



Fondo  
CORE  
MULTI  
UTILITIES

---

**RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO CORE MULTIUTILITIES**  
FONDO DI INVESTIMENTO ALTERNATIVO IMMOBILIARE RISERVATO DI TIPO  
CHIUSO

AL 31 DICEMBRE 2016

---

## Indice

<b>1. Relazione degli Amministratori</b> .....	3
<b>1.1 L'andamento del mercato immobiliare</b> .....	3
1.1.1 Il mercato dei fondi immobiliari	3
1.1.2 Il Mercato Immobiliare in Italia: quadro generale	4
1.1.3 Il Mercato immobiliare di riferimento per il Fondo Core Multiutilities	12
<b>1.2 Descrizione del Fondo al 31 dicembre 2016</b> .....	19
<b>1.3 Governance del Fondo</b> .....	24
<b>1.4 L'andamento del Fondo nel corso del 2016</b> .....	26
1.4.1 La gestione immobiliare	27
1.4.2 La gestione finanziaria	29
<b>1.5 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione</b> .....	33
<b>1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2016</b> .....	33
<b>2. Situazione Patrimoniale</b> .....	34
<b>3. Sezione Reddittuale</b> .....	36
<b>4. Nota integrativa</b> .....	38
Parte A – Andamento del valore della quota.....	38
Parte B – Le attività, le passività ed il valore complessivo netto .....	41
Parte C – Il risultato economico dell'esercizio .....	49
Parte D – Altre informazioni .....	55

## 1. Relazione degli Amministratori

---

### 1.1 L'andamento del mercato immobiliare

#### 1.1.1 Il mercato dei fondi immobiliari<sup>1</sup>

#### Andamento generale del settore

Nel panorama dell'*asset management* globale i fondi immobiliari ed i *reit* hanno conquistato negli ultimi anni un'importanza significativa ed i volumi di patrimonio gestito attraverso questa tipologia di strumenti finanziari risultano tuttora in costante incremento.

L'Istituto *Scenari Immobiliari* evidenzia che sul piano internazionale il settore immobiliare istituzionale - fondi quotati, non quotati e *reit* - nel 2016 chiude con un valore di circa Euro 2.580 miliardi (+1,2% rispetto al 2015): per la prima volta dopo diversi anni, i fondi immobiliari hanno evidenziato una crescita superiore a quella dei *reit*, mentre risulta invariata la proporzione tra fondi immobiliari quotati e non quotati. Per quanto riguarda l'Italia nello specifico, nel corso del 2016 il patrimonio netto dei fondi immobiliari si attesta intorno ad Euro 47,8 miliardi, con un incremento del +4,6% sul 2015.

Nel complesso gli strumenti di risparmio gestito assorbono globalmente circa il 60% degli investimenti; in Italia siamo al 30%, incidenza doppia rispetto a dieci anni fa.

L'attrattività di fondi e *reit* è strettamente legata all'efficienza della normativa - soprattutto fiscale - che rappresenta l'elemento in grado di garantire il successo e la costante espansione del settore. Inoltre è importante evidenziare che il rendimento dei veicoli immobiliari offre generalmente garanzie di maggiore stabilità rispetto ad altri strumenti d'investimento, poichè deriva dai flussi di canoni di locazione contrattualizzati; inoltre le variazioni del *cash flow* sono guidate da fattori generalmente poco volatili, come *vacancy rate*, incentivi, imposte sugli immobili e spese di manutenzione.

Alla luce delle precedenti considerazioni negli ultimi anni il settore ha visto un processo di graduale consolidamento, attraverso un vasto numero di fusioni, acquisizioni e assorbimenti, finalizzati ad accrescere la competitività e a mantenere un buon livello di liquidità, che hanno comportato un impatto diretto sul rendimento e sulla *performance* complessiva.

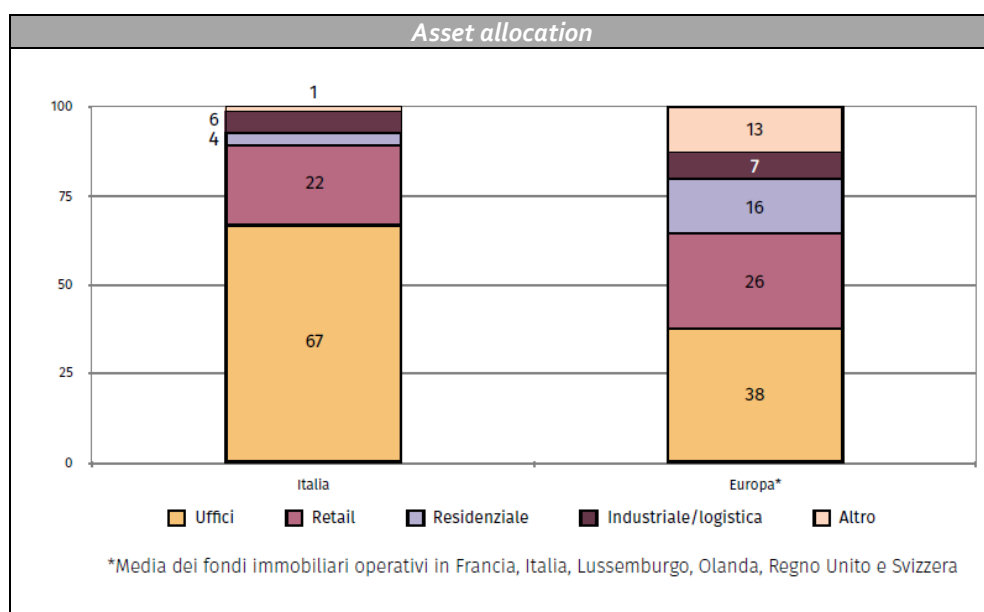
Se in passato, in uno scenario inflattivo, la gestione era basata su logiche di natura quasi esclusivamente finanziaria, che privilegiavano il *capital gain* rispetto a una redditività a lungo termine, recentemente prevalgono logiche reddituali, guidate dall'obiettivo di valorizzare i portafogli immobiliari e di ottimizzare il ritorno economico.

Anche in Italia, di fronte alle turbolenze dei mercati di questi ultimi anni, i risparmiatori hanno dimostrato di continuare ad optare per le gestioni professionali anche in campo immobiliare ed il comparto dei fondi

---

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

immobiliari si conferma come il più importante “portafoglio” privato italiano. Il settore dei fondi immobiliari italiani, come sta accadendo negli altri Paesi europei, consolida la ripresa del mercato immobiliare complessivo. L’industria dei fondi è passata dalla fase di sviluppo espansivo al consolidamento: il numero di fondi attivi è destinato a stabilizzarsi, mentre le sgr si stanno fondendo per attrezzarsi meglio alle trasformazioni dei mercati e alle richieste delle autorità di vigilanza. Complessivamente i fondi sono 390, ma un consistente numero di questi (almeno 70) sono in chiusura perché troppo piccoli o di natura “familiare” e quindi penalizzati dalla normativa.



Fonte: Scenari immobiliari – I Fondi Immobiliari in Italia e all’Estero Rapporto 2016

Per quanto riguarda l’asset allocation nel 2016: gli uffici rappresentano per i fondi italiani il 67% del mercato (a fronte del 38% a livello europeo) e circa il 90% insieme alla destinazione retail/commerciale, segnale dell’interesse dei fondi per prodotti core a reddito (si noti che la componente sviluppo si attesta all’1%).

### 1.1.2 Il Mercato Immobiliare in Italia: quadro generale

#### Il contesto internazionale ed europeo

Nel corso del 2016 l’evoluzione dell’economia internazionale è stata caratterizzata da un ritmo di espansione moderato e da un’eterogeneità delle dinamiche tra i diversi paesi. In particolare, tra i paesi avanzati, si conferma il perdurare di un differenziale di crescita positivo tra l’economia statunitense e quella europea, mentre l’evoluzione dell’economia cinese e del commercio dei paesi emergenti, rappresentano fattori di incertezza sulla dinamica del ciclo internazionale.

La crescita globale - intorno al 3% - è stata inferiore alle attese degli economisti, in conseguenza del rallentamento dell'economia americana ed alla mancanza di crescita significativa dell'economia giapponese.

Negli Stati Uniti la crescita, seppure modesta, è stata sostenuta dai consumi, grazie al buon andamento del mercato del lavoro ed ai salari in crescita (+2,5%), mentre le aziende statunitensi hanno preferito ridurre gli investimenti. Un impulso alla crescita economica statunitense potrebbe ora venire dalla recente elezione di Donald Trump che ha promesso stimoli fiscali e una ripresa degli investimenti in infrastrutture.

Per quanto riguarda l'Eurozona, la crescita rimane stabile intorno all'1,5%, sostenuta dal buon andamento della domanda domestica. Il dato racchiude però grandi differenze: da un lato abbiamo Germania, Olanda e Spagna, che registrano dei tassi di crescita significativi, dall'altro abbiamo Paesi, come Francia e Italia, che presentano dati decisamente mediocri.

A questo si aggiungono le incertezze dovute alla Brexit che graveranno sugli investimenti del settore privato limitando la crescita di Gran Bretagna ed Europa più in generale, a cui si aggiungono gli appuntamenti politici in agenda che costituiscono altrettanti elementi di vulnerabilità: elezioni in Francia e Germania nel 2017, senza dimenticare la crisi dei migranti che causa divisioni e tensioni politiche oltre che economiche.

In questo scenario una spinta potrebbe venire dalle politiche fiscali che però non potranno essere utilizzate in modo realmente espansivo se non dopo le elezioni in Germania nell'autunno 2017.

Il rallentamento delle esportazioni, dovuto soprattutto alla debolezza dei mercati dei paesi emergenti e la contestuale ripresa delle importazioni, delineano un apporto negativo della domanda estera netta. In questo contesto, la Banca centrale europea intende perseguire una politica monetaria espansiva con l'obiettivo di contrastare il rischio deflativo e sostenere il credito a imprese e famiglie.

La diversa intonazione della politica monetaria europea rispetto a quella statunitense favorirà, a partire dal 2017, la tendenza al deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro. L'annuncio di un accordo sul taglio della produzione di petrolio tra i paesi dell'Opec, ha spinto al rialzo le quotazioni del greggio a partire dai mesi estivi. Nel 2017 è prevista una crescita dei flussi in volume a ritmi moderati, sebbene il rallentamento della domanda dei paesi emergenti, le tensioni geopolitiche e le turbolenze sui mercati finanziari rappresentino significativi fattori di rischio al ribasso.

### ***Italia: quadro macroeconomico***

La stima del Pil evidenzia, per il 2016, +0,8% e la prospettiva di +0,9% nel 2017. Dopo i ritmi di crescita sostenuti registrati alla fine del 2015 e nel primo trimestre del 2016, i consumi delle famiglie hanno mostrato una decelerazione, sebbene in presenza di un leggero incremento del potere d'acquisto; nel 2017 si attende la ripresa dell'inflazione ed il proseguimento dell'attuale tendenza.

Nel 2016 la crescita degli investimenti è pari a +2,0%, trainata principalmente dalla componente industriale (macchine ed attrezzature) e dalla graduale ripresa del ciclo delle costruzioni.

In Italia le esportazioni di beni in volume sono aumentate nel corso dell'anno del 3,0% verso l'area euro, diminuendo dell'1,4% verso i paesi extra Ue. Nel complesso risultano in aumento le esportazioni di beni di consumo non durevoli e di beni intermedi mentre le altre componenti registrano una diminuzione. Nello stesso periodo le importazioni in volume sono cresciute prevalentemente dall'area extra Ue (+4,1%) ed in misura più contenuta dall'area Ue (+1,9%), segnando aumenti in tutti i raggruppamenti economici. Sebbene l'intensità della crescita dell'occupazione osservata nella prima parte dell'anno si sia attenuata negli ultimi mesi, nel 2016 le unità di lavoro sono aumentate +0,9% rispetto al 2015, sostenute dal miglioramento del ciclo economico e dagli sgravi contributivi per le nuove assunzioni. Il tasso di disoccupazione nel corso dell'anno ha mostrato un andamento relativamente stabile (11,5%).

Le spinte deflative continuano ad interessare l'intero sistema dei prezzi. La caduta dei prezzi risulta ancora rilevante per i prodotti importati (-1,7% in settembre, ultimo dato disponibile) e relativamente più contenuta per i prezzi alla produzione (-0,8% in settembre per il mercato interno). L'attenuazione della fase deflativa ha scontato essenzialmente il minor calo dei prezzi della componente energetica mentre una fase ciclica ancora incerta e la debole domanda di consumo si sono tradotte in un rallentamento significativo per le componenti di fondo.

La *core inflation*, misurata al netto di energetici, alimentari e tabacchi, si è quasi annullata (+0,1%), spinta dalla decelerazione dei prezzi sia dei beni non alimentari e non energetici sia dei servizi.

Sul piano politico il referendum italiano ha confermato l'insofferenza all'*establishment* politico ed ha aperto ampi spazi di incertezza e la previsione di nuove elezioni.

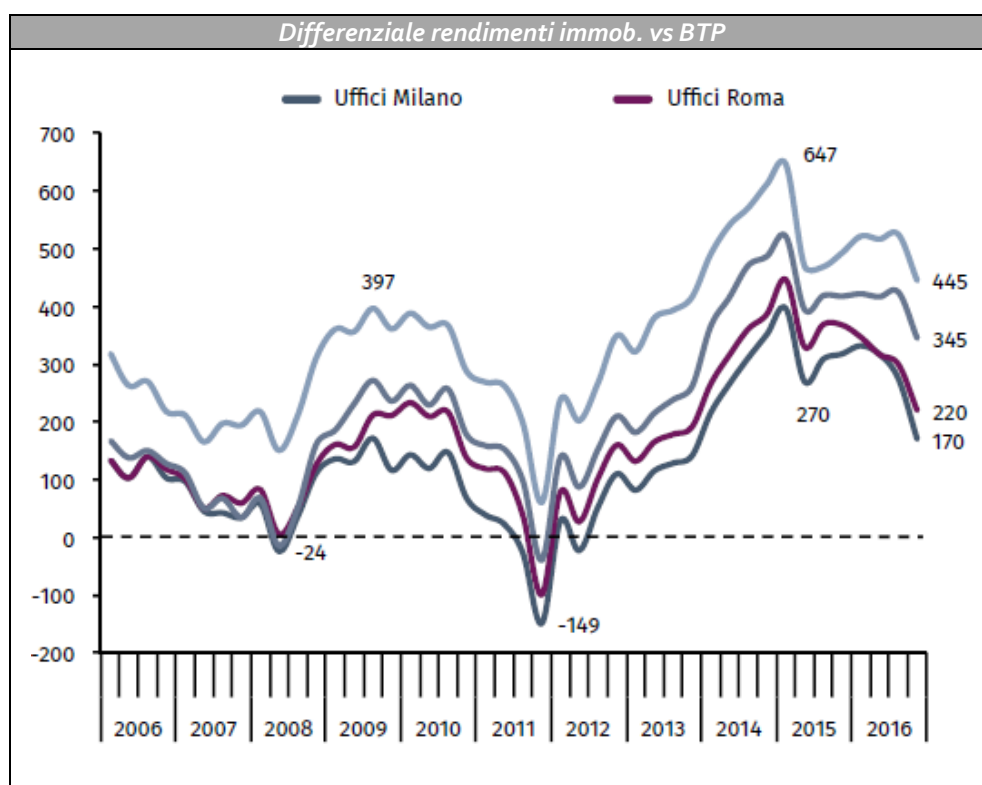
## **Investitori**

L'inizio dell'anno è stato caratterizzato da una sempre maggiore polarizzazione degli investitori europei verso *asset core* e *value add*, rilevando per i primi la costante avversione al rischio, mentre per la seconda tipologia d'investitori la continua ricerca di rendimenti elevati.

Conseguentemente in Italia il crescente interesse degli investitori ha portato ad un'ulteriore contrazione dei rendimenti *prime* che ormai hanno toccato un picco minimo assoluto in quasi tutti i settori.

In un clima di incertezza economica globale il mercato immobiliare intercetta importanti flussi di liquidità. Questo fattore ha spinto i rendimenti su valori molto bassi rispetto al ciclo precedente: nello specifico, per quanto riguarda il mercato italiano, i rendimenti *prime* per uffici hanno raggiunto il 4% netto, soglia estremamente bassa ed inusuale.

Se si raffrontano questi rendimenti con i BTP a 10 anni, tuttavia, risulta un premio di rischio tra i 200 ed i 300 punti base:



Fonte: BNP Paribas Research 2016

La scarsa disponibilità di *asset* per investimento ha fatto crescere la competizione anche su *asset good secondary*, con conseguente compressione dei rendimenti e riduzione del gap con i *prime*.

### **Mercato immobiliare**

La forte concorrenza sui *trophy asset* nelle città più importanti, oltre al calo dei rendimenti per queste tipologie di prodotto, spinge una parte della domanda a rivolgere l'attenzione verso immobili secondari, caratterizzati da rendimenti più elevati e da una maggiore forza contrattuale dei compratori. In crescita anche l'interesse per i progetti di sviluppo, con riferimento soprattutto alla ristrutturazione e rigenerazione urbana. La ricerca di rendimenti competitivi comporta un cambiamento nell'approccio qualitativo degli investimenti. Il *driver* continua ad essere rappresentato dalla qualità, ma con una maggiore propensione al rischio non solo da parte degli investitori opportunistici, ma anche di quelli *long-term*.

In ogni caso in un contesto fattosi nuovamente incerto, il mercato immobiliare italiano prosegue (seppur lentamente) il suo percorso di risalita. Ad alimentare le ambizioni di rilancio è il ritorno di interesse della domanda per l'investimento immobiliare diretto che, nonostante la precarietà delle prospettive e le fragilità reddituali, nel nostro Paese rimane un pilastro dell'allocazione familiare secondo quanto evidenziato dall'Osservatorio Immobiliare 2016 di Nomisma.

In Italia il legame che si è stabilito nell'ultimo decennio tra scelte bancarie e mercato immobiliare appare sempre più stretto. Tale relazione, che

nell'ultimo biennio è stata fattore propulsivo della ripresa, espone inevitabilmente il settore alle fluttuazioni tipiche dei contesti più finanziarizzati, riducendone di fatto il potenziale anticiclico. Si tratta di un fenomeno che nel nostro Paese rischia di essere ancora più marcato che altrove, in ragione della precarietà della prospettiva economica generale, oltre che dell'esposizione del sistema bancario in fatto di crediti deteriorati. L'ammontare delle sofferenze, associato alla limitata efficacia delle iniziative messe in campo per smaltirle, non consente, infatti, di ipotizzare ulteriori eccessi proattivi, i cui effetti rischierebbero di rivelarsi disastrosi.

Nel complesso il 2016 si chiude con un incremento dell'attività transattiva comunque a due cifre, stimabile su base annua nell'ordine del 12,3%.

A guidare il cambiamento è in particolare il settore residenziale, il quale in tre anni è cresciuto del 23,3%, mentre per l'insieme degli immobili di impresa, l'aumento è stato più contenuto e nell'ordine del 13%.

Alla base di questa crescita c'è la ritrovata agibilità del canale creditizio per accedere alla proprietà: l'incidenza delle compravendite finanziate sul totale passa dal 44% del 2016 al 59,8% attuale.

Al rilancio dell'attività transattiva non ha fatto eco un'inversione di tendenza dei prezzi, che hanno proseguito la loro dinamica recessiva, seppure con un'intensità progressivamente decrescente. Su base semestrale l'ultima variazione dei prezzi è contenuta in un range minimo che va da -1,1% a -0,6%, confermando per il terzo anno consecutivo la progressiva riduzione dell'intensità del calo dei valori immobiliari.

I tempi di assorbimento degli immobili offerti sul mercato e lo sconto sui prezzi richiesti sono tra gli indicatori che più tempestivamente rappresentano le tendenze in atto sui diversi segmenti del mercato. Da alcuni semestri si assiste a una riduzione contenuta, ma costante, di tempi e sconti che descrive una migliorata condizione di liquidità degli immobili, che, a sua volta, si traduce in un aumento delle compravendite.

A livello territoriale, sono i mercati metropolitani del Centro-Nord (Bologna, Firenze e Milano e a seguire Venezia) ad avere una posizione di vantaggio sulla via del rilancio, mentre tra quelli che manifestano tuttora un ritardo si segnalano i mercati del Sud, Roma, Padova e soprattutto Genova.

## **Volumi**

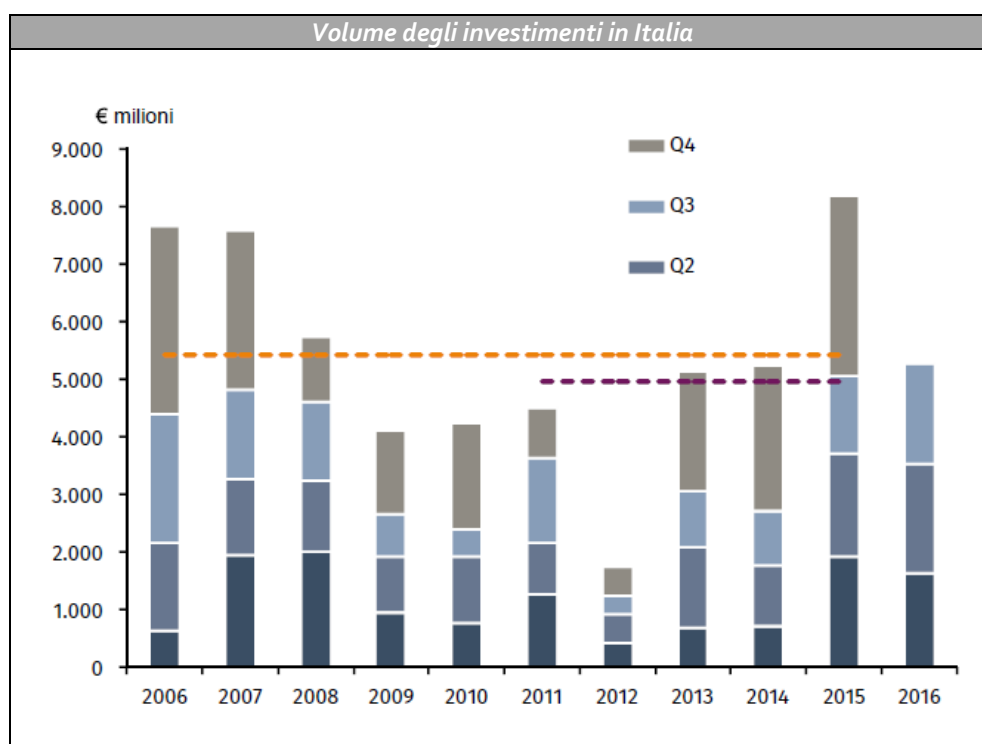
Secondo i dati elaborati da CBRE Italia il volume degli investimenti immobiliari in Italia nell'ultima parte del 2016 ha raggiunto i 3,8 miliardi di Euro, il miglior risultato trimestrale degli ultimi 10 anni, superando dell'80% la media calcolata sui Q4 del periodo 2007-2016. Questo ha portato il volume annuale secondo CBRE a 9,1 miliardi di Euro (dato leggermente inferiore rispetto a quanto rilevato da JLL), in aumento del 12% rispetto all'anno precedente. Il dato non è confermato da *BNP Paribas* che stima un volume complessivo su base annua per l'intero 2016 leggermente inferiore agli Euro 8,2 miliardi registrati nel 2015, ma superiore alla media decennale (Euro 5 miliardi), mentre è sostanzialmente validato da *Jones Lang LaSalle* che indica un volume complessivo di Euro 9,5 miliardi (+30% rispetto al 2015).



Il volume delle transazioni registrate nei primi tre trimestri dell'anno in Italia (ultimo dato disponibile rilevato e non stimato) si è attestato tra Euro 5,3 miliardi (*BNP Paribas Real estate Italia*) e Euro 5,7 miliardi (*JLL*). Al netto della transazione atipica di Porta Nuova a Milano che lo scorso anno ha gonfiato i valori, il mercato ha registrato un incremento del 27% rispetto ai primi tre trimestri del 2015, anno in cui le principali transazioni si sono concentrate nell'ultimo trimestre (Euro 3,1 miliardi).

La quota di capitale domestico sull'intero anno è tornata a rappresentare circa il 40% sul totale degli investimenti (rispetto al 25% del 2015), mentre il capitale straniero risulta in calo sia rispetto al 2015, sia rispetto al 2016.

A livello di operazioni è stato superato il livello del 2015 mentre manca un "big deal". Milano rappresenta la piazza leader, gli investitori però dal core puro stanno spostando il mirino su prodotti *value added*.



Fonte: BNP Paribas Research 2016

Il capitale straniero negli investimenti effettuati in Italia ha rappresentato il 49% degli investimenti totali, in calo del 32% rispetto allo stesso trimestre del 2015.

L'aumento della quota di capitale domestico investito è indice di un mercato che ricomincia a guadagnare interesse anche agli occhi degli stessi investitori italiani, tuttavia il decremento degli investimenti esteri non è incoraggiante. Il mercato evidenzia ancora un forte divario tra rendimenti del prodotto *core* rispetto agli altri; per questo motivo sarà importante individuare e lavorare su nuove classi di investimento per creare rendimenti apprezzabili anche su prodotti non *core*: il mercato degli NPLs ormai è avviato e, ancora per il 2016/2017, rimarrà un'attività importante per la crescita degli investimenti,

così come la dismissione del patrimonio pubblico per cui sarà più che mai strategico trovare il modo per rendere entrambi appetibili agli occhi degli investitori.

<i>Investimenti per asset allocation</i>				
Settore	2015	Q4 2016	2016	Var. Y o Y
Uffici	3,0	1,6	3,6	20%
Retail	1,4	1,1	2,6	86%
Industriale e Logistica	414	397	628	52%
Hotel	830	313	1,1	33%
Altri settori	876	137	742	-15%
Mix-used	1,6	195	455	
<b>Totale</b>	<b>8,1</b>	<b>3,8</b>	<b>9,1</b>	<b>12%</b>

Fonte: CBRE Research 2016

Nell'ultimo trimestre del 2016 il settore uffici ha registrato la quota maggiore di investimenti con oltre 1,6 miliardi di Euro rappresentando il 43% del totale, in crescita del 26% rispetto al quarto trimestre del 2015.

Si confermano le aspettative per il settore *retail* che segue con oltre 1 miliardo di transazioni, pari al 29% del volume investito. In particolare l'*high street*, con circa 440 milioni di Euro, ha raggiunto il risultato record di sempre. Inoltre, i rendimenti *prime* e *secondary* del settore *high street* e uffici hanno registrato un'ulteriore contrazione; si accentua il divario tra prime e non prime e rimane incerta la previsione sulla crescita dei tassi di interesse nei prossimi mesi.

Il 2016 è stato l'anno della logistica, con circa 630 milioni di Euro investiti, dato poco inferiore al picco del 2007 (660 milioni di Euro), grazie anche al sempre maggiore sviluppo dell'e-commerce.

A livello europeo, il volume delle transazioni degli ultimi 12 mesi è stato pari a 250 miliardi di Euro, in calo del 10% rispetto al dato dello stesso periodo dell'anno precedente.

### **Principali operazioni immobiliari**

Il mercato milanese ha giocato un ruolo fondamentale nel raggiungimento del volume complessivo delle operazioni immobiliari effettuate nel corso dell'anno. I settori che hanno attratto maggiormente i capitali risultano l'*office*, che con Euro 3,7 miliardi si conferma come il più ricercato dagli investitori, e a seguire l'*retail high-street*. In questi due comparti la fiducia degli investitori è stata anche corroborata dalla crescita registrata nei livelli

dei canoni di locazione, attuale e prospettica, che hanno supportato la compressione registrata nei tassi di rendimento e il dinamismo del mercato investimenti.

Nel 2016 le operazioni istituzionali e le transazioni *corporate* hanno superato quelle del 2015 anche in termini di numero di transazioni (112 transazioni per quasi Euro 6,5 miliardi). Sul mercato si evidenziano Sgr che hanno in pancia liquidità dei fondi e delle casse che stanno cercando operazioni anche di *value added* che però garantiscano almeno un rendimento accettabile, e ci sono diversi operatori internazionali che stanno investendo pesantemente o che dopo un periodo di studio anche lungo sono pronti a fare i primi investimenti italiani (ad esempio Coima sta costruendo il suo portafoglio immobiliare puntando ad investire 1 miliardo entro il prossimo anno).

Dall'inizio dell'anno si sono registrate una ventina di transazioni oltre Euro 100 milioni.

Principali Deals 2016					
NOME IMMOBILE	PR	VENDITORI	COMPRA TORI	VALORE	TIPOLOGIA
Portafoglio Intesa Sanpaolo	-	Intesa Sanpaolo	IDeA Fimit SGR, Gruppo Assicurativo Postevita, Gruppo Generali	500,00 Mln €	Direzionale/Uffici
Portafoglio immobiliare Una Hotels	-	UNA Hotels & Resorts	Unipol Gruppo	259,00 Mln €	Alberghi
La Grande Bellezza	RM	UniCredit Banca	Morgan Stanley, Gruppo Assicurativo Postevita, Gruppo Zurich	225,00 Mln €	Direzionale/Uffici
Palazzo Banco di Roma	MI	REAM SGR	Hines Italy	220,00 Mln €	Direzionale/Uffici
Sede Sole 24 Ore e PwC	MI	Torre SGR SpA, Partners Group	AXA Group	220,00 Mln €	Direzionale/Uffici
Market Central Da Vinci	RM	GWM Group	M&G Real Estate, Elliot, GWM Group	208,00 Mln €	Commerciale Retail
Vodafone Village	MI	Real Estate Center (Carminati Group)	COIMA RES, Real Estate Center SpA	200,00 Mln €	Direzionale/Uffici
Hotel Firenze	FI	Starwood Hotels & Resorts	Nozul Hotels & Resorts (Jaidah Holdings)	190,00 Mln €	Alberghi
Palazzi Marini & Ex Hotel Bologna	RM	Scarpellini Gruppo	IDeA Fimit SGR	150,00 Mln €	Direzionale/Uffici
Valle Aurelia Mall	RM	CDS Holding	Orion Capital Managers	150,00 Mln €	Commerciale Retail
Porta Nuova Bonnet	MI	-	COIMA RES	140,00 Mln €	Direzionale/Uffici
Centro Navile e Metropolis	-	TH Real Estate, Henderson	Partners Group, TPG Capital	136,00 Mln €	Commerciale Retail
Milano Piazza Cordusio 2	MI	Sorgente Group	Hines Italy, Bayerische Versorgungskammer (BVK)	130,00 Mln €	Direzionale/Uffici
Immobile Via della Spiga 26	MI	Immobiliare Laurentiana	Invesco Real Estate, Thor Equities	130,00 Mln €	Commerciale Retail
Via della Chiesa 2	MI	Northstar	AXA IM - Real Assets	120,00 Mln €	Direzionale/Uffici
Via Montenapoleone 15	MI	IPI SpA	Gruppo Max Mara	120,00 Mln €	Commerciale Retail
MAC 567	MI	Doughty Hanson & Co Srl	Deka Immobilien Investment	115,00 Mln €	Direzionale/Uffici
Trophy Asset Piazza Augusto Imperatore	RM	Investire SGR SpA	Atlantica Properties SpA	100,00 Mln €	Altri Immobili
Meraville Retail Park	BO	Orion Capital Managers	TH Real Estate	100,00 Mln €	Commerciale Retail
Collestrada	PG	Fabrica Immobiliare SGR	Eurocommercial Properties	100,00 Mln €	Commerciale Retail

Fonte: Elaborazione dati QI

Tra le operazioni più rilevanti ricordiamo la vendita del portafoglio *Great Beauty* a Roma da parte di UniCredit a Morgan Stanley, la dismissione da parte del Fondo CNO al Fondo ITA dell'immobile sito in Piazza Edison e la vendita di un immobile di Via Monte Napoleone a Milano per Euro 120 milioni da IPI al gruppo Max Mara. Le transazioni menzionate rappresentano esempi

di operazioni *core* sulle piazze di Milano e Roma nel c.d. *central business district*, ma nel corso del 2016 sono da segnalare anche transazioni su prodotti *core* fuori dal CBD, quali ad esempio l'acquisizione a Milano da parte di Bank of Montreal dell'immobile Coin per circa Euro 85 milioni a Roma in Via Cola di Rienzo e l'acquisizione a Milano della sede L'Oreal in Via Primaticcio da parte di Amundi per circa Euro 65 milioni.

Queste transazioni riflettono la situazione generale del mercato italiano caratterizzata da una scarsità di prodotto *core* per cui gli investitori guardano con interesse immobili posizionati nelle aree meno centrali ma con conduttori *core*. Relativamente invece alle operazioni *value added* ricordiamo l'acquisizione da parte di Hines di Piazza Cordusio 2 a Milano da Sorgente per Euro 130 milioni, immobile che dovrà essere completamente riqualificato prima di essere nuovamente immesso sul mercato.

Ulteriori importanti transazioni hanno riguardato l'acquisizione della sede del Sole24Ore a Milano (Euro 220 milioni) da AXA, il Vodafone Village (Euro 200 milioni) da parte di Coima, il portafoglio Scarpellini (che vale poco meno di Euro 800 milioni) in parte entrato nel perimetro IDeA FIMIT Sgr.

È importante evidenziare che sul panorama immobiliare italiano nel corso dell'anno si sono affacciati operatori con diversi profili di rischio che stanno guardando tutte le tipologie d'investimento, incluse *asset class* diverse rispetto al passato come l'alberghiero (soprattutto a Roma), il commerciale con particolare attenzione al *retail in town* e la logistica

Nel complesso le proprietà acquisite sono principalmente immobile *core* o *value added* che non rappresentano la totalità del mercato italiano costituito da centinaia di città e migliaia di immobili potenzialmente interessanti, ma difficili da inquadrare in un *business plan*.

CDP Investimenti Sgr in questo senso sta portando avanti diverse operazioni interessanti sul territorio, in questi ultimi due-tre anni ha messo in moto diverse operazioni di trasformazione che giustificano il ruolo assegnatole dal governo come *prime mover* della riqualificazione del territorio e delle aree dismesse.

### **1.1.3 Il Mercato immobiliare di riferimento per il Fondo Core Multiutilities**

#### ***Il mercato dell'energia***

Il 2016 è stato segnato dal crollo dei prezzi energetici, che ha messo a dura prova le compagnie O&G, costrette ad un taglio degli investimenti, interessando anche progetti di sviluppo non convenzionali, con una ricaduta sulle performance dell'industria pesante, in senso più ampio.

Oltre alle dinamiche globali, il mercato interno europeo, nella fase conclusiva dell'anno, ha dovuto fare fronte ad una serie di avvenimenti specifici. In particolare la contrazione della produzione nucleare francese ha reso necessario lo svolgimento di esercizi di stima del livello di adeguatezza dell'approvvigionamento energetico dei paesi dell'Europa continentale. Nel

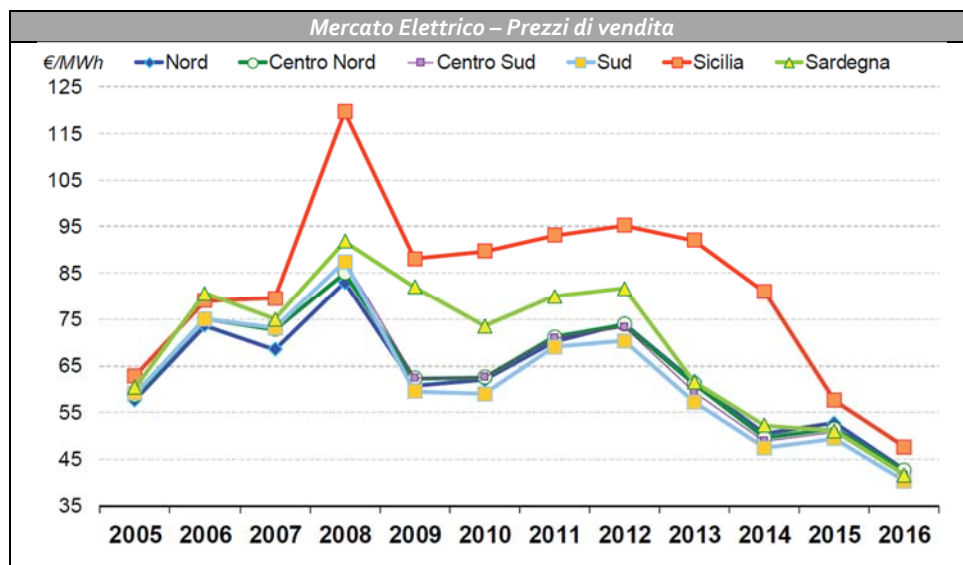
mercato interno le interconnessioni transfrontaliere consentono agli stati membri di supportarsi reciprocamente in caso di scarsità di produzione. Per questo, se si vuole quantificare in modo appropriato il livello di adeguatezza dei sistemi nazionali, vanno considerate anche le capacità di interconnessione *cross-border*.

Per l'Italia la riduzione dell'import netto dalla frontiera francese, potrebbe comportare un lieve incremento dei prezzi dell'energia, ma porterebbe ad una maggiore flessibilità nelle forme di approvvigionamento, aumentando in particolare la componente di termoelettrico. Nessuna criticità emerge in termini di stabilità di approvvigionamento per il gas, anche durante il picco invernale.

Sul fronte dei prezzi dell'energia elettrica si riscontra un andamento in linea con l'anno precedente. A fronte di un'offerta di energia elettrica sostanzialmente invariata, i volumi scambiati segnano una modesta crescita, pari allo 0,6%, sostenuta, sul lato acquisti, da esportazioni record, in crescita del 65%, tutte concentrate negli ultimi mesi dell'anno. Sul lato vendite, invece, crollano ai minimi storici le importazioni dall'estero favorendo la ripresa delle vendite di prodotto nazionale (+3,3%) che, dai minimi storici del biennio 2014-2015, si riporta sui livelli del 2013.

Con un calo del 18,2% rispetto all'anno precedente, il prezzo medio di acquisto dell'energia si porta a 42,78 €/MWh, riducendo a sua volta il differenziale di prezzo con le più importanti borse europee. La netta flessione, riconducibile ancora alla bassa domanda ed all'analogo andamento delle quotazioni nei principali mercati energetici internazionali, sarebbe risultata ancor più significativa se nell'ultimo trimestre dell'anno i prezzi non avessero subito, al pari dei prezzi delle altre borse europee, forti spinte rialziste innescate dal fermo di alcune centrali nucleari francesi.

I prezzi di vendita si confermano in consistente ribasso, sull'anno precedente, scendono ai minimi storici in tutte le diverse zone della nostra penisola, oscillando tra i 40,37 €/MWh del Sud Italia Continentale, che si conferma per l'ottavo anno consecutivo la zona dal prezzo più basso, e 47,62 €/MWh della Sicilia.



Fonte: GME (giugno 2016)

Gli acquisti nazionali di energia elettrica, pari a 282,4 milioni di MWh, segnano una lieve flessione sull'anno precedente, pari allo 0,4%. A incidere sono soprattutto specifiche dinamiche zionali di natura opposta: in crescita di circa il 6% gli acquisti delle zone del Centro-Nord e della Sicilia, mentre per il Centro-Sud la crescita risulta superiore al 2%. I cali si registrano per gli acquisti delle altre zone del nostro paese, ed in particolare nel resto del Sud dove si registra un calo superiore al 12%. Risulta particolarmente interessante il dato relativo alle esportazioni di prodotto italiano, che a seguito della crescita, nell'ultima parte dell'anno, dei prezzi francesi, fanno segnare il massimo storico a 7,3 milioni di MWh, pari ad una crescita del 65% sul 2015.

Le vendite delle unità di produzione nazionali, con un aumento del 3,3% rispetto al 2015, si portano a 245 milioni di MWh, il valore più alto degli ultimi quattro anni. La crescita più marcata, pari a oltre 8 punti percentuali, risulta concentrata al Nord e nelle zone centrali della penisola. Calano invece le vendite in tutte le altre zone e in particolare nel Sud dove si registra un calo di circa l'8%. Le importazioni, in calo di 12 punti dal picco del 2015, crollano al minimo storico di 44,7 milioni di MWh. Anche in questo caso la contrazione si concretizza negli ultimi mesi dell'anno, innescata dalle tensioni sui prezzi delle borse elettriche d'oltralpe.

Nel corso dell'anno, le vendite da impianti a fonte rinnovabile, pari a 88,1 milioni di MWh, segnano un nuovo calo, pari al -1,8%, seppur più contenuto rispetto agli oltre 10 punti di flessione registrati nel 2015. La riduzione interessa la fonte idraulica (-0,7%) ma ancora di più la fonte "Solare ed altre" (-7,9%) le cui vendite scendono sotto i 25 milioni di MWh. Positive invece le fonti geotermiche (+0,5%) e soprattutto l'Eolica con una crescita di oltre il 6%. Tra le fonti tradizionali, al calo del carbone (-8,5%) e degli altri combustibili (-21,8%), si contrappone la performance delle vendite degli impianti a gas che, ripartendo dal minimo storico del 2014, esibiscono per il

secondo anno consecutivo una crescita attorno al 20%. Pertanto la quota degli impianti a gas sale al 44,1% rispetto al 38,4% del 2015, mentre quella delle fonti rinnovabili scende al 36,0% dal 37,8% dell'anno precedente.

La quotazione annuale del gas naturale scende sotto i livelli del 2010 a 15,85 €/MWh: una flessione di 6,29 €/MWh pari a -28,4% rispetto al 2015. La flessione dei prezzi si contrappone ad una crescita dei consumi. Nel corso dell'anno, il dato relativo al mercato del gas naturale, nel suo complesso, evidenzia un incremento pari a circa il 5%, per consumi complessivi pari a 70,4 miliardi di mc. Come indicato in precedenza, a sostenere la ripresa sono stati in primo luogo i consumi del settore termoelettrico, favoriti sia dalla contrazione dell'offerta rinnovabile nazionale sia dal calo delle importazioni di energia elettrica dall'estero, portandosi a 23,3 miliardi di mc. I consumi del settore industriale interrompono una lunga fase regressiva e salgono a 13,4 miliardi di mc con la migliore performance degli ultimi sette anni (+4,4%). Sostanzialmente stabili i consumi del settore civile pari a 31,4 miliardi di mc. Dal lato offerta, la produzione nazionale fa segnare una flessione del 13,7%, a circa 5.500 milioni di mc, mentre le importazioni di gas naturale, si confermano in crescita del 6,6% a 65.000 milioni di mc.

### **Torino: overview del mercato**

Secondo l'Osservatorio Immobiliare di Nomisma il mercato immobiliare torinese ha evidenziato nel corso del 2016 una buona *performance* del settore residenziale, determinata da una consistente ripresa dell'attività transattiva, +25% rispetto al 2015.

In tutte le zone cittadine i volumi posti sul mercato risultano stabili, sia sul versante della vendita che su quello della locazione. Il calo dei valori sempre più attenuato e la ripresa delle erogazioni di mutui hanno determinato un aumento delle transazioni. I tempi di vendita delle abitazioni usate sono diminuiti rispetto a un anno fa, attestandosi a 7,5 mesi, così come quelli relativi alla finalizzazione di transazioni di appartamenti nuovi, passati da 9,5 a 8 mesi. Sul fronte dei prezzi la flessione si è pressoché annullata nell'ultimo semestre, mentre su base annuale si è posizionata al di sotto del -2%, contro il -3% rilevato un anno fa. Continua il trend crescente dei rendimenti medi lordi da locazione, oggi pari al 5,3%, livello che non si toccava a Torino da oltre vent'anni.

Il settore degli immobili commerciali mostra invece segnali di debolezza in particolare sul fronte della compravendita, dove l'eccesso di offerta fatica ad essere assorbito da una domanda troppo debole con conseguente allungamento dei tempi necessari alla finalizzazione delle trattative (10 mesi). Il divario tra il prezzo iniziale e quello praticato all'acquisto non si riduce rispetto al semestre precedente, ma rimane stabile a 16,5%. Sul fronte delle locazioni si intravedono segnali di maggiore stabilità. Le tempistiche di assorbimento, pari a 6,5 mesi, rimangono stabili, mentre i canoni su base semestrale non subiscono rilevanti variazioni, se non sui livelli massimi delle aree centrali (-2,7%).

Il comparto direzionale, nello specifico, dopo semestri di congiuntura negativa, mostra segnali di stabilizzazione. Sul fronte dei prezzi, nonostante il -2,3% annuale, la flessione si è ridotta nell'ultimo semestre, arrivando ad essere pressoché nulla in tutte le aree cittadine, ad eccezione del semicentro. In calo i tempi medi di vendita, pari a 9,5 mesi, così come lo sconto praticato all'atto di acquisto, che scende al 16,5%. Sul fronte locativo, la flessione dei valori è stata leggermente più intensa (-0,9% medio) di quella rilevata lo scorso semestre, con punte del -2,4% in centro. Le difficoltà di assorbimento del segmento locativo sono ravvisabili anche dalle tempistiche necessarie a finalizzare i contratti, che rimangono pressoché stabili e pari a 7 mensilità. L'attività nel settore delle costruzioni è ancora debole; nel corso dell'anno, tuttavia, sono emersi alcuni segnali di miglioramento della domanda sia pubblica sia privata. In base ai dati della rilevazione semestrale dell'ANCE Piemonte, il saldo tra le indicazioni di aumento e riduzione del fatturato è rimasto negativo, ma è migliorato rispetto all'anno precedente; le imprese hanno inoltre segnalato un'ulteriore lieve riduzione dei giorni medi di ritardo dei pagamenti.

Il livello dei prezzi degli immobili è molto eterogeneo tra aree urbane e non urbane e, al loro interno, tra il centro e la periferia. Anche le caratteristiche del mercato immobiliare sono molto eterogenee sul territorio: i processi di agglomerazione urbana, il contesto ambientale, l'offerta di servizi pubblici e privati, la distanza dal centro urbano o dal posto di lavoro influenzano le scelte residenziali delle famiglie e, quindi, i prezzi degli immobili. Le *location* centrali o posizionate in zone ben servite dalla metropolitana vengono preferite. In particolare nelle zone centrali e semicentrali si registra molta disponibilità di immobili a prezzi decisamente interessanti.

I canoni *prime* a Torino si confermano anche nel 2016 intorno a 140-175 €/mq/anno, dove la parte alta della forchetta viene toccata per soluzioni di pregio o spazi di grado A/B, nel centro storico/CBD cittadino. In termini di assorbimento di spazi ad uso uffici, il mercato della città di Torino esprime mediamente ogni anno valori che non si pongono mai al di sopra dei 100.000 mq.

I pacchetti di incentivi offerti continuano ad essere molto interessanti per i potenziali conduttori stabili nell'ordine di 6-12 mensilità di *free rent* anche se sempre meno diffusi. Risultano invece in aumento i contributi per la personalizzazione degli spazi in base alle specifiche esigenze del futuro *tenant*, combinate alla scalettatura dei canoni.

### **Genova: overview del mercato**

Nelle zone centrali e di pregio si assiste ad una leggera ripresa dei valori, che tendono a stabilizzarsi. Nelle zone periferiche, invece, il processo di *repricing* è ancora in corso e i prezzi risultano ancora in calo. Secondo l'Osservatorio del Mercato Immobiliare sull'andamento del mercato immobiliare italiano riferita al comparto residenziale i tempi medi di vendita sono abbastanza stabili tra i 7 ed i 10 mesi, a conferma della natura attendista delle transazioni di compravendita. Diverso è invece l'andamento nel segmento locativo, dove



si assiste a una generale stabilizzazione dei canoni, mentre i rendimenti medi lordi annui risultano superiori al 7%.

In termini generali il mercato ha evidenziato segnali positivi: cresce infatti il numero delle richieste e delle compravendite anche grazie alla diminuzione dei prezzi degli ultimi anni, ad una maggiore apertura da parte degli istituti di credito, a tassi sui mutui molto bassi e ad una crescente elasticità da parte dei proprietari.

Il mercato residenziale del capoluogo ligure è infatti in fase di miglioramento con un incremento delle compravendite di circa il 5% rispetto al 2015, stimando ca. 6.000 compravendite, inoltre l'offerta, che si aggira attorno a 8.500 unità, inverte la tendenza negativa degli ultimi anni, registra ca. il 2% in più rispetto al 2015.

La percentuale di assorbimento si mantiene attorno al settanta per cento, tornando ad allinearsi ai valori registrati nel 2010.

Soffre l'edilizia, che non riesce a ripartire con nuove costruzioni, salvo qualche eccezione. Per l'edificazione di nuove unità residenziali, in particolare, si sceglie spesso il territorio che si estende nei quartieri marittimi della fascia semicentrale.

Stabili i volumi dei prezzi al metro quadro, che risalgono leggermente nella zona centrale e nel semicentro (valore di 3.400 euro/mq).

La componente direzionale rappresenta verosimilmente il comparto del mercato immobiliare genovese in maggiore difficoltà. Non ci sono segnali di un incremento della domanda, né di acquisto né in locazione, e ne consegue un continuo processo di *repricing*, che porta i prezzi degli uffici genovesi a diminuire di oltre il 3%. Anche i canoni di locazione continuano a contrarsi in maniera più intensa rispetto alla media delle principali città italiane. Dopo un periodo in cui si era assistito a una leggera contrazione dei tempi di vendita e locazione, il primo semestre mostra un nuovo innalzamento, a testimonianza della fase di debolezza attraversata dal comparto.

I tempi medi di vendita e locazione rimangono elevati e superiori a 10 mesi, così come non accenna a diminuire lo sconto praticato sul prezzo richiesto superiore al 15%.

I canoni di locazione sono rimasti stabili nel 2016 rispetto al 2015. È forte il divario tra il centro, che spinge i volumi annui, e periferia, che registra valori massimi di 90 euro mq/anno all'anno, contro i 145 euro mq/anno delle vie di principali.

Le previsioni per i prossimi mesi confermano uno scenario ancora difficile, con segnali di ripresa della domanda concentrati nel comparto residenziale, mentre negli altri settori sarà necessario attendere per avere conferme di miglioramento.

**Locana:**

Il mercato immobiliare di Locana è un mercato caratterizzato principalmente dal settore residenziale anche di seconde case, non molto dinamico. Analizzando l'offerta sul territorio comunale negli ultimi 24 mesi si rilevano

richieste discontinue con intervalli, anche di lunghi periodi, di assenza di unità proposte.

Benché i diversi conglomerati urbani che caratterizzano il territorio presentino anche immobili aventi tipologia di palazzi pluripiano, il mercato di Locana è stato caratterizzato negli ultimi 12 mesi da un'offerta, in vendita, di sole case indipendenti.

L'offerta di soluzioni terziarie in locazione risulta piuttosto limitata e soggetta ad un certo margine di trattativa, con valori compresi tra i 55-80 €/mq/anno.

**Moncalieri:**

Moncalieri è la prima città della cintura sud Torino. Particolarmente apprezzata è la porzione collinare del territorio comunale, il cui mercato immobiliare è caratterizzato per la presenza di soluzioni residenziali di livello medio/elevato.

L'immobile di proprietà del Fondo, si colloca invece in una zona dove le soluzioni residenziali sono pressoché assenti, caratterizzata da una forte concentrazione artigianale/industriale. L'offerta è guidata da soluzioni artigianali con porzioni ad uso ufficio al suo interno. L'offerta di soluzioni terziarie pure risultano invece piuttosto limitate. Le poche palazzine ad uso terziarie, presentano canoni di locazioni che si collocano all'interno di una forchetta piuttosto ampia con valori compresi tra i 72-90 €/mq/anno.

**Reggio Emilia:**

Il complesso immobiliare sorge nella zona periferica ovest della città, in prossimità del Cimitero comunale e della SP 63r del Valico del Cerreto. La zona si caratterizza per la forte presenza di insediamenti residenziali a bassa densità abitativa, dalla presenza di un importante complesso scolastico di grado secondario a indirizzo zootecnico e risulta facilmente raggiungibile anche con mezzi pubblici.

Il mercato locale per soluzioni terziarie in locazione è piuttosto limitato. Le offerte di soluzioni uffici in affitto presentano dei canoni di locazioni con valori piuttosto uniformi e compresi tra i 60-80 €/mq/anno.

**Castelnovo Ne' Monti:** Castelnovo ne' Monti, comune della provincia di Reggio Emilia da cui dista circa 34 Km, ha una popolazione di circa 10.481 abitanti.

Il mercato locale per soluzioni terziarie in locazione è piuttosto limitato. Le offerte di soluzioni uffici in affitto presentano dei canoni di locazioni con valori piuttosto uniformi e compresi tra i 35-60 €/mq/anno.

**Parma:**

L'immobile si trova nella zona periferica sud della città; zona eterogenea dove si trovano sia complessi residenziali di recentissima realizzazione, sia sviluppi commerciali. La posizione in cui si trova il complesso risulta particolarmente favorevole in termini di accessibilità, sia provenendo dal centro città sia alla rete extraurbano grazie alla via Traversetolo, alla vicina tangenziale sud e quindi l'accesso all'autostrada "A1" Milano - Napoli.

Le aree limitrofe non evidenziano realtà confrontabili né come dimensioni né come finiture a quelle del complesso immobiliare; l'offerta disponibile è

composta da superfici di piccolo/medio taglio, capannoni di 200/350 mq inseriti in complessi di più ampie dimensioni.

Con specifico riferimento all'area ubicata in prossimità dell'immobile, il prezzo medio per soluzioni terziarie in locazione, si attesta ad un livello di canoni compresi tra i 80-130 €/mq/anno.

**Piacenza:**

L'immobile si trova nella zona periferica est della città; in posizione particolarmente favorevole in termini di accessibilità, sia provenendo dal centro città sia alla rete extraurbano, trovandosi in piena prossimità dell'incrocio tra l'autostrada "A1" Milano – Napoli e la "A21" Torino - Bescia. Le aree limitrofe non evidenziano realtà confrontabili né come dimensioni né come finiture a quelle del complesso immobiliare; l'offerta disponibile è composta da superfici di piccolo/medio taglio, dove le porzioni ad uso direzionali sono di piccole dimensioni, o porzioni rilasciate di complessi più ampi.

Con specifico riferimento all'area ubicata in prossimità dell'immobile, il prezzo medio per soluzioni terziarie in locazione, si attesta ad un livello di canoni compresi tra i 30-50 €/mq/anno.

## 1.2 Descrizione del Fondo al 31 dicembre 2016

**Il Fondo Core  
Multiutilities**

Il Fondo Core Multiutilities (di seguito "il **Fondo**") è un fondo di investimento alternativo immobiliare riservato di tipo chiuso, gestito da REAM SGR S.p.A. Il Fondo è stato istituito, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 26 aprile 2010 come Fondo Nettuno, successivamente è stato rinominato Fondo Diamante e, da ultimo, Fondo Core Multiutilities (come da modifica approvata con delibera consiliare in data 14 dicembre 2012). Il Regolamento di Gestione, approvato dalla Banca d'Italia in data 10 marzo 2011 con provvedimento n. 259, è stato oggetto di successive modifiche e, da ultimo, è stato modificato con delibera dell'Assemblea del Fondo e del Consiglio di Amministrazione – rispettivamente in data 21 luglio 2015 e 31 luglio 2015 – ad esito del recepimento della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 ("AIFMD").

Il Fondo è stato costituito mediante l'apporto di un portafoglio di 11 immobili di proprietà di IREN Acqua Gas, IREN Emilia, IRIDE Servizi e IREN Energia, società appartenenti al Gruppo IREN, che hanno manifestato – attraverso una procedura di gara pubblica di cui la SGR è risultata aggiudicataria – la volontà di apportare gli immobili infra descritti e di cedere, in tutto o in parte, ad Investitori Qualificati le Quote del Fondo ricevute a fronte dell'apporto, e mediante il conferimento di denaro, da parte di investitori istituzionali, per Euro 1,7 milioni.

L'apporto è stato effettuato ad un valore di Euro 96.500.000 a fronte di un valore di mercato degli stessi immobili stimato dall'Esperto Indipendente

CBRE Valuation S.p.A. pari a Euro 110.622.000: pertanto il conferimento è avvenuto con uno sconto di apporto pari a circa il 12,77%.

A fronte dell'apporto, contestualmente all'accollo del finanziamento per Euro 52,9 milioni, sono state complessivamente sottoscritte ed emesse n. 453 quote per un ammontare complessivo di Euro 45,3 milioni.

A novembre 2014 è stato ristrutturato il debito del Fondo al fine di beneficiare delle migliori condizioni economiche di mercato offerte dagli istituti di credito rispetto all'anno 2012. Il nuovo finanziamento, come meglio descritto nel paragrafo 1.4.2, è stato sottoscritto in data 25 novembre 2014 per un importo pari a Euro 55 milioni.

### **Il portafoglio immobiliare**

Gli 11 immobili apportati al Fondo hanno una superficie lorda complessiva pari a circa 119.800 mq e sono ubicati nelle Regioni Piemonte (3 *asset*), Liguria (2 *asset*) ed Emilia-Romagna (6 *asset*). Gli immobili sono principalmente collocati nelle zone centrali e periferiche dei principali centri urbani; solo poche eccezioni vedono immobili collocati in aree sub-provinciali. Gli immobili hanno prevalente destinazione d'uso a uffici, depositi e magazzini, officine meccaniche, servizi accessori (mensa) oltre a parcheggi, con esclusione di qualsiasi tipologia di impianti legati alla specifica attività dei soggetti apportanti.

Il portafoglio immobiliare è formato sia da fabbricati cielo/terra, sia da edifici facenti parte di complessi immobiliari di proprietà dello stesso Gruppo IREN e frazionati sotto il profilo catastale prima dell'apporto al Fondo. A seguito del frazionamento catastale è stato previsto negli accordi di garanzia e indennizzo l'impegno, da parte delle società apportanti, alla costituzione delle servitù attive e passive. Tale attività, come esplicitato successivamente, è stata avviata nel corso dell'esercizio di riferimento.

La tabella che segue offre maggiore dettaglio rispetto alla composizione del portafoglio immobiliare.

	CONDUTTORE	SUPERFICIE LORDA	VALORE DI MERCATO 31-12-2016	CANONE LOCAZIONE (2016)
Genova - Via Carcassi n.7r-9r	Iren Sp.A.	76	590.000	37.296
Genova - Via Santi Giacomo e Filippo n. 7	Iren Sp.A.	7.733	16.120.000	1.247.919
Torino - Corso Svizzera n. 95	Iren Sp.A.	38.025	35.950.000	2.356.732
Locana - SP. Fosone-Plantonetto	Iren Sp.A.	1.161	780.000	51.409
Moncalieri - Regione Freilia Mezzi n. 1	Iren Sp.A.	2.509	2.210.000	154.226
Reggio Emilia - Via Nubi di Magellano n. 30	Iren Sp.A.	2.265	2.000.000	128.018
Parma - Strada Santa Margherita n.6/a	Iren Sp.A.	10.026	16.180.000	1.115.869
Castel Novo ne' Monti - Via Casoletta n.1/b	Iren Sp.A.	4.534	1.990.000	153.218
Reggio Emilia - Via Nubi di Magellano n. 30	Iren Sp.A.	11.791	8.320.000	568.519
Piacenza - Strada Borgoforte n. 22	Iren Sp.A.	21.431	11.120.000	844.714
Parma - Strada Santa Margherita n.6/a	Iren Sp.A.	20.262	14.450.000	1.068.493
<b>TOTALE</b>		<b>119.813</b>	<b>109.710.000</b>	<b>7.726.413</b>

Alcuni degli immobili apportati al Fondo, in base alle previsioni dei rispettivi strumenti urbanistici comunali, ricadono in aree per attrezzature ed impianti tecnologici o equivalenti.

In tali aree, la disciplina urbanistica di riferimento consente il mutamento di destinazione d'uso solo nell'ambito delle funzioni previste all'interno delle specifiche destinazioni considerate. Generalmente le funzioni terziario-direzionali sono ammesse solo in quanto aventi carattere di accessorietà rispetto alle attrezzature e agli impianti pubblici o di interesse pubblico presenti.

Pertanto, laddove si intendesse mutare la destinazione d'uso degli immobili verso funzioni terziario-direzionali non connesse all'espletamento del servizio pubblico o di pubblico interesse attualmente esercitato dall'ente apportante interessato, sarebbe necessario richiedere all'Amministrazione comunale una specifica variante urbanistica. In termini generali va sottolineato che l'approvazione di una variante urbanistica è atto di natura discrezionale e per il mutamento di destinazione d'uso potrebbe essere richiesto il pagamento di contributi di costruzione ed eventualmente il reperimento di standard urbanistici.

I soggetti apportanti, contestualmente al trasferimento dei propri immobili al Fondo, si sono impegnati a porre in essere, su richiesta e sempre con il coordinamento della SGR, tutte le attività necessarie affinché il Fondo, in qualità di proprietario degli immobili, ottenga un valido titolo abilitativo che consenta di massimizzare il valore di ciascun immobile mediante il mutamento di destinazione d'uso per consentire l'utilizzo di tale immobile per funzioni terziario-direzionali e complementari di natura privatistica, con il mantenimento della superficie utile esistente inclusa, ove necessario, l'instaurazione ed il completamento delle procedure di variante allo strumento urbanistico generale e l'ottenimento dei corrispondenti accatastamenti e delle certificazioni di agibilità conformi ai nuovi titoli edilizi. Gli stessi soggetti si sono impegnati altresì ad anticipare al Fondo tutti gli oneri che il Fondo dovrà corrispondere alla P. A. al fine di ottenere il mutamento della destinazione di uso degli immobili in uffici privati così come l'ammontare di tutti i costi e spese sostenuti dal Fondo ai fini dell'instaurazione e del completamento dei procedimenti stessi.

Nel caso in cui il Fondo non dovesse ottenere dalle Autorità competenti i titoli edilizi, le preventive varianti urbanistiche e le certificazioni di cui sopra in tempi idonei a consentirne la commercializzazione in tempo utile per l'avvio della procedura di liquidazione prevista nel Regolamento del Fondo, il soggetto apportante interessato potrà esercitare una opzione di acquisto di tali immobili da esercitarsi entro un anno dall'avvio della procedura liquidatoria o della delibera di adozione del periodo di grazia (D.M. n. 30/2015). Ove tale opzione di acquisto non fosse esercitata, il soggetto apportante ed IREN S.p.A. si impegneranno a corrispondere al Fondo un indennizzo massimo complessivo pari ad Euro 10 milioni, allocato per un importo massimo di 1 milione di euro specificatamente per la sede direzionale di Genova e 9 milioni di euro sugli altri immobili del portafoglio.

In particolare, limitatamente alla suddetta sede direzionale di Genova, ubicata in via SS Giacomo e Filippo 7, come previsto dagli accordi di garanzia e indennizzo, nel mese di febbraio 2015 è stato ottenuto il mutamento della destinazione di uso in uffici privati con il rilascio di quietanza del titolo edilizio da parte del Comune di Genova.

### **La situazione locativa**

Gli immobili apportati sono concessi in locazione agli stessi enti apportanti per la totalità del valore dei canoni. A seguito dell'apporto i contratti di locazione aventi ad oggetto gli immobili o le porzioni di immobili occupati da società del Gruppo IREN sono stati risolti consensualmente e gli enti apportanti e la SGR (in qualità di società di gestione del Fondo) hanno sottoscritto nuovi contratti di locazione *double net* rispettanti i seguenti termini e condizioni:

- la decorrenza dei contratti di locazione è dall'1 gennaio 2013;
- durata: 18 anni con possibilità rinnovo per altri 6 anni;
- canone di locazione annuo complessivo: Euro 7,65 milioni oltre IVA, incrementato in virtù dell'aggiornamento Istat ad Euro 7,73 milioni oltre IVA per l'esercizio 2016;
- manutenzione ordinaria e straordinaria edile e impiantistica a carico del conduttore, manutenzione strutturale straordinaria a carico della proprietà;
- garanzia fideiussoria rinnovabile annualmente della Capogruppo IREN S.p.A. per il pagamento dei canoni di locazione;
- garanzia fideiussoria rilasciata da Unicredit S.p.A. a garanzia del puntuale adempimento delle obbligazioni previste nei contratti di locazione per un importo massimo pari a tre mensilità del canone annuale;
- disdetta: diritto di rilasciare gli immobili con un preavviso di almeno 12 mesi prima della prima scadenza;
- indicizzazione ISTAT: 100% della variazione dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie;
- diritto di prelazione convenzionale: per gli immobili locati è concesso il diritto di prelazione, esercitabile per sé o per soggetto appartenente al Gruppo IREN, a prescindere dalla ricorrenza dei casi previsti dall'art. 35 della Legge 392/78.

Il portafoglio è stato interamente locato dalla data di apporto al Gruppo IREN, rispetto alla seguente ripartizione per ente apportante:

Ente Apportante	Superficie Lorda (mq)	Incidenza (%)
Iren Acqua Gas	7.809	6,52%
Iren Energia	41.695	34,80%
Iride Servizi	12.291	10,26%
Iren Emilia	58.018	48,42%
<b>Gruppo IREN</b>	<b>119.813</b>	<b>100,00%</b>

Dal mese di giugno 2015, nell'ambito di atti di cessione di rami d'azienda comprendenti anche i predetti contratti di locazione, Iren S.p.A. risulta intestataria di tutti i contratti di locazione stipulati con il Fondo che, ai sensi dell'art. 36 Legge 392/78, non ha liberato le società cedenti dagli obblighi derivanti dai contratti medesimi.

Gli immobili oggetto dell'apporto sono meglio descritti nelle schede allegate alla presente Relazione (Allegato 1).

## Struttura Finanziamento

Nel mese di novembre 2014 la SGR aveva sottoscritto un nuovo contratto di finanziamento con Ubi Banca con l'obiettivo di rifinanziare integralmente il Fondo a nuove e più competitive condizioni, in linea con l'andamento del mercato finanziario. Il nuovo finanziamento aveva consentito il rimborso integrale del debito accollato in sede di apporto e di migliorare, in prospettiva, la capacità del Fondo di generare un dividendo periodico stabile in linea con il rendimento della gestione immobiliare del fondo.

Il livello di indebitamento, considerando i valori di mercato al 31 dicembre 2016 è pari a 49,13%.

## Caratteristiche del Fondo

Il Fondo Core Multiutilities si presenta con le caratteristiche sintetizzate nella tabella di seguito riportata. Al 31 dicembre 2016 si registra, rispetto all'anno precedente, un lieve incremento del valore complessivo del portafoglio immobiliare e una lieve riduzione del livello di indebitamento come meglio descritto successivamente.

Il Fondo Core Multiutilities in sintesi		Apporto	31 dicembre 2012	31 dicembre 2013	31 dicembre 2014	31 dicembre 2015	31 dicembre 2016
Patrimonio immobiliare	n° immobili	11	11	11	11	11	11
Mq complessivi lordi	mq	119.813	119.813	119.813	119.813	119.813	119.813
Distribuzione geografica	%	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest
Valore di mercato immobili <sup>(1)</sup>	€ mln	110,6	110,6	111,4	108,4	109,1	109,9
Costo storico <sup>(2)</sup>	€ mln	100,6	97,3	100,3	100,7	100,6	100,6
Monte canoni complessivo	€ mln	7,1	7,1	7,1	7,7	7,7	7,7
Rendimento lordo da locazione	%	7,0%	7,3%	7,1%	7,7%	7,7%	7,7%
Debito <sup>(3)</sup>	€ mln	52,9	52,9	53,3	55,0	54,5	53,9
Loan to value (LTV)	%	47,8%	47,8%	47,8%	50,7%	49,9%	49,0%
Loan to cost (LTC)	%	52,6%	54,4%	53,1%	54,6%	54,1%	53,6%
Net asset value <sup>(4)</sup>	€ mln	45,3	58,3	57,7	54,4	56,0	56,5
Distribuzione proventi totale <sup>(5)</sup>	€ mln	0,0	0,0	2,4	2,3	4,1	4,4
Distribuzione proventi pro quota <sup>(5)</sup>	€/quota	0	0	5.317	5.000	9.000	9.650

<sup>(1)</sup> Come da valutazione dell'Esperto Indipendente

<sup>(2)</sup> Valore di conferimento al netto delle vendite effettuate ed aumentato delle spese di manutenzione straordinaria.

<sup>(3)</sup> Debito outstanding al netto dei rimborsi dell'ALA allocata sugli immobili venduti alla data di riferimento.

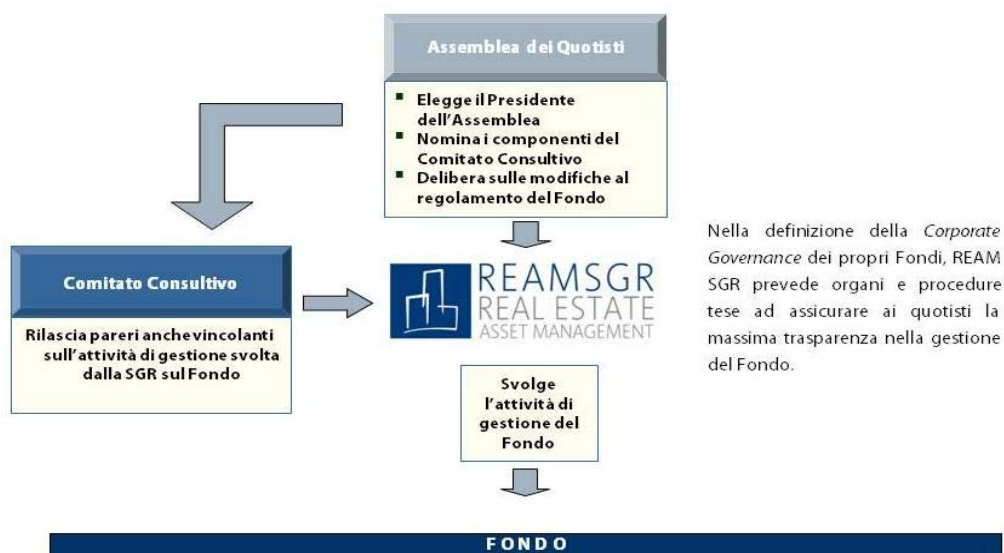
<sup>(4)</sup> Valore contabile riportato in rendiconto alla data di riferimento.

<sup>(5)</sup> Importi di competenza relativi ai periodi di riferimento.

### 1.3 Governance del Fondo

#### Modello di funzionamento

L'organizzazione di REAM SGR ed il Regolamento del Fondo prevedono una struttura di *governance* tesa ad assicurare ai Partecipanti visibilità e trasparenza alle attività gestionali di maggior rilievo. Qui di seguito viene rappresentato graficamente il modello di *governance*:



#### I rapporti con i soci di REAM SGR

Tra i sottoscrittori delle quote di partecipazione al patrimonio del Fondo sono presenti, tra gli altri, la Società di Gestione ed alcuni azionisti della SGR, così come di seguito espresso in dettaglio:

- **REAM SGR S.p.A.** che possiede alla data della presente Relazione n. 52 quote, per un controvalore nominale pari a Euro 5.200.000;
- la **Fondazione Cassa di Risparmio di Fossano** che possiede alla data della presente Relazione n. 10 quote per un controvalore nominale di Euro 1.000.000;
- la **Fondazione Cassa di Risparmio di Asti** che possiede alla data della presente Relazione n. 9 quote per un controvalore nominale di Euro 900.000.

#### Il CdA ed il Collegio Sindacale

A corredo dell'ampliamento della compagine sociale di REAM SGR con due nuovi soci Compagnia San Paolo e Fondazione Cassa di Risparmio di Vercelli, l'Assemblea dei Soci, riunitasi in data 30 maggio 2016, ha incrementato il numero dei componenti del Consiglio di Amministrazione della SGR da sette a nove, nominando il prof. Francesco Profumo e il dott. Fernando Lombardi, l'incarico dei quali andrà a scadere unitamente a quello degli amministratori in carica. Nella medesima riunione l'Assemblea dei Soci ha proceduto al



rinnovo del Collegio Sindacale venuto a scadenza con l'approvazione del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2015

Alla data di approvazione della presente Relazione, il Consiglio di Amministrazione ed il Collegio Sindacale di REAM SGR S.p.A. sono costituiti come di seguito specificato:

#### CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

prof.	Giovanni Quaglia	Presidente
dott.	Michele Pietro Maggiora	Vicepresidente
dott.	Pier Angelo Taverna	Vicepresidente
rag.	Agostino Gatti	Consigliere
dott.	Antonio Miglio	Consigliere
prof.	Maurizio Irrera	Consigliere
dott.	Attilio Befera	Consigliere Indipendente
prof.	Francesco Profumo	Consigliere
dott.	Fernando Lombardi	Consigliere

#### COLLEGIO SINDACALE

dott.	Pier Vittorio Vietti	Presidente
rag.	Alfredo Poletti	Sindaco Effettivo
avv.	Massimo Bianchi	Sindaco Effettivo
dott.	Gianmaria Piacenza	Sindaco Supplente
dott.	Luca Giuseppe Piovano	Sindaco Supplente

Il Consiglio di Amministrazione, nominato in data 29 aprile 2015, terminerà il proprio mandato con l'approvazione da parte dell'Assemblea dei Soci di REAM SGR del bilancio al 31 dicembre 2017.

Direttore Generale della SGR è il dott. Oronzo Perrini.

Il Collegio Sindacale, nominato in data 30 maggio 2016, terminerà il proprio mandato con l'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2018.

#### **Assemblea dei Partecipanti e Comitato Consultivo**

Nel corso del 2016 l'Assemblea dei Partecipanti non si è riunita.

Nel corso del 2016 il Comitato Consultivo del Fondo non si è riunito.

Alla data di approvazione della presente Relazione, il Comitato Consultivo del Fondo è costituito da 9 componenti come di seguito specificato:

- prof. Giovanni Quaglia (Presidente);
- dott. Carlo De Matteo;

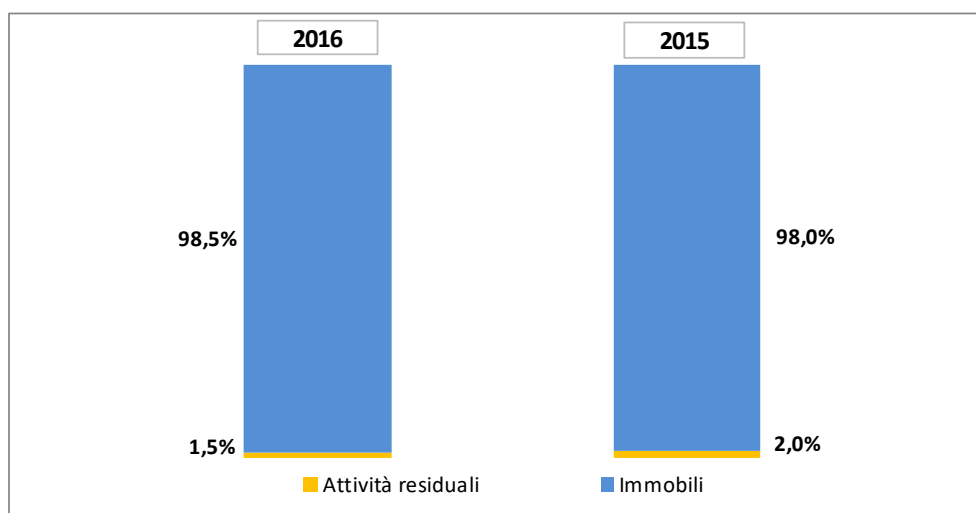
- dott. Claudio Cavallo;
- dott. Francesco Torre;
- dott. Aspro Mondadori;
- rag. Carlo Corradino;
- dott. Marco Casale;
- dott. Paolo Garbarino;
- avv. Alessandro Scheda.

Ai sensi del Regolamento, i membri del Comitato Consultivo restano in carica per 3 (tre) anni e scadono alla data di approvazione della Relazione annuale del Fondo relativa all'ultimo esercizio della loro carica e, pertanto, quella del 31 dicembre 2017.

#### 1.4 L'andamento del Fondo nel corso del 2016

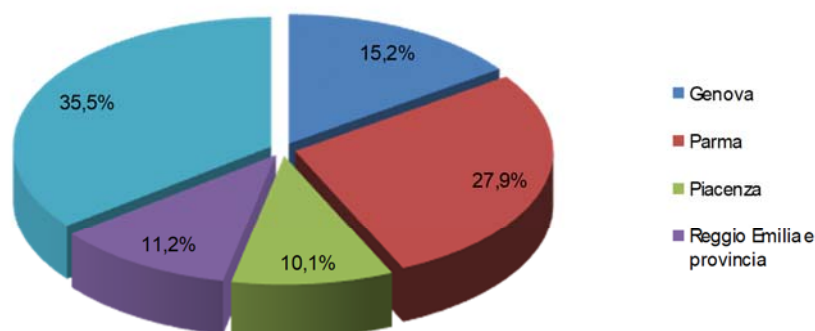
##### *La composizione delle Attività*

Il grafico che segue sintetizza la composizione percentuale dell'attivo del Fondo al 31 dicembre 2016 rispetto al 31 dicembre 2015. Il grafico evidenzia come non vi siano state variazioni sostanziali rispetto all'esercizio precedente e come la quasi totalità dell'attivo sia investita nell'Investimento Tipico del Fondo.

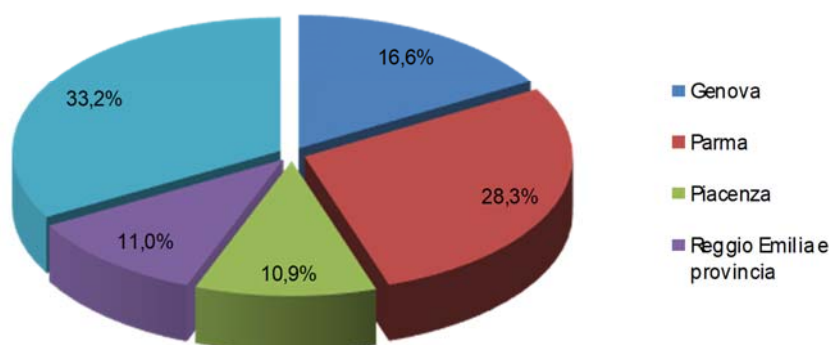


I grafici che seguono sintetizzano la composizione degli investimenti del Fondo al 31 dicembre 2016:

OMV (31-12-2016) - AREA GEOGRAFICA



SUPERFICIELORDA - AREA GEOGRAFICA



#### 1.4.1 La gestione immobiliare

Alla data della presente Relazione, si rileva come gli immobili che costituiscono il patrimonio del Fondo risultino interamente locati alla società Iren S.p.A.

Nel corso dell'anno 2016, non sono stati effettuati interventi di ristrutturazione sugli immobili in portafoglio, al netto di alcuni interventi effettuati direttamente dal conduttore e finalizzati alla personalizzazione di alcuni spazi, in particolare con riferimento agli immobili di Torino, Parma e Piacenza per i quali il Fondo ha rilasciato specifici nulla-osta.

#### ***Nuovi investimenti***

Il Fondo non ha effettuato nuovi investimenti nel corso del 2016. Si segnala in particolare che nel 2015 REAM SGR ha richiesto ad Iren il rimborso delle spese sostenute relative principalmente alle attività di due diligence tecnico-legali e all'attivazione di una specifica linea di credito per finanziare l'acquisto di un immobile ubicato a Torino, proposto da Iren nel secondo semestre 2014, e non finalizzato a causa della rinuncia inaspettata della parte venditrice ad uno stadio avanzato di negoziazione. Iren nel corso del 2015 ha provveduto ad un rimborso solo parziale delle spese sostenute dalla SGR per

conto del Fondo e, pertanto, quest'ultima si è riservata la facoltà di agire per il recupero dell'importo residuo che alla data della presente relazione non risulta ancora saldato.

#### ***Disinvestimenti***

In data 8 giugno 2016, il Comune di Parma ha inviato alla SGR una comunicazione relativa all'attivazione di una procedura di esproprio di alcune aree tra le quali rientra una porzione ricompresa nella proprietà del Fondo (circa 500 mq) sita in Parma, per la realizzazione di una pista ciclabile e il risezionamento della strada Santa Margherita.

La società DOMINA s.c.r.l., in qualità di soggetto attuatore, sta quindi procedendo alla predisposizione del piano particellare di esproprio e successivamente provvederà ad inviare comunicazione formale circa l'area oggetto di esproprio indicando i corrispettivi di indennità a cui farà seguito il decreto d'esproprio. A seguito di tale comunicazione il Fondo valuterà l'opportunità di stipulare con il beneficiario dell'espropriazione l'atto di cessione della porzione di terreno senza attendere la conclusione della procedura di esproprio.

#### ***Gestione Immobiliare***

Le attività di gestione immobiliare della SGR, nel corso del 2016, si sono concentrate principalmente sulla necessità di monitorare l'operato dei conduttori affinché i beni locati vengano condotti con diligenza e nel rispetto degli impegni sottoscritti nel contratto di locazione. In particolare, con il supporto del *property manager*, è stata definita una procedura volta a predisporre annualmente un piano di manutenzione condiviso con il conduttore per definire e monitorare gli interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria per ciascun immobile del portafoglio gestito dal Fondo. A tal fine il *property manager* ha completato i sopralluoghi presso gli immobili del portafoglio, ed ha predisposto un'analisi tecnica sullo stato di manutenzione ordinaria e straordinaria a carico del conduttore per ciascun immobile, indicando analiticamente i principali interventi manutentivi da realizzare nel corso del prossimo esercizio, che dovranno essere condivisi e realizzati dal conduttore e monitorati dal *property*.

Per quanto concerne gli obblighi degli apportanti previsti dagli accordi di garanzia e indennizzo e dagli atti di apporto sottoscritti in data 21 dicembre 2012, con il supporto del *property*, in data 22 febbraio 2016, sono stati sottoscritti gli ulteriori atti di costituzione delle servitù per gli immobili di Torino, Moncalieri e Locana e, conseguentemente, le società apportanti hanno così adempiuto a quanto previsto a loro carico negli accordi di garanzia ed indennizzo relativamente alla costituzione di servitù attive e passive a seguito dell'operazione di apporto al Fondo.

#### ***Esperti Indipendenti***

Al 31 dicembre 2016 il valore del portafoglio determinato dall'Esperto Indipendente è pari ad Euro 109.710.000, lievemente incrementato rispetto alla valutazione al 31 dicembre 2015 (incremento pari allo 0,77%),

prevalentemente a causa di un miglioramento dello scenario macro-economico del settore.

#### 1.4.2 La gestione finanziaria

##### **Impiego della Liquidità**

La liquidità disponibile del Fondo, alla data della presente Relazione, è depositata sui conti correnti in essere con il Depositario e con UniCredit S.p.A.

##### **Gestione del Contratto di Finanziamento**

Alla data della presente Relazione di Gestione, è attivo un finanziamento che ha le seguenti caratteristiche:

**Data stipula:** 25 novembre 2014;

**Durata:** 5 anni dalla stipula, salvo esercizio della Term Out Option;

**Term Out Option:** dietro corresponsione di una Term Out Option Fee pari a 50 bps calcolata sull'importo del debito residuo del Finanziamento, il Fondo potrà prorogare il Finanziamento di ulteriori 5 esercizi;

**Tasso d'interesse:** Euribor 3 mesi rilevato ad inizio di ogni trimestre incrementato di uno spread di 300 bps;

**Up front fee:** 120 bps sull'importo complessivo del Finanziamento;

**Garanzie:**

- 1) ipoteca di primo grado sugli 11 immobili di proprietà del Fondo;
- 2) appendice di vincolo sulle polizze assicurative degli immobili di proprietà del Fondo;
- 3) cessione del credito derivante dai contratti di locazione sottoscritti;
- 4) Ipoteca di primo grado sull'immobile di Pianezza oggetto di possibile acquisizione;
- 5) appendice di vincolo sulla polizza assicurative dell'immobile di Pianezza oggetto di acquisizione;
- 6) cessione del credito derivante dal contratto di locazione sottoscritto per l'immobile di Pianezza;
- 7) pegno su Conto Corrente Canonici.

I covenant previsti nel contratto di finanziamento Ubi Banca sono:

- DSCR: non inferiore a 1,30x;
- *Loan to Value*: per i primi 5 anni non superiore al 60%, per i successivi 5 anni non superiore al 50%;

Il *Loan to Value* (indica il rapporto tra l'ammontare complessivo del finanziamento erogato e non rimborsato ed il valore del libero mercato degli immobili) misurato al 31 dicembre 2016 è pari al 49,13%.

In data 15 gennaio 2015, il Fondo aveva sottoscritto un'opzione cap con strike allo 0,25% con pagamento up front di Euro 265.000 per immunizzare dal rischio di rialzo dei tassi di interesse futuri con un nozionale pari al 60% del finanziamento. La controparte dell'operazione, scelta attraverso apposita procedura competitiva, è stata Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. Ubi banca, che aveva *right to match* per il pareggio delle condizioni risultanti dalla procedura, non aveva pareggiato l'offerta.

### **Il risultato economico**

Il Fondo chiude al 31 dicembre 2016 con un utile di Euro 4.918.186 come di seguito dettagliato:

<b>Dati Economici</b>	<b>31 dicembre 2016</b> (Euro)
Strumenti finanziari derivati di copertura non quotati	-55.902
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	<b>-55.902</b>
Canoni di locazione e altri proventi	7.765.066
Oneri per la gestione di beni immobili	-255.586
IMU	-725.064
<b>Risultato gestione beni immobili</b>	<b>6.784.416</b>
Oneri Finanziari	-1.683.721
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>	<b>5.044.793</b>
Provvigione di gestione SGR	-662.957
Commissioni banca depositaria	-13.290
Oneri per esperti indipendenti	-14.080
Altri oneri di gestione	-66.859
Altri ricavi ed oneri	579
<b>Risultato gestione al netto delle plus/minusvalenze da valutazione</b>	<b>4.288.186</b>
Plusvalenze/minusvalenze da valutazione	630.000
<b>Risultato dell'esercizio</b>	<b>4.918.186</b>

Dalla precedente tabella si evince come l'utile del 2016 sia attribuibile per Euro 4,3 milioni al risultato positivo della gestione ordinaria e per Euro 0,6 milioni alla plusvalenza da valutazione registrata sul portafoglio immobiliare. Per la descrizione del contenuto delle singole voci si rimanda alla Nota Integrativa.

### **La distribuzione dei Proventi**

L'art. 18 del Regolamento stabilisce che sono considerati proventi distribuibili della gestione del Fondo, gli utili d'esercizio risultanti dalla relazione annuale di gestione:

- al netto delle plusvalenze non realizzate e incrementati delle minusvalenze non realizzate nell'esercizio di riferimento, queste ultime a condizione che il valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni e degli altri beni detenuti dal Fondo singolarmente considerati siano eguali o superiori al valore di apporto/acquisizione dei medesimi (comprensivi degli eventuali costi capitalizzati);
- comprensivi delle plusvalenze non realizzate negli esercizi precedenti, ma che abbiano trovato realizzazione nell'esercizio di riferimento, rispetto ai valori di apporto/acquisizione (comprensivi degli eventuali costi capitalizzati) dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni detenute dal Fondo alla data di riferimento;
- senza tenere conto delle plusvalenze e delle minusvalenze non realizzate relative agli Strumenti Derivati detenuti dal Fondo ai fini di copertura dei rischi, ai sensi del precedente articolo 13.5 del Regolamento del Fondo.

Tali proventi sono distribuiti agli aventi diritto con cadenza annuale, a partire dal primo esercizio successivo alla data di avvio dell'operatività dello stesso. Il comma 3) del medesimo articolo riporta inoltre che è facoltà della Società di Gestione procedere, anche con cadenza infrannuale, alla distribuzione di proventi della gestione del Fondo, sulla base di una relazione redatta secondo quanto previsto all'art. 27, comma 2), lettera b) del Regolamento.

I proventi della gestione del Fondo vengono distribuiti in misura non inferiore all'80% degli stessi, fatta salva diversa e motivata determinazione del Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione. I proventi non distribuiti in esercizi precedenti, al netto delle eventuali perdite, possono essere distribuiti negli esercizi successivi.

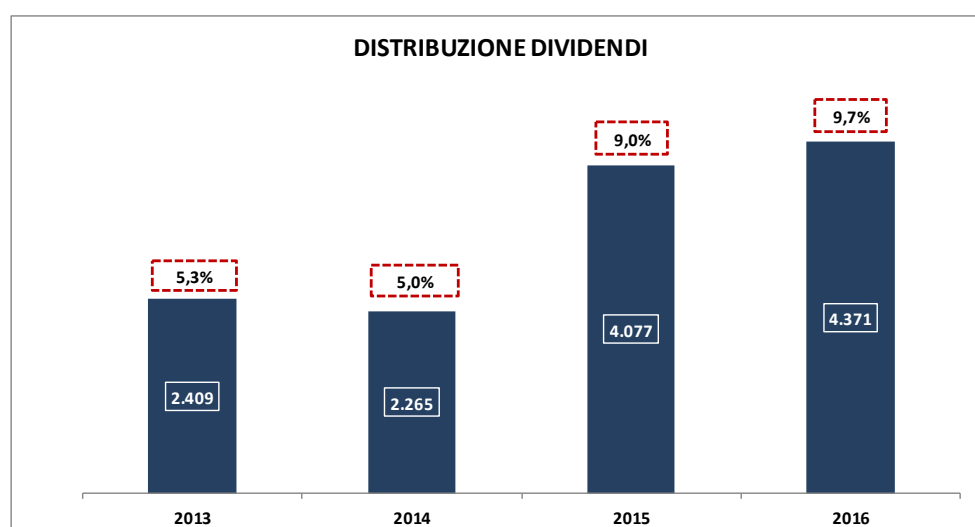
Il risultato distribuibile al 31 dicembre 2016 è pari ad Euro 4.384.760, come riportato nella tabella seguente.

<b>Risultato distribuibile</b>	<b>31 dicembre 2016</b> (Euro)
<b>Risultato contabile</b>	<b>4.918.186</b>
<b>Rettifiche per la determinazione del risultato distribuibile:</b>	<b>-533.426</b>
Plusvalenze non realizzate negli esercizi precedenti e realizzate nell'esercizio in questione	0
Plusvalenze da valutazione non realizzate	-730.000
Minusvalenze da valutazione non realizzate (sopra il costo storico)	100.000
Proventi non distribuiti negli esercizi precedenti	96.574
<b>Risultato distribuibile</b>	<b>4.384.760</b>
Distribuzione proventi primo semestre 2016	2.219.700
<b>Risultato distribuibile netto</b>	<b>2.165.060</b>

Il Consiglio di Amministrazione del 3 marzo 2017 ha deliberato di distribuire complessivamente, per l'esercizio 2016, Euro 4.371.450, pari al 99,7% del risultato distribuibile e pari a Euro 9,650 per quota, con un rendimento su base annua del 9,65%.

Poiché in data 9 settembre 2016 il Consiglio di Amministrazione aveva deliberato di distribuire Euro 2.219.700, pari ad Euro 4.900 per quota, i proventi residui che verranno posti in distribuzione entro trenta giorni dalla data di approvazione della presente Relazione ammontano ad Euro 2.151.750, pari a Euro 4.750 per quota.

Di seguito si rappresenta lo storico delle distribuzioni dei proventi dall'avvio del Fondo alla data della presente Relazione:



  Dividend Yield (%)  
 Importo Distribuito (.000 euro)  
 \* Distribuzione proventi relativa al primo semestre 2016



### **1.5 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione**

Gli obiettivi del Fondo nel lungo periodo sono indirizzati verso la massimizzazione del valore e la contestuale minimizzazione del rischio per gli investitori; questo a sua volta comporta, nel breve termine, l'esecuzione di specifiche attività di *asset management* proattivo sul patrimonio immobiliare in gestione.

A questo proposito REAM SGR, per conto del Fondo, monitora costantemente possibili interventi di valorizzazione degli immobili. In particolare, le opportunità di ottimizzazione degli spazi in ottica di una migliore fungibilità sono valutate e condivise anche con il conduttore coerentemente ai rapporti contrattuali di lungo periodo e il mantenimento a reddito del patrimonio immobiliare del Fondo.

### **1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2016**

Non si segnalano fatti di rilievo avvenuti successivamente alla data della presente Relazione.

## 2. Situazione Patrimoniale

Si riporta di seguito la Situazione Patrimoniale del Fondo Core Multiutilities al 31 dicembre 2016. Tali dati sono comparati con i dati al 31 dicembre 2015, così come disposto dal provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2016		Situazione al 31/12/2015	
	Valore complessivo (Euro)	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo (Euro)	In percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<b><u>Strumenti finanziari non quotati</u></b>				
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR				
<b><u>Strumenti finanziari quotati</u></b>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
<b><u>Strumenti finanziari derivati</u></b>				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>109.710.000</b>	<b>98,53%</b>	<b>109.080.000</b>	<b>98,05%</b>
B1. Immobili dati in locazione	109.710.000	98,53%	109.080.000	98,05%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b>				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>944.938</b>	<b>0,85%</b>	<b>1.231.184</b>	<b>1,11%</b>
F1. Liquidità disponibile	944.938	0,85%	1.231.184	1,11%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>693.800</b>	<b>0,62%</b>	<b>939.855</b>	<b>0,84%</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	624.026	0,56%	839.778	0,75%
G3. Risparmio d'imposta				
G4. Altre	67.990	0,06%	91.600	0,08%
G5. Credito IVA	1.784	0,00%	8.477	0,01%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>111.348.738</b>	<b>100,00%</b>	<b>111.251.039</b>	<b>100,00%</b>

<b>PASSIVITA' E NETTO</b>	<b>Situazione al 31/12/2016</b>	<b>Situazione al 31/12/2015</b>
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>53.900.000</b>	<b>54.450.000</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	53.900.000	54.450.000
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>917.085</b>	<b>816.122</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	6.633	7.549
M2. Debiti di imposta	3.944	7.192
M3. Ratei e risconti passivi	752.875	616.965
M4. Altre	153.633	184.416
M5. Debiti per depositi cauzionali		
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>54.817.085</b>	<b>55.266.122</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>56.531.653</b>	<b>55.984.917</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>453</b>	<b>453</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>124.793,936</b>	<b>123.587,013</b>
<b>Rimborsi distribuiti per quota</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Proventi distribuiti per quota</b>	<b>24.217</b>	<b>14.567</b>
<b>Valore Complessivo degli impegni da richiamare</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Totale numero delle quote da richiamare</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Valore unitario delle quote da richiamare</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

### 3. Sezione Reddittuale

Si riporta di seguito la Sezione Reddittuale del Fondo Core Multiutilities al 31 dicembre 2016. Tali dati sono comparati con i dati al 31 dicembre 2015, così come disposto dal provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

SEZIONE REDDITUALE 1/2	Relazione al 31/12/2016		Relazione al 31/12/2015	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>-55.902</b>		<b>-47.501</b>	
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 Dividendi e altri proventi				
A1.2 Utili / perdite da realizzati				
A1.3 Plusvalenze / minusvalenze				
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 Interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 Utili / perdite da realizzati				
A2.3 Plusvalenze / minusvalenze				
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 Interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 Utili / perdite da realizzati				
A3.3 Plusvalenze / minusvalenze				
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	<b>-55.902</b>		<b>-47.501</b>	
A4.1 di copertura	-55.902		-47.501	
A4.2 non di copertura				
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>		<b>-55.902</b>		<b>-47.501</b>
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>7.414.416</b>		<b>7.477.504</b>	
B1. Canoni di locazione e altri proventi	7.765.066		7.815.288	
B2. Utile/perdite da realizzati				
B3. Plusvalenze/minusvalenze	630.000		698.000	
B4. Oneri per le gestione di beni immobili	-255.586		-310.720	
B5. Ammortamenti				
B6. Imposta Municipale sugli Immobili	-725.064		-725.064	
<b>Risultato gestione beni immobili</b>		<b>7.414.416</b>		<b>7.477.504</b>
<b>C. CREDITI</b>				
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi / decrementi di valore				
<b>Risultato gestione crediti</b>				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. Interessi attivi e proventi assimilati				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
E1. Proventi				
E2. Utili / perdite da realizzati				
E3. Plusvalenze / minusvalenze				
<b>Risultato gestione investimenti</b>		<b>7.358.514</b>		<b>7.430.003</b>

SEZIONE REDDITUALE 2/2	Relazione al 31/12/2016		Relazione al 31/12/2015	
<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>7.358.514</b>		<b>7.430.003</b>
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>	<b>-1.683.721</b>		<b>-1.826.724</b>	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-1.523.084		-1.666.857	
H1.2 su altri finanziamenti	-1.523.084		-1.666.857	
H2. Altri oneri finanziari	-160.637		-159.867	
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		<b>5.674.793</b>		<b>5.603.279</b>
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	<b>-757.186</b>		<b>-792.222</b>	
I1. Provvigione di gestione SGR	-662.957		-663.961	
I2. Commissioni depositario	-13.290		-13.314	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-14.080		-34.830	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I5. Altri oneri di gestione	-66.859		-80.117	
<b>L. ALTRI RICAVI E ONERI</b>	<b>579</b>		<b>28.930</b>	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	579		8.735	
L2. Altri ricavi			20.195	
L3. Altri oneri				
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		<b>4.918.186</b>		<b>4.839.987</b>
<b>M. IMPOSTE</b>				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte				
<b>Utile / perdita dell'esercizio</b>		<b>4.918.186</b>		<b>4.839.987</b>

#### 4. Nota integrativa

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

##### Valore della quota

Il Fondo Core Multiutilities inizia la propria operatività il 21 dicembre 2012 attraverso l'emissione di n. 453 quote del valore nominale di Euro 100.000 ciascuna.

Alla data della presente Relazione il valore di ciascuna quota è pari a Euro 124.793,936 con un incremento di Euro 24.794 (+24,8%) rispetto al valore nominale e un incremento di Euro 1.207 (+1%) rispetto al 31 dicembre 2015. Tale incremento è imputabile al risultato positivo della gestione ordinaria (Euro 9.466 pro-quota) ed alla plusvalenza da valutazione del portafoglio immobiliare registrata nell'esercizio (Euro 1.390 pro-quota); tali effetti positivi sono stati compensati dalla distribuzione di proventi effettuata nei mesi di marzo e ottobre 2016 (rispettivamente Euro 4.750 e 4.900 pro-quota).

La tabella seguente illustra l'andamento del valore della quota dalla data di apporto alla data della presente Relazione.

Andamento del Valore della quota	Valore complessivo del Fondo (Euro)	Numero di Quote	Valore unitario delle quote (Euro)
Al 21 dicembre 2012	45.300.000	453	100.000,000
Al 31 dicembre 2012	58.312.759	453	128.725,736
Al 30 giugno 2013	59.082.032	453	130.423,911
Al 31 dicembre 2013	57.717.092	453	127.410,800
Al 30 giugno 2014	56.401.133	453	124.505,812
Al 31 dicembre 2014	54.429.178	453	120.152,711
Al 30 giugno 2015	56.665.633	453	125.089,698
Al 31 dicembre 2015	55.984.917	453	123.587,013
Al 30 giugno 2016	56.877.419	453	125.557,216
Al 31 dicembre 2016	56.531.653	453	124.793,936

##### Principali eventi sulle quote

Nel corso del 2016:

- non sono stati effettuati rimborsi parziali pro-quota;

- il Consiglio di Amministrazione del 26 febbraio 2016 ha deliberato di distribuire ai quotisti, un ammontare di proventi pari ad Euro 2.151.750, pari ad Euro 4.750,00 per quota;
- il Consiglio di Amministrazione del 9 settembre 2016 ha deliberato di distribuire ai quotisti, un ammontare di proventi pari ad Euro 2.219.700, pari ad Euro 4.900,00 per quota.

### ***Gestione dei rischi esistenti***

I rischi insiti nell'investimento immobiliare riguardano principalmente:

- i rischi di carattere immobiliare legati ai singoli immobili;
- i rischi legati alla solvibilità dei conduttori;
- i rischi legati alla qualità e alla durata dei contratti di locazione;
- i rischi legati ad eventi naturali che potrebbero avere un impatto sul singolo immobile o sul fondo come proprietario degli immobili;
- i rischi legati all'oscillazione dei tassi di interesse;
- i rischi legati all'oscillazione del tasso di inflazione.

### ***Rischi di carattere Immobiliare***

La SGR si è dotata di un modello di calcolo quali-quantitativo per monitorare i rischi di carattere immobiliare e valutare la volatilità del valore degli immobili. La misurazione è effettuata semestralmente in occasione della predisposizione delle perizie valutative e delle relazioni contabili e supporta eventuali processi decisionali sull'implementazione delle linee strategiche. Il risultato della misurazione è rappresentato opportunamente attraverso indicatori di rischio.

Oltre al *monitoring* semestrale dei rischi, la SGR verifica costantemente il buon funzionamento e la condizione degli immobili assicurando, ove necessario, lo svolgimento dei programmi di manutenzione ordinaria e straordinaria, anche quando tali programmi sono devoluti contrattualmente al conduttore.

### ***Rischi di solvibilità dei conduttori***

La SGR si è dotata di procedure che mirano a valutare, nella fase di stipula dei contratti di locazione, il grado di affidabilità dei conduttori.

La SGR monitora costantemente, con adeguata reportistica, i livelli di insoluto dei locatari, attivandosi tempestivamente nei modi e nei tempi più opportuni per recuperare le somme dovute, cercando di limitare, per quanto possibile, potenziali contenziosi.

Inoltre nell'ambito del modello di calcolo quali-quantitativo per il monitoring dei rischi di carattere immobiliare, la SGR valuta costantemente il profilo di rischio dei conduttori e lo rappresenta opportunamente negli indicatori di rischio.

***Rischi legati ai***

***contratti di locazione***

La SGR ha posto in essere procedure interne volte a ridurre i rischi connessi alla fase di negoziazione, rinegoziazione o cessazione dei contratti di locazione.

Nelle fasi di negoziazione la SGR mira a massimizzare il rendimento del singolo asset, valorizzando gli spazi da locare a canoni di mercato e negoziando le opportune clausole contrattuali in modo da cercare di limitare al massimo il rischio di *vacancy*.

Costantemente sono monitorate le scadenze dei contratti e i profili di rischio legati ad eventuali non rinnovi o richieste di negoziazione. Tali elementi sono oggetto di misurazione anche attraverso il modello di calcolo del rischio e rappresentati opportunamente negli indicatori di rischio.

***Rischi legati ad***

***eventi naturali***

Gli immobili sono opportunamente assicurati con una primaria compagnia assicurativa in modo da ridurre al minimo l'eventuale impatto di eventi naturali e catastrofici o altri eventi che possano avere un pregiudizio da parte di terzi ricorrenti contro la proprietà per il ristoro dei loro danni. L'esposizione ai rischi legati agli eventi naturali è calcolata attraverso il modello di calcolo quali-quantitativo e rappresentata opportunamente negli indicatori di rischio.

***Rischi legati ai***

***tassi di interesse***

La SGR si è dotata di procedure interne volte ad assicurare il reperimento delle migliori condizioni per l'accesso al mercato del credito. Per il finanziamento in essere la SGR ha attuato una politica di copertura, attraverso uno strumento derivato, per mitigare parzialmente l'effetto dell'eventuale oscillazione dei tassi di interesse, stante il livello attuale dei tassi sul mercato.

***Rischi legati al***

***tasso di inflazione***

La SGR riduce generalmente il rischio legato alla variazione del tasso di inflazione attraverso la negoziazione di contratti di locazione con un aggiornamento del canone pari al 100% dell'indice ISTAT. Ove non possibile per ragione di carattere commerciale, i contratti di locazione sono negoziati con un aggiornamento non inferiore al 75% dell'indice ISTAT.



## **Parte B – Le attività, le passività ed il valore complessivo netto**

### **Sezione I – Criteri di valutazione**

La presente Relazione è stata redatta secondo i principi contabili italiani di generale accettazione e in ottemperanza con le disposizioni dettate dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successive modifiche.

La relazione di gestione del Fondo si compone di una situazione Patrimoniale, di una Sezione Reddittuale e della presente Nota Integrativa, ed è corredata dalla Relazione degli Amministratori.

La Relazione è redatta in unità di Euro se non diversamente specificato.

Rispetto agli schemi definiti dalla Banca d'Italia non sono stati riportati i titoli delle sezioni, le voci e le tabelle che non presentano importi né per l'esercizio al quale si riferisce la Relazione, né per quello precedente.

I criteri di valutazione adottati sono di seguito in dettaglio riepilogati.

#### ***Immobili***

Ciascun bene immobile detenuto dal fondo è oggetto di singola valutazione. Più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria.

Il valore corrente degli immobili è determinato in base alle loro caratteristiche intrinseche ed estrinseche e tenendo conto della loro redditività; tale valore indica il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali, cioè tali che:

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

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

1. ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare

- (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e a ogni altro fattore ritenuto pertinente;
2. facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa. Il tasso di attualizzazione va definito tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine a cui si applica una componente rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;
  3. sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) e aumentato del valore del terreno.

Per la valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio del fondo nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate, la SGR, che non ha delegato a terzi il compito di valutare i beni del fondo e di calcolare il valore della quota, si avvale di esperti indipendenti aventi i requisiti stabiliti dal D.M. 5 marzo 2015, n. 30.

#### ***Altre attività***

- I crediti d'imposta ed in particolare il credito IVA, sono iscritti al presumibile valore di realizzo e riflettono la posizione fiscale del Fondo.
- I ratei e i risconti attivi sono contabilizzati per garantire il rispetto del criterio della competenza temporale nella rilevazione delle poste della Sezione Reddittuale.
- Le altre attività e i crediti sono valutati in base al presumibile valore di realizzo.
- Le disponibilità liquide sono valutate in base al loro valore nominale.

#### ***Altre passività***

- I debiti d'imposta sono iscritti al valore nominale e riflettono la posizione fiscale del Fondo.

- I ratei e risconti passivi sono contabilizzati per garantire il rispetto del criterio della competenza temporale nella rilevazione delle poste della Sezione Reddittuale.
- Le altre passività sono iscritte al loro valore nominale, rappresentativo del valore di presumibile estinzione.

### Costi e Ricavi

- I costi e i ricavi sono contabilizzati secondo il principio della competenza economica, dell'inerenza all'attività del Fondo ed in osservanza delle norme stabilite dal Regolamento del Fondo in materia di "Regime delle spese".

## Sezione II – Le Attività

### II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Le tabelle che seguono riportano:

- la redditività degli immobili per fasce di scadenza contrattuali;
- un elenco degli immobili con evidenza dell'ubicazione, della destinazione d'uso, dell'anno di costruzione, delle superfici, della redditività, del costo storico e delle ipoteche.

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni Immobili (in euro)	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria (in euro) (a)	Locazione finanziaria (in euro) (b)	Importo Totale (in euro) (c = a + b)	%
Fino a 1 anno	-	-	-	-	-
Da oltre 1 a 3 anni	-	-	-	-	-
Da oltre 3 a 5 anni	-	-	-	-	-
Da oltre 5 a 7 anni	-	-	-	-	-
Da oltre 7 a 9 anni	-	-	-	-	-
Oltre 9 anni	109.710.000	7.726.413	-	7.726.413	100,00%
<b>A- TOTALE DEI BENI IMMOBILI LOCATI</b>	109.710.000	7.726.413	-	7.726.413	100,00%
<b>B- TOTALE DEI BENI IMMOBILI NON LOCATI</b>	-	-	-	-	-

## II.8 Posizione netta di liquidità

La liquidità disponibile del Fondo alla data della presente Relazione è pari a Euro 944.938 ed è depositata sui conti correnti aperti presso il Depositario SGSS S.p.A. e presso Unicredit S.p.A..

## II.9 Altre attività

Di seguito si fornisce il dettaglio della voce "Altre attività":

Altre attività	Importo (Euro)	Importo (Euro)
<b>G2. Ratei e risconti attivi</b>	<b>624.026</b>	
- Risconti attivi:		624.026
<b>G4. Altre</b>	<b>67.990</b>	
- Note credito da ricevere		890
- Crediti verso clienti per fatture emesse e non incassate		67.100
<b>G5. Credito IVA</b>	<b>1.784</b>	
<b>Totale altre attività</b>	<b>693.800</b>	

La voce "Risconti attivi" è costituita principalmente dalla quota parte non di competenza del primo semestre 2016, e quindi rinviata a periodi successivi, delle seguenti voci:

- *Arrangement Fee*, prelevata da UBI Banca al momento dell'attivazione della Linea di Credito e pari Euro 660 migliaia (1,2% dell'importo della Linea stessa) e riscontata lungo la durata del contratto di finanziamento, per un importo al 31 dicembre 2016 pari ad Euro 382 migliaia;
- Imposta sostitutiva, pari a Euro 137.500 (0,25% dell'importo del finanziamento), riscontata lungo la durata del contratto di finanziamento, per un importo al 31 dicembre 2016 pari ad Euro 80 migliaia;
- Premio *up-front* corrisposto per l'opzione cap stipulata con Mediobanca a gennaio 2015, con efficacia a partire dal 24 febbraio 2015, pari a Euro 265.000, riscontato lungo la durata dello strumento, per un importo al 31 dicembre 2016 pari ad Euro 162 migliaia.

La voce "crediti verso clienti" è costituita dai crediti verso IREN S.p.A. per il recupero degli oneri relativi ai servizi per la costituzione delle servitù attive e passive gravanti sugli immobili del Fondo.

### Sezione III – Le Passività

#### III.1 Finanziamenti ricevuti

Il finanziamento del Fondo al 31 dicembre 2016 ammonta ad Euro 53.900.000. Tale finanziamento è stato stipulato con UBI Banca in data 25 novembre 2014.

La variazione in diminuzione rispetto al valore dell'esercizio precedente (Euro 550 migliaia) è dovuta al rimborso di una porzione della quota capitale, così come previsto dal piano di ammortamento del debito.

#### **Condizioni Contrattuali**

Il contratto di finanziamento sottoscritto dal fondo, prevede che lo stesso corrisponda alla Banca Finanziatrice, con cadenza trimestrale, un ammontare a titolo di interessi passivi calcolato come somma tra:

- **Spread:** 300 bps per anno;
- **Euribor applicabile:** 3 mesi act 360

#### **Garanzie rilasciate**

A garanzia del rimborso del finanziamento il Fondo ha concesso alla banca finanziatrice:

- **ipoteca di primo grado volontaria**, ai sensi dell'art. 2808 del codice civile, per un importo complessivo di Euro 118.000.000 iscritta su tutti gli immobili del Fondo;
- **cessione in garanzia dei crediti** di locazione,
- **pegno** su tutte le somme di volta in volta accreditate sul conto canoni, ivi incluse le somme che verranno depositate in futuro su tali conti.

#### **Copertura**

Il 15 gennaio 2015 la Società di Gestione ha acquistato uno strumento derivato per la copertura del rischio tasso di interesse relativamente al finanziamento che il Fondo ha sottoscritto.

Lo strumento individuato è stato un CAP su tasso avente le seguenti caratteristiche:

- strike 0.25%;
- hedging ratio 60%;
- tasso di riferimento Euribor 3 mesi act 360;
- Nozionale di partenza: Euro 32.917.500;
- decorrenza copertura: 24 febbraio 2015;
- costo della copertura: 265.000;
- scadenza della copertura: 24 febbraio 2019.

Per maggiori dettagli si rimanda al paragrafo 1.4.2 della Relazione degli Amministratori.

### III.5 Altre passività

Di seguito si fornisce il dettaglio delle "Altre passività":

Altre passività	Importo (Euro)	Importo (Euro)
<b>M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati</b>	<b>6.633</b>	
<b>M2. Debiti di imposta</b>	<b>3.944</b>	
<b>M3. Ratei e risconti passivi</b>	<b>752.875</b>	
- Rateo passivo success fee		600.000
- Ratei passivi su finanziamento		152.875
<b>M4. Altre</b>	<b>153.633</b>	
- Debiti verso fornitori		68.349
- Fatture da ricevere		66.200
- Fatture da ricevere per ritenute di garanzia		15.178
- Altre passività		3.906
<b>Totale altre passività</b>	<b>917.085</b>	

Il rateo passivo *success fee* fa riferimento all'accantonamento della Commissione Variabile finale da corrispondere alla Sgr alla scadenza del Fondo. Per maggiori dettagli si rimanda alla Sezione VII.1 della Parte C della Nota Integrativa.

Il rateo passivo su finanziamento fa riferimento alla quota di interessi passivi maturata sul finanziamento in essere con UBI Banca dal 24/11/2016 al 31/12/2016 e che è stata corrisposta alla Banca finanziatrice in data 24 febbraio 2017.

La voce "fatture da ricevere" accoglie gli stanziamenti effettuati per fatture da ricevere di competenza del 2016 principalmente per i seguenti servizi: property management (Euro 31 migliaia), valutazione immobiliare da parte dell'esperto indipendente (Euro 7 migliaia), revisione contabile (Euro 21 migliaia) e consulenze legali (Euro 7 migliaia).

## Sezione IV – Il valore complessivo netto

Si illustrano qui di seguito le componenti che hanno determinato la variazione del valore complessivo del Fondo dall'avvio dell'operatività (21/12/2012) fino alla data della presente Relazione:

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
<b>IMPORTO INIZIALE DEL FONDO</b>	<b>45.300.000</b>	<b>100,00%</b>
<b>TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI</b>	<b>45.300.000</b>	<b>100,00%</b>
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	-103.403	-0,23%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	35.628.184	78,65%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti		
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari		
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni		
F. Risultato complessivo della gestione cambi		
G. Risultato complessivo della altre operazioni di gestione		
H. Oneri finanziari complessivi	-9.837.762	-21,72%
I. Oneri di gestione complessivi	-3.520.426	-7,77%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	35.557	0,08%
M. Imposte complessive		
<b>RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI</b>		
<b>PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI</b>	<b>-10.970.500</b>	<b>-24,22%</b>
<b>VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE</b>	<b>22.202.150</b>	<b>49,01%</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2016</b>	<b>56.531.653</b>	<b>124,79%</b>
<b>TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE</b>		
<b>TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE</b>	<b>11,21%</b>	
<b>NUMERO QUOTE</b>	<b>453</b>	
- Quote detenute da Investitori Professionali	428	
- Quote detenute da Investitori Esteri	25	

## Sezione V – Altri dati patrimoniali

### V.5 Garanzie ricevute

La società IREN S.p.A., in qualità di capogruppo delle società apportanti e conduttrici degli immobili in forza dei contratti di locazione stipulati in data 21 dicembre 2012 con il Fondo, si è costituita garante per il pagamento dei canoni di locazione annui, sino ad un importo massimo garantito pari all'ammontare dei canoni annui pagabili per ciascun anno di durata dei contratti di locazione.

Ciascun importo annuo garantito è ridotto in misura pari ai pagamenti parziali effettuati dal garante, in relazione al relativo anno di riferimento, ed

incrementato per un ammontare pari all'adeguamento ISTAT che sia maturato nel corso dell'anno precedente ai sensi dei contratti di locazione. Come già illustrato nel precedente paragrafo 1.2, a decorrere dal 1° luglio 2015 Iren S.p.A., ad esito degli atti di cessione di rami d'azienda (comprendenti i predetti contratti) da parte delle società apportanti, risulta intestataria di tutti i contratti di locazione, ma le società cedenti sono comunque responsabili in solido con la capogruppo verso il Fondo in quanto la SGR, ai sensi art. 36 Legge 392/78, non le ha liberate dagli obblighi derivanti dai contratti di locazione in oggetto.

Il Fondo ha ricevuto da Unicredit S.p.A., in qualità di garante delle società conduttrici degli immobili, 11 fidejussioni della durata annuale a garanzia del puntuale adempimento delle obbligazioni previste nei contratti di locazione per un importo massimo pari ad un trimestre del canone di locazione.

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

È stata costituita ipoteca volontaria di primo grado sugli immobili del Fondo per l'importo complessivo di Euro 118.000.000 a favore di Ubi Banca per capitale, interessi e ogni altra ragione di credito proveniente dal contratto di finanziamento sottoscritto.



## Parte C – Il risultato economico dell'esercizio

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

In data 15 gennaio 2015, il Fondo ha sottoscritto un'opzione *cap* con *strike* allo 0,25% con pagamento *up front* di Euro 265.000 per immunizzare dal rischio di rialzo dei tassi di interesse futuri con un nozionale pari al 60% del finanziamento. La controparte dell'operazione, che ha efficacia a partire dal 24 febbraio 2015, scelta attraverso apposita procedura competitiva, è Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A.

Ubi Banca, che aveva *right to match* per il pareggio delle migliori condizioni risultanti dalla procedura, non ha pareggiato l'offerta.

La Voce A4.1 "Strumenti finanziari derivati di copertura" accoglie il costo di competenza dell'esercizio 2016 di tale strumento. Per maggiori dettagli sul funzionamento dello strumento di copertura si rimanda alla Sezione III.1 "Finanziamenti ricevuti".

Al 31 dicembre 2016 la valutazione dello strumento finanziario derivato sopra esposto evidenzia un *mark to market* positivo pari a Euro 51.718, non rilevato nella Sezione Reddittuale in quanto il derivato è classificabile come OTC "con finalità di copertura", per cui è possibile derogare, ai sensi di quanto previsto dal paragrafo 2.2.1, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II del provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, al criterio di valutazione secondo il principio generale del valore corrente (costo di sostituzione).

Risultato degli strumenti finanziari derivati				
	Con finalità di copertura (sottovoce A4.1)		Senza finalità di copertura (sottovoce A4.2)	
	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Risultati realizzati	Risultati non realizzati
<b>Operazioni su tassi di interesse:</b>				
- futures su titoli di debito, tassi e altri contratti simili				
- opzioni su tassi e altri contratti simili	-55.902			
- swap e altri contratti simili				

## Sezione II – Beni immobili

Di seguito si fornisce il dettaglio delle voci relative al risultato economico della gestione dei beni immobili.

Risultato economico dell'esercizio su beni immobili					
	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri
<b>1. PROVENTI</b>					
1.1 canoni di locazione non finanziaria		7.726.412			
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi		38.654			
<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		630.000			
3.2 diritti reali immobiliari					
<b>4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI</b>		-255.586			
<b>5. AMMORTAMENTI</b>					
<b>6. IMU</b>		-725.064			
<b>TOTALE</b>		<b>7.414.416</b>			

La voce "plusvalenze/minusvalenze" riflette il maggior valore degli immobili di proprietà del Fondo alla data della Relazione rispetto al valore al 31 dicembre 2015.

La voce "oneri per la gestione di immobili" contiene principalmente la *fee* del servizio di *property* (Euro 124 migliaia), il costo delle imposte immobiliari (imposta di registro, TASI ed altre imposte per complessivi Euro 99 migliaia) e premi assicurativi (Euro 33 migliaia).

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

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

Tale voce ammonta ad Euro 1.523.084 e rappresenta il totale degli interessi passivi maturati nel 2016 sull'attuale contratto stipulato con UBI Banca (per maggiori informazioni sul finanziamento si rimanda alla sezione III.1 della Parte B).

### Composizione della voce "Altri oneri finanziari"

Tale voce ammonta ad Euro 160.637 ed accoglie principalmente:

- la quota di *arrangement fee* di competenza del 2016 (Euro 132 migliaia), prelevata da UBI Banca al momento dell'attivazione della

Linea di Credito per complessivi Euro 660 migliaia (1,2% dell'importo della Linea) e riscontata lungo i cinque anni di durata del contratto di finanziamento;

- la quota di imposta sostitutiva sulla Linea di Credito di competenza del 2016 (Euro 28 migliaia) trattenuta da UBI Banca al momento dell'erogazione del finanziamento.

## Sezione VII – Oneri di gestione

### VII.1 Costi sostenuti nel periodo

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	importo Euro	% sul valore compl. netto	% sul tot. attività	% su valore del finanziamento	importo Euro	% sul valore compl. netto	% sul tot. attività	% sul valore del finanziamento
1) provvigioni di gestione	-662.957	1,17%	0,60%					
- provvigioni di base	-662.957	1,17%	0,60%					
2) costi ricorrenti degli OICR in cui il fondo investe								
3) compenso del depositario	-13.290	0,02%	0,01%					
4) spese di revisione del fondo	-35.151	0,06%						
5) oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliare facenti parte del fondo								
6) compenso spettante agli esperti indipendenti	-14.080	0,02%	0,01%					
7) oneri di gestione degli immobili	-980.650	1,73%	0,88%					
8) spese legali e giudiziarie								
9) spese di pubblicazione del valore della quota ed eventualmente pubblicazione del prospetto informativo								
10) altri oneri gravanti sul fondo	-31.708	0,06%						
<b>COSTI RICORRENTI TOTALI</b>	<b>-1.737.836</b>	<b>3,06%</b>						
11) provvigioni di incentivo								
12) oneri di negoziazione di strumenti finanziari	-55.902							
di cui:								
- su titoli azionari								
- su titoli di debito								
- su derivati	-55.902							
- altri								
13) oneri finanziari per debiti assunti dal fondo	-1.683.721			3,12%				
14) oneri fiscali di pertinenza del fondo								
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>-3.477.459</b>	<b>6,13%</b>						

Il compenso spettante alla Società di Gestione è composto da:

- una commissione fissa iniziale di Euro 200.000 corrisposta *Una Tantum* all'avvio dell'attività del fondo;
- una commissione di gestione;
- una commissione variabile finale.

**La Commissione di gestione** è pari allo 0,5% annuo del Valore Complessivo delle Attività del Fondo, con un minimo garantito di Euro 300.000 per ogni anno ed è calcolata su base semestrale.

Per Valore Complessivo delle Attività del Fondo si intende, successivamente all'approvazione della prima relazione annuale o della prima relazione semestrale, la somma del valore dei singoli beni facenti parte dell'Investimento Tipico di cui all'art. 13.1, comma 2) del Regolamento, e delle altre attività detenute dal Fondo, quale risultante dalla relazione annuale o dalla relazione semestrale al netto delle plusvalenze non realizzate rispetto al costo storico degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni detenute dal Fondo alla data di riferimento (per tale intendendosi i relativi valori di acquisizione e/o di conferimento incrementati delle cosiddette "capex").

Con riferimento alle sottoscrizioni in denaro e relativamente a ciascuna emissione di Quote, fino all'integrale versamento degli impegni assunti dai Partecipanti a seguito del richiamo degli stessi, è preso a riferimento per il calcolo della Commissione di Gestione il controvalore nominale dell'intero ammontare sottoscritto, indipendentemente dai versamenti eventualmente effettuati; a beneficio di chiarezza si precisa che nella determinazione del Valore Complessivo delle Attività del Fondo si dovrà tener conto, a valere dalla rispettiva data di efficacia, anche del valore di eventuali apporti intraperiodali in denaro o in natura successivi al primo.

La Commissione di Gestione è calcolata in via provvisoria all'inizio di ogni semestre sulla base del Valore Complessivo delle Attività del Fondo, quale risultante dall'ultimo documento contabile approvato.

Con riferimento al 30 giugno e al 31 dicembre di ogni anno si determina il conguaglio rispetto agli importi erogati, a titolo di Commissione di Gestione, nei sei mesi precedenti sulla base delle risultanze contabili. Tale conguaglio sarà determinato utilizzando come base di riferimento per l'applicazione della Commissione di Gestione la media aritmetica semplice del Valore Complessivo delle Attività del Fondo rilevato all'inizio ed alla fine del semestre di riferimento, come risultante dagli ultimi documenti contabili approvati.

**La Commissione variabile finale** sarà corrisposta al momento della liquidazione del Fondo come di seguito indicato:

- a) si calcola la somma (che costituisce il **Risultato Complessivo del Fondo**):
  - i) dell'ammontare dell'attivo netto del Fondo e;
  - ii) dei proventi distribuiti con gli eventuali rimborsi parziali anticipati; tali voci vengono capitalizzate secondo il regime della capitalizzazione composta, su base annuale, ad un

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

Sulla base del *business plan* del Fondo approvato in data 27 febbraio 2015, l'importo della Commissione Variabile Finale che dovrà essere corrisposta alla SGR ammonta ad Euro 3,8 milioni, pari a circa Euro 300 migliaia per ogni esercizio. Alla data della presente Relazione, alla luce del limitato arco temporale trascorso dall'avvio dell'operatività del Fondo si è ritenuto opportuno effettuare un accantonamento pari al 50% dell'importo della commissione maturata per i primi quattro esercizi di vita del Fondo (dal 2013 al 2016), e quindi pari a complessivi Euro 600 migliaia.

Per un dettaglio della voce "oneri di gestione dei beni immobili" si rimanda alla Sezione II "Beni immobili".

Per un dettaglio della voce "oneri finanziari" si rimanda alla Sezione VI "Altre operazioni di gestione ed oneri finanziari".

### VII.3 Remunerazioni

La retribuzione complessiva del personale della SGR, corrisposta nel corso del 2016 in favore di 30 beneficiari (18 dipendenti, 9 amministratori e 3 sindaci), è stata pari a Euro 1.572.071, di cui Euro 1.417.624 per la componente fissa e Euro 154.447 per la componente variabile.

La retribuzione complessiva dell'alta dirigenza e quella dell'altro personale il cui operato impatta in misura significativa sul profilo di rischio del FIA è stata rispettivamente pari a Euro 589.065 e ad Euro 191.447.

La retribuzione complessiva dei sette dipendenti coinvolti nella gestione delle attività del Fondo è stata pari ad Euro 534.218 (di cui Euro 421.938 per la componente fissa e Euro 112.280 per quella variabile), pari al 34% della retribuzione complessiva della SGR.

Il Fondo non ha corrisposto *carried interest*.

Si segnala inoltre che la Società si è dotata di un'apposta policy "Politiche e prassi di remunerazione" che prevede che l'intera remunerazione dei dipendenti sia divisa in una componente fissa ed una componente variabile, rigorosamente distinte tra loro. La retribuzione variabile è suddivisa in obiettivi aziendali (50%) ed obiettivi personali (50%).

Il Consiglio di Amministrazione ed il Collegio Sindacale percepiscono una remunerazione esclusivamente fissa. Attualmente nessuna delle funzioni di controllo percepisce una remunerazione variabile. Si precisa che il Responsabile della Funzione interna preposta alla Valutazione dei Beni dei Fondi gestiti percepisce una potenziale retribuzione variabile, pari al 20% della retribuzione annua lorda, esclusivamente in qualità di Responsabile Amministrazione e Finanza.

### **Sezione VIII – Altri ricavi e oneri**

La voce "altri ricavi e oneri" è pari a Euro 579 ed è costituita da interessi attivi su disponibilità liquide.

## Parte D – Altre informazioni

Ad esito del recepimento della Direttiva 2011/61/UE (“AIFMD”) il Consiglio di Amministrazione della SGR, con delibera del 28 maggio 2015, ha provveduto ad istituire la funzione interna preposta alla valutazione del patrimonio dei FIA gestiti individuando il relativo responsabile nella persona del Responsabile Amministrazione e Finanza della SGR.

La scelta operata dalla SGR è tale da assicurare l’indipendenza della detta funzione dalle funzioni preposte alla gestione sia dal punto di vista gerarchico che funzionale: a tal fine, il responsabile riporta gerarchicamente al Direttore Generale della SGR, posto al vertice della struttura organizzativa e funzionalmente al Consiglio di Amministrazione. Nell’ambito del complessivo aggiornamento del sistema procedurale interno - operato anche tenuto conto del sopravvenuto quadro normativo di riferimento modificato in recepimento dell’AIFMD - la procedura relativa al processo di valutazione periodica dei beni immobili facenti parte del patrimonio del Fondo è stata accorpata nella procedura “Investimento/Disinvestimento dei Fondi Immobiliari gestiti dalla SGR” approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 30 settembre 2015. La procedura disciplina compiutamente le attività di valutazione dei beni, sia immobili che di altra natura, facenti parte del patrimonio del Fondo e definisce i presidi organizzativi, procedurali e documentali che garantiscono la possibilità di ricostruire i processi di valutazione dei beni stessi, identificando i compiti assegnati alla funzione interna preposta alla valutazione del patrimonio dei FIA gestiti dalla SGR.

La funzione interna preposta alla valutazione identifica gli asset del patrimonio del Fondo e li suddivide, per tipologia, in asset immobiliari, per i quali la normativa prevede obbligatoriamente l’intervento degli Esperti Indipendenti, e in asset non immobiliari. Per gli asset immobiliari, con il supporto delle competenti funzioni interne, provvede a concordare e inviare all’Esperto Indipendente del Fondo la documentazione necessaria per l’attività di valutazione ad esito della quale acquisisce, quindi, dall’Esperto Indipendente la relazione di stima che viene poi sottoposta a controllo, in particolare circa i criteri, le assunzioni e i modelli di valutazione utilizzati.

La funzione interna preposta alla valutazione redige, quindi, un report di valutazione interna mettendo in evidenza eventuali elementi significativi che potrebbero richiedere uno scostamento dalle stime dell’Esperto Indipendente, con relativa motivazione.

Per gli asset non immobiliari cui il patrimonio del Fondo è investito, esamina i documenti necessari per la predisposizione delle valutazioni e valuta, inoltre, per quali asset, di natura più complessa (es. strumenti derivati) sia opportuno avvalersi di *advisor* al fine di dare una valutazione corretta degli stessi. Per ogni asset vengono identificati i criteri di valutazione, le *assumptions* ed eventualmente l’ultima valutazione effettuata.

La funzione interna preposta alla valutazione predispone un memorandum con i risultati delle proprie valutazioni che, unitamente alla relazione di stima, viene sottoposta al Consiglio di Amministrazione per la sua approvazione

che, se non ritiene di chiedere ulteriori approfondimenti, provvede ad analizzare il report di valutazione predisposto e a decidere se discostarsi o meno dalla valutazione effettuata dall'Esperto Indipendente.

Si segnala inoltre che in occasione dell'adeguamento della procedura "Investimento/Disinvestimento dei Fondi Immobiliari gestiti dalla SGR" è stato altresì previsto l'intervento di un nuovo organo, il Comitato Investimenti e Disinvestimenti (CID), formato da membri interni ed esterni, che, seppur privo di poteri deliberativi, procede ad una prima formalizzazione delle linee strategiche del processo di investimento e disinvestimento del Fondo e cura di istruire e filtrare le nuove iniziative di sviluppo e le proposte di investimento o disinvestimento da sottoporre al Consiglio di Amministrazione.

Si comunica inoltre che la SGR ha provveduto ad integrare la propria procedura interna in tema di reclami, a seguito dell'istituzione, con la delibera CONSOB del 4 maggio 2016, dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie ("ACF"). Tale organismo mira ad agevolare la risoluzione delle controversie in materia finanziaria, affidando le funzioni di composizione delle vertenze tra investitori e intermediari ad un organo arbitrale, quale alternativa al ricorso al giudice civile. Pertanto la procedura precisa ora che qualora il cliente non dovesse ritenersi soddisfatto della risposta fornita dalla SGR al proprio reclamo potrà presentare all'ACF il proprio ricorso, personalmente o tramite un'associazione di consumatori. Sul sito della SGR, [www.reamsgr.it](http://www.reamsgr.it), è stato attivato il collegamento ipertestuale al sito web dell'ACF.

In tema inoltre di conflitti d'interesse, si precisa che, qualora lo desideri, l'investitore ha diritto di ottenere maggiori dettagli circa la politica di gestione dei conflitti d'interesse adottata dalla SGR, inviando la richiesta alla sede della SGR all'attenzione della funzione Organizzazione, Affari Generali e IT che, con il supporto della funzione *Compliance* evade la richiesta.

La SGR, in conformità alla direttiva AIFM, ha scelto di coprire i potenziali rischi di responsabilità per negligenza professionale derivanti dalle attività che la stessa può esercitare dotandosi di una specifica polizza di responsabilità civile professionale per istituzioni finanziarie.

Alla data della presente Relazione di Gestione risulta in essere uno strumento finanziario derivato finalizzato alla copertura dal rischio di tasso sul contratto di finanziamento del Fondo. Detto strumento è descritto nella Parte C della presente Nota integrativa.

Il valore massimo e medio del rapporto percentuale raggiunto nell'esercizio tra l'importo dei finanziamenti ricevuti e il valore dei beni costituiti a garanzia del finanziamento è stato rispettivamente del 49,9% e del 49,4%; il valore



massimo e medio del rapporto percentuale raggiunto nell'esercizio tra il valore delle garanzie del finanziamento e il totale delle attività è stato rispettivamente del 106,1% e 105,8%.

Il livello di leva finanziaria utilizzata dal Fondo, calcolato con il metodo lordo e con il metodo degli impegni, ammonta rispettivamente a 2,57 e 1,99 alla data della presente Relazione.

La Società di gestione non ha percepito dal Fondo, per l'attività di gestione svolta nel periodo, proventi diversi dalla commissione di gestione precedentemente descritta.

Nel periodo di riferimento della presente Relazione di Gestione non sono stati contratti finanziamenti per effettuare rimborsi anticipati di quote del Fondo.

L'estratto delle relazioni di stima dell'Esperto Indipendente è allegato alla presente Relazione (Allegato 2).

Per il Consiglio di Amministrazione  
Il Presidente



Spettabile  
**REAM SGR**  
Via Alfieri, 11  
10121 - TORINO

Ns. Rif. AB/val 17.132 del 31 gennaio 2017

Facendo seguito all'incarico affidatoci (MM/val 15.1847R del 9 ottobre 2015) da REAM S.G.R. S.p.A., Società che gestisce il Fondo Comune di Investimento Immobiliare denominato "FONDO CORE MULTIUTILITIES", ed in conformità con quanto disposto dal Regolamento Banca d'Italia del 19/1/2015 Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafi 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti) e dal DM 30 del 5/3/2015 (Art. 16), Praxi S.p.A., in qualità di Esperto indipendente, ha effettuato l'aggiornamento semestrale del Valore di Mercato del patrimonio immobiliare in capo al suddetto Fondo, con riferimento alla data del 31 dicembre 2016.

La nostra attività è conforme agli standard fissati da IVS – International Valuation Standards – edizione 2013 e da RICS Valuation – Professional Standards ("Red Book") – edizione 2014. PRAXI è Società di Valutazione "regulated by RICS" [Firm n° 710985].

PRAXI ha elaborato questa stima agendo in qualità di Valutatore Indipendente esterno, così come definito dal Red Book. PRAXI non si trova in condizioni di conflitto di interesse rispetto al Committente, agli altri Soggetti coinvolti, e agli immobili oggetto di valutazione.

## OGGETTO DELLA STIMA

Il portafoglio del Fondo si compone dei seguenti immobili:

#	Indirizzo	Destinazione
1	Torino (TO), Corso Svizzera n. 95 - Martinetto	direzionale
2	Moncalieri (TO), Str. Mezzi Freilia n. 1	direzionale
3	Locana (TO), Località Rosone - Str. Pr. Rosone Piantonetto	direzionale
4	Genova (GE), Via Carcassi n. 7 e 9r	direzionale
5	Genova (GE), Via SS. Giacomo e Filippo n. 7	direzionale
6	Reggio Emilia (RE), Via Nubi di Magellano n. 30 - edificio A	direzionale
7	Reggio Emilia (RE), Via Nubi di Magellano n. 30	direzionale
8	Parma (PR), Str. Santa Margherita n. 6/a - edificio A e C	direzionale
9	Parma (PR), Str. Santa Margherita n. 6/a	direzionale
10	Piacenza (PC), Str. Borgoforte n. 22 - 24 - 26	direzionale
11	Castelnovo (RE), Via Casoletta n.1/b località Felina	direzionale



Sono stati oggetto di valutazione i fabbricati, comprensivi degli impianti generici di diretta pertinenza (elettrico, termico, idrico, ecc.) e delle aree di proprietà; sono invece rimasti esclusi dalla valutazione i beni mobili, i documenti, gli archivi ed in generale quanto contenuto negli immobili di cui si tratta.

## **DEFINIZIONE DI VALORE E CRITERI DI VALUTAZIONE**

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

Secondo la definizione di IVS – International Valuation Standards e di RICS Valuation – Professional Standards (“Red Book”), per Valore di Mercato si intende l’ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un’adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, consapevole e senza coercizioni (IVS 2013 – Framework 29; RICS Red Book 2014 – VPS4 1.2).

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

### **– metodo comparativo**

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

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

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

### **– metodo della capitalizzazione**

Il Valore dell'immobile deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti 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; 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 del costo**

il Valore dell’immobile si ricava considerando il costo di ricostruzione/rimpiazzo a nuovo dello stesso, con le medesime caratteristiche di forma architettonica, materiali e tecnologie,

rettificato in percentuale per tener conto del fattore di deprezzamento relativo al degrado (vetustà, stato manutentivo, obsolescenza tecnologica e funzionale); il suddetto costo include l'area, il fabbricato, gli impianti di diretta pertinenza (elettrico, idrico, ecc.), gli onorari professionali, gli oneri di concessione ed i costi generali.

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

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

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

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

- superfici lorde (già forniti in occasione della precedente semestrale);
- variazioni inerenti al perimetro immobiliare intervenute nel primo semestre 2016;
- documentazione catastale;
- planimetrie;
- dati urbanistici;
- contratti di locazione;
- due diligence;
- rent roll (consistenze, riepilogo contratti e principali clausole e limitazioni);
- IMU/TASI;
- premi assicurativi;
- progetti/ipotesi progettuali di sviluppo.

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

- alle consistenze degli immobili;
- ai contratti di locazione in essere/nuovi (unità immobiliari interessate, canoni, scadenze, step-up, opzioni di rinnovo e/o di recesso anticipato, ecc.);
- agli interventi di manutenzione straordinaria/ristrutturazione già programmati sugli immobili a reddito;

- ai progetti/ipotesi progettuali inerenti agli immobili destinati ad interventi di trasformazione (destinazioni, tempistiche, costi e oneri professionali, ecc.).

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

- canoni di mercato, per le diverse destinazioni d'uso e zone interessate;
- tassi di capitalizzazione e di attualizzazione;
- costi a carico della proprietà riguardanti property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite;
- costi di costruzione/ristrutturazione diretti ed indiretti (per gli interventi di trasformazione);
- prezzi finali di vendita e tempi di assorbimento del mercato, relativamente alle varie destinazioni d'uso di cui ai progetti/ipotesi progettuali di trasformazione.

## APPROCCI ESTIMATIVI

### IMMOBILI A REDDITO O POTENZIALMENTE TALI

Gli immobili in esame sono a reddito (locati) o potenzialmente tali (locabili). Per immobili a reddito o potenzialmente tali si intendono gli immobili che si trovano in condizioni tali da essere in grado di generare per il proprietario un reddito locativo, senza necessità di interventi edilizi sostanziali, né di cambi di destinazione d'uso.

Tutti gli immobili in capo al Fondo Core Multiutilities sono stati valutati applicando tale metodo.

Gli immobili a reddito o potenzialmente tali sono stati stimati attualizzando il cash-flow netto generato dai contratti di affitto in essere e/o prospettici; il prezzo di cessione finale di ciascun bene (Terminal Value) è stato determinato proiettando a fine periodo il canone di affitto di mercato, utilizzando un going-out cap rate che incorpora un adeguato spread, per tenere conto del rischio insito nella proiezione a lungo termine.

I **ricavi da locazione** sono stati desunti dai contratti di affitto in essere, ove esistenti, e da specifiche indagini di mercato da noi condotte nelle zone e per le tipologie interessate. Per le unità immobiliari sfitte e per quelle i cui contratti di affitto andranno a scadere nel corso del periodo di durata del cash-flow dell'investimento, si è tenuto debitamente conto dei tempi necessari alla messa/rimessa a reddito delle stesse, a condizioni di mercato (commercializzazione, periodi di "vacancy/free rent" e "step-up" ad inizio contratti, tempi correlati ad interventi di restyling, ecc.).

I **costi a carico della proprietà** (IMU, TASI, assicurazione, property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite) o sono stati forniti direttamente dalla Committente o sono stati determinati in modo analitico, alla luce dei dati inviati dalla

SGR, ove disponibili, oppure di nostre autonome quantificazioni, basate sugli standard di mercato e sulle esperienze di immobili analoghi.

La **durata del cash-flow** dell'investimento è stata assunta in 15 anni, tenendo conto della durata standard di un contratto di locazione ad uso non residenziale (6 + 6 anni) e del tempo necessario per la stipula e messa a regime del contratto stesso. Si precisa che la durata del cash-flow assunto a base della valutazione dell'immobile non è influenzata né subordinata alle scelte e alle decisioni di investimento della SGR, che possono coincidere o meno con l'atteggiamento dell'investitore "ordinario"; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions della presente stima si discostino da quanto contenuto nel business plan del Fondo.

#### VARIABILI MACROECONOMICHE E IMMOBILIARI

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

Il trend dell'**inflazione** è tratto dalle previsioni pubblicate sul numero di Ottobre 2016 di Consensus Forecast, edito da Consensus Economics (uno tra i principali Centri di ricerche economiche e finanziarie mondiali - [www.consensuseconomics.com](http://www.consensuseconomics.com)).

In considerazione del fatto che le proiezioni sul mercato italiano, anche nel breve periodo, non rappresentano una fonte di informazioni sufficientemente stabile e riscontrabile, abbiamo ritenuto di assumere nella stima che l'**andamento del mercato** immobiliare per il prossimo biennio sia in linea con quello previsto per l'inflazione.

La tabella che segue sintetizza le previsioni relative all'andamento nei prossimi dieci anni delle principali variabili macroeconomiche in Italia.

Italy											
* % change over previous year	Historical				Consensus Forecasts						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022-2026 <sup>1</sup>
Gross Domestic Product*	-2.8	-1.7	0.1	0.7	0.8	0.7	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Household Consumption*	-3.9	-2.5	0.4	1.5	1.2	0.9	1.0	1.0	0.9	1.1	1.1
Gross Fixed Investment*	-9.3	-6.6	-3.0	1.3	1.6	1.0	2.1	2.3	2.1	1.9	1.6
Industrial Production*	-6.3	-3.1	-0.7	1.2	1.0	1.1	1.2	1.4	1.4	1.3	1.5
Consumer Prices*	3.0	1.2	0.2	0.1	-0.1	0.8	1.2	1.5	1.6	1.7	1.7
Current Account Balance (Euro bn)	-5.8	15.2	30.9	36.0	43.7	41.3	35.5	33.3	30.3	26.0	21.1
10 Year Treasury Bond Yield, % <sup>2</sup>	4.5	4.1	1.9	1.6	1.3 <sup>3</sup>	1.3 <sup>4</sup>	1.5	2.0	2.4	3.1	3.6

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

Trend inflazione 1^ semestre	0,40%		
Trend inflazione 2^ semestre	0,40%		
Trend inflazione 3^ semestre	0,60%		
Trend inflazione 4^ semestre	0,60%		
Trend inflazione dal 5^ semestre in poi	0,85%	<b>1,70%</b>	<b>annuo</b>

Per quanto riguarda il trend mercato immobiliare a sua volta, assunto che per il prossimo biennio sia in linea con quello del trend dell'inflazione, si è assunto che l'andamento del mercato immobiliare per il periodo successivo sia in linea con quello dell'inflazione, e si è quindi fatto riferimento alle previsioni di Consensus Forecast di cui sopra.

Trend mercato immobiliare 1^ semestre	0,40%		
Trend mercato immobiliare 2^ semestre	0,40%		
Trend mercato immobiliare 3^ semestre	0,60%		
Trend mercato immobiliare 4^ semestre	0,60%		
Trend mercato immobiliare dal 5^ semestre in poi	0,85%	<b>1,70%</b>	<b>annuo</b>

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

Il rendimento dei Titoli di Stato è stato anch'esso desunto da Consensus Forecast, ed è pari, per il 2017, all'1,3%:

Italy											
* % change over previous year	Historical				Consensus Forecasts						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022-2026 <sup>1</sup>
Gross Domestic Product*	-2.8	-1.7	0.1	0.7	0.8	0.7	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Household Consumption*	-3.9	-2.5	0.4	1.5	1.2	0.9	1.0	1.0	0.9	1.1	1.1
Gross Fixed Investment*	-9.3	-6.6	-3.0	1.3	1.6	1.0	2.1	2.3	2.1	1.9	1.6
Industrial Production*	-6.3	-3.1	-0.7	1.2	1.0	1.1	1.2	1.4	1.4	1.3	1.5
Consumer Prices*	3.0	1.2	0.2	0.1	-0.1	0.8	1.2	1.5	1.6	1.7	1.7
Current Account Balance (Euro bn)	-5.8	15.2	30.9	36.0	43.7	41.3	35.5	33.3	30.3	26.0	21.1
10 Year Treasury Bond Yield, % <sup>2</sup>	4.5	4.1	1.9	1.6	1.3 <sup>3</sup>	1.3 <sup>4</sup>	1.5	2.0	2.4	3.1	3.6

Il trend dell'EurIRS è stato ipotizzato equivalente alla media dei valori degli ultimi dodici mesi, rilevata dalla stampa specializzata, ed è pari allo 0,90% annuo:

Trend EurIRS ultimi 12 mesi	
nov-15	1,3100
dic-15	1,3300
gen-16	1,2400
feb-16	0,9400
mar-16	0,9500
apr-16	0,8900
mag-16	0,9300
giu-16	0,8100
lug-16	0,6600
ago-16	0,6200
set-16	0,6400
ott-16	0,7600
<b>media EurIRS</b>	
<b>0,90</b>	

#### TASSI DI CAPITALIZZAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE

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

#### Considerazioni generali in merito ai tassi

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

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

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

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

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

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



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

I fattori di differenziazione sono essenzialmente due:

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

### Rendimenti di mercato

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

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

Va opportunamente precisato che, nell’approccio valutativo adottato da Praxi, il nostro modello di costruzione del tasso di attualizzazione, per lo sviluppo della stima tramite il metodo DCF, utilizza quale dato di partenza il rendimento immobiliare di mercato (cap rate lordo) che viene ricavato direttamente da una nostra indagine di mercato, estesa all’intero territorio nazionale e riferita alle principali tipologie: uffici e negozi tradizionali; ricettivo; grande distribuzione; leisure and entertainment; logistico-produttivo.

Per ciascuna di queste tipologie viene determinato, attraverso l’indagine di cui sopra, il range di oscillazione del rendimento lordo (cap rate), con riferimento ad un best case e ad un worst case.

Il range dei cap rate lordi rilevati nel quarto trimestre 2016 (che sono stati quindi utilizzati nelle valutazioni riferite al 31/12/2016) è riportato nella tabella che segue:

TIPOLOGIA IMMOBILIARE		CAP RATE LORDO
UFFICI	<i>best</i>	4,90%
(uffici, negozi in ambito urbano)	<i>worst</i>	7,70%

All’interno dell’intervallo di cui sopra, il cap rate di ciascun immobile oggetto di stima viene determinato (attraverso un sistema di punteggio qualitativo) sulla base della sua situazione e condizione specifica, con riferimento a:

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

Una volta determinato il cap rate lordo dell'immobile, il tasso di attualizzazione viene calcolato tenendo conto dell'incidenza standard delle spese a carico della proprietà (in quanto il flusso di cassa che viene attualizzato è al netto di tali spese) e del previsto trend del mercato immobiliare (in quanto il flusso di cassa è a valori correnti e non a valori costanti).

**Il nostro approccio non adotta quindi una metodologia WACC per la determinazione del tasso di attualizzazione del DCF e di per se non necessita della scomposizione del tasso nei fattori che teoricamente lo compongono (inflazione, rendimento risk-free, trend del mercato, ecc.).**

Poiché però tale scomposizione viene richiesta sia dagli Organismi di controllo che dalle SGR, abbiamo elaborato un calcolo a ritroso, che parte dal cap rate lordo rilevato dal mercato e tiene conto della leva finanziaria, del costo del debito in un investimento immobiliare standard (anch'esso rilevato dal mercato) e del previsto trend del mercato immobiliare.

Il modello incorpora le variabili macroeconomiche che vengono riportate nel nostro report di valutazione, nella pagina relativa ai tassi di capitalizzazione e attualizzazione; le stime al 31/12/2016, sono riferite ai seguenti dati:

Trend inflazione:		
1^ semestre	0,40%	
2^ semestre	0,40%	
3^ semestre	0,60%	
4^ semestre	0,60%	
dal 5^ semestre in poi	0,85%	<b>(pari al 1,7% annuo) annuo</b>
Trend del mercato immobiliare assunto equivalente al trend edell'inflazione		
Trend EurIRS		<b>0,90% annuo</b>
Rendimento dei Titoli di Stato		<b>1,30% (previsione per l'anno 2017)</b>

Il calcolo a ritroso attraverso cui arriviamo a determinare, partendo dal cap rate lordo, la remunerazione dell'equity investito si basa su procedimento matematico piuttosto complesso, che non può essere illustrato in questo executive summary.

#### Utile dell'imprenditore (investitore)

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

deriva dalla media ponderata tra la remunerazione dell'equity ed il costo del debito) corrisponde all'IRR dell'investimento.

### Durata del DCF

Il nostro modello di DCF per la stima del Valore di Mercato degli immobili a reddito prevede una durata standard di 21 anni, con scansione semestrale. Tale periodo consente di includere l'intero ciclo dei contratti di locazione stipulati con Iren Spa (18+6 anni) stipulati a partire dal 2013, più gli eventuali tempi di vacancy e messa a reddito, e quindi, in termini generali, consente la normalizzazione del flusso di reddito locativo e la determinazione del terminal value per capitalizzazione diretta, utilizzando il canone dell'ultimo periodo ed il *going out cap rate* di cui sopra.

### Indicatori

- Nel foglio "DCF" dello sviluppo valutativo di ciascun immobile vengono riportati alcuni indicatori significativi, oltre al Valore di Mercato ed alla quota di sfritto, utili alla interpretazione sintetica dei risultati della valutazione:
  - Canone attuale, che corrisponde al Canone annuo generato complessivamente dai contratti di locazione in essere.
  - Rendimento attuale, il quale costituisce la redditività dei contratti di locazione in essere, rispetto al Valore di Mercato delle sole superfici locate.
  - Canone di Mercato totale, calcolato sulla base dei parametri assunti nella stima.
  - Rendimento di mercato, il quale coincide con il *cap rate*.
  - Capex, che riguarda l'ammontare complessivo degli eventuali investimenti previsti per portare l'immobile nelle condizioni assunte come riferimento per la stima del Canone di Mercato.
  - Reversionary yield (rapporto tra il Canone Locativo di Mercato ed il Valore di Mercato, più l'eventuale Capex, determinati dalla stima), il quale corrisponde al rendimento teoricamente ottenibile da un investitore che acquistasse l'immobile ad un prezzo equivalente al Valore di stima e ottenesse di metterlo interamente a reddito, a condizioni equivalenti al Canone di Mercato stimato.

## **PRECISAZIONI E ASSUMPTIONS**

- La strategia d'investimento del Fondo è orientata verso la gestione e la valorizzazione del portafoglio immobiliare, tramite interventi di messa a reddito/incremento del reddito locativo.
- Le consistenze immobiliari corrispondono sostanzialmente alla IPMS 1 (Gross External Area / superficie esterna lorda), come internazionalmente definita, e sono state fornite dalla SGR.

- Per lo sviluppo della stima abbiamo quindi determinato la superficie commerciale degli immobili, attribuendo alle diverse tipologie di superficie una ponderazione rappresentativa del loro pregio immobiliare. In particolare, gli spazi accessori sono stati virtualizzati in proporzione sia alla loro collocazione/consistenza/quantità all'interno dell'immobile sia alle superfici ed alle destinazioni degli spazi principali nonché ai parametri assegnati agli stessi.
- Il portafoglio immobiliare è stato oggetto di sopralluoghi effettuati nel corso del mese di dicembre 2016.

## **METODOLOGIA DI LAVORO**

Gli immobili sono stati oggetto di sopralluogo diretto, con la finalità di rilevare le caratteristiche generali e di inquadrare il contesto urbano in cui essi sono inseriti; parallelamente alla attività di sopralluogo, abbiamo effettuato specifiche indagini di mercato nelle zone interessate, anche interpellando, con la necessaria riservatezza, intermediari ed operatori del settore immobiliare e verificando ove possibile casi di transazioni recenti. Tali informazioni hanno integrato ed aggiornato la banca dati sul mercato immobiliare già in possesso della nostra Società.

Per quanto concerne l'individuazione catastale, la destinazione urbanistica e le consistenze del bene in oggetto, ci siamo avvalsi della documentazione fornitaci dal Committente senza effettuare ulteriori verifiche, presupponendo quindi che quanto trasmessoci sia esatto e completo.

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

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

### ***Situazione e andamento del mercato immobiliare***

Il 2016, iniziato con importanti aspettative a livello di mercato immobiliare italiano, si è gradualmente indebolito nel suo corso a causa sia della situazione internazionale che di quella interna italiana, soprattutto sul versante politico. In particolare, il mercato degli investimenti internazionali in Italia ha subito dei contraccolpi dovuti all'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea (Brexit), alle elezioni presidenziali negli U.S.A. e al referendum costituzionale italiano che ha portato ad una caduta del governo Renzi e che condurrà probabilmente ad elezioni anticipate.

Nonostante la situazione internazionale e interna, il mercato dei capitali italiano è tornato su buoni livelli, con valori in linea con le previsioni di settore: a livello delle operazioni effettuate in quest'ultimo anno trascorso, è stato superato il numero di deal realizzati nel 2015, anche se è mancato un progetto di importanza pari a quello di Porta Nuova (dell'ordine

quindi del miliardo di euro, se non si considera l'operazione Broletti Grandi Stazioni Retail che di fatto interessa la componente mobiliare).

A livello di singole città, Milano risulta essere ancora una volta il centro attrattore del mercato immobiliare italiano, soprattutto per investimenti di tipo *core*. Gli investitori stanno però gradualmente modificando i propri interessi verso delle operazioni *value added* con più rischio, ma conseguentemente più creazione di valore e recupero di patrimonio esistente. Gli investimenti al 2016 risultano in aumento rispetto al volume registrato nel 2015 di oltre il 10%, con la conferma dell'interesse per il mercato italiano da parte degli investitori stranieri (47% contro il 63% del 2015) ma anche con il ritorno degli investitori nazionali (49% contro il 34% nel 2015) e con compravendite residenziali in crescita.

Il volume stimato investito nel 2016 risulta pari a 6,54 mld di euro secondo i dati riportati dal Quotidiano Immobiliare, in aumento dell'1% rispetto al 2015, con una preponderanza di investimenti nell'asset class degli uffici (50%) e del retail (23%). Le cifre sopra riportate si avvicinano alla stima di BNP Paribas Real Estate che vede un totale di volume transato pari a 7 mld di euro, superiore alla media degli ultimi dieci anni. Altre fondi (CBRE research) chiudono a fine anno a circa 9 mld di euro, un valore record rispetto agli anni precedenti.

Dal punto di vista del mercato residenziale, l'anno 2016 si è chiuso con un aumento delle compravendite del 12,3% rispetto all'anno precedente e con un'incidenza dei mutui che risulta depurata nel dato di crescita dalle surroghe in cui risulta un'accresciuta incidenza delle compravendite finanziarie sul totale, passata dal 44% al 59,8% attuale; la domanda risulta più vivace, anche a causa dei prezzi correnti, risultati in leggera diminuzione per tutto il 2016: a tale riguardo questi ultimi sono previsti in consolidamento nel 2017 e in leggera ripresa dal 2018 in poi.

In quanto a numero di transazioni in campo residenziale, i dati finora analizzati rispecchiano una crescita sulle 520 mila transazioni annue. Nonostante ciò, il mercato immobiliare italiano chiude il 2016 con segnali contrastanti; se da un lato le compravendite residenziali e il volume di transazioni nel settore corporate sono in crescita, sostenuti dalla propensione all'investimento immobiliare sia da parte delle famiglie che degli investitori istituzionali, dall'altro la crescente instabilità politica ed economica, accompagnata da uno scenario di bassa inflazione, frenano la ripresa dei prezzi.

La previsione del rendimento dei Titoli di Stato per l'anno 2017 è dell'1,3%, invariato rispetto al dato consuntivo del 2016, e a sua volta il trend dell'inflazione è rimasto stabile all'1,7% rispetto al semestre precedente (30/06/2016).

Per quanto riguarda i rendimenti degli immobili a reddito, nel semestre appena trascorso si è rilevata sul mercato una tendenziale diminuzione dei cap rate, per effetto di un lieve miglioramento delle condizioni di accesso al finanziamento bancario, attualmente stabili, come le previsioni del rendimento dei Titoli di Stato.

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

Nessuna.

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

Nessuna.

### *Variations di natura estimativa*

- il trend dei Titoli di Stato è passato dal 3,2% (30/06/2016) al 1,3% (31/12/2016);
- per trend dell'inflazione non ci sono state variazioni rispetto alla semestrale precedente;
- come già precisato, nel modello DCF l'andamento dell'inflazione (per l'indicizzazione dei costi) e del mercato immobiliare (per l'indicizzazione dei ricavi) sono stati determinati in modo puntuale per i primi quattro semestri, sulla base delle previsioni elaborate rispettivamente da Consensus Forecast e da Nomisma; successivamente al primo biennio, gli andamenti di inflazione e mercato sono stati assunti come coincidenti, e riferiti alle previsioni a lungo termine di Consensus Forecast.
- Nella tabella sottostante si riepilogano le principali variazioni intervenute nel semestre per immobile:

	30/06/2016	31/12/2016	Delta	Delta %	30/06/2016	31/12/2016	Delta	Delta %	30/06/2016	31/12/2016	Delta	Delta %	30/06/2016	31/12/2016	Delta	Delta %	30/06/2016	31/12/2016	Delta	Delta %	

## GRUPPO DI LAVORO

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

- Antonio Gamba (Legale rappresentante di Praxi S.p.A., iscritto all'Albo degli Ingegneri di Milano al n° A 8913 dal 1966) – *Coordinatore tecnico*
- Maurizio Negri – *Responsabile tecnico del progetto*
- Andrea Boschetto – *Client leader*
- Marco Concetti - *Valuer*
- Centro Studi PRAXI Real Estate

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

## CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base di quanto riportato in precedenza, è nostra opinione che il Valore di Mercato degli immobili in capo al **FONDO CORE MULTIUTILITIES**, con riferimento alla data del 31/12/2016, sia pari a:

**€ 109.710.000,00**

**(euro centonovemilionesettecentodiecimila/00).**

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

Il Valore di Ricostruzione a Nuovo è pari a:

**€ 95.390.000,00**

**(euro novantacinquetrecentonovantamila/00)**

Nella pagina seguente il riepilogo dei Valori di Mercato e di Costruzione a Nuovo dei singoli lotti/asset.

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

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

**Praxi S.p.A.**

*Responsabile Tecnico*

Maurizio NEGRI MRICS

Registered Valuer



**Praxi S.p.A.**

*Legale Rappresentante*

Antonio GAMBA

