalla presenza di dividendi da OICR e da un risultato della gestione immobiliare positivo. In particolare, si rilevano:

- proventi dal fondo Eracle per Euro 1.661.027 riferibili alla gestione del secondo semestre 2017 e del primo semestre 2018;
- ricavi da locazione per Euro 841.194, in linea con quelli al 31 dicembre 2017 (Euro 835.851);
- costi di gestione del Fondo, per Euro 132.936, relativi principalmente alla commissione SGR;

2.4.5. Finanziamenti, derivati e liquidità del Fondo

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

Al 31 dicembre 2018, la liquidità disponibile, di Euro 6.187.269, risultava depositata sul c/c 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 89% secondo il "metodo lordo" e pari a 100% secondo il metodo degli impegni. La leva finanziaria risulta inferiore al limite massimo consentito dal regolamento del Fondo.

2.4.6. Governance del Fondo

Nel corso del 2018, l'Assemblea dei Soci della SGR si è riunita in data 29 marzo 2018 chiamata a nominare i membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale in scadenza, in data 29 marzo 2018 ha confermato la nomina ai Consiglieri uscenti e ha nominato quali membri del Collegio Sindacale il dott. Francesco Minnetti, confermando la carica di Presidente, il dott. Andrea Severi confermando la carica di Sindaco Effettivo, e la dott.ssa Rosaria De Michele, attribuendole la carica di Sindaco effettivo.

Il Consiglio di Amministrazione, così costituito, nella riunione tenutasi a valle dell'Assemblea, ha confermato l'attribuzione della carica di Presidente al dott. Arturo Nattino, di Vice Presidente alla dott.ssa Barbara Pivetta, di Amministratore Delegato al dott. Dario Valentino e di membri del Comitato Esecutivo al dott. Valentino, attribuendogli la carica di Presidente, al dott. Giulio Bastia, al dott. Domenico Bilotta, all'ing. Fabio Carlozzo e all'arch. Anna Pasquali.

L'attuale Consiglio di Amministrazione di InvestIRE SGR S.p.A. è, pertanto, così composto:

- Arturo Nattino – Presidente;
- Barbara Pivetta – Vice Presidente;
- Dario Valentino – Amministratore Delegato;
- Giulio Bastia – Consigliere e membro del Comitato Esecutivo;
- Domenico Bilotta – Consigliere e membro del Comitato Esecutivo;
- Ermanno Boffa – Consigliere e membro del Comitato Nomine e Remunerazioni;
- Leonardo Buonvino – Consigliere;
- Fabio Carlozzo – Consigliere e membro del Comitato Esecutivo;
- Giuseppe Mazzarella – Consigliere Indipendente, membro del Comitato degli Amministratori Indipendenti e Presidente del Comitato Nomine e Remunerazioni;
- Antonio Mustacchi – Consigliere Indipendente e membro del Comitato degli Amministratori Indipendenti;
- Anna Pasquali – Consigliere e membro del Comitato Esecutivo;
- Maurizio Pinnarò – Consigliere;
- Marco Tofanelli – Consigliere Indipendente e Presidente del Comitato degli Amministratori Indipendenti.

Il Consiglio di Amministrazione, il Collegio Sindacale e il Comitato Esecutivo, così composti, scadranno con l'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2020.

Nella medesima occasione, l'Assemblea dei soci ha provveduto:

- in sede ordinaria, ad approvare il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017 e le modifiche alle politiche retributive e al piano di incentivazione per il personale 2017, ai sensi del Provvedimento emanato da Banca d'Italia e Consob il 27 aprile 2017
- in sede straordinaria, ad approvare la modifica all'allegato A allo Statuto Sociale.

3. EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE

Nel corso del 2019 continuerà 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 della SGR, oltre ovviamente ad un'attenzione massima ai limiti previsti dal Regolamento.

4. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR

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

5. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 31 DICEMBRE 2018

Non si rilevano fatti o eventi significativi successivamente al 31 dicembre 2018.

6. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

In coerenza con le normative vigenti e con il Regolamento del Fondo, il Consiglio di Amministrazione del 28 febbraio 2019 delibera:

- di approvare la Relazione di Gestione del Fondo al 31 dicembre 2018 ed il valore unitario della quota pari a Euro 108.159,569;
- di non procedere a distribuzione di proventi e a rimborsi parziali di quote.

Roma, 28 febbraio 2019



Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino

SITUAZIONE PATRIMONIALE

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2018				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2018		Situazione a fine esercizio precedente	
	valore complessivo	in percentuale dell'attivo	valore complessivo	in percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati	34.000.625	62,69%	33.308.559	50,66%
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR	34.000.625	62,69%	33.308.559	50,66%
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	14.000.000	25,81%	13.900.000	21,14%
B1. Immobili dati in locazione	14.000.000	25,81%	13.900.000	21,14%
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'	6.187.269	11,41%	18.528.676	28,18%
F1. Liquidità disponibile	6.187.269	11,41%	18.528.676	28,18%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	47.326	0,09%	13.937	0,02%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	7.732	0,01%	7.653	0,01%
G3. Risparmio d'imposta				
G4. Altre	39.594	0,08%	6.284	0,01%
TOTALE ATTIVITA'	54.235.220	100%	65.751.172	100%

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2018		
SITUAZIONE PATRIMONIALE		
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2018	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'	155.436	159.708
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	7.982	15.083
M2. Debiti di imposta	-	
M3. Ratei e risconti passivi	140.918	140.065
M4. Altre	6.536	4.560
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni		
TOTALE PASSIVITA'	155.436	159.708
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	54.079.784	65.591.464
Numero delle quote in circolazione	500	500
Valore unitario delle quote	108.159,569	131.182,928
Rimborsi distribuiti per quota		
Proventi distribuiti per quota	29.306,00	

Roma, 28 febbraio 2019



Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino

SEZIONE REDDITUALE

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2018				
SEZIONE REDDITUALE				
	Relazione al 31/12/2018		Relazione esercizio precedente	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1	dividendi e altri proventi			
A1.2	utili / perdite da realizzi			
A1.3	plusvalenze / minusvalenze			
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI		2.353.093		2.804.652
A2.1	interessi, dividendi e altri proventi	1.661.027		1.833.111
A2.2	utili / perdite da realizzi			
A2.3	plusvalenze / minusvalenze	692.066		971.541
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1	interessi, dividendi e altri proventi			
A3.2	utili / perdite da realizzi			
A3.3	plusvalenze / minusvalenze			
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1	di copertura			
A4.2	non di copertura			
	Risultato gestione strumenti finanziari		2.353.093	2.804.652
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI		893.350		688.106
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI		841.194		835.851
B1.1. Canoni locazione non finanziaria		837.007		831.693
B1.2. Indennizzo Retrocessione Canoni Locazione				
B1.3. Altri proventi		4.187		4.158
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI				
B3. PLUS/MINUSVALENZE		100.000		-100.000
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI		-10.412		-10.313
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTA COMUNALE SUGLI IMMOBILI ED ALTRE		-37.432		-37.432
	Risultato gestione beni immobili		893.350	688.106
C. CREDITI				
C1. Interessi attivi e proventi assimilati				
C2. Incrementi / decrementi di valore				
	Risultato gestione crediti			
D. DEPOSITI BANCARI				15.813
D1. Interessi attivi e proventi assimilati				15.813
E. ALTRI BENI				
E1. Proventi				
E2. Utile/Perdita da realizzi				
E3. Plusvalenze/minusvalenze				
	Risultato gestione investimenti		3.246.443	3.508.571

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2018				
SEZIONE REDDITUALE				
	Relazione al 31/12/2018		Relazione esercizio precedente	
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		3.246.443		3.508.571
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		3.246.443		3.508.571
I. ONERI DI GESTIONE	-132.936		-181.334	
I1. Provvigione di gestione SGR	-107.077		-158.493	
I2. Costo per il calcolo della quota				
I3. Commissioni depositario	-15.965		-15.861	
I4. Oneri per esperti indipendenti	-2.000		-2.000	
I5. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I6. Altri oneri di gestione	-7.894		-4.980	
L. ALTRI RICAVI E ONERI	27.813		27.863	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide				
L2. Altri ricavi	28.402		28.036	
L3. Altri oneri	-589		-173	
Risultato della gestione prima delle imposte		3.141.320		3.355.100
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte				
Utile / perdita dell'esercizio		3.141.320		3.355.100

Roma, 28 febbraio 2019



Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino

NOTA INTEGRATIVA

PARTE A – Andamento del valore della quota

Valore della quota dalla data di istituzione del Fondo

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 con delibera del Consiglio di Amministrazione di Investire SGR S.p.A. (allora Investire Immobiliare Sgr S.p.A.).

Come già esposto nella Relazione degli Amministratori, l'investitore unico - Fondo Pensione per il personale del Gruppo Banco Popolare - ha sottoscritto 500 quote nel mese di luglio 2011.

Successivamente sono state richiamate diverse tranches di quote sia per far fronte all'acquisto di 90 quote del Fondo immobiliare chiuso "Eracle", che per effettuare il primo acquisto immobiliare a Verona, descritto in precedenza, e infine per integrare la liquidità disponibile con la somma necessaria per l'acquisto delle quote del Fondo Optimum.

Alla data del 31 dicembre 2018 il valore della quota risultante dalla relazione di gestione del Fondo è pari a Euro 108.159,569 (Euro 131.182,928 al 31 dicembre 2017) e registra una variazione negativa netta (-17,6%) per l'effetto combinato dei seguenti fattori avvenuti nel corso dell'esercizio:

Variazioni NAV 2018			
	€	Var ass	Var %
NAV 31 dicembre 2017	65.591.464		
Variazioni di periodo:			
Plus/minus non realizzate su immobili		100.000	0,2%
Plus/minus non realizzate su OICR		692.066	1,1%
Risultato effettivo		2.349.254	3,6%
Nuovi versamenti		0	0,0%
Rimborsi		0	0,0%
Distribuzione proventi*	(14.653.000)		-22,3%
NAV 31 dicembre 2018	54.079.784	(11.511.680)	-17,6%

(*) Tale importo è riferibile interamente ai risultati di esercizi precedenti

Il prospetto seguente, con il relativo grafico, illustra l'andamento del valore della quota di classe dalla data di avvio del Fondo.

Relazione di riferimento	Valore del Fondo	N. quote	Valore unitario
Data di avvio (29.07.2011)	24.500.000	245	100.000,000
Rendiconto annuale al 31.12.2011	26.100.534	249	104.821,422
Rendiconto annuale al 31.12.2012	26.299.306	249	105.619,703
Rendiconto annuale al 31.12.2013	47.380.269	442	107.195,179
Rendiconto annuale al 31.12.2014	56.165.819	500	112.331,638
Relazione di gestione al 31.12.2015	59.886.519	500	119.773,037
Relazione di gestione al 31.12.2016	62.236.364	500	124.472,727
Relazione di gestione al 31.12.2017	65.591.464	500	131.182,928
Relazione di gestione al 31.12.2018	54.079.784	500	108.159,568

Relativamente alle informazioni di natura sia qualitativa sia quantitativa in ordine ai rischi assunti e alle tecniche usate per individuare, misurare, monitorare e controllare tali rischi, si rinvia alla PARTE D - Altre informazioni.

PARTE B – Le Attività, le Passività ed il Valore Complessivo Netto

Sezione I - Criteri di valutazione

Nella redazione della Relazione di Gestione sono stati applicati i principi contabili di generale accettazione per fondi comuni di investimento chiusi ed i criteri di valutazione previsti dal vigente Regolamento emanato dalla Banca d'Italia. Tali principi contabili, da ritenersi applicabili al Fondo limitatamente alle operazioni consentite dal Regolamento ed effettivamente realizzate alla data del presente documento, sono riepilogati nei paragrafi che seguono.

Immobili

Il valore corrente degli immobili è rappresentato dalle risultanze della Relazione di stima redatta dagli Esperti Indipendenti, ai sensi dell'art. 14-bis, quarto comma, della Legge 25 gennaio 1994, n. 86 e del DM del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015 n.30, nonché da quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 come modificato dal Provvedimento del 23 dicembre 2016, Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti Indipendenti). Tuttavia, così come previsto dal Titolo V, capitolo IV, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 come modificato dal Provvedimento del 23 dicembre 2016, è facoltà della Società di Gestione discostarsi dalle stime effettuate dagli Esperti Indipendenti, comunicando agli stessi le ragioni.

Per la determinazione del "valore di mercato" degli immobili sono stati adottati i seguenti criteri di valutazione:

- metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF), in base al quale il valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow per un periodo specifico che ci si attende verrà generato dai redditi derivanti dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame;

- metodo della capitalizzazione, dove il valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili. Il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima;

- metodo comparativo, in base al quale il valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.

I metodi di valutazione di cui sopra sono stati eseguiti singolarmente e combinati l'uno con l'altro secondo quanto reputato necessario rispetto all'immobile osservato. La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, considerando la situazione locativa in essere al momento della stima, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfritto.

Alla data del 31 dicembre 2018 il principale criterio valutativo applicato dall'Esperto Indipendente per la valutazione degli immobili del Fondo è il DCF e Metodo della Trasformazione.

La valutazione è stata effettuata tenendo conto delle condizioni del mercato immobiliare locale, considerando i dati economici in esso rilevati e adattandoli alle specifiche caratteristiche dell'immobile, attraverso opportune elaborazioni statistiche. L'Esperto ha inoltre proceduto ad ispezionare all'interno e all'esterno gli immobili del Fondo, per verificare le condizioni immobiliari intrinseche ed estrinseche.

Formazione e verifica delle relazioni di stima periodiche – Presidi organizzativi adottati

In conformità ai principi della comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010 "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento" e successive modifiche (di seguito le "Linee Applicative"), e a quelli contenuti nelle "Linee Guida Assogestioni" (Il rapporto tra le SGR e gli esperti indipendenti nell'attività di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari") InvestIRE ha adottato presidi organizzativi e procedurali atti a garantire un equo processo di valutazione dei beni dei fondi dalla stessa gestiti delineati nella policy e nella procedura aziendale, da ultimo modificate in data 29 marzo 2018. In particolare, la procedura al fine di fornire al Consiglio di Amministrazione gli elementi utili per sottoporre ad analisi critica le relazioni di stima, illustra e disciplina tra l'altro:

- le attività di predisposizione, verifica, autorizzazione e trasmissione dei dati rilevanti per lo svolgimento da parte dell'Esperto Indipendente delle attività ad esso rimesse;
- le modalità di verifica dell'adeguatezza del processo valutativo inerente alle valutazioni periodiche e i giudizi di congruità redatti dagli esperti indipendenti.

La SGR ha individuato quindi le funzioni aziendali che, ognuna per le rispettive competenze, sono chiamate a svolgere le seguenti attività nell'ambito del processo di valutazione:

- la funzione Valuations è la funzione preposta alla trasmissione dei dati all'Esperto Indipendente ed alla verifica che i dati e le informazioni inviate all'Esperto Indipendente siano stati correttamente inseriti, interpretati ed elaborati. Verifica, altresì, la completezza e l'adeguatezza del processo valutativo dei beni;
- l'Asset Manager di riferimento e la funzione Design & Construction Management sono responsabili del controllo sui dati di input costi/ricavi prodotti dal *property/project*/SGR inseriti nella relazione da parte

dell'Esperto Indipendente. In particolare, questi effettuano un controllo attraverso il raffronto dei dati riportati nella relazione e la lista della documentazione/dei dati/di ogni altra informazione archiviata alla fine della fase di invio delle informazioni all'Esperto Indipendente;

- il Fund Manager è responsabile dell'analisi e valutazione dei valori di mercato utilizzati dall'Esperto Indipendente con particolare attenzione ai *comparables* e alle fonti per la determinazione dei canoni e dei valori di mercato, anche attraverso l'effettuazione di un'opportuna analisi di mercato;
- il Risk Manager provvede a effettuare una revisione critica delle bozze di valutazione, relativamente alla congruità del modello valutativo, delle variabili finanziarie assunte (tasso WACC, inflazione, risk free e costo base del debito) e delle assunzioni immobiliari; inoltre verifica che i punti di attenzione segnalati nel semestre precedente siano stati recepiti (ove non siano intervenuti elementi a mitigazione delle criticità evidenziate nel precedente ciclo valutativo). La funzione *Administration* verifica i dati riguardanti la consistenza del portafoglio per i soli fondi in cui vi siano immobili in corso di vendita frazionata (prevalentemente residenziali), al fine di verificare la congruità della consistenza in termini di unità immobiliari valutate/in portafoglio alla data di riferimento.

Sulla scorta di quanto sopra:

La Funzione Valuations recepisce le analisi svolte dai diversi attori coinvolti e provvede alla risoluzione di eventuali anomalie con l'Esperto Indipendente.

La Funzione Valuations predispose un memorandum in cui sono riepilogate le attività svolte al fine di pervenire alla valutazione del patrimonio immobiliare sulla base delle indicazioni fornite da tutte le funzioni coinvolte nel processo (di seguito il "Documento di Controllo"). In particolare, il Documento di Controllo oltre ad indicare i Key Performance Indicator (KPI) che consentano l'agevole valutazione della qualità del servizio erogato dall'Esperto Indipendente, dovrà indicare l'adeguatezza dell'intero processo valutativo, un'analisi delle principali variazioni rispetto alle semestrali precedenti, nonché le motivazioni per un eventuale scostamento dalle valutazioni formulate dall'Esperto Indipendente;

Il Documento di Controllo predisposto dalla Funzione Valuations e la sintesi delle verifiche svolte dalla Funzione Risk Management vengono condivisi con un gruppo di lavoro interno (di seguito "Gruppo di Lavoro") composto dal Chief Executive Officer, il Managing Director, il Fund Coordinator, oltre alla Funzione Valuations e alla Funzione Risk Management. Oggetto della riunione è la verifica del corretto espletamento da parte delle funzioni aziendali dei controlli previsti sull'adeguatezza delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, sulle valutazioni effettuate, nonché sulle eventuali proposte di scostamento dalla valutazione formulata dall'Esperto Indipendente.

Il Documento di Controllo, aggiornato dalla Funzione Valuations sulle base delle indicazioni del Gruppo di Lavoro, e l'esito delle verifiche svolte dalla Funzione Risk Management vengono presentati al Board of Directors, il quale accertata l'adeguatezza del processo di valutazione degli immobili, approva i valori dei patrimoni immobiliari dei Fondi, discostandosi, se del caso, dai valori espressi dagli Esperti Indipendenti. Nel caso in cui il Board of Directors intenda discostarsi dalle stime elaborate dagli Esperti, la Funzione Valuations ne comunica le ragioni agli Esperti stessi e il Fund Manager informa gli opportuni organi secondo quanto previsto dal Regolamento del Fondo.

Incarichi assegnati agli esperti indipendenti dei fondi gestiti

Relativamente agli incarichi in oggetto, si rinvia a quanto già esposto al paragrafo 2.4.2 della Relazione degli Amministratori "Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni".

Liquidità

Le disponibilità liquide del Fondo sono valutate in base al valore nominale.

Crediti

I crediti sono valutati secondo il presumibile valore di realizzo.

Altre attività

I ratei e risconti attivi, riferiti a costi e ricavi attribuibili ad un arco temporale interessante più esercizi, sono stati contabilizzati in base al criterio della competenza temporale.

Le altre attività sono state valutate in base al presumibile valore di realizzo.

Finanziamenti e altre passività

I debiti e le altre passività sono stati valutati in base al loro valore nominale.

I ratei ed i risconti passivi sono contabilizzati in base al criterio della competenza temporale.

Costi e ricavi

I costi ed i ricavi, relativi sia alla gestione immobiliare che agli investimenti in strumenti finanziari, sono imputati in base alla loro competenza temporale. In particolare, i canoni di locazione, i proventi finanziari come pure i costi, sono rettificati attraverso la contabilizzazione dei ratei e risconti al fine di ottenere la loro esatta competenza temporale dell'esercizio.

Imposte e tasse

Il Decreto Legge n. 70/2011 ha introdotto un regime di tassazione dei partecipanti differenziato in funzione della tipologia dell'investitore, distinta in "investitore istituzionale" (ad esempio lo Stato, gli Enti Pubblici, le forme di previdenza complementare, gli enti di previdenza, gli intermediari bancari e finanziari ed altre tipologie – cfr. art. 32 comma 3 del DL 78/2010) ed "investitore non istituzionale". Per i fondi non integralmente posseduti da investitori istituzionali rimane fermo il regime fiscale tipico del Fondo in materia di imposizione diretta, di IVA e di imposte indirette.

Tuttavia è stabilito un particolare regime fiscale per i partecipanti non istituzionali residenti in Italia, che detengono quote di partecipazione al Fondo per una percentuale di patrimonio superiore al 5%. Il comma 3-bis prevede che i redditi conseguiti dal Fondo immobiliare, ancorché non percepiti, siano imputati per trasparenza ai suddetti partecipanti in proporzione alle loro quote di partecipazione. I redditi imputati per trasparenza concorrono alla formazione del reddito complessivo del partecipante. Tale regime si applica ai proventi rilevati nelle relazioni di gestione, a partire da quello relativo al 31 dicembre 2011.

E' inoltre previsto che, ai fini della verifica della percentuale di partecipazione al Fondo che rende "rilevante" la quota, si tiene conto sia delle partecipazioni detenute direttamente che di quelle detenute indirettamente per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona. Il controllo societario è individuato ai sensi dell'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice civile anche per le partecipazioni possedute da soggetti diversi dalle società. Si tiene altresì conto delle partecipazioni imputate ai familiari indicati nell'articolo 5, comma 5, del TUIR (coniuge, parenti entro il terzo grado ed affini entro il secondo grado).

Il partecipante è tenuto ad attestare alla società di gestione del risparmio ovvero all'intermediario depositario la sussistenza di eventuali quote detenute indirettamente o imputabili ai familiari. La percentuale di partecipazione al Fondo è rilevata al termine del periodo d'imposta o, se inferiore, al termine del periodo di gestione del Fondo.

Sezione II - Le attività

La struttura dell'attivo è rappresentata in prevalenza dalla voce Strumenti finanziari non quotati, che costituiscono il 62,69% del totale; a seguire gli immobili e diritti reali immobiliari, che incidono per il 25,81%, la liquidità, che rappresenta l'11,41%, e infine le altre attività con lo 0,09%.

II.1 Strumenti finanziari non quotati**PARTI DI OICR**

Le parti di OICR sono state valutate, come già specificato nei criteri di valutazione, in conformità a quanto indicato nel Titolo V, Capitolo IV, Sez. II, paragrafo 2.3 del Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

Gli strumenti finanziari non quotati, sono costituiti da una partecipazione nel Fondo immobiliare chiuso riservato "Eracle" e una nel Fondo Optimum USA Property I.

	Paese di residenza dell'emittente			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri paesi OCSE	Altri paesi
Titoli di capitale (diversi dalle partecipazioni)				
Titoli di debito				
Parti di OICR				
- FIA aperti non riservati				
- di cui: FIA immobiliari				
- altri (chiusi riservati)	27.264.105		6.736.520	
Totali				
- in valore assoluto	27.264.105		6.736.520	
- in percentuale del totale delle attività	50,27%		12,42%	

Con riferimento alla tabella su esposta si evidenzia che in essa vengono rappresentate le quote degli OICR in cui il Fondo ha investito. L'indicazione del Paese di residenza dell'emittente si riferisce – come da istruzioni Banca d'Italia (cfr. Provvedimento 19/1/2015 All.IV.6.2) – al Paese verso il quale sono prevalentemente indirizzati gli investimenti dell'OICR, cioè gli Stati Uniti per il Fondo Optimum e l'Italia per il Fondo Eracle. Le variazioni rispetto all'esercizio precedente, si riferiscono all'adeguamento del valore dell'OICR in bilancio, effettuato in base all'ultimo NAV reso pubblico dal gestore e relativo al 31 dicembre 2017 per il Fondo Optimum e al 31 dicembre 2018 per il Fondo Eracle.

Movimentazione dell'esercizio	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Partecipazioni di controllo		
Partecipazioni di non controllo		
Altri titoli di capitale		
Titoli di debito		
Parti di OICR		
Totale	0	0

Nel corso dell'esercizio 2017 il fondo Optimum ha effettuato il primo rimborso programmato di capitale annullando n.140.000 quote per un valore nominale di Euro 1. Il rimborso è stato pari complessivamente ad Euro 140.000. Nel corso del 2018 non si segnalano rimborsi di quote delle partecipazioni in OICR detenute.

II.2 Strumenti finanziari quotati

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria alla data di riferimento

II.3 Strumenti finanziari derivati

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria alla data di riferimento

II.4. Beni immobili e diritti reali immobiliari

Alla data del 31 dicembre 2018 il patrimonio del Fondo è valutato dalla SGR pari ad Euro 14.000.000, in linea con quanto valutato dall'Esperto Indipendente, con un incremento rispetto al 31 dicembre 2017 di Euro 100.000.

	Movimentazioni del patrimonio immobiliare		
	31-dic-17	Variazioni del periodo	31-dic-18
Costo di acquisto degli immobili	13.500.000		13.500.000
Variazioni:			
Costi capitalizzati	298.080	0	298.080
Acquisti	0	0	0
Vendite	0	0	0
Costo storico al	13.798.080	0	13.798.080
Plus/(Minus) da valutazione su portafoglio residuo:	101.920	100.000	201.920
- Plus/(minus) da valutazioni totali	101.920	100.000	201.920
Storno (plus)/minus su immobili venduti (a) - (b)	0	0	0
(Plus)/minus effettiva da vendita (a)	0	0	0
(Plus)/minus contabili da vendita (b)	0	0	0
Valore di mercato al	13.900.000	100.000	14.000.000
Sval/Riv. %	0,7%		1,5%

Si precisa che nella voce B1 "Immobili dati in locazione" sono inseriti tutti gli immobili diversi da quelli classificati nella voce B3. Nella voce B3 "Altri immobili" sono inclusi gli immobili completamente sfitti, gli immobili in costruzione e gli acconti versati per l'acquisto di nuovi immobili.

Ad ulteriore descrizione del patrimonio immobiliare del fondo si riportano di seguito le tabelle:

- Elenco dei beni immobili e diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo
- Informazioni sulla redditività dei beni

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO													
N.	Descrizione e ubicazione				Destinazione e d'uso prevalente	Anno di costruz.	Sup. lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico	Ipoteche
	Comune	Pr.	Indirizzo	N.ro civico				Canone m2/m3	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario		
1	Verona	VR	Via Tazzoli - Via Orti Manara	s.n.c.	Centrale telefonica	1600	7.278	134	Affitto	30/11/2021	Telecom Italia S.p.A.	13.798.080	-
TOTALI							7.278					13.798.080	

INFORMAZIONI SULLA REDDITIVITA' DEI BENI					
Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni annui			
		Locazione non finanziaria	Locazione finanziaria	Importo totale	%
Fino a 1 anno	-	-		-	-
Da oltre 1 a 3 anni	14.000.000	836.251		836.251	100,00
Da oltre 3 a 5 anni	-	-		-	-
Da oltre 5 a 7 anni	-	-		-	-
Da oltre 7 a 9 anni	-	-		-	-
Oltre 9 anni	-	-		-	-
A) Totale beni immobili locati	14.000.000	836.251		836.251	100,00
B) Totale beni immobili non locati	-				

La tabella "Prospetto dei cespiti disinvestiti dal Fondo" non viene riportata in assenza di vendite immobiliari.

II.5 Crediti

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria alla data di riferimento.

II.6 Depositi bancari

Alla data della presente Relazione non sono presenti depositi bancari.

II.8 Posizione netta di liquidità

Saldo al 31/12/2018	Saldo al 31/12/2017
6.187.269	18.528.676

La voce, interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile", è relativa alla disponibilità liquida in garanzia sul conto corrente bancario acceso presso il Depositario.

II.9 Altre attività

I valori iscritti nelle altre attività per un totale di Euro 47.326 sono suddivisi come illustrato nel prospetto seguente:

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2018	Saldo al 31/12/2017
G2.	Ratei e risconti attivi	7.732	7.653
G4.	Altre attività	39.594	6.284
	- Crediti verso clienti	11.841	4.611
	- Crediti verso SGR	23.354	
	- Credito IVA	4.399	1.661
	- Anticipi a fornitori		12
	Totale	47.326	13.937

I crediti verso clienti sono dettagliati come segue:

Descrizione	Saldo al 31/12/2018	Saldo al 31/12/2017
Crediti per fatture da emettere		
- canoni	756	429
- oneri accessori e ribaltamento costi	4.225	4.182
Altri crediti verso clienti	6.860	
Totale	11.841	4.611

L'importo di Euro 6.860, iscritto alla voce "Altri crediti verso clienti", rappresenta il credito verso Optimum Asset Management, in qualità di Società di Gestione del Fondo Optimum USA Property I, per la retrocessione della commissione di gestione relativa al quarto trimestre 2018 (il credito è stato incassato nel mese di febbraio 2019).

La voce "Crediti verso Sgr" si riferisce principalmente al conguaglio della commissione di gestione per l'anno 2018.

Sezione III - Le passività

III.1 Finanziamenti ricevuti

Non vi sono fattispecie in tale categoria nel periodo di riferimento.

III.2 Strumenti finanziari derivati

Non vi sono fattispecie in tale categoria nel periodo di riferimento.

III.3 Debiti verso partecipanti

Non vi sono fattispecie in tale categoria nel periodo di riferimento.

III.4 Altre passività

La voce è esposta in dettaglio nei prospetti che seguono.

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2018	Saldo al 31/12/2017
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	7.982	15.083
M3.	Ratei e risconti passivi	140.918	140.065
M4.	Altre	6.536	4.560
	Totale	155.436	159.708

della voce M1. – Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati:

Descrizione	Saldo al 31/12/2018	Saldo al 31/12/2017
Debiti verso Sgr per commissioni	0	7.152
Debiti verso il Depositario per commissioni	7.982	7.931
Totale	7.982	15.083

della voce M4. – Altre:

Descrizione	Saldo al 31/12/2018	Saldo al 31/12/2017
Fatture da ricevere	6.536	4.560
Totale	6.536	4.560

Sezione IV - Il valore complessivo netto

Le componenti che hanno determinato la variazione della consistenza del valore complessivo netto tra l'avvio dell'operatività e la data della presente Relazione di gestione, sono illustrate nel seguente schema:

Prospetto delle variazioni del fondo dall'avvio dell'operatività (29/07/2011) fino al 31 dicembre 2018	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (q. emesse x prezzo emissione)	24.500.000	
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	50.000.000	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	14.554.712	29,11%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	4.724.640	9,45%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti		
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	280.839	0,56%
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni		
F. Risultato complessivo della gestione cambi		
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione		
H. Oneri finanziari complessivi		
I. Oneri di gestione complessivi	-1.142.504	-2,29%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	315.097	0,63%
M. Imposte complessive		
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-14.653.000	
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	18.732.784	37,47%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31 DICEMBRE 2018	54.079.784	108,16%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE	0	
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE		5,22%

Si ritiene opportuno precisare che il Tasso Interno di Rendimento (TIR) risultante dal prospetto è stato calcolato, come disposto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 come modificato dal Provvedimento del 23 dicembre 2016. Pertanto, questo rappresenta il tasso di interesse composto annuale dalla data dell'inizio dell'operatività fino al 31 dicembre 2018, calcolato in base ai flussi di cassa rappresentati dai versamenti effettivi, dagli eventuali proventi distribuiti, dagli eventuali rimborsi parziali delle quote e considerando l'ipotetico incasso per il disinvestimento delle quote del NAV contabile al 31 dicembre 2018.

Tale valore è indicativo della potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore se il patrimonio immobiliare fosse liquidato alla data della presente relazione di gestione.

Tale rendimento è puramente indicativo e non rappresenta il rendimento dell'investimento che sarà effettivamente conseguito nel tempo.

Sezione V - Altri dati patrimoniali**V.1 Impegni assunti dal Fondo a fronte di strumenti finanziari derivati**

Al 31 dicembre 2018 non sono in essere strumenti finanziari derivati.

V.2 Attività e passività nei confronti di altre società del gruppo della SGR

Non risultano attività e passività nei confronti di altre società del gruppo della SGR.

V.3 Attività e/o passività denominate in valute diverse dall'Euro o beni immobili situati in paesi diversi da quelli dell'U.E.M.

Alla data della presente relazione non risultano attività e/o passività come descritto al V.3.

V.4 Importo complessivo delle plusvalenze in regime di sospensione d'imposta

Non vi sono plusvalenze in regime di sospensione d'imposta ai sensi dell'art.15, comma 2 della L.86/1994.

V.5 Ammontare e specifica delle garanzie ricevute

L'ammontare delle garanzie ricevute è pari a Euro 452.493 e riguarda la fidejussione rilasciata dal locatore a garanzia degli adempimenti contrattuali.

V.6 Ipoteche sugli immobili

Gli immobili del Fondo non sono gravati da ipoteca.

PARTE C – Il Risultato Economico del periodo***Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari***

Come già esposto in precedenza, il Fondo Primo ha investito in quote di OICR; tali investimenti hanno generato una plusvalenza totale nel corso dell'esercizio pari a Euro 692.066 (quale risultato della plusvalenza di Euro 1.238.066 per il Fondo Eracle e della minusvalenza di Euro 546.000 per il Fondo Optimum) per effetto della valutazione dell'OICR all'ultimo NAV disponibile. Inoltre, nel corso del 2018 il Fondo ha ricevuto proventi dalla partecipazione nel Fondo Eracle per un importo pari a Euro 1.661.027 relativi al secondo semestre 2017 e primo semestre 2018.

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/Perdita da realizzi	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus /minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. di controllo				
2. non di controllo				
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di OICR			692.066	
C. Strumenti finanziari quotati				

Sezione II - Beni immobili

I proventi indicati alla voce B1. per Euro 841.194 si compongono: per Euro 837.007 da canoni di locazione di competenza del periodo di riferimento; per Euro 4.157 ad altri ricavi e proventi.

Si riporta di seguito la tabella del risultato economico delle operazioni su beni immobili:

RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO SU BENI IMMOBILI					
	Immobili resid.li	Immobili comm.li	Immobili ind.li	Terreni	Altri/ Strumentali
1. PROVENTI					
1.1 Canoni locazione non finanziaria					837.007
1.2 Canoni di locazione finanziaria					
1.3 Altri proventi					4.187
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI					
2.1 Beni immobili					
2.2 Diritti reali immobiliari					
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE					
3.1 Beni immobili					100.000
3.2 Diritti reali immobiliari					
4. ONERI PER LA GESTIONE BENI IMMOBILI					- 10.412
5. AMMORTAMENTI					
6. IMPOSTE MUNICIPALI					- 37.432
				Totale	893.350

A seguire, un prospetto che mostra in maggior dettaglio la composizione della voce B4 "Oneri per la gestione dei beni immobili" e della voce B6 "Imposte municipali".

Voce	Descrizione	2018	2017
B4.	Oneri per la gestione dei beni immobili	10.412	10.313
	<i>Imposta di registro e altre imposte e tasse</i>	8.372	8.313
	<i>Provvigioni Building Manager</i>	2.040	2.000
B6.	Imposte municipali	37.432	37.432
	<i>Imposta IMU</i>	31.282	31.281
	<i>Imposta TASI</i>	6.150	6.151
	Totale	47.844	47.745

Sezione III – Crediti

Il Fondo non ha effettuato operazioni di investimento in crediti.

Sezione IV - Depositi bancari

Il Fondo non ha investito in depositi bancari.

Sezione V – Altri beni

Il Fondo non ha investito in altri beni diversi da quelli al punto B1 della sezione patrimoniale.

Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

Il Fondo non ha in essere operazioni di finanziamento.

Sezione VII - Oneri di gestione

VII.1. Oneri sostenuti nel periodo

La voce presenta un saldo negativo complessivo di Euro 132.936 le cui componenti sono: le commissioni di gestione della SGR, per Euro 107.077, il compenso del Depositario, pari ad Euro 15.965, gli oneri per l'Esperto Indipendente che ammontano ad Euro 2.000 e infine gli altri oneri di gestione, Euro 7.894.

A seguire, si riporta il prospetto degli oneri di gestione che viene redatto, in conformità alle istruzioni della Banca d'Italia, includendo altre voci di costo rispetto a quelle indicate al punto I. della sezione reddituale al fine di fornire una visione complessiva degli oneri sostenuti per la gestione del portafoglio.

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento
1) Provvigioni di gestione provvigioni di base	107	0,18%	0,20%		0	0,00%	0,00%	
2) Costo per il calcolo del valore della quota								
3) Costi ricorrenti di OICR in cui il fondo investe					0	0,00%		
4) Compenso della banca depositaria	16	0,03%	0,03%		0	0,00%	0,00%	
5) Spese di revisione del Fondo	7	0,01%			0	0,00%		
6) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo					0	0,00%	0,00%	
7) Compenso spettante agli esperti indipendenti	2	0,00%	0,00%		0	0,00%	0,00%	
8) Oneri di gestione degli immobili	48	0,08%	0,09%		0	0,00%	0,00%	
9) Spese legali e giudiziarie	0	0,00%			0	0,00%		
10) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	0	0,00%			0	0,00%		
11) Altri oneri gravanti sul fondo (segue tabella)	1	0,00%			0	0,00%		
COSTI RICORRENTI TOTALI	181	0,30%			0	0,00%		
12) Provvigioni di incentivo	0				0	0,00%		
13) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari	0				0			
di cui:	0							
su titoli azionari	0				0			
su titoli di debito	0				0			
su derivati	0				0			
altri (da specificare)	0							
14) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	0			0,00%	0	0,00%		0,00%
15) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	0	0,00%			0	0,00%		
TOTALE SPESE	181	0,30%			0			

Provvigioni di gestione

Il compenso spettante alla SGR per l'attività di gestione del Fondo sarà così articolato:

1. Commissione Annuale Fissa:

A) pari a 0% da calcolarsi sulle componenti dell'attivo relativo a quote del Fondo immobiliare chiuso italiano denominato "Eracle";

B) pari allo 0,15%, da calcolarsi sulle componenti dell'attivo relative a quote di fondi immobiliari chiusi italiani al netto della componente di cui alla precedente lettera A);

C) da calcolarsi sul totale dell'attivo al netto delle componenti di cui alle lettere A) e B) che precedono, pari a:

(i) 0,4% del valore complessivo delle attività del Fondo al netto delle plus-minusvalenze aggregate non realizzate. Tale commissione sarà applicata per la quota di attivo fino a 50 milioni di Euro;

(ii) 0,35% del valore complessivo delle attività del Fondo al netto delle plus-minusvalenze aggregate non realizzate. Tale commissione sarà applicata per la quota di attivo eccedente i 50 milioni di Euro e fino all'ammontare di 150 milioni di Euro;

(iii) 0,30% del valore complessivo delle attività del Fondo al netto delle plus-minusvalenze aggregate non realizzate. Tale commissione sarà applicata per la quota di attivo eccedente i 150 milioni di Euro.

La Commissione Annuale Fissa viene corrisposta con cadenza semestrale, l'ultimo giorno lavorativo di ciascun semestre, nella misura di ½ sulla base del valore complessivo delle attività del Fondo determinato nell'ultima relazione di gestione approvata. In corrispondenza della scadenza al 31/12 di ogni anno verrà calcolato e corrisposto altresì il conguaglio rispetto agli importi erogati allo stesso titolo nell'anno precedente.

La tabella qui sotto riporta i dati di calcolo:

Commissione SGR di gestione 2018 (fee 0,40%)	
Totale Attività del fondo al 31/12/2018	54.235.220
Plus non realizzate al 31/12/2018	-201.920
Totale attività al netto delle valutazioni immobiliari	54.033.300
Componente attività Fondo Eracle	-27.264.105
Base di calcolo per commissioni	26.769.195
Totale commissione SGR	107.077

Compenso del Depositario

Il compenso spettante al Depositario per l'espletamento dell'incarico è pari:

(i) per lo svolgimento dei controlli previsti dalla normativa pro tempore vigente (commissione esente da IVA), allo 0,019% calcolato sul Valore Complessivo Netto del Fondo quale risultante dalle relazioni di gestione del Fondo, al netto della somma algebrica delle plus-minusvalenze non realizzate sui beni immobili detenuti rispetto al loro valore di acquisizione. Tale commissione non potrà mai essere inferiore a 14.000,00 Euro annui.

(ii) per la custodia ed amministrazione degli strumenti finanziari e della liquidità (commissione imponibile IVA), pari allo 0,003% su base annua, calcolata sul Valore Complessivo Netto del Fondo al netto della somma algebrica delle plus-minusvalenze non realizzate sui beni immobili detenuti rispetto al loro valore di acquisizione. Tale commissione non potrà mai essere inferiore a 1.000,00 Euro annui.

Al 31 dicembre di ogni anno si determina il compenso spettante al Depositario da corrispondere in via provvisoria per l'anno seguente ed il conguaglio rispetto agli importi erogati, allo stesso titolo, nei dodici mesi precedenti, entrambi calcolati sul Patrimonio del Fondo risultante dalla relazione di gestione.

Nel corso dell'esercizio 2018 la Società di gestione per conto del Fondo ha sottoscritto un accordo modificativo della Convenzione originariamente predisposta dal Depositario contenente il dettaglio delle varie attività svolte da quest'ultimo, in linea con la Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate n. 26/E del 6 Aprile 2018.

In particolare, ferme restando le basi di calcolo, la periodicità di addebito e i livelli commissionali sino ad ora applicati, è stata definita la nuova struttura commissionale a far data dall'1 gennaio 2018.

Spese di revisione del Fondo

Il valore esposto di riferisce alle spese per la revisione legale del Fondo effettuata dalla società EY S.p.A.

Compenso spettante agli Esperti Indipendenti

Il valore esposto si riferisce ai compensi riconosciuti agli esperti indipendenti relativamente alle attività di valutazione semestrale del portafoglio previste dalla vigente normativa.

Oneri di gestione degli immobili

Viene di seguito dettagliata la composizione della voce 8 della tabella:

Descrizione	2018	2017
Imposte e tasse diverse	8.372	8.313
Provvigioni property manager	2.040	2.000
Imposta Imu e TASI	37.432	37.432
Totale	47.844	47.745

Altri oneri gravanti sul Fondo

Si indica di seguito la composizione della voce 11 della tabella:

Descrizione	2018	2017
Spese consulenza fondo	1.254	780
Altri oneri	4	-
Totale	1.258	780

VII.2. Provvigioni di incentivo

A ciascuna Data di Riferimento, la SGR avrà diritto a percepire una Commissione di Successo qualora il Rendimento Annuo Effettivo del Fondo - calcolato a ciascuna Data di Riferimento - sia superiore al Rendimento Annuo Obiettivo.

Il calcolo dei rendimenti del Fondo ai fini della determinazione della Commissione di Successo non terrà conto della quota parte di rendimento connesso all'investimento nelle quote del Fondo Eracle.

Il “Rendimento Annuo Effettivo” è il TIR (come di seguito definito) calcolato a ciascuna Data di Riferimento (come di seguito definita).

Il “Rendimento Annuo Obiettivo” è stabilito come segue:

- a) per il periodo di durata del Fondo fino al 31 dicembre 2015, è stabilito nella misura del 4% annuo;
- b) per la restante durata del Fondo, per ciascun periodo di 5 anni, il Rendimento Annuo Obiettivo è stabilito – alla fine di ciascun periodo di 5 anni - nella misura pari alla media dei valori corrispondenti all’indice ISTAT FOI (variazioni percentuali del mese indicato rispetto allo stesso mese dell’anno precedente) del mese di dicembre di ciascun anno aumentato di 2 punti percentuali e con un valore minimo del 4% annuo.

La “Data di Riferimento” è la data in cui la SGR calcola in via definitiva la Commissione di Successo: tale data è stabilita nella scadenza di ciascun periodo di 5 anni di durata del Fondo. Nel corso del quinquennio, in occasione della redazione della relazione di gestione periodica, la Commissione di Successo eventualmente maturata nel periodo verrà progressivamente accantonata sino a conclusione del quinquennio stesso ed erogata a titolo definitivo entro il primo mese successivo alla Data di Riferimento.

“TIR” significa il tasso di rendimento di ciascun quinquennio, ottenuto dai Partecipanti in relazione all’investimento complessivamente effettuato nel Fondo, ossia il tasso che annulla il valore attuale di tutti i flussi monetari, positivi e negativi, a favore e a carico dei Partecipanti in relazione a detto investimento complessivo, ciascuno computato con riferimento alla data di effettivo incasso o esborso da parte dei Partecipanti (attribuendo segno positivo agli incassi e segno negativo agli esborsi ed includendo tra i flussi monetari positivi anche il NAV del Fondo alla Data di Riferimento e tra i flussi monetari negativi il NAV del Fondo alla data di inizio di ciascun quinquennio di riferimento: per il primo quinquennio si utilizzerà il valore di costituzione del Fondo).

Se dovuta, la “Commissione di Successo” è pari al 20% del valore ottenuto attualizzando i flussi monetari positivi e negativi nei confronti dei Partecipanti (includendo tra i flussi monetari positivi anche il NAV del Fondo alla Data di Riferimento e tra i flussi monetari negativi il NAV del Fondo alla data di inizio di ciascun quinquennio di riferimento: per il primo quinquennio si utilizzerà il valore di costituzione del Fondo) al Rendimento Annuo Obiettivo alla Data di Riferimento.

Tale Commissione di Successo, se dovuta, verrà calcolata a titolo definitivo e corrisposta alla SGR (i) ad ogni Data di Riferimento, (ii) in sede di ripartizione del ricavato della liquidazione del Fondo e (iii) in coincidenza con la prima relazione di gestione successiva alla sostituzione della SGR ai sensi dell’articolo 25, comma 1, Parte B del Regolamento.

Alla data della presente relazione non è stato raggiunto il “rendimento annuo obiettivo e pertanto non si provveduto ad accantonare alcuna somma a titolo di commissione di successo.

VII.3 Remunerazioni

Investire SGR, anche quale controllata della Capogruppo Banca Finnat Euramerica, persegue una accorta politica retributiva e si attiene, nel definire le proprie politiche di remunerazione ed incentivazione, a principi e criteri specifici che assicurino coerenza con la strategia, gli obiettivi ed i valori aziendali, gli interessi della Società e dei Fondi gestiti o degli investitori, nonché la prevenzione di possibili conflitti di interesse.

Tale politica retributiva è finalizzata a mantenere su livelli sostenibili gli emolumenti corrisposti al personale e ciò in vista di un contenimento generale dei costi a beneficio della redditività aziendale e del conseguente incremento dell’utile da destinare agli azionisti.

I principi ai quali Investire si ispira sono: l’equità, l’attenzione al rischio e alla *compliance*, la prudenza, la valorizzazione del merito; principi, questi, applicati a tutto il Gruppo e che si riflettono a livello di ciascuna area di business su tutti i collaboratori, fatte salve le relative specificità retributive.

Con riferimento all’esercizio 2018:

- La remunerazione totale corrisposta nell’esercizio dalla SGR al personale è pari ad **Euro 8.437.681,35** relativamente alla componente fissa, e ad **Euro 1.480.499,95** per quanto riguarda la componente variabile; il numero dei beneficiari, nel corso dell’esercizio, è stato pari a **170**. Non sono state corrisposte dai FIA al personale provvigioni di incentivo.
- La remunerazione totale del personale coinvolto nella gestione delle attività dei FIA è pari ad **Euro 3.227.703,06** relativamente alla componente fissa, e ad **Euro 644.499,97** per quanto riguarda la componente variabile.
- La remunerazione totale, suddivisa per le categorie di “personale più rilevante”, come individuate dal Regolamento congiunto, allegato 2, par.3, è così ripartita:
 - i. Membri esecutivi e non esecutivi degli organi con funzione di supervisione strategica e di gestione del gestore, in funzione della sua struttura giuridica, quali: gli amministratori, l’amministratore delegato, i *partners* esecutivi e non: **Euro 308.467,12**;

- ii. Direttore generale e responsabili delle principali linee di business, funzioni aziendali o aree geografiche, nonché coloro i quali riportano direttamente agli organi con funzione di supervisione strategica, gestione e controllo: **Euro 3.665.316,21**;
 - iii. Personale delle funzioni aziendali di controllo: **Euro 502.761,86**;
 - iv. Altri soggetti che, individualmente o collettivamente, assumono rischi in modo significativo per il gestore o per i FIA gestiti (altri "risk takers"): **n/a**;
 - v. Qualsiasi soggetto la cui remunerazione totale si collochi nella medesima fascia retributiva delle categorie sub ii) e iv) sopra indicate, purché la sua attività abbia o possa avere un impatto rilevante sul profilo di rischio del gestore o dei FIA gestiti: **n/a**.
- Sono attribuibili al FIA n.ro 5 risorse, la cui retribuzione lorda annua complessiva può essere attribuita al FIA nella misura del 13%.

Le politiche di remunerazione e incentivazione a favore del Personale di Investire SGR sono definite:

- in ottemperanza alla disciplina sulle politiche e prassi di remunerazione ed incentivazione applicabile ai gestori di FIA di cui alla Parte 5 Titolo III e all'Allegato 2 del Provvedimento Congiunto Banca d'Italia/Consob del 29 ottobre 2007 e s.m. (di seguito, il "Regolamento Congiunto"), emanato ai sensi di quanto disposto dall'art. 6 comma 2-bis, lettera a) del D.Lgs. 58/98 (di seguito, "TUF") ed in attuazione delle direttive del Parlamento Europeo e del Consiglio 2011/61/UE e 2014/91/UE e tenuto conto degli orientamenti elaborati in sede europea, tra cui le linee Guida Esma 2013/232 del 3 luglio 2013 in materia di sane politiche retributive a norma della direttiva GEFIA e le linee guida dell'ESMA n. 2016/411 del 31 marzo 2016 in materia di politiche retributive a norma della direttiva UCITS e AIFMD;
- in ottemperanza alla Circolare Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 "Disposizioni di Vigilanza per le Banche" e successive modificazioni, relativamente a quanto previsto per i gruppi bancari al Titolo IV Capitolo 2 in merito alle politiche e prassi di remunerazione e incentivazione;
- coerentemente con i Principi generali emanati dalla Capogruppo Banca Finnat Euramerica.

Il documento concernente le politiche di remunerazione ed il sistema di incentivazione annuali viene sottoposto:

- ai controlli delle funzioni Compliance e Risk Management,
- alla Capogruppo per i necessari controlli di congruità e coerenza,
- all'approvazione del Comitato Nomine e Remunerazioni,
- all'approvazione del Consiglio di Amministrazione (in attuazione dell'art. 37 del Regolamento Congiunto) e dell'Assemblea dei soci.

Investire ha adottato una struttura della retribuzione complessiva che considera le seguenti componenti:

- i) retribuzione fissa;
- ii) retribuzione variabile;
- iii) benefit.

Per le figure dirigenziali e le funzioni di controllo, la retribuzione (sia fissa che variabile) è comunque soggetta alla delibera del Consiglio di Amministrazione, previo parere del Comitato Nomine e Remunerazioni.

Il rapporto tra la componente variabile e quella fissa della remunerazione è opportunamente bilanciato e determinato, anche in relazione alle diverse categorie di personale.

La politica di remunerazione per il personale dipendente di Investire, in linea con quanto indicato dalla politica del Gruppo, è orientata prevalentemente a garantire nel tempo un livello della componente fissa della remunerazione adeguato con le responsabilità delegate, tenuto conto delle competenze e della professionalità possedute dai singoli, al fine di garantire adeguati livelli di equità e coerenza interna, nonché in linea con le previsioni dei contratti collettivi nazionali di riferimento e coerentemente con le caratteristiche e la cultura aziendale, fortemente permeata dall'attenzione ai risultati sostenibili nel tempo.

Le retribuzioni individuali, anche in un'ottica di *retention*, vengono pertanto costantemente monitorate ed adattate al livello professionale raggiunto e/o alle responsabilità tempo per tempo assegnate.

La componente variabile della retribuzione è definita secondo criteri orientati alla massima cautela e ad obiettivi sostenibili nel tempo e nel rispetto dei principi dettati dalla normativa di settore.

Per il "Personale più rilevante" la remunerazione variabile è assoggettata per il 40% (o per il 60% qualora la componente variabile rappresenti un importo particolarmente elevato e comunque superiore al 50% della retribuzione fissa del destinatario) al differimento temporale in un periodo di tre anni.

Anche la componente variabile del restante personale che partecipa al sistema incentivante viene assoggettata a meccanismi di differimento.

È prevista l'assegnazione, al "Personale più rilevante", in fase di consuntivazione degli obiettivi, di Phantom Performance Unit (PPU) a titolo di strumenti, che garantiscono il diritto alla corresponsione, al termine di un prefissato *holding period*, di una remunerazione di tipo monetario legata all'andamento del valore dei fondi gestiti dalla SGR.

Per le funzioni di controllo la componente variabile – in linea con quanto prescritto dalle linee guida ESMA – non può essere legata al raggiungimento di obiettivi economici della SGR e/o dei FIA gestiti, ma esclusivamente ad obiettivi di natura qualitativa o specifici delle responsabilità di controllo assegnate. La struttura remunerativa di questa categoria di soggetti è costruita in maniera tale da non comprometterne l'indipendenza e da evitare possibili conflitti d'interesse.

Conformemente alle prescrizioni del Regolamento Congiunto ed alle linee guida ESMA, è prevista l'applicazione alla remunerazione variabile di idonei meccanismi di correzione del rischio *ex post* (*malus* e *claw back*), che operano, a seconda della clausola, durante il periodo di differimento o successivamente alla data di corresponsione del compenso e che possono determinare la riduzione o l'azzeramento della remunerazione variabile (anche per le quote differite) o la restituzione alla SGR di tutta o parte di quella già percepita.

Sezione VIII - Altri ricavi e oneri

L. Altri ricavi e oneri

La voce comprende quanto specificato nella successiva tabella:

Voce	Descrizione	2018	2017
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide		
L2.	Altri ricavi:	28.402	28.036
	- Sopravvenienze attive	959	36
	- Retrocessione commissioni Fondo Optimum	27.443	28.000
L3.	Altri oneri:	-589	-173
	- Bolli e commissioni bancarie	-160	-173
	- Sopravvenienze passive	-429	
	Totale	27.813	27.863

Con riferimento all'importo di Euro 27.443 si specifica che è stato stipulato un accordo tra il Fondo Primo ed Optimum Asset Management (la Società di Gestione del Fondo) in base al quale Optimum AM rimborserà a Fondo Primo un ammontare pari allo 0,40% annuo (calcolato pro-rata temporis) sugli importi richiamati relativi al Fondo USA Property I risultanti ad ogni fine mese.

Sezione IX – Imposte

Alla data della presente relazione il Fondo non sono state rilevate imposte.

Con D.L. n. 1 del 24 gennaio 2012, convertito con modificazioni nella L. n. 27 del 24 marzo 2012, il Legislatore è intervenuto sull'art. 73 del DPR n. 917/1986 ("Testo Unico delle Imposte sui Redditi"), aggiungendo all'elenco dei soggetti passivi IRES anche gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

Tuttavia, l'art. 6 del D.L. 351 del 25 settembre 2001, convertito con modificazioni nella L. n. 410 del 23 novembre 2001, e successive modifiche, disciplina un regime fiscale "speciale" in relazione ai fondi comuni di investimento immobiliare istituiti ai sensi del D.Lgs. 58 del 24 febbraio 1998 ("Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria"). Si tratta dei fondi comuni di investimento dotati delle seguenti caratteristiche:

- presenza di una pluralità di investitori;
- finalità di investire il patrimonio raccolto secondo una predeterminata politica di investimento;
- gestione del Fondo svolta dalla SGR nell'interesse dei partecipanti, ma in autonomia da essi.

Solo i fondi immobiliari in possesso dei suddetti requisiti non sono pertanto soggetti alle imposte sui redditi IRES e all'Imposta Regionale sulle Attività Produttive IRAP.

Indipendentemente dalla sussistenza delle suddette caratteristiche, tuttavia, l'intero regime fiscale previsto dal D.L. n. 351/2001 sopra citato si applica, in ogni caso, ai fondi partecipati esclusivamente da investitori "istituzionali" ovvero fondi immobiliari partecipati esclusivamente da uno o più dei seguenti soggetti:

- Stato o ente pubblico;
- Organismi d'investimento collettivo di risparmio;
- Forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria;
- Imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche;
- Intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- Soggetti e patrimoni indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in Paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni, sempreché assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- Enti privati residenti in Italia che perseguano esclusivamente le finalità indicate nell'articolo 1, comma 1, lett. c-bis) del D.Lgs. n. 153/1999, nonché società residenti in Italia che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche;
- Veicoli costituiti in forma societaria o contrattualmente partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti indicati nelle lettere precedenti.

I soggetti residenti "non istituzionali", ossia diversi da quelli indicati nei precedenti punti, partecipanti in misura superiore al 5% del patrimonio del Fondo, subiscono l'imputazione per trasparenza dei redditi conseguiti dal Fondo stesso e rilevati nelle relazioni di gestione. In particolare, è previsto che concorre alla formazione del reddito complessivo del partecipante indipendentemente dalla percezione e proporzionalmente alla quota di partecipazione, il risultato economico del Fondo, determinato escludendo dal risultato di gestione i proventi e gli oneri da valutazione maturati ma non realizzati.

Si precisa che, ai fini del calcolo della percentuale di partecipazione, ciascun soggetto è tenuto ad attestare alla SGR ovvero all'intermediario depositario la sussistenza di eventuali quote detenute indirettamente per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona o imputabili ai familiari indicati nell'articolo 5, comma 5, del TUIR (coniuge, parenti entro il terzo grado ed affini entro il secondo grado).

Ciò posto, per i partecipanti residenti che possiedono quote di partecipazione in misura pari o inferiore al 5% e per gli investitori "istituzionali" precedentemente elencati continua ad applicarsi il regime di imposizione dei proventi già disciplinato dall'art. 7 del D.L. n. 351/2001: sui redditi distribuiti a tali soggetti si applica, pertanto, la ritenuta nella misura del 26% (misura così modificata dal Decreto Legge n. 66/2014).

Con riferimento ai soggetti non residenti, i redditi percepiti, indipendentemente dalla percentuale di partecipazione al Fondo, subiscono, al momento della loro corresponsione, l'applicazione della ritenuta a titolo di imposta del 26% ex art. 7, comma 1, del citato D.L. 351/2001 oppure la minore ritenuta convenzionale, se applicabile.

Il regime di "esenzione" senza applicazione della ritenuta viene mantenuto nei confronti di fondi pensione e OICR esteri, sempreché istituiti in Stati e territori c.d. White list, di enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e nei confronti delle Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato (ex art. 7 D.L. 351/2001).

A tale proposito si precisa che il previgente regime di esenzione, applicabile a tutti i proventi percepiti da soggetti residenti in paesi c.d. White list, continua ad essere ancora valido con riferimento alle distribuzioni di proventi riferiti a periodi di attività dei fondi chiusi fino al 31 dicembre 2009.

Si segnala che il Provvedimento A.d.E. del 16 dicembre 2011 ha specificato l'obbligo per la SGR di comunicare, nella propria dichiarazione del sostituto di imposta i dati relativi ai partecipanti, compresi i partecipanti c.d. "istituzionali", che alla data del 31 dicembre di ciascun periodo di imposta, detengono una quota di partecipazione nei fondi immobiliari superiori al 5%, unitamente all'ammontare dei redditi imputati per trasparenza.

PARTE D – Altre informazioni

Con riferimento alla presente Sezione ed alle relative istruzioni per la sua compilazione, fornite dalla Banca d'Italia e dal regolamento Delegato UE 231/13 si riporta quanto segue.

Riferimenti di natura sia qualitativa sia quantitativa in ordine ai rischi assunti dal Fondo (art. 109 Regolamento Delegato UE 231/2013)

In ottemperanza alla Direttiva 2011/61/UE (Direttiva AIFM) e al relativo Regolamento, la SGR monitora semestralmente i rischi a cui può essere esposto 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), ovvero:

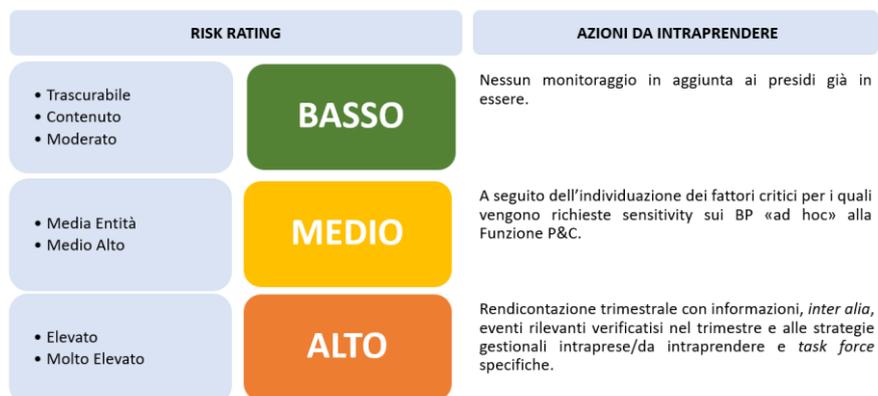
1. Rischio di Controparte
2. Rischio di Credito
3. Rischio di Liquidità
4. Rischio di Mercato
5. Rischio Operativo

A queste categorie 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. A differenza degli altri fattori, 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. Per ogni KRI sono state definite specifiche soglie di rischio, le cui stime sono basate anche su analisi di *back-testing*. I punteggi dei singoli KRI sono derivati in maniera quantitativo-parametrica e sono corredati da una nota esplicativa.

Il valore stimato per ogni fattore di rischio deriva da una combinazione non lineare dei singoli KRI tramite la metodologia *weakest link*², al fine di attribuire maggior peso ai KRI caratterizzati da una maggiore rischiosità. Il punteggio di ogni fattore è espresso su di una scala di valori da 1 a 10, dove 1 rappresenta il rischio minimo e 10 il rischio massimo. Tale analisi è stata svolta dal *team* di *Risk Management*, integrata con interviste mirate ai Fund Manager e ai Coordinatori dei Fondi gestiti dalla SGR.

A valle del lavoro di analisi, ad ogni FIA viene attribuito un *rating* di rischio. Le classi di rischio individuate sono sette, ricomprese in tre macro-categorie (Alto, Medio e Basso), alle quali sono associate azioni da intraprendere:



Periodicamente viene, inoltre, condotta un'attività di *back testing* in base alle risultanze emerse sui diversi indicatori e viene così misurata l'efficacia o meno dell'attività gestoria rispetto ai fattori rilevati maggiormente problematici. Preme sottolineare che il rischio di liquidità viene monitorato attraverso *stress test* sulle principali assunzioni dei *Business Plan* adottati dalla SGR.

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.

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

² Nel caso in cui tra i KRIs che determinano il fattore di rischio sia presente un singolo valore minimo, tale KRI viene eliminato e il suo peso equamente ripartito tra i rimanenti; nel caso in cui due o più KRIs assumano il valore minimo, essi vengono sotto-pesati tramite un algoritmo che considera il numero totale di KRIs sottesi al fattore di rischio. Nel caso in cui uno o più KRIs non siano calcolabili/applicabili al FIA oggetto dell'analisi, essi vengono eliminati e il relativo peso equamente ripartito tra i rimanenti.

Dalla verifica sul rispetto dei limiti normativi e regolamentari al 31 dicembre 2018 non risultano superamenti.

Il Fondo, secondo il *Fund Risk Model* al 31 dicembre 2018, presenta un profilo di rischio "Moderato".
Suddetta valutazione non riflette la performance storica del Fondo bensì l'andamento attuale e prospettico dello stesso.

Si segnala inoltre che:

- la SGR nell'ambito dell'attività di gestione del Fondo non ha effettuato operazioni immobiliari con soci della SGR, con soggetti appartenenti al gruppo di questi ultimi o società facenti parte del gruppo della SGR;
- non si è reso necessario alcun prestito per i rimborsi parziali di quote finora effettuati;
- ex art. 106 del Regolamento Delegato UE 231/2013 si rappresenta che il presente documento rappresenta le informazioni attinenti alla gestione del Fondo e alle modifiche intervenute nelle informazioni fornite agli investitori nel pregresso tramite applicazione e rispetto dei principi e norme contabili vigenti e che il Fondo ha adottato. Gli eventi e le rappresentazioni numeriche sono corredati da informazioni supplementari qualora la rappresentazione numerica non sia sufficiente a descrivere l'evento o la modifica di informazioni pregresse in possesso degli investitori;
- nel corso dell'esercizio non sono intervenuti ulteriori cambiamenti rilevanti ai sensi dell'art. 106 del Regolamento Delegato UE 231/2013 rispetto a quanto già indicato in relazione;
- non sono state poste in essere operazioni di copertura per rischi in portafoglio diverse e/o aggiuntive rispetto a quelle già descritte nel documento;
- relativamente alle operazioni di conferimento, acquisto o cessione di beni, ampia informativa è stata fornita nel documento;
- non sono presenti accordi di esclusiva di svolgimento dell'attività di property e di facility management; il Fondo non ha corrisposto alla SGR importi diversi dalle commissioni previste dal Regolamento;
- relativamente ai rapporti richiesti in merito ai finanziamenti di cui al provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Allegato IV 6.2, Parte D – Altre Informazioni, non sono riportati in quanto non è presente alcun contratto di finanziamento nell'esercizio di riferimento;
- non sono attivi contratti con Prime Broker;
- non sono presenti nel Fondo asset illiquidi o attivate modalità di gestione della liquidità tipo *sidepocket*;
- per l'attività di investimento, il Fondo non si è avvalso di consulenti.

Roma, 28 febbraio 2019



Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino

Estratto Relazione di stima degli Esperti Indipendenti



Fondo Immobiliare Primo

Relazione sulla valutazione degli immobili al 31-12-2018

Il presente documento e tutte le informazioni nello stesso contenute sono riservate e confidenziali e devono essere utilizzati dai destinatari solo in relazione allo scopo per cui sono stati predisposti. Esso non potrà essere fotocopiato, riprodotto o consegnato a terzi senza l'autorizzazione di *Avalon Real Estate S.p.A.*



Spett.le InvestIRE SGR S.p.A.

Via Po, 16A – 00198 Roma

c.a. Arch. Paola Malentacchi

Milano, 23 Gennaio 2019

Egregi Signori

in conformità all'incarico da Voi affidato per l'espletamento dell'attività di Esperto Indipendente, Avalon Real Estate S.p.A. ha predisposto la relazione di stima del valore dell'immobile di proprietà del Fondo di investimento immobiliare denominato Fondo Primo (di seguito "il Fondo"), alla data del 31/12/2018.

La valutazione dell'immobile che costituisce parte del patrimonio immobiliare detenuto dal Fondo è stata effettuata in ottemperanza a quanto disposto dal Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, e in conformità alle Linee guida e ai principi e agli standard definiti da RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") "edizione 2017".

Il presente motivato parere ha carattere consultivo ed indipendente e non potrà essere divulgato o mostrato a terzi estranei senza il preventivo consenso scritto di chi scrive, fatte salve le fattispecie previste dalla normativa vigente o per espressa richiesta delle autorità competenti e non dovrà inoltre essere impiegato a fini diversi da quelli per cui viene redatto.

La presente relazione è sottoscritta da Luigi Rabuini in qualità di Legale Rappresentante di Avalon Real Estate S.p.a e da Federico Chiavazza in qualità di Responsabile Tecnico della valutazione; si dichiara che entrambi i firmatari sono in possesso dei requisiti prescritti dal comma 2 dell'art. 16 del DM 30/2015.

Con i migliori saluti,

Avalon Real Estate S.p.A.

Dott. Luigi Rabuini¹

Dott. Federico Chiavazza²

¹ MRICS | Partner e Amministratore Delegato di Avalon Real Estate S.p.a.

² MRICS | Partner di Avalon Real Estate S.p.a.

INDICE

1. IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE	3
2. PROCESSO DI VALUTAZIONE	5
2.1 Finalità.....	5
2.2 Ipotesi di lavoro e limitazioni.....	5
2.3 Metodi di valutazione utilizzati.....	6
2.4 Principali assumption utilizzate nella valutazione.....	7
3. RIEPILOGO VALORI DEGLI IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	10
ALLEGATO 1: LA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI.....	11
ALLEGATO 2: ANALISI DI MERCATO NAZIONALE	11

1. IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE

L'asset di proprietà del Fondo Primo, oggetto della presente valutazione, è individuato come di seguito riportato nella tabella riassuntiva:

ID	Comune	Indirizzo	Destinazione d'uso prevalente	Superficie lorda (mq)
1	Verona	Via Tazzoli	Centralina telefonica	7.278

Ai fini della valorizzazione, il suddetto immobile risulta suscettibile di interventi di riposizionamento sul mercato a seguito di interventi che prevedano il cambio di destinazione d'uso, la ristrutturazione e la successiva vendita frazionata o in blocco.

L'immobile oggetto della presente valutazione è localizzato nel comune di Verona, in prossimità di numerosi nodi infrastrutturali (viabilità su gomma, stazioni ferroviarie e un aeroporto) e dei principali punti di interesse turistico della città di Verona.

Sono nel seguito elencate le principali infrastrutture e i punti di interesse turistico più rilevanti situati nelle vicinanze:

- Arena di Verona, 150 metri, 2 min. di percorrenza a piedi;
- Casa di Romeo e Giulietta, 650 metri, 8 min. di percorrenza a piedi;
- Piazza delle Erbe, 800 metri, 9 min. di percorrenza a piedi;
- Ponte di Pietra sull'Adige, 1,3 km, 16 min. di percorrenza a piedi;
- Stazione di Verona Porta Nuova, 1,8 km, 5 min. di percorrenza;
- Strada statale S.S.12, 4 km, 10 min. di percorrenza;
- Autostrada A4 Torino-Trieste, 5,8 km, 13 min. di percorrenza;
- Aeroporto Valerio Catullo, 12,7 km, 18 min. di percorrenza.

Nel seguito è indicata la mappa di localizzazione dell'asset di proprietà del *Fondo Primo* sul territorio del comune di Verona:

Macro location*Fonte: Google Maps**Micro location**Fonte: Google Maps*

2. PROCESSO DI VALUTAZIONE

2.1 FINALITÀ

Il processo di analisi è finalizzato alla determinazione del valore di mercato dell'*asset* indicato nel paragrafo precedente facente parte del portafoglio immobiliare del Fondo.

Per "valore di mercato", secondo la definizione del RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book"), si intende:

"L'ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente entrambi interessati alla transazione, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, con cautela e senza coercizioni."

2.2 IPOTESI DI LAVORO E LIMITAZIONI

Per l'espletamento dell'incarico ricevuto chi scrive ha fatto riferimento:

- a) Alla seguente documentazione di supporto fornita dal Committente:
 - Contratto di locazione;
 - IMU e TASI;
 - Consistenze lorde dell'immobile;
 - Visure catastali in formato .pdf;
 - Planimetrie in formato .pdf.
- b) Alle informazioni reperite *in situ* durante i sopralluoghi tecnico-ispettivi dell'immobile effettuati in data 14 maggio 2018: *location*, contesto urbano, stato di conservazione, condizioni di manutenzione e dotazione impiantistica.
- c) Ai metodi di valutazione previsti dalla prassi estimativa, come di seguito illustrati, nonché ai dati parametrici forniti dalle Fonti Istituzionali di Osservazione del mercato immobiliare (c.d. *data provider*).

L'attività svolta è basata inoltre sulle seguenti ipotesi e limitazioni:

- si assume come data di riferimento della valutazione il 31/12/2018;
- al fine di accertare il valore, chi scrive ha effettuato sopralluoghi presso gli immobili di proprietà del Fondo durante il mese di maggio 2018;
- non sono state condotte analisi sulla conformità urbanistica e catastale dei beni immobili; si è pertanto assunto che gli immobili, nello stato di fatto, risultino conformi alle norme urbanistiche e catastali vigenti;
- i dati sulle consistenze immobiliari sono stati forniti direttamente dal Committente;
- sono state condotte analisi di mercato *su data provider* nazionali ed è stata condotta una *field analysis* sul territorio; le analisi di mercato sono a parere di chi scrive rappresentative della situazione di mercato di zona al momento della valutazione, tuttavia non si esclude che esistano segmenti di domanda e offerta ulteriori rispetto a quelli individuati e tali da modificare i parametri unitari adottati nella presente valutazione;

- non sono state condotte indagini sulla presenza di diritti di terzi e/o afferenti al diritto di proprietà;
- le analisi e le valutazioni svolte sono basate sugli eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili alla data di stesura della presente valutazione. Chi scrive ha ritenuto opportuno escludere tutti gli elementi di natura eminentemente straordinaria e imprevedibile, non coerenti con i principi generalmente adottati;
- non si è condotta nessuna analisi relativamente alla presenza di passività ambientali;
- non sono state effettuate verifiche delle strutture né rilevazioni sul terreno per la rilevazione della presenza di eventuali sostanze tossiche;
- non sono state condotte indagini sull'eventuale sussistenza di potenziali minus/plusvalenze e sull'eventuale conseguente impatto di natura fiscale;
- nella presente valutazione sono stati utilizzati dati e informazioni forniti direttamente dal Committente. Chi scrive, pur avendo provveduto alle opportune verifiche sulla congruità e ragionevolezza delle ipotesi formulate per la redazione dei documenti ricevuti, ha fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza degli stessi, senza procedere ad alcuna verifica indipendente delle informazioni ivi contenute.

Si evidenzia, inoltre, che il *team* di lavoro è composto da:

- Federico Chiavazza, *Partner* di *Avalon Real Estate*, responsabile del *team* di lavoro;
- Smaranda Chifu, *Analyst* di *Avalon Real Estate*;
- Veronica Gambaccini, *Analyst* di *Avalon Real Estate*;
- Anna Elsa Paccagnella, *Analyst* di *Avalon Real Estate*.

2.3 METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI

Ai fini della determinazione del valore di mercato del patrimonio immobiliare del Fondo sono stati applicati principi generalmente riconosciuti nella prassi valutativa, coerentemente con quanto disposto dal Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, e in conformità alle Linee guida e ai principi e agli standard definiti da RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") "edizione 2017".

La valutazione è stata effettuata secondo i criteri e i metodi di seguito riportati:

Metodo finanziario (*Discounted Cash Flow analysis*)

Il metodo si basa sul presupposto che nessun acquirente razionale sia disposto a pagare un prezzo per acquisire un bene immobiliare che sia superiore al valore attuale dei benefici economici che il bene stesso sarà in grado di produrre durante la sua vita utile.

Per quanto riguarda, nello specifico, l'immobile oggetto di valutazione, i benefici economici sono rappresentati:

- Periodo di reddito da contratto: dai flussi di cassa generati dai redditi ritraibili dai canoni di locazione dell'immobile al netto dei costi di gestione (metodo *DCF*);
- Calcolo del valore di dismissione (*terminal value*) dell'immobile: dai flussi di cassa generati dall'operazione di trasformazione, sviluppo e vendita nell'arco della sua durata (metodo della *Trasformazione*).

A. Periodo di reddito da contratto

Le consistenze edilizie sono state calcolate applicando opportuni coefficienti di ponderazione alle superfici lorde fornite dal Committente.

Tempistica di locazione: è stato utilizzato il dato fornito dal Committente (decorrenza del contratto a partire dal 01/12/2000 e scadenza in data 30/11/2021).

Ricavi da locazione: è stato utilizzato il dato fornito dal Committente (canone annuo pari a € 836.251).

Costi di gestione: sono stati stimati in misura percentuale sui ricavi effettivi lordi.

IMU/TASI: è stato utilizzato il dato fornito dal Committente.

I flussi di cassa e i tassi utilizzati nella valutazione non tengono conto dell'imposizione fiscale, né della struttura di finanziamento dell'operazione.

Tassi utilizzati: trattandosi di una valutazione basata su flussi *unlevered* e ante imposizione fiscale è stato utilizzato un tasso rappresentativo del costo del capitale proprio (Equity). Si è proceduto pertanto alla stima del suddetto tasso attraverso il metodo del *build-up approach*. In particolare il tasso è stato ottenuto attraverso il seguente algoritmo:

$$K_e = \text{Risk free} + \text{Premium Risk}$$

Ove:

Risk free: media rendimento lordo del BTP a 10 anni del periodo dal 01/12/2016 – 30/11/2018.

Premium Risk: calcolato quale sommatoria di componenti di rischio attribuite all'immobile oggetto di valutazione così identificabili:

- *Location:* considera il contesto urbano in cui è inserito l'immobile;
- *Vendibilità/mercato:* considera il numero di transazioni e il grado di assorbimento del mercato immobiliare locale;
- *Qualità:* considera lo stato di conservazione dell'immobile e l'entità degli interventi necessari per la trasformazione;
- *Dimensione e fungibilità:* considera l'entità dell'*asset* in termini di metri quadri immessi sul mercato.

Il suddetto criterio è applicato ad immobili aventi le seguenti caratteristiche:

- Immobili locati disponibili e valorizzabili nello stato di fatto e di diritto in cui si trovano senza interventi strutturali significativi né cambi di destinazione d'uso;
- Immobili suscettibili di riposizionamento sul mercato a seguito di interventi di valorizzazione che implichino la trasformazione fisica e urbanistica del bene (cambio di destinazione d'uso, demolizione, sviluppo e vendita in blocco o frazionata) in funzione di iter autorizzativi a diverso grado di maturità urbanistica.

L'applicazione del metodo finanziario presuppone:

- La determinazione dei flussi di reddito futuri, per un tempo ritenuto congruo, derivanti dalla locazione e/o alienazione del bene (ivi compreso il Terminal Value);
- La determinazione dei costi operativi di gestione dell'immobile (assicurazioni, tasse di proprietà, property management, manutenzioni straordinarie, ecc.) e/o dei costi di trasformazione (demolizione, costruzione, oneri di urbanizzazione, spese tecniche, ecc.);
- La determinazione dei Flussi di Cassa Operativi ante imposte;
- L'attualizzazione dei flussi di cassa, alla data di riferimento, ad un opportuno Tasso.

2.4 PRINCIPALI ASSUMPTION UTILIZZATE NELLA VALUTAZIONE

Si riportano di seguito le principali *assumption* utilizzate nella valutazione, rimandando all'Allegato 1 del presente documento, per un dettaglio puntuale delle ipotesi sottostanti la valutazione dell'immobile.

Ipotesi di valorizzazione: le ipotesi alla base del processo di valutazione dell'immobile prevedono due periodi, un primo periodo in cui chi scrive ha considerato il canone di locazione in essere (al netto dei costi operativi) fino alla sua naturale scadenza e un secondo periodo in cui è stato calcolato il valore di dismissione dell'immobile (*terminal value*) alla data di scadenza del contratto di locazione in essere, ipotizzando la ristrutturazione e la trasformazione dell'immobile.

- Periodo di reddito da contratto: valutazione dei flussi di cassa generati dal canone di locazione in essere, pari a 836.251 €/anno, fino alla scadenza del contratto di locazione in essere (30 novembre 2021);
- Calcolo del valore di dismissione (*terminal value*) dell'immobile: calcolo del valore di dismissione (*terminal value*) al quarto anno (scadenza del contratto in essere), elaborato secondo il criterio del *highest and best use* e in base alle informazioni reperite dal Piano Urbanistico del comune di Verona relativamente alle destinazioni d'uso ammesse, tenuto conto delle caratteristiche specifiche di ciascun immobile e dell'analisi del contesto di mercato di riferimento. Si specifica tuttavia che le ipotesi di valorizzazione in termini di redistribuzione delle funzioni esistenti e/o cambio di destinazione d'uso, non sono state supportate da progetti esecutivi o da studi di fattibilità, né come tali possono configurarsi.

Indicatori monetari: le proiezioni dei flussi sono effettuate a valori nominali. Prudenzialmente, è stata considerata una componente inflattiva prospettica così distribuita:

- anno 1: 1,8%
- anno 2: 1,9%
- anno 3 e successivi: 2%

L'inflazione per gli anni I e II è stata determinata sulla base della previsione fornita da Banca d'Italia alla data di valutazione, per poi raggiungere il tasso obiettivo della politica monetaria di lungo periodo della BCE (pari al 2%) al terzo anno.

A. Periodo di reddito da contratto

Le consistenze edilizie sono state calcolate applicando opportuni coefficienti di ponderazione alle superfici lorde fornite dal Committente.

Tempistica di locazione: è stato utilizzato il dato fornito dal Committente (decorrenza del contratto a partire dal 01/12/2000 e scadenza in data 30/11/2021).

Ricavi da locazione: è stato utilizzato il dato fornito dal Committente (canone annuo pari a € 836.251).

Costi di gestione: sono stati stimati in misura percentuale sui ricavi effettivi lordi.

IMU/TASI: è stato utilizzato il dato fornito dal Committente.

I flussi di cassa e i tassi utilizzati nella valutazione non tengono conto dell'imposizione fiscale, né della struttura di finanziamento dell'operazione.

Tassi utilizzati: trattandosi di una valutazione basata su flussi *unlevered* e ante imposizione fiscale è stato utilizzato un tasso rappresentativo del costo del capitale proprio (Equity). Si è proceduto pertanto alla stima del suddetto tasso attraverso il metodo del *build-up approach*. In particolare il tasso è stato ottenuto attraverso il seguente algoritmo:

$$K_e = \text{Risk free} + \text{Premium Risk}$$

Ove:

Risk free: media rendimento lordo del BTP a 10 anni del periodo dal 01/12/2016 – 30/11/2018.

Premium Risk: calcolato quale sommatoria di componenti di rischio attribuite all'immobile oggetto di valutazione così identificabili:

- *Location*: considera il contesto urbano in cui è inserito l'immobile;
- *Vendibilità/mercato*: considera il numero di transazioni e il grado di assorbimento del mercato immobiliare locale;
- *Qualità*: considera lo stato di conservazione dell'immobile e l'entità degli interventi necessari per la trasformazione;
- *Dimensione e fungibilità*: considera l'entità dell'*asset* in termini di metri quadri immessi sul mercato.

B. Calcolo del valore di dismissione (*terminal value*) dell'immobile

Tempistica di sviluppo del progetto e di commercializzazione: è stata determinata in base alle caratteristiche urbanistiche, dimensionali e di destinazione d'uso dell'immobile.

Ricavi di vendita: per la stima dei prezzi di vendita sono stati utilizzati i valori €/mq rilevati dai *data provider* nazionali per transazioni di beni comparabili e dalla *field analysis* condotta sul territorio.

Costi di costruzione (Hard cost): sono stati stimati sulla base di costi unitari parametrici relativi alla tipologia edilizia da sviluppare.

Oneri di urbanizzazione, Contributo sul costo di costruzione: sono stati forniti dal Committente.

Progettazione, Direzione Lavori e coordinamento sicurezza (spese tecniche): sono stati stimati in misura percentuale sul costo di costruzione.

Costi di commercializzazione (agency fee): stimati in misura percentuale sull'importo dei ricavi di vendita.

I flussi di cassa e i tassi utilizzati nella valutazione non tengono conto dell'imposizione fiscale, né della struttura di finanziamento dell'operazione.

Tassi utilizzati: trattandosi di una valutazione basata su flussi *unlevered* e ante imposizione fiscale è stato utilizzato un tasso rappresentativo del costo del capitale proprio (Equity). Si è proceduto pertanto alla stima del suddetto tasso attraverso il metodo del *build-up approach*. In particolare il tasso è stato ottenuto attraverso il seguente algoritmo:

$$K_e = \text{Risk free} + \text{Premium Risk}$$

Ove:

Risk free: media rendimento lordo del BTP a 10 anni del periodo dal 01/12/2016 – 30/11/2018.

Premium Risk: calcolato quale sommatoria di componenti di rischio attribuite all'immobile oggetto di valutazione così identificabili:

- *Location*: considera il contesto urbano in cui è inserito l'immobile;
- *Vendibilità/mercato*: considera il numero di transazioni e il grado di assorbimento del mercato immobiliare locale;
- *Qualità*: considera lo stato di conservazione dell'immobile e l'entità degli interventi necessari per la trasformazione;
- *Dimensione e fungibilità*: considera l'entità dello sviluppo immobiliare in termine di metri quadri immessi sul mercato;
- *Rischio urbanistico*: considera la sussistenza di vincoli e il grado di complessità dell'iter urbanistico da attivare;
- *Progettazione e costruzione*: considera la complessità dell'operazione di trasformazione in virtù delle caratteristiche funzionali dell'immobile.



3. RIEPILOGO VALORI DEGLI IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE

Attraverso il processo di valutazione dinanzi esposto e nel rispetto delle limitazioni e delle assunzioni enunciate, il valore di mercato dell'immobile oggetto di valutazione, alla data del 31/12/2018 è stimato in EURO 14.000.000.

Si rimanda all'Allegato 1 al presente documento, per un dettaglio puntuale delle ipotesi sottostanti la valutazione dell'immobile.

Milano, 23 Gennaio 2019

Avalon Real Estate S.p.A.

Dott. Luigi Rabuini³

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Luigi Rabuini'.

Dott. Federico Chiavazza⁴

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'F. Chiavazza'.

³ MRICS | Partner e Amministratore Delegato di Avalon Real Estate S.p.a.

⁴ MRICS | Partner di Avalon Real Estate S.p.a.

Relazione della Società di Revisione

NON ANCORA DISPONIBILE