



RELAZIONE di GESTIONE AL 31 DICEMBRE 2017 DEL

**FONDO PRIMO**

FONDO DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO RISERVATO

APPROVATO DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE  
DI INVESTIRE SGR S.P.A. IN DATA 28 FEBBRAIO 2018

---

**INDICE**

<b>ORGANI SOCIALI</b>	<b>4</b>
<b>INFORMAZIONI GENERALI</b>	<b>5</b>
<b>DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO</b>	<b>6</b>
<b>RELAZIONE degli AMMINISTRATORI</b>	<b>7</b>
<b>1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO</b>	<b>7</b>
1.1. Quadro macroeconomico .....	7
1.2. Andamento del mercato immobiliare.....	8
1.3. Mercato dei fondi immobiliari .....	16
1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali.....	17
<b>2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO</b>	<b>20</b>
2.1. Linee strategiche della gestione del Fondo.....	20
2.2. Il patrimonio immobiliare del Fondo.....	21
2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare .....	22
2.4. Andamento della gestione del Fondo .....	22
2.4.1. Attività di sottoscrizione, rimborsi parziali di quote e distribuzione dei proventi.....	22
2.4.2. Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni.....	22
2.4.3. Andamento del valore della Quota.....	24
2.4.4. Risultato di periodo.....	24
2.4.5. Finanziamenti, derivati e liquidità del Fondo.....	24
2.4.6. Governance del Fondo .....	25
<b>3. EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE</b>	<b>26</b>
<b>4. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR</b>	<b>26</b>
<b>5. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 31 DICEMBRE 2017</b>	<b>26</b>
<b>6. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE</b>	<b>26</b>
<b>SITUAZIONE PATRIMONIALE</b>	<b>27</b>
<b>SEZIONE REDDITUALE</b>	<b>29</b>
<b>NOTA INTEGRATIVA</b>	<b>31</b>
<b>PARTE A – Andamento del valore della quota</b>	<b>31</b>
<b>PARTE B – Le Attività, le Passività ed il Valore Complessivo Netto</b>	<b>32</b>
Sezione I - Criteri di valutazione.....	32
Sezione II - Le attività.....	35
Sezione III - Le passività .....	37
Sezione IV - Il valore complessivo netto.....	38
Sezione V - Altri dati patrimoniali.....	38
<b>PARTE C – Il Risultato Economico del periodo</b>	<b>39</b>
Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari.....	39
Sezione II - Beni immobili.....	39

---

<i>Sezione III – Crediti.....</i>	<i>40</i>
<i>Sezione IV - Depositi bancari.....</i>	<i>40</i>
<i>Sezione V – Altri beni .....</i>	<i>40</i>
<i>Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari.....</i>	<i>40</i>
<i>Sezione VII - Oneri di gestione .....</i>	<i>40</i>
<i>Sezione VIII - Altri ricavi e oneri .....</i>	<i>45</i>
<i>Sezione IX – Imposte.....</i>	<i>45</i>
<b>PARTE D – Altre informazioni</b>	<b>46</b>
<b>Estratto Relazione di stima degli Esperti Indipendenti</b>	<b>49</b>
<b>Relazione della Società di Revisione</b>	<b>51</b>

---

**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 Mazarella Antonio Mustacchi Anna Pasquali Maurizio Pinnarò Marco Tofanelli

**COLLEGIO SINDACALE**

---

<i>Presidente</i>	Francesco Minnetti
<i>Sindaci effettivi</i>	Carlo Napoleoni 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 2017 e l'andamento economico del periodo chiuso a tale data del Fondo PRIMO, ed è composto, in osservanza a quanto disposto dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, dal Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015, n. 30 e dalle direttive impartite dalla Banca d'Italia con il Provvedimento del 19 gennaio 2015 così come modificato dal successivo Provvedimento del 23 dicembre 2016<sup>1</sup>, dai seguenti documenti, dai seguenti documenti:

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

Il documento è redatto, ove applicabile, anche in osservanza della direttiva AIFMD, art. 22, nonché dal Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, che detta misure di esecuzione della direttiva AIFMD direttamente applicabili, e in particolare dagli artt. 103-107.

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.

---

<sup>1</sup> Il 23 dicembre 2016 la Banca d'Italia ha emanato un provvedimento (di seguito, il "Provvedimento"), recante modifiche al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio pubblicato dalla stessa Banca d'Italia in data 19 gennaio 2015 (il "Regolamento"), motivate dall'esigenza di aggiornare e consolidare per ragioni di organicità e sistematicità la normativa in materia nonché di recepire le recenti modifiche alla disciplina comunitaria e nazionale. Il Provvedimento è stato emanato in conseguenza delle recenti modifiche al Testo Unico della Finanza (il "TUF") intervenute, da ultimo, con il decreto legislativo n. 71/2016 di recepimento della direttiva 2014/91/UE in materia di funzioni di depositario, politiche retributive e sanzioni di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), e dal decreto legge n. 18/2016 (convertito con modificazioni dalla legge n. 49/2016) recante disposizioni in materia di gestione collettiva del risparmio per favorire il credito alle imprese. Il Provvedimento tiene altresì conto delle disposizioni contenute nel regolamento delegato (UE) del 17 dicembre 2015, n. 438/2016 (il "Regolamento UCITS"), che integra la direttiva 2009/65/UE per quanto riguarda gli obblighi dei depositari.

## DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO

Il Fondo PRIMO è un Fondo immobiliare comune di investimento di tipo chiuso, riservato ad investitori qualificati.

<b>Tipologia</b>	Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso
<b>Data avvio operatività del Fondo</b>	29 luglio 2011
<b>Scadenza del Fondo</b>	31 dicembre 2041
<b>Tipologia patrimonio immobiliare</b>	Immobili strumentali
<b>Depositario</b>	Banco BPM S.p.A.
<b>Esperto Indipendente</b>	Avalon Real Estate S.p.A.
<b>Società di revisione</b>	EY S.p.A.
<b>Fiscalità</b>	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
<b>Capitale totale investito residuo (1) al 31 dicembre 2017</b>	Euro 50.000.000
<b>Numero di quote collocate al 31 dicembre 2017</b>	500
<b>Valore nominale originario delle quote</b>	Euro 100.000
<b>Valore nominale residuo (1) delle quote al 31 dicembre 2017</b>	Euro 100.000
<b>Valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2017</b>	Euro 65.591.464
<b>Valore unitario delle quote al 31 dicembre 2017</b>	Euro 131.182,928
<b>Valore di mercato degli immobili al 31 dicembre 2017</b>	Euro 13.900.000

(1) 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

Secondo l'ultimo *Bollettino Economico* di Banca d'Italia (gennaio 2018) il 2017 è stato un anno di consolidamento della ripresa delle economie avanzate, ormai definitivamente uscite dalla fase recessiva della crisi economica mondiale iniziata dieci anni fa. L'attività economica ha continuato a espandersi e nel breve termine le prospettive rimangono favorevoli. Le buone condizioni economiche delle macro aree globali si rilevano nella crescita costante degli Stati Uniti, nella positiva espansione dei mercati dell'Asia e Pacifico, ma soprattutto nei risultati dell'Europa. Le prospettive globali si mantengono favorevoli: secondo le previsioni diffuse dall'OCSE in novembre, il PIL dell'economia mondiale si sarebbe portato intorno al 3,6% nel 2017 e salirebbe lievemente nell'anno in corso, al 3,7%. All'accelerazione del prodotto mondiale nell'ultimo biennio avrebbero contribuito in misura maggiore le economie dei paesi avanzati. Permane, tuttavia, la generale debolezza di Fondo dell'inflazione, che nelle principali economie avanzate resta contenuta.

I rischi per l'economia mondiale restano legati ad un possibile aumento della volatilità sui mercati finanziari, connesso con un'improvvisa intensificazione delle tensioni geopolitiche, in particolare con la Corea del Nord, e dell'incertezza sulle politiche economiche, che potrebbe incidere negativamente sulla fiducia di famiglie e imprese.

#### Lo scenario Europeo

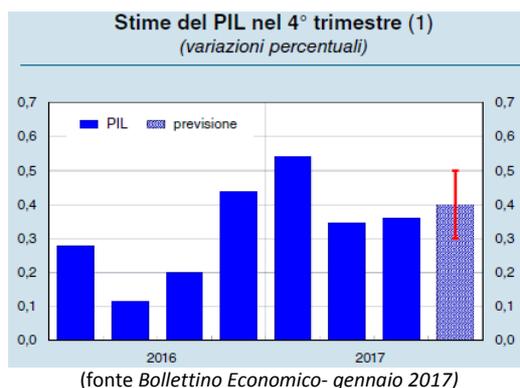
Tutte le economie Europee hanno assistito ad una accelerazione della crescita del prodotto interno lordo, favorita dalla ripresa dei consumi delle famiglie, dalla riduzione del tasso di disoccupazione e dall'aumento della domanda interna sostenuta dalle politiche monetarie della Bce. Secondo l'ultimo quadro previsivo il prodotto dell'area dell'Euro dovrebbe crescere del 2,3% nel 2018; rispetto alla precedente stima pubblicata in settembre, le proiezioni sono state riviste al rialzo di 0,4 punti percentuali.

Sono del tutto rientrate le aspettative di deflazione, ma l'inflazione rimane bassa, pari all'1,4% in dicembre, frenata dalla dinamica salariale che si conferma moderata in molte economie dell'area. L'orientamento monetario è rivolto a sostenere il ritorno durevole dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2%.

#### Contesto italiano

In Italia i principali indicatori economici sono tornati con il segno positivo, anche se la ripresa prosegue ancora a ritmi moderati rispetto a quanto osservato a livello Europeo. Tra i freni all'espansione dell'economia nazionale figurano il secondo debito pubblico dell'Eurozona per incidenza sul PIL, un tasso di disoccupazione ancora elevato (in particolare quella giovanile, che vede l'Italia ultima tra gli stati membri UE), l'incertezza sullo stato di salute degli istituti di credito, modesti investimenti in ricerca innovazione e sviluppo, l'arretratezza della Pubblica Amministrazione, il rapido invecchiamento della popolazione e l'ampliamento del divario socio-economico tra il Nord e il Sud del Paese. Tuttavia non mancano segnali di miglioramento, favoriti dal ritorno ad una fase espansiva dell'economia nazionale.

Nel quarto trimestre del 2017 il **PIL** sarebbe cresciuto attorno allo 0,4% e nel complesso del 2017 sarebbe aumentato dell'1,5%. Secondo le proiezioni presentate nell'ultimo *Bollettino Economico* di Banca d'Italia (gennaio 2018) il PIL crescerebbe dell'1,4% nell'anno in corso e dell'1,2% nel biennio 2019-2020. Si conferma, pertanto, una tendenza favorevole, ma ancora inferiore rispetto alla media Europea. L'aumento avrebbe interessato i servizi e l'industria in senso stretto. All'espansione del prodotto hanno contribuito in eguale misura la domanda nazionale, stimolata in particolare dagli investimenti in beni strumentali, e l'interscambio con l'estero, con un più marcato rialzo delle esportazioni rispetto alle importazioni. Il contributo del settore industriale è dovuto in particolare alla forte espansione nella manifattura e alla ripresa nelle costruzioni. Nel settore dei servizi l'attività è rimasta nel complesso stabile: è diminuita nei comparti finanziari e dell'informazione, mentre è aumentata nel commercio e nel comparto immobiliare. I sondaggi segnalano un ritorno della fiducia delle imprese ai livelli precedenti la recessione; indicano, inoltre, condizioni favorevoli per l'accumulazione di capitale. Tra i rischi, restano rilevanti quelli che provengono dal contesto internazionale e dall'andamento dei mercati finanziari; rispetto agli ultimi scenari previsivi si sono ridotti i rischi connessi con le condizioni del sistema creditizio e con un possibile acuirsi dell'incertezza di famiglie e imprese sull'intensità della ripresa in atto.



L'**inflazione** al consumo in Italia rimane debole, all'1,0% in dicembre e 1,3% come media annua. Le proiezioni indicano che scenderebbe temporaneamente nell'anno in corso (all'1,1% in media d'anno) e tornerebbe poi a salire in modo graduale. La proiezione di una flessione nel 2018 è riconducibile soprattutto all'esaurirsi dell'effetto del rincaro dei beni energetici e alimentari avvenuto all'inizio del 2017. Nel prossimo biennio i prezzi tornerebbero a salire dell'1,5% in media annua.

Le **esportazioni** sono cresciute nel terzo trimestre del 2017 e anche i giudizi delle imprese sull'andamento degli ordini dall'estero sono favorevoli. Particolarmente favorevoli le vendite verso i paesi dell'Unione Europea (UE) non appartenenti all'area dell'Euro e in quelli extra UE. A livello settoriale il contributo più rilevante è provenuto dai comparti della meccanica e dei prodotti in metallo.

L'**occupazione** ha continuato ad aumentare: il tasso di disoccupazione si è collocato all'11,0% in novembre. La dinamica salariale resta moderata anche se, sulla base dei contratti di lavoro rinnovati nella seconda metà dello scorso anno, mostra alcuni segnali di ripresa.

La crescita dei **prestiti** alle famiglie si è mantenuta vivace, sia nella componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni sia in quella dei prestiti finalizzati al consumo. Aumentano anche i finanziamenti alle imprese, soprattutto a quelle manifatturiere connesso con la ripresa degli investimenti. All'aumento della domanda continua a contrapporsi un'elevata capacità di autofinanziamento che mantiene basso il fabbisogno di risorse esterne. Le condizioni di offerta sono rimaste invariate per i prestiti alle imprese e sono diventate lievemente più favorevoli per i mutui alle famiglie.

Prosegue il miglioramento della qualità del credito, favorito dal consolidamento della ripresa economica. L'incidenza della consistenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è diminuita, in larga parte per effetto della conclusione di operazioni di cessione di sofferenze.

## 1.2. Andamento del mercato immobiliare

### Il mercato immobiliare Europeo

Il mercato immobiliare Europeo sta reagendo positivamente, tornando a sostenere la crescita delle economie nazionali. Sulla base degli andamenti osservati, nei primi 9 mesi dell'anno l'ammontare investito dovrebbe aver sfiorato i 190 miliardi di Euro e le aspettative di crescita restano elevate. In particolare la Germania e i Paesi dell'Est Europa hanno mostrato la maggiore capacità di intercettare la delocalizzazione dei flussi, facendo registrare una crescita degli investimenti, rispetto allo stesso periodo del 2016.

Per quanto riguarda l'asset allocation, non sembra arrestarsi l'espansione del settore industriale e della logistica che, nei primi nove mesi dell'anno in corso, ha raccolto il 25% del capitale investito. Resta elevato anche l'interesse per gli asset alternativi, tra cui spiccano gli immobili ad uso alberghiero che continuano a rappresentare più del 7% del totale investito. Oltre agli hotel, all'interno della categoria "altro" si conferma ancora una volta rilevante il peso degli investimenti in residenze per anziani e nel cosiddetto student housing. La ricerca di investimenti non core e di rendimenti non esigui ha determinato un'ulteriore contrazione degli impieghi nei settori direzionale e commerciale.

Il fatturato complessivo si colloca, tuttavia, ancora al di sotto dei risultati pre-crisi, con alcune eccezioni, tra cui la Germania, interessata negli scorsi anni in modo più marginale dalla recessione economica. Nel corso del 2016 Italia e Francia hanno registrato un incremento del fatturato immobiliare consolidatosi nel corso del 2017, mentre in Spagna la crescita è stata tra le più sostenute a livello Europeo, unico tra i principali stati membri a registrare incrementi a doppia cifra.

## Il mercato immobiliare italiano

Il 2017 può essere considerato per il mercato immobiliare italiano l'anno del consolidamento della ripresa, che ha ormai avviato il suo ciclo espansivo. La crisi è finita, ma la ripresa appare ancora non costante e con differenze geografiche in ragione delle debolezze strutturali che caratterizzano il sistema Paese nel suo complesso. Secondo quanto mostrato dai dati provvisori, il 2017 sarà il quarto anno consecutivo a registrare un incremento dei  **volumi di investimenti**  in Italia, raggiungendo gli 11 miliardi di Euro, in crescita del 15% rispetto al 2016 e ben oltre la media degli ultimi 5 anni (€ 5,9 mld).

È prevedibile che l'andamento positivo si confermi anche nel 2018, con un primo trimestre particolarmente attivo per la chiusura delle transazioni non completate entro la fine dell'anno. La combinazione tra tassi di interesse molto bassi, l'incertezza politica di alcuni Paesi Europei, i valori in costante ascesa nei mercati core e soprattutto la notevole disponibilità di capitali a livello globale, hanno comportato un'ulteriore crescita di interesse per il mercato immobiliare italiano da parte di una grande varietà di investitori, disposti a valutare opportunità con diversi profili di rischio e rendimento, dai Non Performing Loans fino ai prodotti super core.

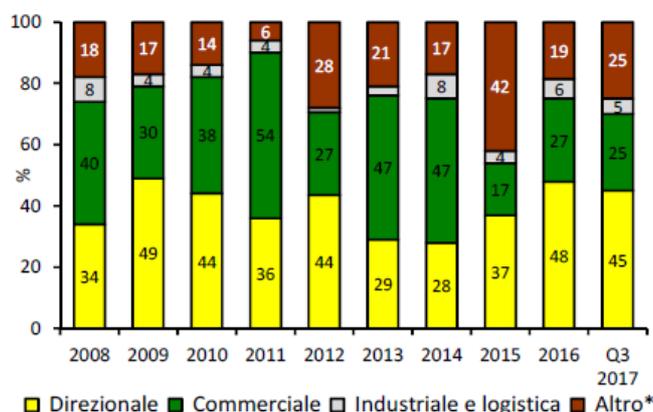
Il mercato italiano risulta, infatti, caratterizzato da un costante aumento di afflusso di capitali stranieri, il cui peso nel 2017 è stato pari al 74% del volume totale. In termini di provenienza il 49% degli investimenti proviene da paesi Europei (in particolare Francia, UK e Germania), il 26% da investitori italiani e la restante quota è ripartita tra Asia e America.

La forte liquidità, insieme ad una limitata disponibilità sul mercato di immobili di qualità in prime locations, ha portato ad una ulteriore contrazione degli yield in tutti i settori. Nel breve periodo si prevede la possibilità di una ulteriore contrazione dei rendimenti, laddove si verificano ulteriori incrementi dei canoni. La maggioranza dei deal ha avuto un profilo core o value add/opportunistico data la carenza di capitale core plus.

Per quanto riguarda la tipologia di immobili, gli uffici si confermano come l'asset class preferita dagli investitori e rappresentano circa il 40% del volume totale investito per un ammontare pari a circa 4,5 miliardi (+8% rispetto all'anno precedente). Le transazioni effettuate da investitori stranieri si sono contraddistinte per un valore medio della singola operazione (€ 100 mln) nettamente superiore a quelle operate con capitali italiani (€ 45 mln). Insieme agli uffici anche gli immobili con finalità retail e commerciali, in particolare in location strategiche, rappresentano degli asset fondamentali per preservare la stabilità dei rendimenti. Ottima performance per il comparto Hotel con transazioni per 1,1 miliardi di Euro corrispondenti a un incremento di oltre il 50% sul 2016. Altrettanto positiva la Logistica con un'attività che ha raggiunto il totale di 1,2 miliardi di Euro. Particolarmente significativo anche il ruolo di segmenti meno 'tradizionali' quali le RSA, il settore sanitario, lo student housing, il residenziale classico e nelle sue forme più alternative, che, in ragione di livelli di rischio contenuti e rendimenti costanti, si sono ormai consolidati e costituiscono interessanti opportunità. Tali "alternative investments" hanno registrato nel 2017 una crescita del +27% per un volume di 1,9 miliardi di Euro. La diversificazione in termini di prodotto per investimento è indicativa di un maggior livello di maturità del mercato italiano, nella direzione seguita dai principali mercati Europei.

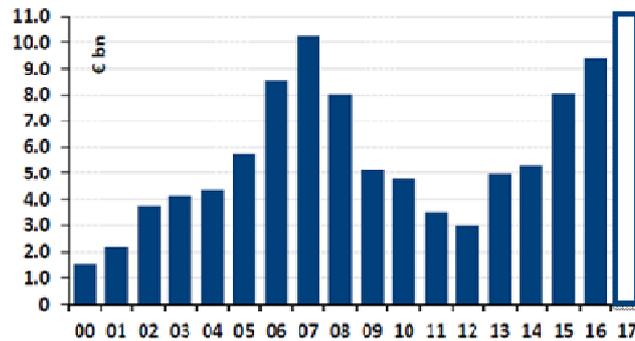
### Settori di investimento per tipologia

(fonte: elaborazioni Nomisma)



### Volumi di investimenti in Italia

(fonte: CBRE Research)



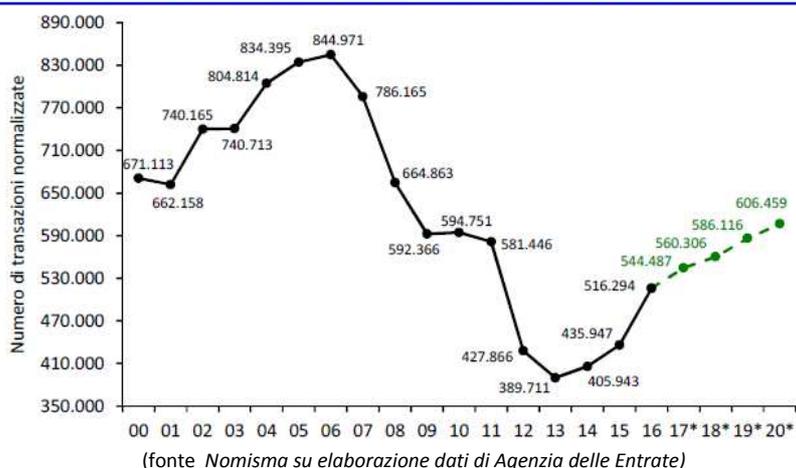
### Mercato residenziale

Nel 2016 è proseguito l'incremento delle compravendite avviato nel 2015, con un totale di circa 520mila transazioni, pari al 17,0% in più rispetto all'anno precedente. Le rilevazioni effettuate nel 2017 mostrano il proseguire del trend positivo, che dovrebbe portare a fine anno ad una crescita del 7,7% e un numero di compravendite stimabile attorno a **560mila unità**.

Il dato importante da sottolineare è che tutte le macro-aree hanno mostrato segnali di crescita del numero di transazioni, sia per i capoluoghi, che per le province. In particolare, nei primi 9 mesi del 2017, secondo i dati dell'Agenzia delle Entrate, le transazioni hanno registrato +4,5% al Nord, +4% al Centro e +5% al Sud. La ripresa dell'attività transattiva ha tratto vantaggio oltre che dal miglioramento delle aspettative e dal rinnovato apporto del canale creditizio, anche dalla prolungata contrazione dei valori immobiliari, che appare tuttavia ormai prossima all'epilogo. Se sul versante delle transazioni è, infatti, proseguita la dinamica espansiva, seppure con tassi di crescita fisiologicamente più contenuti rispetto a quelli registrati lo scorso anno, su quello dei valori si è ulteriormente attenuata la spinta deflattiva, lasciando emergere in talune realtà i primi segni positivi.

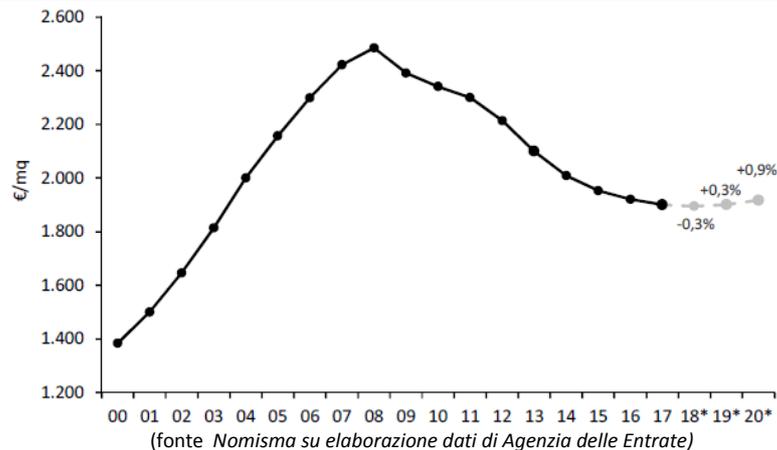
È nelle grandi città, e ancor più nelle metropoli, che si sta realizzando la ripresa. Tra le tre metropoli italiane, Milano ha concluso il 2017 con prezzi in aumento (+0,6%). A Roma e a Napoli l'anno si è chiuso ancora con una flessione dei valori, in entrambe, però, l'ultimo trimestre del 2017 ha visto ridursi il trend al ribasso dei valori immobiliari: tra settembre e dicembre 2017 a Roma si è rilevata un'oscillazione in negativo dell'1%, mentre a Napoli il segno è già positivo (+0,6%). Da segnalare che in molti comuni italiani il 2017 si è concluso con zero transazioni, segno di una totale assenza di mercato in territori che non offrono opportunità lavorative.

### Numero di compravendite residenziali annuali e previsioni



Per il 2018 le aspettative sono improntate al moderato ottimismo. Nonostante la variazione media attesa si collochi ancora in territorio negativo (-0,3%), per alcune grandi città si profila l'avvio di una fase moderatamente espansiva: Milano registrerà un incremento dello 0,8%, Firenze dello 0,6% e Bologna dello 0,2%, mentre Roma si manterrà sugli stessi livelli di quest'anno. Per il biennio successivo è atteso un irrobustimento della crescita, con un ampliamento del novero di città contrassegnate da tendenze rialziste.

### Prezzi medi delle abitazioni e previsioni (€/mq)



L'aumento delle compravendite da parte delle famiglie italiane è dovuto principalmente alla maggiore disponibilità di risorse per affrontare investimenti in abitazioni, supportate dal mantenimento di condizioni favorevoli dei prestiti mediante mutuo ipotecario. Il tasso di interesse medio si è infatti ridotto di 0,44 punti, passando dal 2,75% medio del 2015 al 2,31% del 2016. Un ulteriore elemento di incoraggiamento all'acquisto di una abitazione è da ricercarsi nel raggiungimento dei valori minimi delle quotazioni degli immobili residenziali nel corso degli ultimi anni. Le famiglie italiane, diventate sempre più scrupolose nell'affrontare un investimento in seguito alla crisi economica, stanno infatti cogliendo l'opportunità di una situazione di contesto attualmente favorevole all'acquisto di una abitazione, determinata dall'accostamento di prezzi bassi e tassi moderati. Tuttavia, la relativa anelasticità della domanda di abitazioni, assimilabili a tutti gli effetti a beni di prima necessità, non consentirà in futuro il mantenimento di condizioni altrettanto vantaggiose. I prezzi di vendita sono infatti destinati ad aumentare progressivamente a fronte di una ulteriore crescita della domanda.

Anche nel mercato della **locazione** la domanda è in aumento rispetto agli anni scorsi, soprattutto per gli alloggi di piccole dimensioni situati nelle grandi città, in particolare da parte delle fasce più giovani della popolazione.

L'interesse verso la casa in locazione è sempre più spesso una "scelta" e non più il ripiego di chi non potrebbe permettersi l'acquisto, specchio di una vita contemporanea nomade e fluida. Molti player internazionali si stanno muovendo per investire sul nostro territorio in questo comparto. La stessa locazione si presenta come una realtà sfaccettata che va oltre la richiesta di semplici alloggi: si parla sempre più spesso di strutture dedicate con target specifici e servizi ad hoc (come student house e senior living). Nonostante sia in crescita la domanda di locazioni, i canoni rimangono ancora in lieve calo. La tassazione dei redditi da locazione favorisce tale andamento rendendo vantaggiosa sia per il proprietario che per il conduttore, la stipula di contratti a canone concordato. La diffusione delle locazioni ultra-brevi diffusasi a seguito dell'evento di Expo Milano sta assistendo ad una continua crescita, legata soprattutto ai fini turistici.

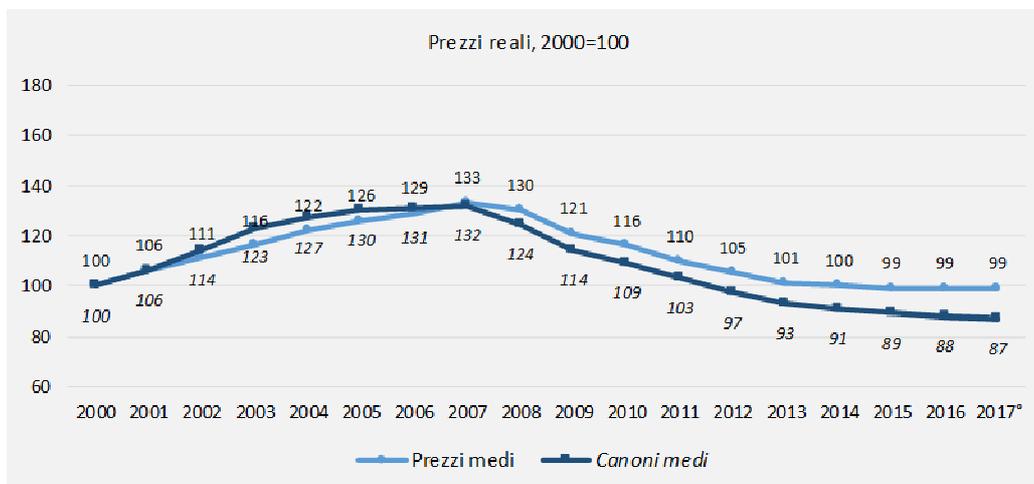
Va maturando un contesto in cui per gli acquisti si predilige un prodotto innovativo di classe energetica elevata localizzato in zone centrali. Tali immobili manterranno il proprio prezzo invariato o assisteranno a moderati incrementi, mentre l'usato registrerà ulteriori contrazioni dei valori se non sottoposto ad adeguata manutenzione straordinaria o ad interventi di riqualificazione energetica. Nel 2016 il tasso di assorbimento del nuovo è infatti cresciuto del 6,0% rispetto al 2015, e per il 2017 si prevede un ulteriore aumento del 3,0%.

Nonostante la Legge di Stabilità 2017 abbia apportato diverse misure a sostegno dell'edilizia, il numero dei nuovi sviluppi residenziali si è sensibilmente ridotto. Tali operazioni rappresentano attualmente il 16% del fatturato totale delle costruzioni. A frenare parzialmente i nuovi sviluppi concorrono anche le normative locali in tema di consumo di suolo, che potrebbero portare in un secondo tempo ad una maggiore diffusione delle attività di sostituzione edilizia. A trainare il comparto rimangono gli interventi di carattere manutentivo straordinario, che rappresentano invece quasi il 40% del fatturato edilizio, per un totale di 46 miliardi di Euro.

## Andamento dei prezzi e dei canoni medi al metro quadro in Italia

Prezzi reali, 2000 = 100

(fonte: Scenari Immobiliari)



### Mercato terziario

Il settore uffici si conferma come il settore di riferimento per gli investimenti, registrando volumi in ulteriore crescita. I dati confermano, però, una forte disomogeneità tra le diverse aree: si delineano mercati paralleli con prodotti e dinamiche differenti. La crescita riguarda soprattutto alcune città principali: Milano, che concentra la quasi totalità della domanda, seguita da Roma che trova, soprattutto all'Eur, la maggiore dinamicità.

La ripresa, osservata a partire dal 2016, dopo anni di stagnazione, è da ricondursi in particolare ai segnali positivi riguardanti le nuove erogazioni di prestiti bancari alle imprese, uniti alla crescente presenza di investitori esteri. L'anno è stato caratterizzato, in particolare, da una domanda sostenuta di spazi uffici, un dato che dimostra che i tenant hanno risposto positivamente ai nuovi sviluppi e agli investimenti su immobili esistenti, che hanno messo sul mercato nuovo stock di grado A. Il trend positivo della domanda si traduce a sua volta in una maggior fiducia degli investitori in un mercato caratterizzato da utilizzatori che riconoscono il valore di spazi di qualità.

Milano e Roma rimangono in cima alle classifiche di desiderabilità, grazie alla maggiore disponibilità di stock di qualità e alla ridotta percezione del rischio, anche se il resto della Penisola sta già mostrando i primi segnali di un ritrovato dinamismo. Resta comunque limitata l'attività edilizia, che non riesce a soddisfare la crescente domanda di immobili di qualità; sul mercato dell'usato gli investimenti si orientano verso trophy asset e operazioni ad elevato valore aggiunto in località core e centri direzionali.

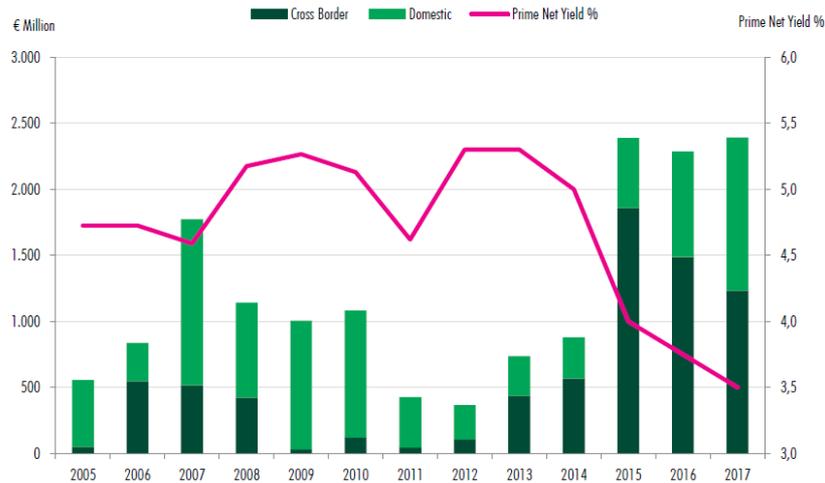
La combinazione tra scarsa disponibilità, valori in crescita e compressione dei rendimenti, ha portato diversi investitori a cercare strade alternative con l'obiettivo di assicurarsi ritorni più interessanti. In particolare, è possibile osservare un crescente interesse per le opportunità di valorizzazione di immobili da riposizionare in centro città o in aree caratterizzate da solidi fondamentali immobiliari.

### Focus su Milano

Il **mercato milanese** si conferma il più liquido tra quelli italiani e, ad oggi, l'unico che può inserirsi e competere in un contesto Europeo. La crescita di domanda associata ad una non sempre adeguata offerta di prodotto di grado A, ha innescato un rialzo dei canoni prime, poiché per aggiudicarsi le location e gli immobili migliori gli utilizzatori sono disposti a pagare canoni che si attestano intorno ai 550 €/mq, con elevate possibilità di raggiungere i 600 €/mq nei primi sei mesi del 2018. Per quanto riguarda il take up, l'anno dovrebbe chiudersi vicino ai 400 mila mq, dato ben superiore alla media degli ultimi 5 anni (2012-2016) pari a 285 mila mq. Gli investitori stranieri di tipo core si confermano i più attivi sul mercato, ma resta decisamente vivo anche l'interesse da parte degli investitori core plus e value add alla ricerca dell'estrazione del valore tramite conversion e riposizionamento degli asset. Il prime net yield continua a scendere, pari a circa il 3,5 % per gli uffici e a ridosso del 3 % per edifici mixed use con componente retail.

### Volume di investimenti e prime yield a Milano

(fonte: CBRE Research)

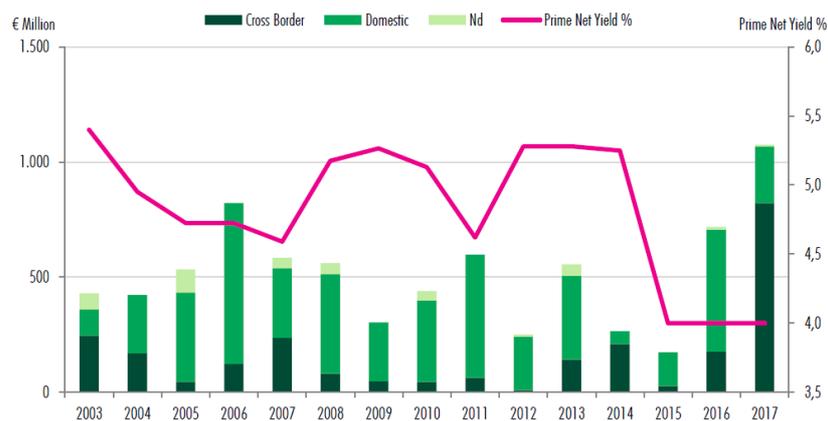


### Focus su Roma

Per quanto riguarda la città di **Roma**, il mercato degli uffici è caratterizzato da dinamiche molto differenti rispetto al mercato di Milano, a partire dalla qualità dello stock e dalla dimensione e caratteristiche della domanda. Ci sono numerose aziende che hanno l'esigenza di consolidare e razionalizzare gli spazi occupati, ma la limitata offerta di prodotto moderno e di qualità frena inevitabilmente la domanda. Allo stesso tempo, l'attività di sviluppo è limitata dai bassi livelli di assorbimento registrati negli ultimi anni, che disincentivano i developer a promuovere progetti su base speculativa. Il take-up annuo raggiungerà i 160 mila mq, superando così il dato registrato nel 2016. I canoni prime si attestano intorno ai 400 €/mq, ma rimane ancora un mercato "di sostituzione", dinamico soprattutto per unità al di sotto dei 3.000 mq. Alcune transazioni caratterizzate da volumi importanti lasciano ipotizzare un miglioramento più consistente nel 2018.

### Volume di investimenti e prime yield a Roma

(fonte: CBRE Research)



## Principali indicatori del comparto terziario/uffici nelle maggiori città

(fonte: Scenari Immobiliari)

Città	Tasso di assorbimento (%)				Vacancy (%)				Prime rents (€/mq/anno)			
	2014	2015	2016	2017*	2014	2015	2016	2017*	2014	2015	2016	2017*
Bari	50,4	55,3	51,0	54,0	15,1	16,2	14,0	17,0	140	140	235	140
Bologna	54,3	57,3	55,1	56,3	12,5	12,0	11,8	14,0	200	205	210	215
Catania	51,6	56,0	58,3	60,0	17,0	16,5	16,0	20,0	165	165	160	165
Firenze	51,9	55,0	58,6	61,0	14,0	13,5	13,1	15,0	285	285	290	295
Genova	60,2	50,0	66,3	68,0	19,5	18,7	18,0	21,0	190	185	190	195
Milano	47,2	55,0	63,7	67,0	9,5	9,3	9,0	8,8	335	340	350	360
Napoli	50,0	45,3	50,7	53,0	22,0	21,5	19,8	21,0	265	260	255	260
Roma	42,4	49,8	54,3	56,3	11,5	11,3	11,0	13,0	345	345	350	360
Torino	49,4	45,2	39,0	41,0	16,2	15,8	15,0	17,0	210	205	210	215
Trieste	46,7	55,6	57,1	60,0	23,0	21,0	20,8	22,0	135	130	135	140
Venezia	66,7	60,0	62,0	64,1	14,5	14,0	13,7	15,0	370	365	370	380
Verona	44,2	45,3	56,9	61,0	17,0	16,0	16,5	18,0	205	200	200	205
<b>Media Italia</b>	<b>34,8</b>	<b>36,0</b>	<b>37,5</b>	<b>38,1</b>	<b>27,5</b>	<b>27,0</b>	<b>26,5</b>	<b>25,0</b>	<b>130</b>	<b>128</b>	<b>126</b>	<b>127</b>

### Mercato retail

Il settore retail, pur continuando a costituire una componente importante nel volume totale degli investimenti (circa il 20%), ha mostrato nel 2017 segnali di rallentamento sul fronte degli investimenti che sono stati pari a circa € 2,4 mld (-5% rispetto al 2016). In particolar modo i centri commerciali nelle location secondarie risentono maggiormente i macro-trend in atto. Il comparto sta vivendo un profondo cambiamento: i consumatori hanno aspettative in continuo divenire e sono alla ricerca di esperienze e entertainment. In quest'ottica, il food&beverage rivestirà un ruolo sempre maggiore e le strutture commerciali devono essere necessariamente più flessibili per potersi continuamente rinnovare.

I risultati migliori per il comparto sono stati conseguiti dalle regioni del nord Italia, con incrementi delle quotazioni immobiliari superiori alla media nazionale (+1,5% nella Gdo e +1,0% nella piccola distribuzione). Nel centro Italia l'andamento dei prezzi medi di vendita è stato comunque positivo, pur registrando variazioni più contenute (+1,0% nella Gdo, + 0,8% nella piccola distribuzione). Nel Mezzogiorno la ripresa appare ancora distante, con quotazioni ancora prevalentemente negative o stazionarie.

Il **segmento High Street** registra una crescita straordinaria rispetto al 2016 (+170% circa) e rappresenta da solo più della metà dei volumi totali. In particolare su Milano, il segmento ha raggiunto quasi un miliardo di investimenti (sul totale Italia pari a circa 1,4 miliardi di Euro). Le principali transazioni high street sono state infatti completate nel capoluogo lombardo, che si conferma come la location più richiesta dai principali brand italiani e internazionali: Via Montenapoleone si colloca in quarta posizione nella classifica delle vie commerciali più costose a livello globale e in seconda posizione in Europa, dopo New Bond Street a Londra. Significativa anche la crescita delle locazioni: nell'ultimo triennio Via Montenapoleone registra un +34% (10.300 €/mq/anno prime rent italiano) e Via della Spiga un +24%.

A dimostrazione che il mercato delle high street in Italia ha raggiunto un importante livello di maturazione e consolidamento, ben quattro città italiane sono presenti nelle prime otto posizioni della classifica Europea: oltre a Milano, si trovano anche Roma, Venezia e Firenze, dove i canoni di locazione sono principalmente sostenuti dalla domanda legata ai flussi turistici.

Per la prima volta da diversi anni si sta assistendo anche ad un cauto ritorno di investitori italiani, attirati in particolar modo dalle high street. I principali fattori che hanno incoraggiato gli investimenti nel corso del 2016 e del 2017 sono riconducibili in primo luogo ad una ripresa dei consumi delle famiglie italiane e alla crescita delle presenze turistiche, che hanno dato nuova fiducia a retailer e investitori, sempre più attenti all'esperienza di acquisto e interessati sviluppo di soluzioni innovative in grado di integrare il commercio tradizionale con i nuovi canali digitali. Anche nell'edilizia si stanno iniziando ad osservare i primi segnali di ripresa, soprattutto in relazione a grandi sviluppi, ampliamenti e ristrutturazioni di centri commerciali nelle principali aree metropolitane, rispetto ai quali si sta osservando una sempre maggiore attenzione alla qualità degli spazi e dell'offerta di punti vendita.

### Yield netti prime in Italia, Retail

(fonte: CBRE Research)

Yields (%)	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17
High Street Prime	3,50	3,25	3,15	3,15	3,15	3,00
High Street Secondary	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50
Shopping Centre Prime	5,00	5,00	4,90	4,90	4,90	4,90
SC Good Secondary	6,00	5,90	5,90	5,90	5,90	5,90
Retail Park Prime	5,90	5,90	5,90	5,90	5,90	5,90
Retail Park Good Secondary	7,00	7,00	6,50	6,50	6,50	6,50

### Principali indicatori del comparto commerciale nelle maggiori città

(fonte: Scenari Immobiliari)

Città	Tasso di assorbimento (%)				Vacancy (%)				Prime rents (€/mq/anno)			
	2014	2015	2016	2017*	2014	2015	2016	2017*	2014	2015	2016	2017*
Bari	23,4	30,1	31,6	32,4	18,5	18,1	17,6	15,0	355	350	355	360
Bologna	28,6	35,1	30,9	32,4	17,9	18,2	18,9	20,5	365	365	370	375
Catania	20,0	25,0	30,1	31,0	12,1	13,0	13,4	18,5	175	170	170	175
Firenze	20,1	22,1	23,4	15,1	22,4	23,1	23,5	26,2	315	310	315	320
Genova	30,3	35,0	36,6	37,2	27,2	26,6	25,9	22,5	515	520	525	530
Milano	38,6	45,0	46,2	48,0	20,3	21,7	21,4	23,0	950	970	1.000	1.040
Napoli	23,5	25,0	22,0	26,0	13,8	13,5	13,3	17,0	480	475	480	490
Roma	42,2	47,0	48,0	45,0	10,6	11,0	10,8	13,5	740	755	765	775
Torino	26,8	30,1	32,0	34,0	19,2	20,5	20,0	23,0	295	290	295	305
Trieste	36,4	40,5	38,1	40,0	6,8	7,1	7,0	9,0	275	270	275	280
Venezia	36,6	42,3	46,0	50,2	9,9	9,3	9,1	7,5	785	795	710	830
Verona	36,1	45,1	44,3	46,0	15,3	16,2	16,6	20,4	420	415	420	430
Media Italia	27,8	28,4	28,7	29,2	10,3	10,1	10,1	12,5	318	316	315	317

### Mercato degli immobili ad uso industriale e logistico

L'Italia, rispetto al resto d'Europa, appare particolarmente attrattiva per il mercato immobiliare della logistica, soprattutto il nord della penisola, in quanto molti dei grandi player dell'e-commerce indentificano il territorio come una possibile posizione ottimale dalla quale poter avviare un sistema di distribuzione verso i Paesi del mediterraneo. L'interesse a livello di posizionamento, rimane concentrato per i territori in prossimità dei grandi bacini di consumo, come Milano e Roma, oppure in aree baricentriche ben collegate come Bologna.

All'interno di questo panorama, il mercato degli immobili per la logistica risulta essere particolarmente dinamico ed è stato quello che ha mostrato la maggiore espansione: il volume degli investimenti ha toccato la cifra record di € 900 mln (+50% rispetto al 2016) grazie ad un mercato delle locazioni più dinamico e al supporto della forte attività dell'e-commerce.

Le operazioni si sono concentrate principalmente nel Nord Italia e gli acquirenti si confermano di origine internazionale. Il settore rappresenta per gli investitori una piazza sicura su cui puntare. I rendimenti oscillano da un 5,5% a un 6% netto per prodotti di qualità ubicati in zone prime. Le piazze più richieste si riconfermano le città di Milano e Roma, entrambe con un canone di locazione di 55 €/mq/anno.

Le transazioni portate a termine hanno riguardato principalmente prodotti di qualità, con livelli di redditività consolidati, che hanno contribuito alla contrazione dell'offerta, riducendo drasticamente ulteriori opportunità d'investimento di prodotto finito. Sono stati realizzati diversi sviluppi, quasi esclusivamente build-to-suit o pre-let, con conduttore già individuato. La domanda sostenuta da parte dei conduttori, a fronte di una limitata disponibilità di immobili moderni, ha comportato, infatti, la ripresa dell'attività di sviluppo e la creazione di prodotti estremamente "core" con la conseguente discesa dei rendimenti.

Si è registrato un ritorno in campo positivo di tutti gli indicatori del settore, con prezzi medi nominali in crescita del 2,2% e canoni medi che si attestano a 37 €/mq/anno, con crescita del 2,8%. Si attende un take-up annuo superiore al milione e mezzo di mq. Contestualmente lo sfitto di prodotto di grade A è crollato - il vacancy rate a livello nazionale è inferiore al 3,4% - ed in alcune location prime è ormai prossimo allo zero.

La pressione dei mercati finanziari ha portato ad un'accelerazione rilevante sul **mercato dei NPL** che, oltre a liberare risorse per la crescita e consentire minori ricapitalizzazioni agli istituti bancari, sta iniziando a determinare riprese e riqualificazioni di mercati immobiliari locali.

Nel 2017 sono stati realizzati volumi di scambio importanti di NPL, superiori ai 100 Mld/€, che hanno portato ad una diminuzione significativa della bilancia tra sofferenze nuove e vendite di oltre il 30%. Le prospettive per il 2018, sulla base dei principali indicatori macroeconomici, portano ad un'attesa di consolidamento dei volumi di compravendite, supportati dalla crescita dei mutui.

### **Mercato Social housing**

Gli investimenti attualmente deliberati dal Fia ammontano a 2,2 miliardi di Euro. A tutto il 2016 il totale degli investimenti in Social Housing in Italia si aggira intorno ai 3,8 miliardi di Euro, destinati a 21 mila appartamenti e 7 mila alloggi per studenti.

Da segnalare che Cassa depositi e prestiti ha innalzato il plafond di finanziamento dal 40% all'attuale 80% sul valore complessivo dell'operazione. In particolare è aumentata l'allocazione di risorse volta alla realizzazione di alloggi in locazione, a scapito della vendita. Il social housing si articola in diverse forme di alloggio per altrettante tipologie di contratto. Le esperienze più di successo sono per ora state quelle legate alle varie formule di affitto convenzionato e concordato e ai patti di futura vendita. La vendita di alloggi convenzionati, pur presentando condizioni più vantaggiose di quelle del libero mercato, comporta ancora un investimento significativo da parte del potenziale acquirente, rendendo più interessanti altre formule di accesso all'alloggio, in particolare considerando la disponibilità economica limitata del target di riferimento.

### **Mercato healthcare**

Identificato come mercato di nicchia, quello delle RSA è un settore che si discosta dai comparti definiti tradizionali sia per le dinamiche immobiliari che influenzano la domanda sia per l'ampiezza del mercato stesso. Attualmente risulta potenzialmente estremamente attivo e attrattivo ma caratterizzato da una frammentazione elevata della proprietà.

Nel 2016, le strutture a destinazione d'uso RSA rappresentano circa l'1,70% dell'investimento complessivo dei Fondi immobiliari con una massa pari a circa 1.200 milioni di Euro. Gli investimenti da parte delle SGR sono finalizzati all'acquisizione o costruzione e conseguente messa a reddito di presidi residenziali accreditati. Le operazioni che riguardano la messa a reddito di strutture già operative fanno riferimento al Sale - Leaseback. È un approccio di investimento privilegiato e meno rischioso, eliminando la parte legata allo sviluppo immobiliare, importante in termini di miglioramento qualitativo del patrimonio immobiliare e della gestione, ma poco rilevante nell'ottica di crescita dell'offerta, di intercettazione e appagamento della domanda inevasa, sempre di più in crescita, se si esaminano le graduatorie per l'accesso alle RSA.

Un elemento che dimostra l'attuale carenza di presidi residenziali socio-sanitari in Italia è la distribuzione disomogenea delle strutture all'interno del territorio nazionale. Le ragioni che determinano questa disparità territoriale, e più in generale la ridotta offerta di posti letto, sono da ricondursi principalmente a tre fattori: la conformazione del settore dell'assistenza residenziale, le diverse normative regionali e la disponibilità di risorse pubbliche.

L'investitore agisce mediante scouting sia verso l'individuazione di territori e strutture ritenuti interessanti sia verso la scelta di enti gestori. L'identificazione del gestore più adeguato capace di leggere sia il territorio che i bisogni contemporanei rappresenta un punto di partenza fondamentale e cruciale e un elemento essenziale per la tenuta nel tempo dei flussi di cassa e dei rendimenti.

### **1.3. Mercato dei fondi immobiliari**

Grandi attese anche sui fondi immobiliari, strumento di investimento che in Italia ha raggiunto un patrimonio di 48 miliardi di Euro a fine 2016, con una crescita stimata a 50 miliardi di Euro nel 2017 per un totale di oltre quattrocento fondi.

Si consolida l'attività degli investitori nazionali ed esteri, istituzionali e non, grazie ad una forte liquidità, ai bassi tassi di interesse e all'ampliamento delle opportunità di investimento presenti sul territorio. L'andamento degli investimenti core in Italia è tornato a crescere a partire dal 2014 e si avvicina ora a quota dieci miliardi. Per il 2018 si prevede un incremento degli investimenti, anche domestici, concentrati per circa la metà nella città di Milano e per il 15% circa a Roma.

Poche novità sul fronte dell'asset allocation complessiva, con gli uffici che restano intorno al 60% e il commerciale al 20%.

### I Fondi Immobiliari in Italia (fondi retail e riservati)

(fonte: Scenari Immobiliari – rapporto novembre 2017)

Descrizione	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>*</sup>
N° fondi operativi <sup>1</sup>	305	312	358	365	385	390	403	407	395
Nav <sup>2</sup>	34.000	36.100	37.000	39.000	43.500	45.700	48.000	50.000	51.000
Patrimonio immobiliare detenuto direttamente	43.500	46.400	47.300	49.100	50.500	52.100	53.500	55.000	57.000
Indebitamento esercitato <sup>3</sup>	24.800	28.500	29.700	31.500	30.700	26.000	25.500	24.600	
Performance (Roe) <sup>4</sup> (val. %)	3,5	0,7	-1,8	-0,5	1,2	0,5	0,2	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

#### 1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali

Dal 9 gennaio 2017 è operativo l'Arbitro per le controversie finanziarie ("l'ACF"), istituito dalla Consob con Delibera n. 19602 del 4 maggio 2016 e al quale la SGR aderisce.

I partecipanti ai Fondi che, ai sensi del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF") e delle relative disposizioni di attuazione, non siano classificati quali controparti qualificate o clienti professionali, possono rivolgersi all'ACF per la risoluzione di alcune tipologie di controversie con la SGR.

Il diritto del partecipante di ricorrere all'ACF non può formare oggetto di rinuncia ed è sempre esercitabile nei limiti e nei termini stabiliti dal citato regolamento della CONSOB. L'ACF è competente a conoscere le controversie di valore non eccedente Euro 500.000 qualora le stesse siano relative alla violazione, da parte dell'intermediario, degli obblighi di diligenza, trasparenza, correttezza ed informazione nella prestazione, tra l'altro, del servizio di gestione collettiva del risparmio.

\*\*\*

Il Provvedimento di Banca d'Italia del 23 dicembre 2016, pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 4 gennaio 2017 ("Provvedimento"), ha modificato il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015 per allineare –inter alia- i contenuti alla direttiva 2014/91/UE (c.d. "UCITS V") in merito alle funzioni di depositario, le politiche retributive, calcolo della leva finanziaria e le sanzioni di taluni OICVM.

Le modifiche sono entrate in vigore il 5 gennaio 2017 fatto salvo quanto stabilito nella disciplina transitoria.

\*\*\*

Con Comunicazione del 5 aprile 2017 la Banca d'Italia ha fornito chiarimenti in merito agli obblighi sui margini di variazione previsti dal Regolamento (UE) n.648/2012 (di seguito, il "Regolamento EMIR"), in vigore dal 1° marzo 2017, specificando che nella valutazione dell'adeguamento agli obblighi riguardanti lo scambio dei margini di variazione verrà adottato un approccio caso per caso e risk-based nel rispetto delle caratteristiche operative e dimensionali degli intermediari.

\*\*\*

La Consob ha pubblicato il 6 aprile 2017 la delibera n. 19925 del 22 marzo 2017 contenente "Modifiche dei regolamenti di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), concernenti la disciplina degli emittenti e dei mercati, nonché del regolamento in materia di operazioni con parti correlate, per l'attuazione del Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio ("MAR") in materia di abusi di mercato", con la quale è stata recepita la normativa Europea in vigore dal 3 luglio 2016 (il Regolamento (UE) n. 596 del 16 aprile 2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo agli abusi di mercato).

Tali modifiche regolamentari sono volte ad allineare la normativa nazionale a quella comunitaria, abrogando le disposizioni secondarie in contrasto con la disciplina Europea.

La ratio della disciplina è quella di prevenire gli abusi di mercato sotto forma di abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, a livello comunitario, in base

al principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del trattato sull'Unione Europea. Ciò in quanto gli abusi di mercato ledono l'integrità e la trasparenza dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati.

L'ambito di applicazione della normativa è esteso a tutti gli strumenti finanziari (ivi incluse le quote di fondi) ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato.

In data 6 aprile 2017 è stata posta in consultazione la "Proposta di adozione di sue comunicazioni recanti l'adozione delle Guide Operative Gestione delle Informazioni Privilegiate e Raccomandazioni di investimento". Successivamente, in data 13 ottobre 2017, la Consob ha pubblicato le linee guida n.1/2017 "Gestione delle Informazioni Privilegiate" e n.2/2017 "Raccomandazioni di investimento".

Inoltre, l'European Market Authority ("ESMA") ha aggiornato, da ultimo, nel mese di dicembre 2017 (Documenti ESMA 50-164-677 del 22 dicembre 2017, ESMA70-145-111 del 14 dicembre 2017 e ESMA71-99-669 del 6 dicembre 2017), le proprie Q&A sul regime Regolamento (UE) n. 596/2014 ed ha chiarito, inter alia, gli impatti derivanti dalla Direttiva 2014/65/UE (cd. MIFID II) e dal Regolamento (UE) n. 600/2014 (cd. "MIFIR").

\*\*\*

In data 27 aprile 2017 la Banca d'Italia e la Consob hanno emanato l'atto di modifica del Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob, in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, ai sensi dell'articolo 6, comma 2-bis, del Testo Unico della Finanza (il "Regolamento Congiunto").

Le modifiche al Regolamento Congiunto hanno recepito le norme sulle remunerazioni dei gestori di OICVM contenute nella direttiva 2014/91/UE ("UCITS V"), tenendo altresì conto delle Linee Guida dell'ESMA n. 2016/411 di attuazione della direttiva ("Linee Guida ESMA").

Le intervenute modifiche hanno completato il quadro normativo nazionale in materia di politiche e prassi di remunerazione degli intermediari, delineando un insieme organico di regole per tutto il settore del risparmio gestito.

\*\*\*

In data 1 giugno 2017 è stato posto in consultazione il documento "Disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio. Razionalizzazione degli obblighi informativi delle SGR e degli organismi di investimento collettivo del risparmio e ulteriori interventi di adeguamento" la cui consultazione risulta conclusa. A decorrere dal 1 gennaio 2018 è in vigore la versione aggiornata del Manuale degli obblighi informativi dei soggetti vigilati adottato con Delibera Consob n. 17297 del 28 aprile 2010, aggiornata con Delibera n. 19548 del 17 marzo 2016 e da ultimo, con Delibera n. 20197 del 22 novembre 2017.

\*\*\*

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 ha riscritto integralmente, fra gli altri, il decreto legislativo n. 231/2007 in tema di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo.

Il Decreto Antiriciclaggio è in vigore dal 4 luglio 2017. L'articolo 9 del d.lgs. 90/2017 contiene alcune norme transitorie sull'applicazione della nuova disciplina e delle relative disposizioni di attuazione.

\*\*\*

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, come modificato da ultimo con il Decreto – lo scorso mese di luglio la Consob ha avviato, tra l'altro, due pubbliche consultazioni per la modifica del Regolamento n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche (il "Regolamento Intermediari"):

- documento concernente le modifiche al Regolamento Intermediari relativamente alle disposizioni per la protezione degli investitori e alle competenze e conoscenze richieste al personale degli intermediari (pubblicato il 6 luglio);
- documento concernente le modifiche al Regolamento Intermediari relativamente alle procedure di autorizzazione delle SIM e all'ingresso in Italia delle imprese di investimento UE e alla disciplina applicabile ai gestori (pubblicato il 31 luglio).

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 intende estendere 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.

\*\*\*

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 whistleblowing "interno", Banca d'Italia deve ancora emanare la normativa secondaria, mentre con comunicato stampa del 3 gennaio 2018 la Consob - per gli aspetti di propria competenza - ha comunicato di aver attivato una e-mail e la modulistica per le segnalazioni relative al whistleblowing "esterno".

\*\*\*

A partire dal 1° gennaio 2018 è direttamente applicabile il Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave applicabile ai Prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi pre-assemblati ("Regolamento PRIIPs"); tra questi, i fondi comuni di investimento.

Il Regolamento PRIIPs stabilisce regole uniformi: a) sul formato e sul contenuto del documento di natura precontrattuale contenente le informazioni chiave (cd. KID - Key Information Document) che deve essere redatto dagli ideatori di PRIIPs nonché b) sulla diffusione del documento stesso agli investitori al dettaglio, anche attraverso il sito internet del produttore e la rete distributiva, in tempo utile prima della vendita, al fine di consentire a tali investitori di comprendere e raffrontare le caratteristiche e i rischi chiave dei PRIIPs.

Di seguito si riportano le principali novità fiscali, con efficacia 2017, di carattere generale che hanno interessato la gestione operativa dei fondi immobiliari:

- Il Decreto Legge n. 193/2016, recante "*Disposizioni urgenti in materia fiscale e per il finanziamento di esigenze indifferibili*", convertito con modificazioni dalla legge di n. 225/2016, ha introdotto, a partire dal 1 gennaio 2017, l'obbligo della comunicazione trimestrale delle operazioni rilevanti ai fini IVA (cd. *Comunicazione trimestrale dei dati delle fatture*) e l'obbligo di comunicazione, sempre trimestrale, delle liquidazioni periodiche IVA (nuovo articolo art. 21-bis, nel DL 31.5.2010 n. 78). Gli adempimenti sono a carico del-

la SGR, quale unico soggetto passivo ai fini dell'imposta sul valore aggiunto, relativamente alle cessioni di beni e alle prestazioni di servizi attinenti le operazioni proprie e dei diversi Fondi;

- La Legge 11 dicembre 2016, n. 232 ha, inoltre, confermato per l'anno 2017 il blocco degli aumenti dei tributi locali e delle addizionali regionali e comunali, inclusa la TASI (tale tributo era stato già aumentato con decorrenza 2016).
- Il Decreto Legge n. 50/2017, convertito con modificazioni dalla legge di n. 96/2017, ha modificato il diritto alla detrazione dell'Iva relativa ai beni e servizi acquistati o importati: secondo il nuovo dettato normativo, esso deve essere esercitato al più tardi con la dichiarazione relativa all'anno in cui il diritto alla detrazione è sorto e alle condizioni esistenti al momento della nascita del diritto medesimo. Inoltre, con la modifica dell'art. 25 del decreto IVA, è stato previsto che le fatture di acquisto devono essere annotate nel registro anteriormente alla liquidazione periodica nella quale è esercitato il diritto alla detrazione della relativa imposta e comunque entro il termine di presentazione della dichiarazione annuale relativa all'anno di ricezione della fattura e con riferimento al medesimo anno, ferma restando la possibilità di presentazione dell'istanza integrativa "a favore". **La circolare dell'Agenzia delle Entrate 1/e del 2018 ha fornito notevoli chiarimenti in merito alla disposizione in oggetto chiarendo tra l'altro che assume un valore determinante il possesso della fattura (e quindi la sua ricezione) al fine di individuare il periodo di competenza della nascita del diritto alla detrazione oltre che alla tempestività della registrazione della fattura stessa.**
- Il Decreto Legge n. 50/2017, ha previsto l'estensione del meccanismo dello Split Payment a tutte le Pubbliche Amministrazioni, alle loro controllate "di diritto" o "di fatto", alle società controllate "di diritto" da Regioni, Province, Città metropolitane, Comuni o Unioni di Comuni, alle società quotate incluse nell'indice FTSE MIB; a tal proposito il Ministero dell'Economia e delle Finanze, con D.M. 27 giugno 2017, ha illustrato le modifiche della disciplina ed ha reso noto gli elenchi delle pubbliche amministrazioni e delle società cui si applica, dal 1° luglio 2017 al 31 dicembre 2017, il meccanismo dello Split Payment.
- Il succitato Decreto, ha inoltre ridotto da 15.000 a 5.000 Euro il limite oltre il quale, per poter compensare orizzontalmente i crediti (sia per IVA che per imposte dirette, IRAP e ritenute), è obbligatoria l'apposizione sulla dichiarazione annuale del visto di conformità. Tale obbligo grava anche sui contribuenti che intendono utilizzare in compensazione orizzontale il credito infrannuale IVA; di conseguenza, il visto va apposto anche sulla dichiarazione IVA trimestrale ammessa in compensazione.

Importanti novità per il settore immobiliare sono state poi introdotte dalla Legge di Bilancio 2018 e che, quindi, esplicheranno i loro effetti in tale esercizio; di seguito sinteticamente si riportano le novità più importanti per l'operatività dei fondi e della SGR e per il settore immobiliare:

- è stato ridotto da Euro 10.000 a 5.000 la soglia oltre il quale le PA 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 ad almeno a tale importo;
- sono bloccati gli aumenti delle aliquote iva per il 2018;
- 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";
- i termini di decorrenza dell'accertamento, sia ai fini IVA sia ai fini delle imposte dirette, sono ridotti 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;
- modifiche alla disciplina dell'imposta di registro: è stato precisato 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 extratestuali. Disposizione importante in caso di atti di conferimento di immobili o di azienda, seguiti da cessione di quote ad un Fondo;
- 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.

## 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 2017 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 a disposizione di Primo. Tali valutazioni hanno riguardato immobili rispondenti alle politiche di investimento previste dal Regolamento del Fondo. In particolare sono stati valutati beni prevalentemente ad uso ufficio e commerciale ubicati nelle principali città italiane, interamente a reddito ovvero - laddove liberi - con ampie potenzialità di valorizzazione.

### 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 830.000.



Al 30 dicembre 2017 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).

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.

Il Fondo immobiliare Optimum Evolution – USA Property I, gestito da Optimum Asset Management, ha una durata di 7 anni, a partire dal I° trimestre 2013 (primo *closing* sottoscrizioni) ed ha raggiunto sottoscrizioni per un importo pari a circa Euro 146 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 Franci-

sco. 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.

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 "hedged" del Fondo Optimum.

### 2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare

Nel corso del 2017 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 a disposizione di Primo. Tali valutazioni hanno riguardato immobili rispondenti alle politiche di investimento previste dal Regolamento del Fondo. In particolare sono stati valutati beni prevalentemente ad uso ufficio e commerciale ubicati nelle principali città italiane, interamente a reddito ovvero - laddove liberi - con ampie potenzialità di valorizzazione.

### 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) dal Fondo Pensione sopra citato. 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 per un importo nominale pari a 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

Alla data del 31 dicembre 2017 non sono stati effettuati né rimborsi parziali di quote né distribuzione di proventi.

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

Alla data del 31 dicembre 2017 il patrimonio del Fondo è valutato dalla SGR pari ad Euro 13.900.000, in linea con quanto valutato dall'Esperto Indipendente, con un decremento rispetto al 31 dicembre 2016 di Euro 100.000.

Movimentazioni del patrimonio immobiliare			
	31-dic-16	Variazioni 2017	31-dic-17
<b>Acquisto iniziale</b>	<b>13.500.000</b>		<b>13.500.000</b>
<u>Variazioni:</u>			
Costi capitalizzati	298.080	0	298.080
Vendite	0	0	0
Acquisti	0	0	0
Apporti	0	0	0
<b>Costo storico al</b>	<b>13.798.080</b>	<b>0</b>	<b>13.798.080</b>
Plus/minus non realizzate aggregate (*)	201.920	(100.000)	101.920
<b>Valore di mercato al</b>	<b>14.000.000</b>	<b>(100.000)</b>	<b>13.900.000</b>
<b>Sval/Riv. %</b>	<b>1,5%</b>		<b>0,7%</b>

(\*) Somma delle plus e delle minus a livello totale di portafoglio, comprensivo dello scarico delle plus/minus relative agli immobili venduti nell'anno

Come già anticipato, il Fondo Primo ha investito la propria liquidità disponibile nelle quote del Fondo Eracle (24,8 milioni di Euro) e del Fondo Optimum (7 milioni di Euro). Alla data della presente Relazione il valore del Fondo Eracle è pari a Euro 26.026.038,81 pari al valore pro-quota ufficiale del Fondo al 31/12/2017 pari a Euro 289.178,209; per quanto riguarda il Fondo Optimum alla data di redazione della presente Relazione non è stato ufficializzato il NAV al 31 dicembre 2017 per cui viene riportato il valore dell'ultimo NAV disponibile, ossia il NAV al 31 dicembre 2016 pari a Euro 7.574.000. Quest'ultimo importo è stato nettato del rimborso programmato delle quote al valore nominale per Euro 140.000 (riduzione valore in bilancio del valore al Nav pari a Euro 151.480) ed in via prudenziale dei proventi distribuiti nel corso del 2017 riferiti alla gestione 2016 pari ad Euro 140.000. Si attende nei primi mesi del 2018 il NAV aggiornato al 31/12/2017.

Al 31 dicembre 2017 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.

FONDO	E.I.
CRONO	AVALON
PRIMO	AVALON
FIP	AXIARE
HB	AXIARE
HELIOS	AXIARE
INPGI HINES	AXIARE
MELOGRANO	AXIARE
ROCKET	AXIARE
SECURIS 2	AXIARE
SECURIS 3	AXIARE
APPLE	COLLIERS
IMMOBILIUM	COLLIERS
OBELISCO	COLLIERS
SECONDO RE	COLLIERS
FASP	CRIF
FERSH	CRIF
HS-IC	CRIF
FIEPP	K2REAL
CA' GRANDA	PRAXI
FIL COMPARTO UNO	PRAXI
HSCM	PRAXI
NEPTUNE 1	PRAXI
NEPTUNE 2	PRAXI
DIAMOND	DUFF & PHELPS REAG
FHCR	DUFF & PHELPS REAG
INPGI COMPARTO UNICO	DUFF & PHELPS REAG
OMEGA 3	DUFF & PHELPS REAG
OMEGA 4	DUFF & PHELPS REAG
SECURFONDO	DUFF & PHELPS REAG
SECURIS	DUFF & PHELPS REAG
SISTEMA BCC	DUFF & PHELPS REAG
VESTA	DUFF & PHELPS REAG
FHT	REVALUTA
FPSH	REVALUTA
FERRARA SOCIAL HOUSING	SCENARI IMMOBILIARI
FIL COMPARTO DUE	SCENARI IMMOBILIARI
FPEP	SCENARI IMMOBILIARI
PEGASUS	SCENARI IMMOBILIARI
SPAZIO SANITA'	SCENARI IMMOBILIARI
VENETO CASA	SCENARI IMMOBILIARI
IBI ICCREA	K2REAL
BCC ROMA	DUFF & PHELPS REAG

### 2.4.3. Andamento del valore della Quota

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2017 ammonta a Euro 65.591.464, registrando un aumento nel corso del 2017, per effetto del risultato di periodo e delle plusvalenze non realizzate su immobili e partecipazioni in OICR, come di seguito evidenziato:

Variazioni NAV 2017				
	€	Var ass	Var %	
NAV 31 dic 2016	62.236.364			
<b>Variazioni di periodo:</b>				
Plus/minus non realizzate su immobili		(100.000)	-0,2%	
Plus/minus non realizzate su OICR		971.541	1,6%	
Risultato effettivo		2.483.559	4,0%	
Nuovi versamenti		0	0,0%	
Rimborsi		0	0,0%	
Distribuzione proventi		0	0,0%	
<b>NAV 31 dicembre 2017</b>	<b>65.591.464</b>	<b>3.355.100</b>	<b>5,4%</b>	

Dalla nascita del Fondo alla data del 31 dicembre 2017, 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		
<b>Variazioni:</b>			
Plus/minus non realizzate su imm. e OICR		193.755	
Risultato effettivo		15.397.709	
Versamenti successivi		25.500.000	
Rimborsi		0	
Distribuzione proventi		0	
<b>NAV 31 dicembre 2017</b>	<b>65.591.464</b>	<b>41.091.464</b>	

Il valore unitario della quota al 31 dicembre 2017 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 2017 registra un **utile contabile pari a circa Euro 3,4 milioni**, che al netto delle minusvalenze non realizzate derivanti dalla valutazione a valori correnti del patrimonio immobiliare (Euro 0,1 milioni) e delle rivalutazioni delle partecipazioni d'esercizio negli OICR (Euro 1 milione), determina un **utile effettivo pari a circa Euro 2,5 milioni**.

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

- proventi dai fondi Eracle ed Optimum per circa Euro 1,8 milioni. Si evidenzia che successivamente alla chiusura dell'esercizio sono stati incassati i proventi distribuiti dal Fondo Eracle in relazione al secondo semestre 2017 per Euro 0,8 milioni. Inoltre nel 2017 sono stati ricevuti rimborsi quote dal Fondo Optimum per Euro 0,14 milioni;
- ricavi da locazione per circa Euro 0,831 milioni, diminuiti dei costi per la gestione degli immobili (locato triple net) e delle imposte sugli stessi per circa Euro 0,05 milioni;
- costi di gestione del Fondo, per circa Euro 0,181 milioni, relativi principalmente alla commissione SGR;

Al 31 dicembre 2017 i proventi distribuibili, calcolati in base alle previsioni regolamentari, ammontano a complessivi Euro 14.653.063. Inoltre, in relazione ai rimborsi quote incassati nell'esercizio dal Fondo Optimum risulta "liberata" equity per Euro 140.000.

### 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 2017, la liquidità disponibile, di Euro 18,5 milioni, risultava depositata sui c/c in essere presso il Depositario.

Nel corso del 2017 si è proceduto ad aprire un ulteriore conto presso il Depositario per accogliere i proventi derivanti dalla partecipazione nell'OICR denominato "Fondo Eracle".

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 71% 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 2017, l'Assemblea dei Soci della SGR si è riunita

- il 27 aprile 2017 e per l'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017 e delle politiche retributive e del piano di incentivazione, nonché per la nomina del Consigliere Antonio Mustacchi (in sostituzione del Presidente avv. Carlo Cerami, che aveva rassegnato le proprie dimissioni in data 30 marzo 2017),
- il 28 giugno 2017 **in sede straordinaria** per l'approvazione della modifica dello Statuto sociale al fine di recepire le previsioni di cui al Provvedimento emanato da Banca d'Italia e Consob il 27 aprile 2017 e **in sede ordinaria** per l'approvazione dei criteri e limiti per la determinazione dei compensi da riconoscere in vista o in occasione della conclusione anticipata del rapporto di lavoro o per la cessazione anticipata dalla carica (c.d. *golden parachute*) e per l'approvazione delle 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.

#### Consiglio di Amministrazione

In data 30 marzo 2017, l'avv. Cerami ha comunicato le proprie dimissioni dalla carica di Presidente del Consiglio di Amministrazione della SGR e Consigliere, per ragioni connesse a nuovi impegni professionali in relazione ai quali si configurano ipotesi di incompatibilità. In data 27 aprile l'Assemblea dei Soci, come detto, ha nominato in sostituzione l'arch. Antonio Mustacchi.

In data 9 maggio 2017 il Consiglio di Amministrazione ha nominato Arturo Nattino quale Presidente del Consiglio di Amministrazione.

In data 25 maggio 2017, il Consiglio di Amministrazione, dopo averne verificato i requisiti, ha nominato Antonio Mustacchi quale Amministratore Indipendente della Società.

In data 5 dicembre 2017 l'avv. Stefano Vittori ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Vice Presidente e Consigliere della SGR. In data 17 gennaio 2018 il Consiglio ha nominato per cooptazione la dott.ssa Barbara Pivetta, attribuendole la carica di Vice Presidente.

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

- Arturo Nattino – Presidente;
- Barbara Pivetta – Vice Presidente;
- Dario Valentino – Amministratore Delegato;
- Giulio Bastia – Consigliere;
- Ermanno Boffa – Consigliere;
- Leonardo Buonvino – Consigliere;
- Domenico Bilotta – Consigliere;
- Fabio Carlozzo – Consigliere;
- Antonio Mustacchi – Consigliere Indipendente;
- Anna Pasquali – Consigliere;
- Maurizio Pinnarò – Consigliere;
- Giuseppe Mazzarella – Consigliere Indipendente;

- Marco Tofanelli – Consigliere Indipendente.

Il Consiglio di Amministrazione andrà a scadere con l'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017.

#### Comitato Esecutivo

In data 30 novembre 2017 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato l'istituzione del Comitato Esecutivo, attribuendo allo stesso poteri e competenze e nominando i relativi membri: dott. Dario Valentino (Presidente), dott. Giulio Bastia, dott. Domenico Bilotta, Fabio Carlozzo e Anna Pasquali.

Il Comitato Esecutivo, così composto, andrà a scadere contestualmente al Consiglio di Amministrazione, all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2017.

### **3. EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE**

Nel corso del 2018 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 2017**

Non si rilevano fatti o eventi significativi successivamente al 31 dicembre 2017.

### **6. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

La Relazione di Gestione al 31 dicembre 2017 del Fondo chiude con un valore complessivo netto del Fondo (NAV) pari a Euro 65.591.464 che, se si confronta con quello al 31 dicembre 2016, registra un incremento pari ad Euro 3.355.100 (+5,4%).

La variazione positiva del valore del Fondo è imputabile all'effetto combinato dei seguenti fattori:

- all'utile effettivo del periodo per Euro 2.483.559 (+4%);
- alla minusvalenza del patrimonio immobiliare per Euro -100.000, derivante dalla valutazione del patrimonio immobiliare al 31 dicembre 2017 a valori correnti di mercato (-0,16%);
- dalla plusvalenza sulle partecipazioni in OICR (Optimum e Eracle) per Euro +971.541 (+1,56%).

Al 31 dicembre 2017 il valore unitario delle quote risulta pari a Euro 131.182,928 per n. 500 quote in circolazione a fronte di un valore nominale effettivo delle stesse di Euro 100.000 per quota. Il NAV, pertanto, presenta un apprezzamento rispetto al valore nominale residuo dell'investimento del 31,18%.

Al 31 dicembre 2017 i proventi distribuibili, calcolati in base alle previsioni regolamentari, ammontano a complessivi Euro 14.653.063. Inoltre, in relazione ai rimborsi quote incassati nell'esercizio dal Fondo Optimum risulta "liberata" equity per Euro 140.000. Considerando le disponibilità liquide del Fondo si propone di distribuire integralmente i proventi distribuibili cumulati, salvo arrotondamenti.

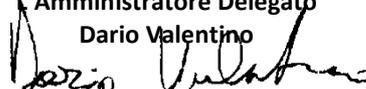
In relazione a quanto esposto ed in coerenza con le normative vigenti e con il Regolamento del Fondo, il Consiglio di Amministrazione delibera di:

- approvare la Relazione di Gestione del Fondo al 31 dicembre 2017;
- procedere alla distribuzione dei proventi per un importo pari a Euro 14.653.000, equivalente a Euro 29.306 pro-quota.

Roma, 28 febbraio 2018

Per il Consiglio di Amministrazione

L'Amministratore Delegato  
Dario Valentino



## SITUAZIONE PATRIMONIALE

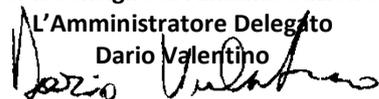
<b>RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2017</b> <b>Fondo comune di investimento di tipo Chiuso Riservato</b> <b>SITUAZIONE PATRIMONIALE</b> <b>(Valori in Euro)</b>				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2017		Situazione a fine esercizio precedente (31/12/2016)	
	valore complessivo	in percentuale dell'attivo	valore complessivo	in percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>	<b>33.308.559</b>	<b>50,66%</b>	<b>32.477.018</b>	<b>51,96%</b>
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR	33.308.559	50,66%	32.477.018	51,96%
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>13.900.000</b>	<b>21,14%</b>	<b>14.000.000</b>	<b>22,40%</b>
B1. Immobili dati in locazione	13.900.000	21,14%	14.000.000	22,40%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b>				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>			<b>13.758.947</b>	<b>22,01%</b>
D1. A vista			13.758.947	22,01%
D2. Altri				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>18.528.676</b>	<b>28,18%</b>	<b>2.226.719</b>	<b>3,56%</b>
F1. Liquidità disponibile	18.528.676	28,18%	2.226.719	3,56%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>13.937</b>	<b>0,02%</b>	<b>45.036</b>	<b>0,07%</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	7.653	0,01%	32.214	0,05%
G3. Risparmio d'imposta				
G4. Altre	6.284	0,01%	12.822	0,02%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>65.751.172</b>	<b>100%</b>	<b>62.507.720</b>	<b>100%</b>

<b>RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2017</b> <b>Fondo comune di investimento di tipo Chiuso Riservato</b> <b>SITUAZIONE PATRIMONIALE</b> <b>(Valori in Euro)</b>		
<b>PASSIVITA' E NETTO</b>	<b>Situazione al 31/12/2017</b>	<b>Situazione a fine esercizio precedente (31/12/2016)</b>
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
H1. Finanziamenti ipotecari		
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>159.708</b>	<b>271.356</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	15.083	84.468
M2. Debiti di imposta	-	43.219
M3. Ratei e risconti passivi	140.065	140.039
M4. Altre	4.560	3.630
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni	-	-
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>159.708</b>	<b>271.356</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>65.591.464</b>	<b>62.236.364</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>500</b>	<b>500</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>131.182,928</b>	<b>124.472,727</b>
<b>Rimborsi distribuiti per quota</b>		
<b>Proventi distribuiti per quota</b>		

Roma, 28 febbraio 2018

Per il Consiglio di Amministrazione

L'Amministratore Delegato  
 Dario Valentino



## SEZIONE REDDITUALE

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2017				
Fondo comune di investimento di tipo Chiuso Riservato				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Relazione al 31/12/2017		Relazione esercizio precedente (31/12/2016)	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>				
<b>A1. PARTECIPAZIONI</b>				
A1.1 dividendi e altri proventi				
A1.2 utili / perdite da realizzi				
A1.3 plusvalenze / minusvalenze				
<b>A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>2.804.652</b>		<b>1.985.296</b>	
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	1.833.111		1.115.110	
A2.2 utili / perdite da realizzi				
A2.3 plusvalenze / minusvalenze	971.541		870.186	
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
<b>A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili / perdite da realizzi				
A3.3 plusvalenze / minusvalenze				
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
<b>A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>		<b>2.804.652</b>		<b>1.985.296</b>
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>688.106</b>		<b>387.889</b>	
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	835.851		835.634	
B1.1. Canoni locazione non finanziaria	831.693		831.480	
B1.2. Indennizzo Retrocessione Canoni Locazione				
B1.3. Altri proventi	4.158		4.154	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI				
B3. PLUS/MINUSVALENZE	-100.000		-390.000	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-10.313		-20.313	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTA COMUNALE SUGLI IMMOBILI ED ALTRE	-37.432		-37.432	
<b>Risultato gestione beni immobili</b>		<b>688.106</b>		<b>387.889</b>
<b>C. CREDITI</b>				
C1. Interessi attivi e proventi assimilati				
C2. Incrementi / decrementi di valore				
<b>Risultato gestione crediti</b>				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>15.813</b>		<b>97.113</b>	
D1. Interessi attivi e proventi assimilati	15.813		97.113	
<b>E. ALTRI BENI</b>				
E1. Proventi				
E2. Utile/Perdita da realizzi				
E3. Plusvalenze/minusvalenze				
<b>Risultato gestione investimenti</b>		<b>3.508.571</b>		<b>2.470.298</b>

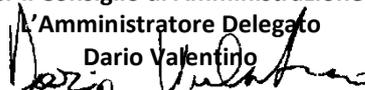
<b>RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2017</b> <b>Fondo comune di investimento di tipo Chiuso Riservato</b> <b>SEZIONE REDDITUALE</b> <b>(Valori in Euro)</b>				
	Relazione al 31/12/2017		Relazione esercizio precedente (31/12/2016)	
<b>F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>				
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1 Risultati realizzati				
F1.2 Risultati non realizzati				
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
F3. LIQUIDITA'				
F3.1 Risultati realizzati				
F3.2 Risultati non realizzati				
<b>G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE</b>				
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE				
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
<b>Risultato lordo della gestione caratteristica</b>		<b>3.508.571</b>		<b>2.470.298</b>
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari				
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI				
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		<b>3.508.571</b>		<b>2.470.298</b>
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	<b>-181.334</b>		<b>-188.046</b>	
I1. Provvigione di gestione SGR	-158.493		-148.584	
I2. Costo per il calcolo della quota				
I3. Commissioni depositario	-15.861		-15.779	
I4. Oneri per esperti indipendenti	-2.000		-3.000	
I5. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I6. Altri oneri di gestione	-4.980		-20.683	
<b>L. ALTRI RICAVI E ONERI</b>	<b>27.863</b>		<b>67.593</b>	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide				
L2. Altri ricavi	28.036		67.886	
L3. Altri oneri	-173		-293	
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		<b>3.355.100</b>		<b>2.349.845</b>
<b>M. IMPOSTE</b>				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2.1 Risparmio di imposta				
M3.1 Altre imposte				
<b>Utile / perdita dell'esercizio</b>		<b>3.355.100</b>		<b>2.349.845</b>

Roma, 28 febbraio 2018

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.

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

Al 31 dicembre 2017 il valore complessivo nominale delle quote in circolazione è rimasto invariato in quanto non sono stati mai effettuati rimborsi di capitale ed ammonta ad Euro 500.000 (Euro 100.000 per quota). Il valore netto del Fondo ha subito un incremento nell'arco dell'esercizio pari a Euro 3.355.100 determinato dal risultato dell'esercizio, dalle valutazioni del patrimonio immobiliare ai valori di mercato e dalla valutazione degli investimenti in OICR all'ultimo Nav disponibile; il valore unitario della quota passa da Euro 124.472,727 al 31 dicembre 2016 ad Euro 131.182,928 al 31 dicembre 2017.

Variazioni NAV 2017				
	€	Var ass	Var %	
NAV 31 dic 2016	62.236.364			
<b>Variazioni di periodo:</b>				
Plus/minus non realizzate su immobili		(100.000)	-0,2%	
Plus/minus non realizzate su OICR		971.541	1,6%	
Risultato effettivo		2.483.559	4,0%	
Nuovi versamenti		0	0,0%	
Rimborsi		0	0,0%	
Distribuzione proventi		0	0,0%	
NAV 31 dicembre 2017	65.591.464	3.355.100	5,4%	

Dalla nascita del Fondo alla data del 31 dicembre 2017, il NAV del Fondo è variato in funzione dei seguenti fattori:

Variazione NAV dalla nascita del Fondo		
	€	Var ass
<b>Equity Iniziale investito</b>	<b>24.500.000</b>	
<u>Variazioni:</u>		
<i>Plus/minus non realizzate su imm. e OICR</i>		193.755
<i>Risultato effettivo</i>		15.397.709
<i>Versamenti successivi</i>		25.500.000
<i>Rimborsi</i>		0
<i>Distribuzione proventi</i>		0
<b>NAV 31 dicembre 2017</b>	<b>65.591.464</b>	<b>41.091.464</b>

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 del 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.

#### Strumenti finanziari non quotati

Le “partecipazioni di controllo detenute in società immobiliari non quotate” sono valutate alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo, relativo all’ultimo bilancio approvato, determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari i criteri di valutazione previsti per i beni immobili contenuti nel Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 del Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e tenendo conto di eventi di rilievo noti intervenuti tra la data di riferimento del bilancio e la data del presente documento.

Le “partecipazioni detenute in società non immobiliari non quotate” sono valutate al costo secondo quanto previsto dal citato Provvedimento della Banca d'Italia.

Le “quote di OICR non ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati” sono valutate sulla base dell’ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tenere conto di eventuali elementi oggettivi di valutazione relativi a fatti verificatisi dopo la determinazione dell’ultimo valore reso noto al pubblico, secondo quanto disposto nel Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.3 del Provvedimento citato.

#### Immobili

Il valore 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 dell’art. 17, Titolo IV, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, nonché da quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, 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, è facoltà della Società di Gestione discostarsi dalle stime effettuate dagli Esperti Indipendenti, comunicando agli stessi le ragioni.

L’Esperto Indipendente, in conformità all’incarico conferitogli, ha effettuato la valutazione dei complessi immobiliari di proprietà del Fondo al fine di determinare il valore dell’intero portafoglio al 30 giugno 2015. 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.

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 gestioni – 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 6 luglio 2015. 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;
- la funzione di *Risk Management* provvede a: 1) effettuare le verifiche sulla relazione degli Esperti Indipendenti volte ad analizzare, tra le altre cose, la coerenza dei criteri di valutazione dal medesimo utilizzati con quelli previsti nella normativa vigente, la correttezza nell'elaborazione dei dati e la coerenza delle assunzioni di stima e a 2) redigere apposita nota di verifica;
- 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:

- A. la funzione *Valuations* all'esito dei controlli svolti dall'Asset Manager, dal Design & Construction (ex Project Manager), dal Fund Manager e dalla struttura di *Risk Management*, redige il Documento di controllo in cui riepiloga le attività svolte al fine di pervenire alla valutazione del patrimonio immobiliare sulla base delle indicazioni fornite da tutte le funzioni coinvolte nel processo. In particolare in tale *memorandum* vengono indicati i *Key Performance Indicator* (KPI) che consentono l'agevole valutazione della qualità del servizio erogato dall'Esperto Indipendente, 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;
- B. il Property Investment Committee della SGR è tenuto a esprimere, sulla base del Documento di controllo e della nota di verifica della struttura di *Risk Management*, il parere obbligatorio e non vincolante circa il corretto espletamento da parte delle funzioni aziendali dei controlli sull'adeguatezza delle valutazioni effettuate dagli esperti nonché sulle eventuali proposte di scostamento dalla valutazione dell'Esperto Indipendente. Si segnala che sulla base della nuova governance aziendale approvata in data 30 novembre 2017 detto comitato è stato soppresso e, pertanto, nelle more dell'aggiornamento procedurale, le valutazioni al 31 dicembre 2017 sono state oggetto di analisi da parte di un gruppo di lavoro interno composto dalle funzioni aziendali competenti;
- C. la relazione di stima elaborata dall'Esperto Indipendente del fondo unitamente al Documento di controllo ed alla nota di verifica della struttura di *Risk Management*, vengono presentati al *Chief Executive Officer* e quindi al *Board of Directors* in modo tale da permettere un'adeguata conoscenza dei beni in portafoglio nonché di valutare gli eventuali elementi che potrebbero motivare uno scostamento dalle relazioni di stima effettuate dall'Esperto medesimo.

#### **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.

#### **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 50,66% del totale; a seguire la liquidità, che rappresenta lo 28,18%, gli immobili e diritti reali immobiliari, che incidono per l'21,14%, e infine le altre attività con lo 0,02%.

### 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 al 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)	26.026.039		7.282.520	
<b>Totali</b>				
- in valore assoluto	<b>26.026.039</b>		<b>7.282.520</b>	
- in percentuale del totale delle attività	<b>39,58%</b>		<b>11,08%</b>	

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 2016 per il Fondo Optimum e al 31 dicembre 2017 per il Fondo Eracle. Si rappresenta che il NAV del fondo Optimum al 31 dicembre 2016 è stato prudenzialmente diminuito dei proventi di gestione e rimborsi di capitale distribuiti nel corso del 2017.

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.

### 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 2017 il patrimonio del Fondo è valutato dalla SGR pari ad Euro 13.900.000, in linea con quanto valutato dall'Esperto Indipendente, con un decremento rispetto al 31 dicembre 2016 di Euro 100.000.

Movimentazioni del patrimonio immobiliare			
	31-dic-16	Variazioni 2017	31-dic-17
<b>Acquisto iniziale</b>	<b>13.500.000</b>		<b>13.500.000</b>
<u>Variazioni:</u>			
Costi capitalizzati	298.080	0	298.080
Vendite	0	0	0
Acquisti	0	0	0
Apporti	0	0	0
<b>Costo storico al</b>	<b>13.798.080</b>	<b>0</b>	<b>13.798.080</b>
Plus/minus non realizzate aggregate (*)	201.920	(100.000)	101.920
<b>Valore di mercato al</b>	<b>14.000.000</b>	<b>(100.000)</b>	<b>13.900.000</b>
<b>Sval/Riv. %</b>	<b>1,5%</b>		<b>0,7%</b>

(\*) Somma delle plus e delle minus a livello totale di portafoglio, comprensivo dello scarico delle plus/minus relative agli immobili venduti nell'anno

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	Ipotecche
	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	133	Affitto	30/11/2021	Telecom Italia S.p.A.	13.798.080	-
<b>TOTALI</b>							<b>7.278</b>					<b>13.798.080</b>	

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	-	-	-	-	-
Da oltre 3 a 5 anni	13.900.000	836.251	-	836.251	100,00
Da oltre 5 a 7 anni	-	-	-	-	-
Da oltre 7 a 9 anni	-	-	-	-	-
Oltre 9 anni	-	-	-	-	-
<b>A) Totale beni immobili locati</b>	<b>13.900.000</b>	<b>836.251</b>		<b>836.251</b>	<b>100,00</b>
<b>B) Totale beni immobili non locati</b>	<b>-</b>				

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

#### II.6 Depositi bancari

Alla data della presente Relazione non sono presenti depositi bancari.

#### II.8 Posizione netta di liquidità

Al 31 dicembre 2017, la liquidità complessiva ammonta a circa Euro 18,5 milioni, e risulta depositata sui c/c in essere presso il Depositario.

## II.9 Altre attività

I valori iscritti nelle altre attività per un totale di Euro 13.937 sono suddivisi come illustrato nel prospetto seguente:

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2017	Saldo al 31/12/2016
G2.	Ratei e risconti attivi	7.653	32.214
G4.	Altre attività	6.284	12.822
	- Crediti verso clienti	4.611	4.309
	- Credito IVA	1.661	
	- Anticipi a fornitori	12	8.513
	<b>Totale</b>	<b>13.937</b>	<b>45.036</b>

### Dettaglio crediti verso clienti

Descrizione	Saldo al 31/12/2017	Saldo al 31/12/2016
Crediti per fatture da emettere		
- canoni	429	156
- oneri accessori e ribaltamento costi	4.182	4.153
<b>Totale</b>	<b>4.611</b>	<b>4.309</b>

## Sezione III - Le passività

### III.5 Altre passività

La voce è esposta in dettaglio nei prospetti che seguono.

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2017	Saldo al 31/12/2016
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	15.083	84.468
M2.	Debiti di imposta	0	43.219
M3.	Ratei e risconti passivi	140.065	140.039
M4.	Altre	4.560	3.630
M5.	Debiti per depositi cauzionali su locazioni		
	<b>Totale</b>	<b>159.708</b>	<b>271.356</b>

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

Descrizione	Saldo al 31/12/2017	Saldo al 31/12/2016
Debiti verso Sgr per commissioni	7.152	76.585
Debiti verso il Depositario per commissioni	7.931	7.883
<b>Totale</b>	<b>15.083</b>	<b>84.468</b>

#### della voce M2. – Debiti d'imposta:

Descrizione	Saldo al 31/12/2017	Saldo al 31/12/2016
Debito per Iva	0	43.219
<b>Totale</b>	<b>0</b>	<b>43.219</b>

#### della voce M4. – Altre:

Descrizione	Saldo al 31/12/2017	Saldo al 31/12/2016
Fatture da ricevere	4.560	3.630
<b>Totale</b>	<b>4.560</b>	<b>3.630</b>

La voce M1 rappresenta il valore residuo da liquidare delle commissioni spettanti alla SGR pari a Euro 7.152 e al Depositario Euro 7.931.

La voce M4 rappresentata dalle fatture da ricevere si riferisce agli accantonamenti effettuati al 31 dicembre 2017 per oneri di competenza del 2017 di cui ancora si attende il ricevimento della fattura. In particolare: Euro 2.600 quale compenso della società di revisione; Euro 1.000 quale compenso spettante all'esperto indipendente per la valutazione degli immobili al 31 dicembre 2017; Euro 960 quale compenso al professionista per le attività di building manager per l'immobile di Verona.

#### 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:

<b>Prospetto delle variazioni del fondo dall'avvio dell'operatività (29/07/2011) fino al 31/12/2017</b>	<b>Importo</b>	<b>In percentuale dei versamenti effettuati</b>
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	12.201.619	24,40%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	3.831.290	7,66%
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	-1.009.568	-2,02%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	287.284	0,57%
M. Imposte complessive		
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI		
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	15.591.464	31,18%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2017	65.591.464	131,18%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE	0	
<b>TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE</b>		<b>5,14%</b>

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 e successive modifiche. Pertanto questo rappresenta il tasso di interesse composto annuale dalla data dell'inizio dell'operatività fino al 31 dicembre 2017, 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 2017.

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 2017 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 pari a Euro 971.541 (Euro 866.355 per il Fondo Eracle e Euro 105.186 per il Fondo Optimum) per effetto della valutazione dell'OICR all'ultimo NAV disponibile. Inoltre nel corso del 2017 il Fondo ha ricevuto dividendi dalle partecipazioni in OICR per un importo complessivo pari a Euro 1.833.111 (Euro 1.693.111 per il Fondo Eracle e Euro 140.000 Fondo Optimum).

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			971.541	
C. Strumenti finanziari quotati				

***Sezione II - Beni immobili***

I proventi indicati alla voce B1. per Euro 835.851 si compongono: per Euro 831.693 da canoni di locazione di competenza del periodo di riferimento; per Euro 4.158 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
<b>1. PROVENTI</b>					
1.1 Canoni locazione non finanziaria					831.693
1.2 Canoni di locazione finanziaria					
1.3 Altri proventi					4.158
<b>2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI</b>					
2.1 Beni immobili					
2.2 Diritti reali immobiliari					
<b>3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE</b>					
3.1 Beni immobili					- 100.000
3.2 Diritti reali immobiliari					
<b>4. ONERI PER LA GESTIONE BENI IMMOBILI</b>					- 10.313
<b>5. AMMORTAMENTI</b>					
<b>6. IMPOSTE MUNICIPALI</b>					- 37.432
				<b>Totale</b>	<b>688.106</b>

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	2017	2016
<b>B4.</b>	<b>Oneri per la gestione dei beni immobili</b>	<b>10.313</b>	<b>20.313</b>
	<i>Imposta di registro e altre imposte e tasse</i>	8.313	8.310
	<i>Provvigioni Building Manager</i>	2.000	2.080
	<i>Consulenze tecniche, urbanistiche e catastali</i>	0	9.923
<b>B6.</b>	<b>Imposte municipali</b>	<b>37.432</b>	<b>37.432</b>
	<i>Imposta IMU</i>	31.281	31.281
	<i>Imposta TASI</i>	6.151	6.151
	<b>Totale</b>	<b>47.745</b>	<b>57.745</b>

### Sezione III – Crediti

Il Fondo non ha effettuato operazioni di investimento in crediti.

### Sezione IV - Depositi bancari

I depositi bancari hanno fatto registrare nella prima parte dell'esercizio 2017 un risultato positivo pari a Euro 15.813.

### 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 181.334 le cui componenti sono: le commissioni di gestione della SGR, per Euro 158.493, il compenso del Depositario, pari ad Euro 15.861, gli oneri per l'Esperto Indipendente che ammontano ad Euro 2.000 e infine gli altri oneri di gestione, Euro 4.980.

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	158	0,25%	0,24%		0	0,00%	0,00%	
2) Costi ricorrenti di OICR in cui il fondo investe					0	0,00%		
3) Compenso della banca depositaria	16	0,03%	0,02%		0	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del Fondo	4	0,01%			0	0,00%		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo					0	0,00%	0,00%	
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	2	0,00%	0,00%		0	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	48	0,08%	0,07%		0	0,00%	0,00%	
8) Spese legali e giudiziarie	0	0,00%			0	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	0	0,00%			0	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo (segue tabella)	1	0,00%			0	0,00%		
<b>COSTI RICORRENTI TOTALI</b>	<b>229</b>	<b>0,36%</b>			<b>0</b>	<b>0,00%</b>		
11) Provvigioni di incentivo	0				0	0,00%		
12) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari	0				0			
di cui:	0				0			
su titoli azionari	0				0			
su titoli di debito	0				0			
su derivati	0				0			
altri (da specificare)	0				0			
13) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	0			0,00%	0	0,00%		0,00%
14) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	0	0,00%			0	0,00%		
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>229</b>	<b>0,36%</b>			<b>0</b>			

### 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 ita-liano 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 2017 (fee 0,40%)	
Totale Attività del fondo al 31/12/2017	<b>65.751.172</b>
Plus non realizzate al 31/12/2017	-101.920
Totale attività al netto delle valutazioni immobiliari	<b>65.649.252</b>
Componente attività Fondo Eracle	-26.026.039
Base di calcolo per commissioni	39.623.213
<b>Totale commissione SGR</b>	<b>158.493</b>

### **Provvigioni di incentivo**

A ciascuna Data di Riferimento, 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 del 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.

### **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.

### **Spese di revisione del Fondo**

Il valore esposto di riferisce alla 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 7 della tabella:

Descrizione	2017	2016
Consulenze tecniche, urbanistiche e catastali	-	9.923
Imposte e tasse diverse	8.313	8.310
Provvigioni property manager	2.000	2.080
Imposta Imu e TASI	37.432	37.432
<b>Totale</b>	<b>47.745</b>	<b>57.745</b>

#### Altri oneri gravanti sul Fondo

Si indica di seguito la composizione della voce 10 della tabella:

Descrizione	2017	2016
Spese consulenza fondo	780	16.483
<b>Totale</b>	<b>780</b>	<b>16.483</b>

#### 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 2017:

- La remunerazione totale corrisposta nell'esercizio dalla SGR al personale è pari ad **Euro 8.124.874,58** relativamente alla componente fissa, e ad **Euro 596.833,29** per quanto riguarda la componente variabile; il numero dei beneficiari, nel corso dell'esercizio, è stato pari a **155**. 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 3.194.478,09** relativamente alla componente fissa, e ad **Euro 228.999,98** 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 382.918**;
  - 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 3.467.910,37**;
  - iii. Personale delle funzioni aziendali di controllo: **Euro 453.379,77**;
  - 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 2 risorse, la cui retribuzione lorda annua complessiva può essere attribuita al FIA nella misura del 20%.

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 e delle 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	2017	2016
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide		
L2.	Altri ricavi:	<b>28.036</b>	<b>67.886</b>
	- Sopravvenienze attive	36	39.886
	- Retrocessione commissioni Fondo Optimum	28.000	28.000
L3.	Altri oneri:	<b>-173</b>	<b>-293</b>
	- Bolli e commissioni bancarie	-173	-293
	<b>Totale</b>	<b>27.863</b>	<b>67.593</b>

Con riferimento all'importo di Euro 28.000 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

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 perseguono esclusivamente le finalità indicate nell'articolo 1, comma 1, lett. c-bis) del D.Lgs. n. 153/1999, nonché società residenti in Italia che perseguono 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 fattori di rischio sono calcolati sulla base di specifici *Key Risk Indicators* (KRIs)<sup>2</sup>, 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*<sup>3</sup>, 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 Coordinator 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, alle quali sono associate azioni da intraprendere:

RISK RATING		AZIONI DA INTRAPRENDERE
<ul style="list-style-type: none"> <li>Trascurabile</li> <li>Contenuto</li> <li>Moderato</li> </ul>	<b>BASSO</b>	Nessun monitoraggio in aggiunta ai presidi già in essere.
<ul style="list-style-type: none"> <li>Media Entità</li> <li>Medio Alto</li> </ul>	<b>MEDIO</b>	A seguito dell'individuazione dei fattori critici per i quali vengono richieste sensitivity sui BP «ad hoc» alla Funzione P&C.
<ul style="list-style-type: none"> <li>Elevato</li> <li>Molto Elevato</li> </ul>	<b>ALTO</b>	Rendicontazione trimestrale con informazioni, <i>inter alia</i> , eventi rilevanti verificatisi nel trimestre e alle strategie gestionali intraprese/da intraprendere e <i>task force</i> specifiche.

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. Prema 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 immobiliari e i vincoli relativi all'investimento della liquidità generata dal Fondo.

Dalla verifica sul rispetto dei limiti normativi e regolamentari al 31 dicembre 2017 non risultano superamenti.

Il Fondo, secondo il *Fund Risk Model* al 31 dicembre 2017, presenta un profilo di rischio "Contenuto".

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;

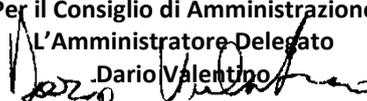
<sup>2</sup> I dati utilizzati provengono sia da fonti interne (la SGR), sia esterne (Bloomberg, agenzie di rating, altri information provider).

<sup>3</sup> 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.

- 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 2018

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 31.12.2017

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.



### 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 31.12.2017 è stimato in EURO 13.900.000.

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

Milano, 10 gennaio 2018

Avalon Real Estate S.p.A.

Dott. Luigi Rabuini<sup>3</sup>

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Luigi Rabuini".

Dott. Federico Chiavazza<sup>4</sup>

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Federico Chiavazza".

<sup>3</sup> MRICS | Partner e Amministratore Delegato di Avalon Real Estate S.p.a.

<sup>4</sup> MRICS | Partner di Avalon Real Estate S.p.a.

## **Relazione della Società di Revisione**

NON ANCORA DISPONIBILE