



Fondo  
C O R E  
N O R D  
O V E S T

---

**RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO CORE NORD OVEST**  
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 Nord Ovest ...	12
<b>1.2 Descrizione del Fondo al 31 dicembre 2016</b> .....	18
<b>1.3 Governance del Fondo</b> .....	24
<b>1.4 L'andamento del Fondo</b> .....	26
1.4.1 La gestione immobiliare .....	27
1.4.2 La gestione finanziaria .....	35
<b>1.5 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione</b> .....	40
<b>1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2016</b> .....	40
<b>2. Situazione Patrimoniale</b> .....	42
<b>3. Sezione Reddittuale</b> .....	44
<b>4. Nota integrativa</b> .....	46
Parte A – Andamento del valore della quota .....	46
Parte B – Le attività, le passività ed il valore complessivo netto .....	50
Parte C – Il risultato economico dell'esercizio .....	63
Parte D – Altre informazioni .....	70

## 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

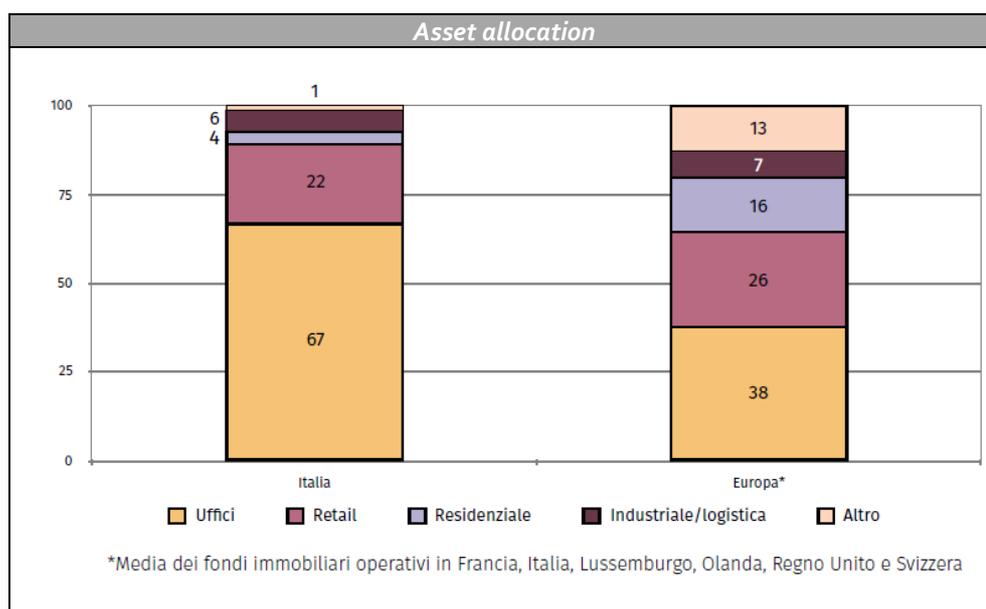
---

<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.

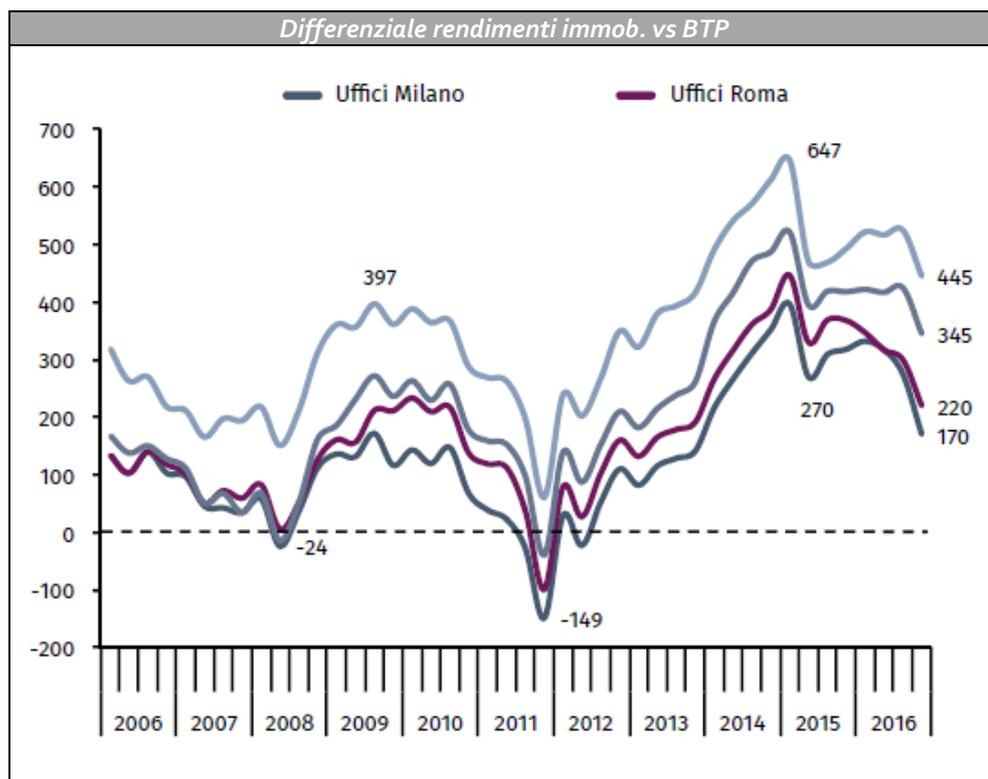
## **Investitori**

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.

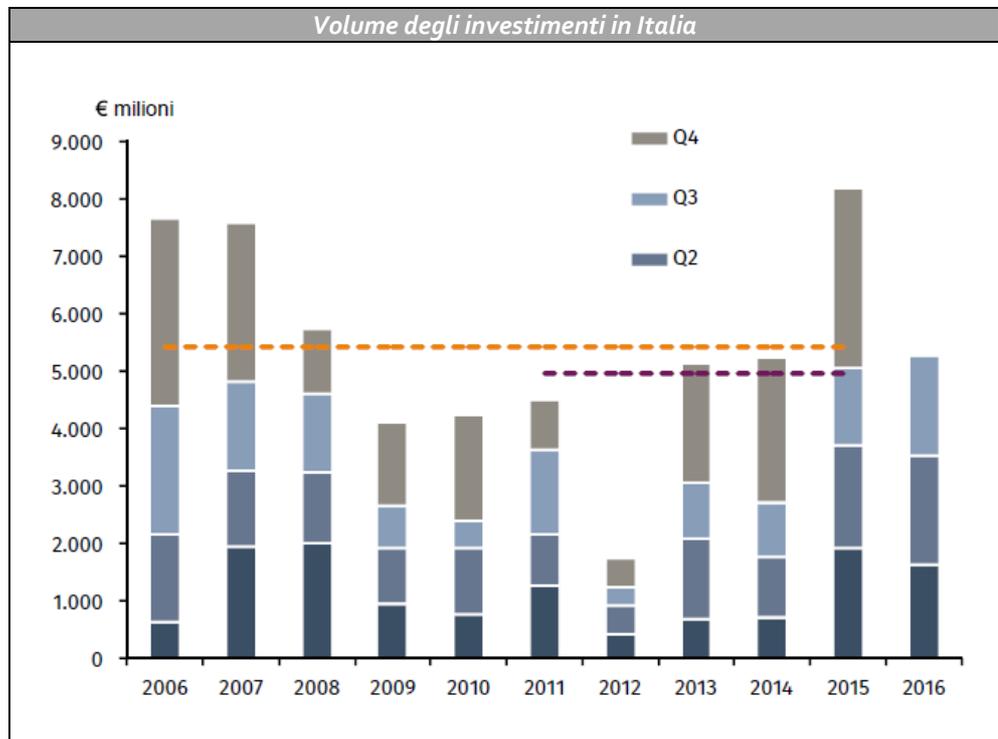
## **Volumi**

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 6,5 miliardi di Euro). 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	COMPRATORI	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 Montenaполеone 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 800 milioni di Euro) 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

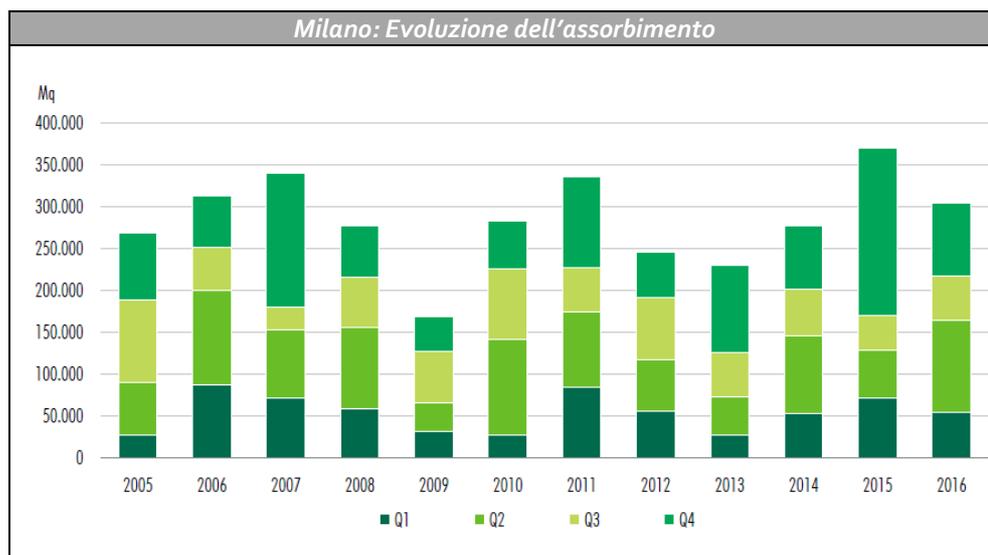
Nel complesso le proprietà acquisite sono principalmente immobile *core* o *value added* che non rappresentano la totalità del mercato italiano costituito da centinaia di città e migliaia di immobili potenzialmente interessanti, ma difficili da inquadrare in un *business plan*.

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 Nord Ovest**

#### ***Milano: overview del mercato***

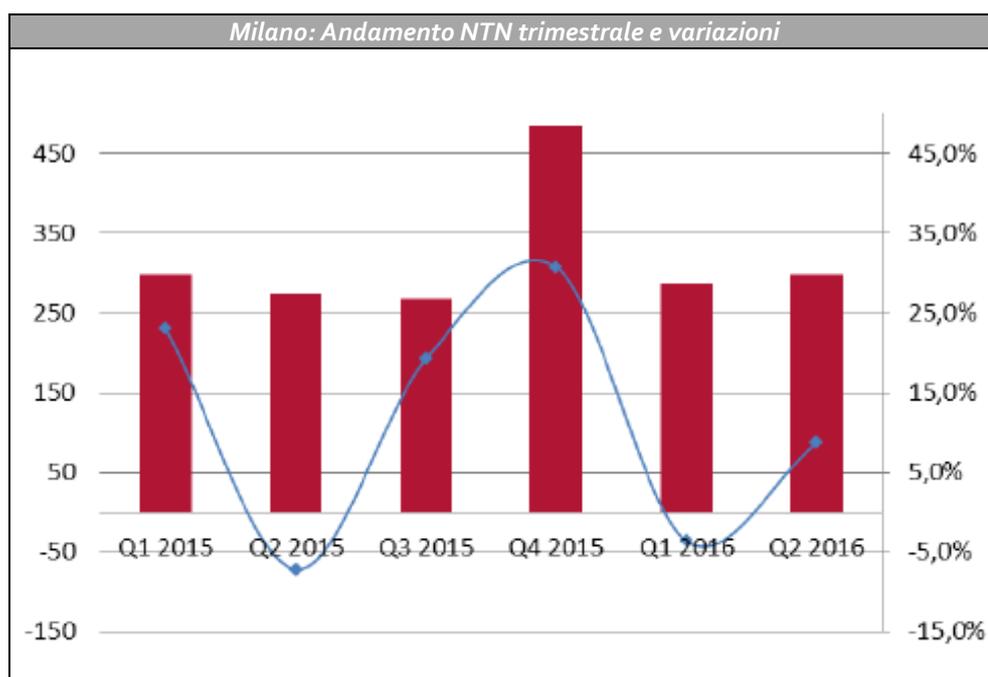
Milano si conferma una meta interessante, con un mercato sempre vivace e in linea con altre realtà europee. Il settore uffici nel 2016 ha raggiunto un volume di assorbimento di 304.200 mq, inferiore al dato record del 2015 ma comunque maggiore rispetto alla media degli ultimi 10 anni.



Fonte: CBRE Research 2016

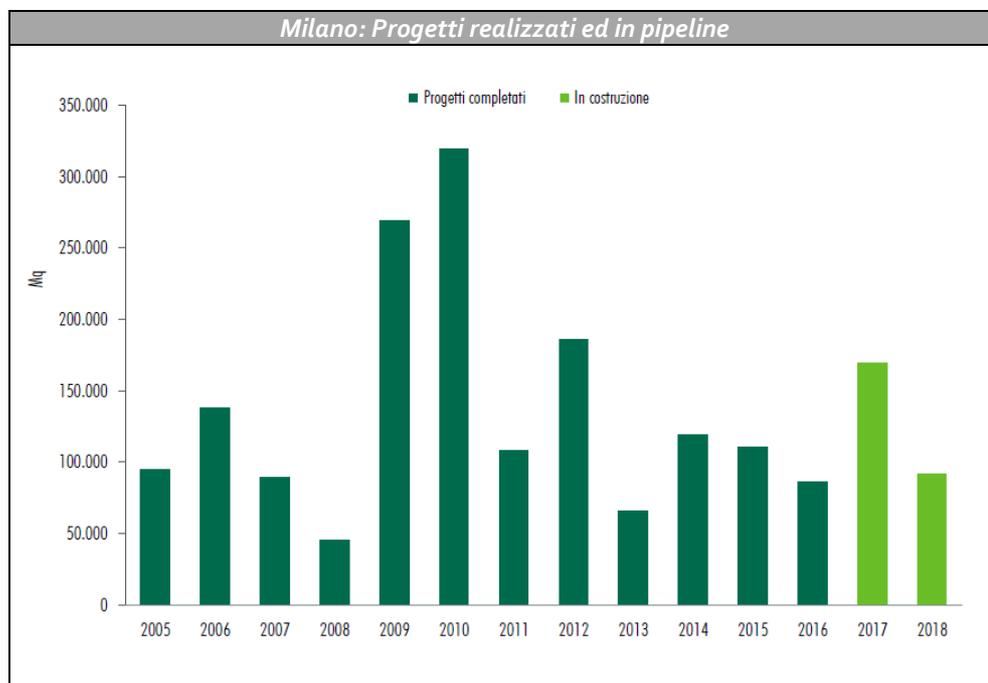
L'anno è stato caratterizzato da diverse transazioni superiori a 10.000 mq che hanno coinvolto importanti *corporate* internazionali.

Le transazioni registrate nel I semestre 2016 sono state 586, in lieve crescita (+2,3%) rispetto a quelle rilevate durante il corso del I semestre del 2015. Dopo un I trimestre 2016 in cui è stato registrato un calo di transazioni rispetto allo stesso trimestre del 2015 (-3,6%), nel II trimestre 2016 si sono registrate 298 transazioni, in aumento del +8,7% rispetto allo stesso trimestre del 2015 (274). In termini di variazione tendenziale annua, nel Q1 2015 si è registrato un +23,1% a cui ha fatto seguito nel Q2 un calo del -7,1% e nel Q3 una nuova crescita del +19,3%. Nel Q4 si è raggiunto il picco massimo per il periodo analizzato, con un +30,8% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.



Fonte: Office Market Overview Gabetti

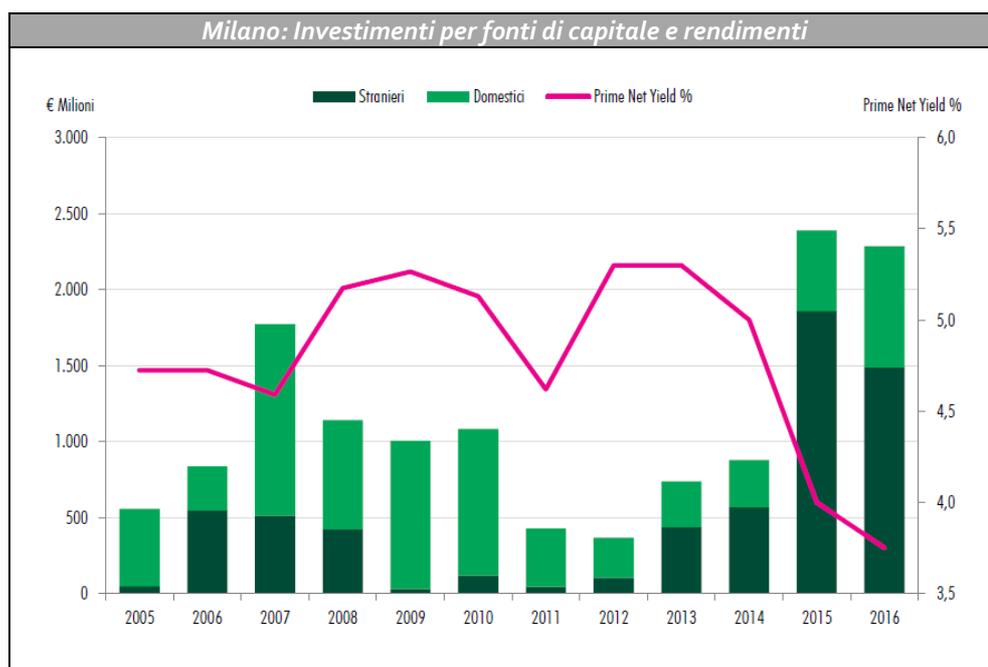
Rispetto alla pipeline dei nuovi sviluppi in corso di realizzazione, alla fine del 2016 risultano in costruzione circa 260.000 mq di spazi uffici, di cui circa il 60% rappresentato da progetti speculativi.



Fonte: CBRE Research 2016

Nell'ultimo trimestre dell'anno il capitale domestico ha rappresentato il 53% del volume transato, tra i *player* più attivi spiccano gli investitori istituzionali interessati a prodotti *core* localizzati in aree centrali.

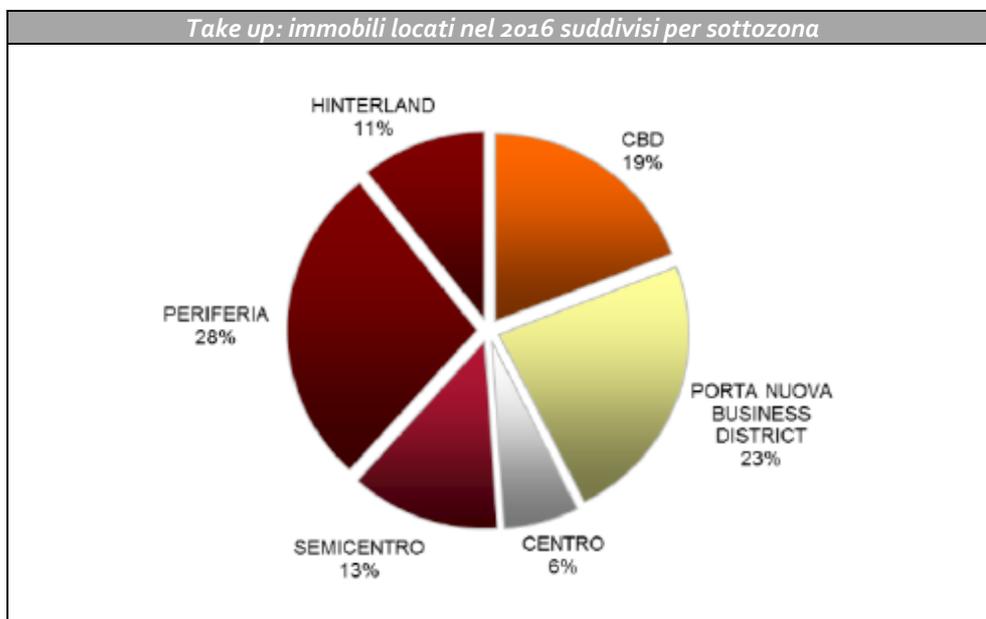
*Prime net yield* e *good secondary net yield* sono diminuiti rispettivamente a 3,75% e 5,50%.



Fonte: CBRE Research 2016

Secondo CBRE nel corso del 2016 *Prime net yield* e *good secondary net yield* sono diminuiti rispettivamente a 3,75% e 5,50%, il *prime rent* è rimasto stabile a 500 Euro/mq/anno per i sotto-mercati CBD e Porta Nuova, mentre è cresciuto il canone medio che alla fine del 2016 si è attestato a circa 285 Euro/mq/anno.

La *vacancy* complessiva stimata nell'area milanese è di circa 1,5 Milioni di mq, con prevalenza dello sfitto, in termini di superficie, nella zona periferica della città, con il 51%, seguita dall'hinterland, con il 20% della *vacancy* totale (dato *Gabetti Office Market Overview 2016*), mentre il *take up* stimato nel 2016 è stato di circa 256.000 mq. In termini di numero di contratti chiusi, la quota maggiore si è registrata nella periferia (28%); seguono il Porta Nuova Business District (23%) e il CBD (19%). In termini di superficie la periferia (29%) e il semicentro (25%) rappresentano le quote più significative.



Fonte: *Office Market Overview Gabetti*

**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.

a 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.

## 1.2 Descrizione del Fondo al 31 dicembre 2016

### *Il Fondo Core Nord Ovest*

Il Fondo Core Nord Ovest (di seguito "il **Fondo**") è un Fondo di Investimento Alternativo Immobiliare Riservato di tipo Chiuso, gestito da REAM SGR S.p.A. (di seguito "**REAM SGR**").

Il Fondo Core Nord Ovest è stato istituito come Fondo Proteo e il relativo Regolamento è stato approvato dalla Banca d'Italia in data 5 marzo 2009, con delibera n. 168. Il Regolamento è stato oggetto di successive modifiche e, da ultimo, è stato modificato con delibere dell'Assemblea del Fondo e del Consiglio di Amministrazione - rispettivamente in data 27 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 (di seguito "**AIFMD**").

Il Fondo è stato costituito in data 29 settembre 2009 con atto di apporto di un portafoglio di immobili di proprietà di UniCredit Business Integrated Solutions S.c.p.A. (di seguito "**UBIS**", già UniCredit Real Estate S.c.p.A.), società interamente controllata da UniCredit S.p.A.

L'apporto è stato effettuato ad un valore di Euro 573.750.000 a fronte di un valore di mercato degli stessi immobili stimato dall'Esperto Indipendente pari a Euro 672.220.000: pertanto il conferimento è avvenuto con uno sconto di apporto pari a circa il 15%. Le quote emesse a favore dell'apportante, calcolate tenuto conto del finanziamento stipulato dall'apportante e accollato dal Fondo per complessivi Euro 344.250.000, sono state n. 2.296 per un valore nominale complessivo pari a Euro 229.600.000.

### *Il portafoglio immobiliare*

Il portafoglio apportato era inizialmente costituito da 13 immobili facenti parte del patrimonio storico del gruppo Unicredit; di seguito si riportano le principali caratteristiche:

- notevole pregio storico ed architettonico degli edifici (a titolo esemplificativo, si segnalano le sedi storiche delle banche confluite in Unicredit, quali ad esempio l'immobile di Torino – Via XX Settembre 31, già sede della Cassa di Risparmio di Torino, l'immobile di Via Dante a Genova, già sede del Credito Italiano, l'immobile di Piazza Edison a Milano, già sede della Banca di Roma, poi Capitalia e l'immobile di Via Santa Margherita, già sede del Banco di Sicilia);
- localizzazione nei principali capoluoghi del Nord-Ovest (Torino, Milano e Genova);

- ubicazione nel centro delle città e agli indirizzi di maggior prestigio;
- immobili prevalentemente ad uso direzionale oltre che filiali di UniCredit di dimensioni medio-grandi;
- immobili prevalentemente a reddito.

L'originario portafoglio immobiliare del Fondo ha registrato le seguenti movimentazioni:

- acquisto in data 13 dicembre 2010 dell'immobile sito a Milano, Piazza Cordusio, 3/Via Orefici, 15 (immobile di proprietà delle Poste Italiane), adiacente all'immobile già presente nel portafoglio immobiliare ubicato in Via Cordusio/Via Armorari.

L'acquisto dell'asset è avvenuto a seguito di aggiudicazione di procedura di gara aperta ad offerte segrete in aumento indetta da Poste Italiane S.p.A. e dalla controllata Europa Gestioni Immobiliari S.p.A. Contestualmente all'acquisizione, è stato sottoscritto con Poste Italiane un contratto di locazione temporanea di durata quadriennale;

- dismissione avvenuta in data 18 febbraio 2011 dell'immobile di Torino, Via Alfieri 13 al Consiglio Regionale del Piemonte;
- acquisto di 9 box auto a servizio degli immobili del quadrilatero a Torino;
- dismissione in data 14 maggio 2015 degli immobili di Piazza Cordusio, Via Cordusio e Via Santa Margherita siti in Milano al Fondo chiuso di Investimento Immobiliare denominato Pacific 1, allora gestito da BNP Paribas REIM Sgr;
- dismissione in data 13 dicembre 2016 dell'immobile ubicato in Milano Piazza Edison al Fondo chiuso di Investimento Immobiliare denominato *Italian Trophy Assets*, gestito da REAM Sgr SpA.

Gli immobili attualmente presenti nel portafoglio del Fondo presentano complessivamente una superficie lorda pari a 202.568 mq.

Immobile	Superficie lorda
Torino - Nizza	121.819 mq
Torino - XX Settembre	24.432 mq
Torino - Arsenale 23 (*)	15.364 mq
Torino - Arcivescovado 8	2.320 mq
Genova - Dante	15.821 mq
Milano - Manzoni	2.337 mq
Torino - Alfieri 9/11	6.720 mq
Torino - Montevecchio	4.874 mq
Torino - Arsenale 15	4.632 mq
Genova - Garibaldi	4.249 mq
<b>TOTALE</b>	<b>202.568 mq</b>

(\*) Include n. 3 box in Torino Via Arsenale 25 e n. 6 box in Torino Piazza Solferino

### **La situazione locativa**

A seguito dell'apporto degli Immobili, il Fondo ha stipulato con UniCredit Business Integrated Solutions S.c.p.A. in qualità di conduttore, nuovi contratti di locazione, per ciascun immobile o porzione di immobile, contenenti i seguenti termini e condizioni:

- durata: 18 anni con rinnovo per altri 6 anni. In alcuni casi sono stati stipulati dei contratti di durata inferiore (6+6 o 12+6 anni);
- manutenzione impiantistica ordinaria e straordinaria a carico del conduttore, manutenzione straordinaria edile e strutturale a carico della proprietà;
- garanzia di UniCredit per il pagamento dei canoni di locazione, che si rinnova annualmente;
- indicizzazione ISTAT: è prevista un'indicizzazione annuale pari al 100% della variazione dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie;
- diritto di prelazione: nei casi previsti dalla Legge 392/78.

Sulla base dell'ultima valutazione di mercato, il valore degli spazi locati rappresenta circa il 83% del portafoglio (incluso i contratti di locazione sottoscritti, ma aventi decorrenza successiva al 31 dicembre 2016), quello degli spazi sfitti il 10% e quello degli immobili in vendita (Via Arcivescovado e Corso Montevicchio in Torino) il 7%.

Il totale dei canoni del Fondo al 31 dicembre 2016 si compone da locazioni in capo ad UniCredit Business Integrated Solutions S.c.p.A. per circa il 88% e da locazioni di altre società per il restante 12%(non includendo i contratti di locazione sottoscritti, ma aventi decorrenza successiva al 31 dicembre 2016).

Gli immobili facenti parte del patrimonio del Fondo sono descritti con maggior dettaglio nelle schede allegate alla presente Relazione (Allegato 1).

### **Struttura del Finanziamento**

Nel corso del precedente esercizio, in data 30 luglio 2015, il Fondo ha rifinanziato integralmente il portafoglio immobiliare rimborsando anticipatamente, rispetto alla scadenza naturale del precedente contratto di finanziamento prevista per il 28 settembre 2015, il finanziamento ipotecario per Euro 305.267.576. Il nuovo finanziamento è stato sottoscritto per Euro 312.000.000 con un LTV iniziale del 57,7%.

La selezione del pool di banche che ha rifinanziato il Fondo (UBI Banca, Unicredit, Banca IMI, Ing Bank, Bre Banca e Banca Popolare di Milano) era avvenuta a seguito di una procedura competitiva indetta con l'ausilio dell'*advisor* finanziario Mediobanca che aveva inizialmente contattato 16 istituti bancari italiani e internazionali.

La concessione del nuovo finanziamento ha comportato l'iscrizione di una nuova ipoteca di primo grado su tutti gli immobili del Fondo per un importo pari a Euro 624.000.000.

In considerazione del livello d'indebitamento del Fondo si è agito anche sui contratti derivati in essere del Fondo, sottoscritti nel 2012, per adeguare il

nozionale di riferimento degli stessi, allungandone anche la durata, date le condizioni di mercato, al mese di marzo 2024. Per un maggior dettaglio si rimanda alla Sezione III.1 e III.3 della parte B della Nota Integrativa.

***Caratteristiche del Fondo***

Dalla data dell'apporto alla data del 31 dicembre 2016, il Fondo Core Nord Ovest si presenta con le caratteristiche rappresentate nelle tabelle che seguono.

**Il Fondo Core Nord Ovest in sintesi**

		Apporto	31 dicembre 2009	30 giugno 2010	31 dicembre 2010	30 giugno 2011	31 dicembre 2011	30 giugno 2012	31 dicembre 2012
Patrimonio immobiliare	n° immobili	13	13	13	14	13	13	13	13
Mq complessivi lordi	mq	245.000	245.000	245.000	255.000	251.000	251.000	251.000	251.000
Distribuzione geografica	%	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest						
Valore di mercato immobili	€ mln	672,22	680,18	682,02	737,82	718,14	702,53	689,38	689,22
Costo storico <sup>(1)</sup>	€ mln	573,75	574,38	574,39	630,07	624,48	626,14	628,01	629,70
Monte canoni complessivo	€ mln	41,27	41,29	40,89	45,02	44,74	45,10	44,18	42,97
Rendimento lordo da locazione	%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,0%	6,8%
Debito <sup>(2)</sup>	€ mln	344,25	344,25	344,25	382,12	377,62	378,47	378,47	382,18
Loan to value (LTV)	%	51,2%	50,6%	50,5%	51,8%	52,6%	53,9%	54,9%	55,5%
Loan to cost (LTC)	%	60,0%	59,9%	59,9%	60,6%	60,5%	60,4%	60,3%	60,7%
Net asset value <sup>(3)</sup>	€ mln	229,60	341,23	349,09	358,41	347,51	333,28	314,27	312,61
Distribuzione proventi totale <sup>(4)</sup>	€ mln	0	4,67	0	11,48	7,00	13,09	9,18	9,53
Distribuzione proventi pro quota <sup>(4)</sup>	€/quota	0	2.032	0	5.000	3.050	5.700	4.000	4.150

<sup>(1)</sup> Determinato come valore di conferimento al netto delle vendite effettuate ed aumentato delle spese di manutenzione straordinaria.

<sup>(2)</sup> Debito outstanding al netto dei rimborsi dell'ALA allocata sugli immobili venduti alla data di riferimento.

<sup>(3)</sup> Valore contabile riportato in rendiconto alla data di riferimento.

<sup>(4)</sup> Importi di competenza relativi ai periodi di riferimento.

**Il Fondo Core Nord Ovest in sintesi**

		30 giugno 2013	31 dicembre 2013	30 giugno 2014	31 dicembre 2014	30 giugno 2015	31 dicembre 2015	30 giugno 2016	31 dicembre 2016
Patrimonio immobiliare	n° immobili	13	13	13	14 (5)	11	11	11	10
Mq complessivi lordi	mq	251.000	251.000	251.000	251.700	232.521	232.174	231.464	202.568
Distribuzione geografica	%	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest						
Valore di mercato immobili	€ mln	683,83	671,94	659,70	659,02	540,60	532,47	531,37	352,39
Costo storico <sup>(1)</sup>	€ mln	632,00	634,80	639,56	646,98	540,05	545,57	545,12	371,47
Monte canoni complessivo	€ mln	36,74	26,02	22,29	22,18	21,43	21,39	22,83	19,82
Rendimento lordo da locazione	%	5,8%	4,1%	3,5%	3%	4,0%	3,9%	4,2%	5,3%
Debito <sup>(2)</sup>	€ mln	383,98	386,00	386,00	386,00	305,27	311,27	309,71	179,30
Loan to value (LTV)	%	56,2%	57,4%	58,5%	58,6%	56,5%	58,5%	58,3%	50,9%
Loan to cost (LTC)	%	60,8%	60,8%	60,4%	59,7%	56,5%	57,1%	56,8%	48,3%
Net asset value <sup>(3)</sup>	€ mln	304,24	290,83	272,44	265,96	258,48	245,09	237,44	258,90
Distribuzione proventi totale <sup>(4)</sup>	€ mln	7,81	1,38	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	27,55
Distribuzione proventi pro quota <sup>(4)</sup>	€/quota	3.400	600	0	0	0	0	0	12.000

<sup>(1)</sup> Determinato come valore di conferimento al netto delle vendite effettuate ed aumentato delle spese di manutenzione straordinaria.

<sup>(2)</sup> Debito outstanding al netto dei rimborsi dell'ALA allocata sugli immobili venduti alla data di riferimento.

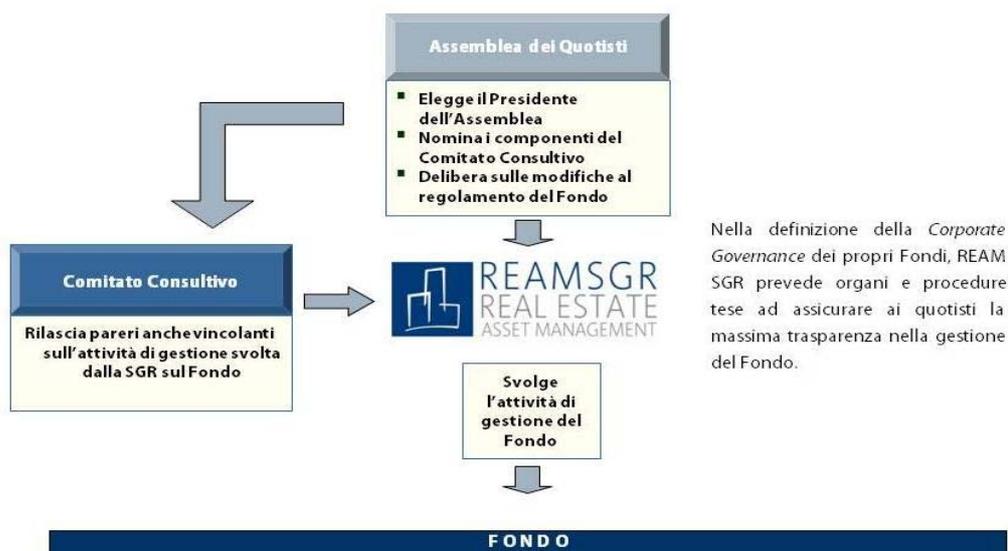
<sup>(3)</sup> Valore contabile riportato in rendiconto alla data di riferimento.

<sup>(4)</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 S.p.A.

Tra i sottoscrittori delle quote di partecipazione al patrimonio del Fondo sono presenti i seguenti azionisti della Società di Gestione:

- la **Fondazione Cassa di Risparmio di Torino** che ha sottoscritto n. 1.175 quote per un controvalore nominale di Euro 117.500.000;
- la **Fondazione Cassa di Risparmio di Alessandria** che ha sottoscritto n. 100 quote per un controvalore nominale di Euro 10.000.000;
- la **Fondazione Cassa di Risparmio di Fossano** che ha sottoscritto n. 10 quote per un controvalore nominale di Euro 1.000.000.

#### 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 suo mandato con l'approvazione, da parte dell'Assemblea dei Soci di REAM SGR, del bilancio al 31 dicembre 2018.

**Assemblea dei  
Partecipanti e  
Comitato Consultivo**

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

Il Comitato Consultivo nel corso dell'esercizio 2016 si è riunito:

- in data 7 marzo ed ha rilasciato ai sensi dell'art. 20, comma 16), lettera b) del Regolamento di Gestione del Fondo il proprio parere favorevole sulle modifiche al *business plan* a vita intera del Fondo; nella medesima seduta è stato fornito al Comitato un aggiornamento in merito alla gestione del Fondo;

- in data 20 giugno per l'analisi della Relazione di gestione del Fondo al 31 dicembre 2015 e per un aggiornamento in merito ai derivati;
- in data 22 luglio per un aggiornamento in merito alla gestione del Fondo;
- in data 28 ottobre, per esprimere il proprio parere, favorevole, in merito alla vendita dell'immobile di Milano, Piazza Edison, ai sensi dell'articolo 20, commi 16) lett. a e 17) del Regolamento di Gestione del Fondo, trattandosi rispettivamente di immobile avente importo superiore al maggiore tra i due valori di Euro 10 milioni ed il 10% del valore lordo complessivo del Fondo, nonché di operazione in potenziale conflitto di interessi, poiché l'immobile sarebbe stato acquisito da un altro fondo gestito da REAM.

Il Comitato Consultivo del Fondo è stato nominato dall'Assemblea dei Partecipanti in data 26 marzo 2014, in persona dei Signori:

- dott. Maurizio Delfino (Presidente);
- dott. Alberto Bertone;
- rag. Matteo Viglietta;
- dott. Marco Casale;
- dott. Enrico Bioò;
- ing. Giovanni Nannelli;
- dott. Angelo Capuzzo.

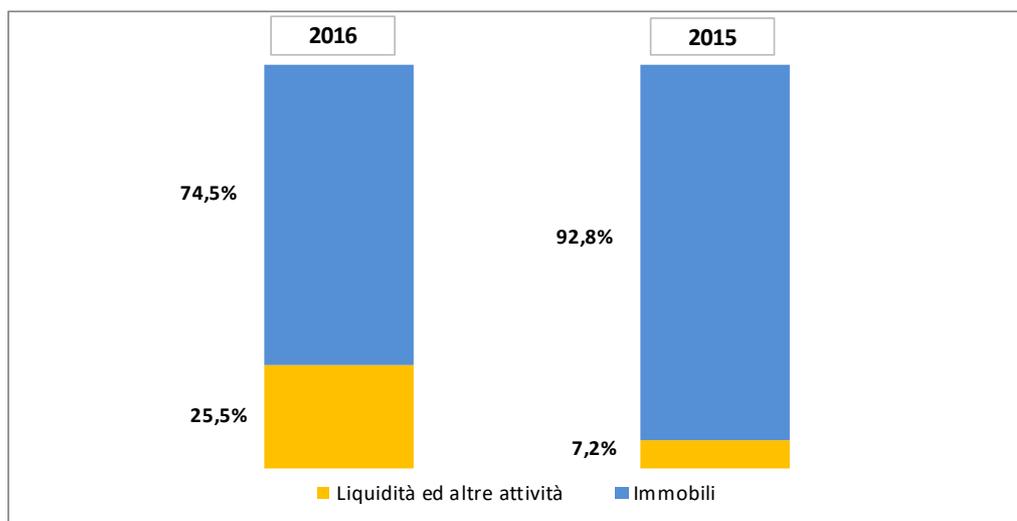
Ai sensi del regolamento, i membri del Comitato Consultivo restano in carica per 3 (tre) anni e scadono alla data di approvazione della Relazione annuale del Fondo relativa all'ultimo esercizio della loro carica e, pertanto, quella del 31 dicembre 2017.

#### **1.4 L'andamento del Fondo**

Nel corso del 2016, l'attività di gestione ha prodotto, in termini patrimoniali ed economici, gli effetti di seguito riepilogati.

#### ***La composizione delle Attività***

Il grafico che segue sintetizza la composizione percentuale dell'attivo del Fondo al 31 dicembre 2016 rispetto ai dati di fine esercizio 2015; la riduzione della componente immobili è dovuta alla vendita dell'immobile Edison effettuata nel mese di dicembre 2016 con conseguente aumento della liquidità.



#### 1.4.1 La gestione immobiliare

Nel corso del 2016 è proseguita l'attività di commercializzazione degli spazi ad uso uffici sfitti e delle unità residenziali destinate alla vendita frazionata. Per quanto riguarda gli spazi ad uso uffici, la SGR ha sottoscritto contratti di locazione aventi ad oggetto, gli immobili di Torino Via Alfieri, Via Arsenale, Via Nizza, l'immobile di Genova Via Dante e l'immobile di Milano Piazza Edison, oggetto di vendita nel corso del mese di dicembre 2016. La SGR ha avviato trattative volte alla locazione di spazi sfitti residui di Torino Via Alfieri 9/11 e di Via Arsenale 19.

Per quanto riguarda invece le unità residenziali, la SGR ha proseguito l'attività di commercializzazione volta alla vendita delle unità residenziali di Torino Corso Montevecchio 39-41 perfezionando, nel corso del primo semestre, la vendita di due appartamenti oltre a n. 4 box auto. Per quanto riguarda le unità residenziali di Torino Via Arcivescovado 8 è stato conferito nuovo incarico di vendita ad un broker locale e sono state avviate le attività propedeutiche per l'avvio della commercializzazione di dette unità. Nel corso del mese di dicembre 2016 è stato sottoscritto preliminare di vendita di un appartamento oltre box.

#### **Attività di locazione**

La SGR nel corso 2016 ha intrapreso attività volte alla commercializzazione degli spazi sfitti ed ha presidiato gli interventi di riqualificazione degli stessi, in particolare presso gli immobili di Milano Piazza Edison e di Torino Via Alfieri, Via Arsenale e Via Nizza volti alla consegna degli spazi ai nuovi conduttori.

- **Torino, Via Arsenale n. 19-21-23** - spazi sfitti: la SGR supportata da società di *agency* incaricata, ha sottoscritto un contratto di locazione (si rimanda alla successiva sezione "*Nuove Locazioni*"). La SGR inoltre ha avviato trattative volte alla locazione di ulteriori spazi.

- **Torino, Via Alfieri n. 11** - spazi sfitti uso ufficio, *retail* e residenziale: nel corso del 2016 è proseguita l'attività di commercializzazione tramite contatti diretti e diversi *brokers*. Sono stati sottoscritti due importanti contratti di locazione uso ufficio (si rimanda alla successiva sezione "Nuove Locazioni"). Per quanto riguarda le unità immobiliari ad uso residenziale nel corso del 2016, da un lato, sono stati sottoscritti nuovi contratti di locazione e, dall'altro, sono stati rilasciati alcuni appartamenti da parte di conduttori, come meglio si dirà nel seguito.
- **Torino, Via Nizza 150** - spazi sfitti: la SGR ha sottoscritto importanti contratti di locazione uso ufficio aventi ad oggetto gli spazi del Lotto 4 e del Lotto 5 (si rimanda alla successiva sezione "Nuove Locazioni").
- **Genova, Via Dante** - spazi sfitti: la SGR ha sottoscritto contratto di locazione uso ufficio relativamente agli spazi rilasciati dal precedente conduttore ubicati al piano quinto (si rimanda alla successiva sezione "Nuove Locazioni").
- **Milano, Piazza Edison**: nel corso del 2016 la SGR, supportata da società di *agency* incaricata, ha sottoscritto contratti di locazione ed ha avviato importanti trattative volte alla locazione di ulteriori spazi (si rimanda alla successiva sezione "Nuove Locazioni"). Nel mese di dicembre 2016 l'immobile è stato venduto (si rimanda alla successiva sezione "Vendite Immobiliari").

## **Nuove locazioni**

### Immobili siti a Torino:

- **Via Alfieri 11 - uffici**: in data 14 aprile la SGR ha sottoscritto un contratto di locazione ad uso uffici con importante società operante in ambito immobiliare avente ad oggetto porzione del piano secondo. Il contratto ha durata anni 6+6. La consegna dell'unità locata è avvenuta nel mese di luglio 2016 a seguito dell'esecuzione delle opere di ristrutturazione (con anticipo di un mese rispetto al cronoprogramma). Il contratto di locazione ha iniziato la decorrenza in data 01 dicembre 2016, ossia al termine del un periodo di comodato concesso al conduttore. In data 02 maggio è stato perfezionato contratto di locazione con una società internazionale operante nel settore della cosmesi avente ad oggetto la restante porzione del piano secondo. La durata del contratto di locazione è di anni 6+6 con decorrenza fine luglio 2016 coincidente con la consegna dei locali da parte della SGR avvenuta a seguito dell'esecuzione delle opere di ristrutturazione.
- **Via Alfieri n. 11 - residenze**: nel corso del 2016 la SGR ha sottoscritto n. 7 contratti di locazione relativamente ad appartamenti siti al piano terzo di cui n. 6 con durata anni 4+4 e n. 1 con durata di 6 mesi.
- **Via Arsenale**: in data 24 novembre 2016 la SGR ha sottoscritto contratto di locazione ad uso uffici con un Ente Pubblico avente ad oggetto porzione del piano secondo di Via Arsenale 19, 21, 23. Il

contratto ha durata anni 6 e la consegna dell'immobile è prevista per marzo 2017 a seguito dell'esecuzione delle opere di riqualificazione.

- **Via Nizza 150 – Lotto 4:** nel corso del secondo semestre 2016 la SGR ha sottoscritto contratti di locazione ad uso uffici aventi ad oggetto tutta la superficie uffici del Lotto 4. In data 1 luglio 2016 la SGR ha sottoscritto contratto di locazione ad uso uffici con importante società assicurativa avente ad oggetto porzione del Lotto 4. Il contratto ha durata anni 6+6 e la consegna dell'immobile è prevista per luglio 2017 a seguito dell'esecuzione delle opere di ristrutturazione.

In data 11 novembre 2016 la SGR ha sottoscritto contratto di locazione ad uso uffici con importante società operante nell'ambito dell'energia avente ad oggetto la restante porzione del Lotto 4 rispetto agli spazi concessi in locazione di cui al punto che precede. Il contratto ha durata anni 6+6 e la consegna dell'immobile avverrà, per una prima porzione a giugno 2017 e, per una seconda porzione, a settembre 2017 a seguito dell'esecuzione delle opere di riqualificazione.

- **Via Nizza 150 – Lotto 5:** in data 22 dicembre 2016 la SGR ha sottoscritto con l'attuale conduttore del piano terzo del Lotto 4 due contratti di locazione aventi ad oggetto il piano primo, secondo e terzo del Lotto 5 e contestuale risoluzione, alla consegna degli spazi, dell'attuale contratto di locazione del piano terzo del Lotto 4.:
  - o contratto di locazione ad uso uffici avente ad oggetto piano secondo e terzo del Lotto 5. Il contratto ha durata anni 9+6 e la consegna dell'immobile a marzo 2017 a seguito dell'esecuzione delle opere di ristrutturazione;
  - o contratto di locazione ad uso uffici avente ad oggetto piano primo del Lotto 5. Il contratto ha durata anni 9+6 e la consegna dell'immobile a giugno 2017 a seguito dell'esecuzione delle opere di riqualificazione.

In data 01 aprile la SGR aveva sottoscritto con l'attuale conduttore del piano terzo del Lotto 4, una scrittura ad integrazione del contratto in essere volto ad ampliare il perimetro locativo tramite annessione di ulteriori spazi sempre posizionati sul piano terzo e rilasciati da altro conduttore di cui si dirà nell'apposita sessione.

#### Immobili siti a Genova:

##### **Via Dante:**

- in data 11 luglio 2016 la SGR ha sottoscritto contratto di locazione ad uso uffici con società di consulenza direzionale avente ad oggetto porzione del piano quinto di Via Dante. Il contratto ha durata anni 9+6 e la consegna dell'immobile a gennaio 2017 a seguito dell'esecuzione delle opere di ristrutturazione.

Immobili siti a Milano:

**Piazza Edison:**

- in data 19 gennaio è stato perfezionato contratto di locazione con una società italiana che opera in ambito della consulenza finanziaria, avente ad oggetto una porzione del piano secondo, durata di anni 6 +6 e decorrenza 1 giugno 2016;
- in data 16 marzo è stato perfezionato contratto di locazione con importante società operante in ambito finanziario avente ad oggetto il piano terzo, locali deposito siti al secondo interrato ed alcuni posti auto, durata di anni 6+6 e la decorrenza al 22 marzo 2016, coincidente con data di consegna dei locali da parte del Fondo;
- in data 17 marzo la SGR ha sottoscritto, con l'attuale conduttore di spazi uso uffici siti ai piani sesto, settimo e ottavo, una scrittura ad integrazione del contratto di locazione volto ad ampliare il perimetro locativo tramite annessione di locali uso deposito situati al primo piano interrato. Il contratto ha decorrenza dall'11 aprile, coincidente con la data di consegna dei locali da parte del Fondo a seguito dell'esecuzione delle opere di compartimentazione degli spazi;
- in data 27 aprile la SGR ha sottoscritto, con l'attuale conduttore di spazi uso uffici siti ai piani quarto e quinto, una scrittura volta ad ampliare il perimetro locativo tramite annessione di due terrazze site al piano settimo. Il contratto ha decorrenza dal 1 maggio, coincidente con la data di consegna degli spazi da parte del Fondo;
- in data 27 maggio è stato perfezionato un contratto di locazione con uno studio legale di primario *standing*, già conduttore di altre porzioni dell'immobile di Piazza Edison, avente ad oggetto una porzione del piano secondo. La durata del contratto di locazione, allineata rispetto a quella inerente le altre porzioni già in locazione, è pari ad anni 8+6. La decorrenza è prevista dal 31 agosto 2016, data di consegna dei locali da parte del Fondo a seguito dell'esecuzione delle opere di ristrutturazione.
- in data 29 settembre 2016 il Fondo ha sottoscritto addendum al contratto di locazione in essere con il conduttore del piano terreno volto ad annettere al perimetro locativo uno spazio uso deposito di 20 mq.  
Nel mese di dicembre 2016 l'immobile è stato venduto (si rimanda alla successiva sezione "Vendite Immobiliari").

Il rendimento lordo immobiliare sul totale degli *asset* al 31 dicembre 2016 è pari al 5,34% (calcolato sul costo storico degli immobili e non includendo nei canoni da locazione quelli derivanti da contratti sottoscritti ancorché con decorrenza successiva al 31 dicembre 2016).

### **Liberazione spazi**

**Torino, Via Alfieri 11 - residenze terzo piano:** nel corso del 2016 sono stati rilasciati n. 7 appartamenti.

Al 31 dicembre risultano sfitti n. 4 appartamenti.

**Genova, Via Dante:** in data 25 gennaio gli spazi occupati a titolo di indennità di occupazione siti al piano quinto aventi superficie pari a circa 800 mq sono stati rilasciati.

**Genova, Via Dante:** in data 31 marzo è stato rilasciato dal conduttore locale avente superficie pari a circa 100 mq sito al piano quinto dell'immobile concesso in locazione uso ufficio.

**Torino, Via Nizza – Lotto 4:** in data 31 marzo è stata rilasciata dal conduttore una porzione uso ufficio del piano terzo dell'immobile avente superficie pari a circa 1.300 mq.

### **Strategia di dismissione**

La SGR ha intrapreso una serie di attività volte alla valorizzazione ed alla dismissione frazionata degli sviluppi residenziali su Torino.

**Torino, Corso Montevicchio n. 39-41:** nel corso del 2016 la SGR ha perfezionato la vendita di n. 2 unità immobiliari oltre a n. 4 box auto (si rimanda alla successiva sezione "*Dismissioni immobiliari*"). Procedo la commercializzazione delle restanti n. 11 unità residenziali oltre a box auto con il supporto di un broker locale.

**Torino, Via Arcivescovado n. 8:** nel corso del primo semestre 2016 la SGR ha individuato un nuovo broker al quale affidare la commercializzazione delle unità immobiliari (interrotta nel corso del secondo semestre 2015) ed ha proceduto con una serie di attività, volte a incrementare l'appetibilità degli spazi, propedeutiche all'avvio della commercializzazione.

Le attività di commercializzazione sono iniziate nel corso del quarto trimestre 2016.

### **Dismissioni immobiliari**

**Torino, Corso Montevicchio n. 39-41:** in data 16 febbraio 2016 la SGR ha perfezionato atto di vendita di n. 2 unità immobiliari oltre a n. 4 box realizzando una plusvalenza pari a circa il 10% (circa Euro 224 migliaia) sul costo storico.

**Torino, Via Arcivescovado 8:** in data 15 dicembre 2016 il Fondo ha sottoscritto preliminare di vendita relativo ad appartamento oltre cantina e box auto ubicato al piano secondo di Via Arcivescovado 8. Il rogito è previsto per marzo 2017 al completamento delle finiture scelte dal promissario acquirente.

**Milano, Piazza Edison:** in data 13 dicembre 2016 il Fondo ha sottoscritto rogito di vendita del complesso immobiliare di Piazza Edison con il Fondo

*Italian Trophy Assets* gestito da REAM. La plusvalenza realizzata è stata pari a circa il 21,3% (circa Euro 38,7 milioni) sul costo storico.

La vendita ha comportato, nell'ambito degli *accordi di garanzia e indennizzo* sottoscritti, una garanzia di reddito a favore del Fondo acquirente per i primi due esercizi. Nello specifico il Fondo *Core Nord Ovest* dovrà riconoscere al Fondo *Italian Trophy Assets* per l'esercizio 2017 e per l'esercizio 2018 la differenza tra il reddito garantito (pari rispettivamente ad Euro 9,119 milioni ed Euro 9,186 milioni) e i canoni di locazione fatturati nei due esercizi di riferimento. È stato pertanto stanziato un fondo, in via prudenziale, del valore di Euro 4,285 milioni quale presumibile valore dei flussi di cassa da versare al Fondo acquirente per gli esercizi 2017 e 2018.

### **Acquisizioni immobiliari**

Nel corso del 2016 non sono avvenute acquisizioni patrimoniali.

### **Contenziosi**

Prosegue il contenzioso promosso nei confronti di una società a fronte del recesso ingiustificato dalle trattative volte alla conclusione del contratto di locazione avente ad oggetto l'intero piano 3° dell'immobile sito in Torino, Via Alfieri n. 9/11: l'ammontare del danno quantificato all'avvio della causa per responsabilità precontrattuale è pari a circa Euro 170 mila. Con ordinanza del 7 gennaio il Giudice Istruttore ha sciolto la riserva assunta all'udienza di precisazione delle conclusioni del 3 dicembre 2015 trattenendo la causa in decisione e concedendo i termini di legge per il deposito di conclusionali e repliche, ritualmente depositate dalle parti nei termini convenuti.

Nel mese di maggio il Giudice Istruttore ha respinto con sentenza l'eccezione preliminare di inammissibilità del giudizio formulata da controparte, ritenendo correttamente inquadrata la fattispecie ed ha emesso ordinanza con cui ha fissato l'udienza dell'11 ottobre 2016 per l'escussione testi e la successiva udienza del 20 dicembre 2016 per la precisazione delle conclusioni. All'udienza, sono state precisate le conclusioni e il Giudice Istruttore ha concesso i termini di legge per il deposito di comparse conclusionali e repliche. La comparsa conclusionale è stata ritualmente depositata in data 17 febbraio 2017.

Ad esito del mancato rispetto da parte del conduttore di un'unità immobiliare sita al piano 3° di Via Alfieri 9/11 del piano di rientro relativo al pagamento dei canoni insoluti, in data 26 maggio 2015 è stato notificato al debitore decreto ingiuntivo emesso dal Tribunale di Torino per il mancato pagamento dei canoni pari all'importo di circa Euro 11 mila. Successivamente, nel mese di dicembre 2015, ha intrapreso azione esecutiva mobiliare nei confronti del debitore innanzi al Tribunale di Torino con udienza fissata al 16 febbraio 2017. Al fine di conciliare la vertenza le parti nel mese di marzo 2016 hanno sottoscritto una transazione ai seguenti termini: pagamento, a carico del debitore ed a favore del Fondo, della somma complessiva di Euro 13.895,85,

(comprensivo dell'imposta di registro del d.i. n.3319) tramite versamento di Euro 2.000 entro il 13 marzo 2016 e di rate mensili di Euro 200 ciascuna entro la fine di ogni mese, a partire dal mese di marzo 2016. All'udienza del 16 febbraio 2017 il Giudice dell'Esecuzione ha disposto un ulteriore rinvio alla data del 8 maggio 2017 al fine di verificare l'adempimento del debitore al piano di rientro concordato.

Con riferimento all'unità immobiliare locata sita a Milano in Via Manzoni, ad esito delle iniziative legali intraprese da REAM SGR al fine di non pregiudicare le ragioni del Fondo, la somma di cui i condomini risultano debitori nei confronti del condominio si è sensibilmente ridotta e, al 31 dicembre 2016, ammonta a circa Euro 33.918.

È pendente innanzi al Tribunale di Torino un giudizio civile promosso dalla SGR nei confronti della società alla quale il Fondo affidò, nel settembre del 2012, l'incarico di Progettazione Integrata relativamente all'immobile di Piazza Edison in Milano. Il contenzioso ha il fine di far accertare e dichiarare dal Giudice, in via preliminare, la nullità del predetto contratto e del successivo atto integrativo dell'11 giugno 2013, per mancata iscrizione della società al competente Ordine e, in ogni caso, la responsabilità della convenuta per violazione degli obblighi contrattuali e/o di legge e, comunque, di quelli connessi, anche ai sensi dell'art. 2043 codice civile. In termini economici è stata richiesta la restituzione di quanto già corrisposto (circa 120 mila euro) oltre a circa 4 milioni di danni.

La società convenuta si è costituita in giudizio in data 22 gennaio 2015 avanzando domanda riconvenzionale del valore di Euro 516.000 (di cui 288.515,20 di compensi maturati, e il resto a titolo di risarcimento).

Nel mese di gennaio 2016, con provvedimento fuori udienza, il Giudice, ritenuta la causa matura per la decisione, ha fissato per il 4 maggio 2016 l'udienza di precisazione delle conclusioni nella quale ha concesso alle parti - per il deposito delle rispettive difese - i seguenti termini: (i) 30 giugno 2016 per la comparsa conclusionale, ritualmente depositate e (ii) 20 luglio 2016 per la memoria di replica. In data 15 febbraio 2017 il Giudice ha depositato la sentenza in cui ritiene correttamente adempite le obbligazioni dei progettisti (nonostante il progetto dagli stessi redatto sia stato bocciato sia dal Comune che dalla Soprintendenza) e condanna il Fondo al pagamento dei soli compensi pari a Euro 288.515,20, oltre alle spese legali. E' in corso l'esame della sentenza e delle prossime mosse da intraprendere.

A seguito della notifica di due provvedimenti relativi alle bocche di lupo di via Arsenale 21 con cui la Città di Torino – Corpo Polizia Municipale ha contestato la violazione dell'art. 25 del C.d.S., la SGR ha depositato due diversi ricorsi al Giudice di Pace di Torino. All'udienza del 19 ottobre 2016 il Giudice ha riunito i due ricorsi ed ha rinviato la causa all'udienza del 23 marzo 2017 per escussione testi.

***Interventi di  
Manutenzione  
straordinaria***

La SGR ha presieduto gli interventi di manutenzione volti al mantenimento in piena efficienza degli immobili e dei relativi impianti. Sono inoltre state eseguite opere di manutenzione straordinaria volte a garantire ai conduttori i servizi necessari alla sicurezza ed alla piena fruibilità degli spazi.

**Capex**

**Torino Via Alfieri n. 9/11:** nel mese di gennaio 2016 sono state ultimate le opere relative alla valorizzazione della facciata tramite la pulitura della stessa e la realizzazione di n. 6 nuove vetrine al piano terra in sostituzione delle precedenti finestre. Nel mese di luglio 2016 sono state ultimate le opere di riqualificazione degli spazi al piano secondo con consegna degli stessi ai due conduttori.

**Torino, Via Nizza 150 – Lotto 4:** in data 1 agosto sono iniziate le opere di strip-out del Lotto 4 terminate a fine dicembre 2016. Dette opere hanno interessato l'intero Lotto 4 ad eccezione di porzione del piano terzo in quanto occupata in locazione. Lo strip-out di tale porzione sarà eseguita a decorrere dal mese di aprile 2017, ossia successivamente al rilascio degli spazi da parte dell'attuale conduttore il quale andrà ad occupare in locazione i piani secondo e terzo del Lotto 5. A seguito di gara di appalto la SGR ha conferito incarico ad impresa appaltatrice per la riqualificazione dell'intero Lotto con riguardo sia alle parti comuni che alle porzioni destinate agli uffici.

**Torino, Via Nizza 150 – Lotto 5:** nei primi giorni del mese di dicembre 2016 sono iniziate le opere di strip-out presso il Lotto 5. A seguito di gara di appalto la SGR ha conferito incarico ad impresa appaltatrice per la riqualificazione delle parti comuni e delle porzioni uffici dei piani secondo e terzo.

**Milano, Piazza Edison:** nel corso del primo semestre 2016 sono state completate le opere inerenti la fase 2 (consegna degli spazi al pre-finito) relativamente a due porzioni del piano secondo con conseguente consegna degli spazi ai conduttori nei mesi di maggio ed agosto 2016. La SGR ha attivato le opere inerenti la fase 2 (consegna degli spazi al pre-finito) relativamente agli spazi siti al piano primo, porzione del terra ed interrato.

***Esperti indipendenti***

La valutazione degli immobili, predisposta dall' Esperto Indipendente del Fondo, PRAXI S.p.A., ha evidenziato una riduzione dei valori complessivi del portafoglio, a parità di perimetro ricalcolato (ovvero non considerando nel perimetro il complesso immobiliare di Piazza Edison), pari al 1, % rispetto alla valutazione del 30 giugno 2016. In termini assoluti, il decremento di valore rispetto al 30 giugno 2016 è stato di circa Euro 3,6 milioni. Le capex realizzate nel corso del secondo semestre 2016 (inerenti gli immobili in portafoglio) ammontano a circa Euro 1,7 milioni e pertanto la minusvalenza da

valutazione del secondo semestre ammonta a circa Euro 5,3 milioni (nel primo semestre era stata di Euro 1,7 milioni).

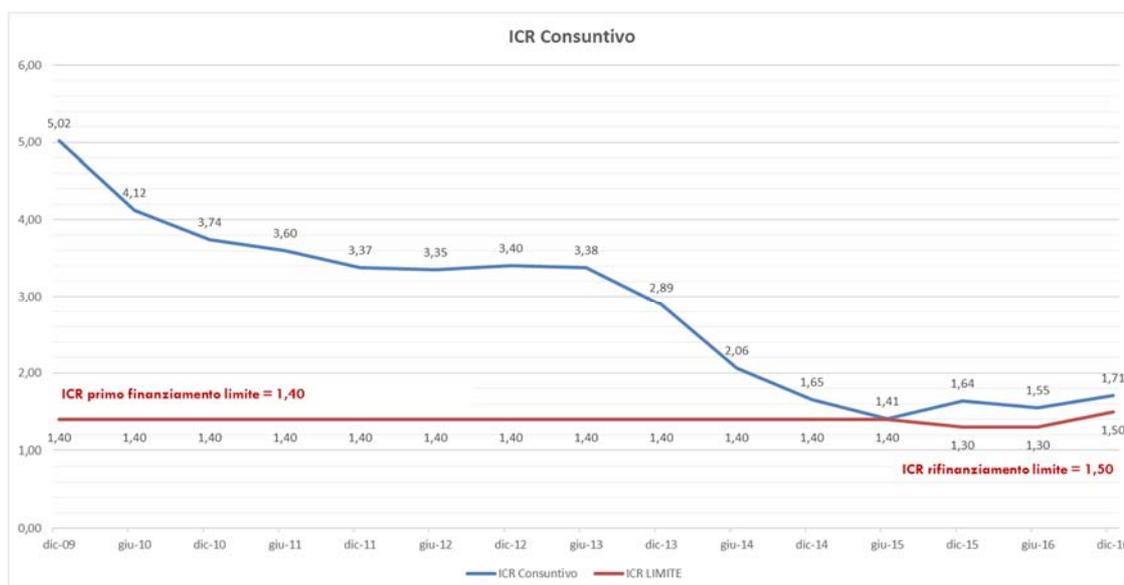
#### 1.4.2 La gestione finanziaria

##### Gestione del contratto di finanziamento

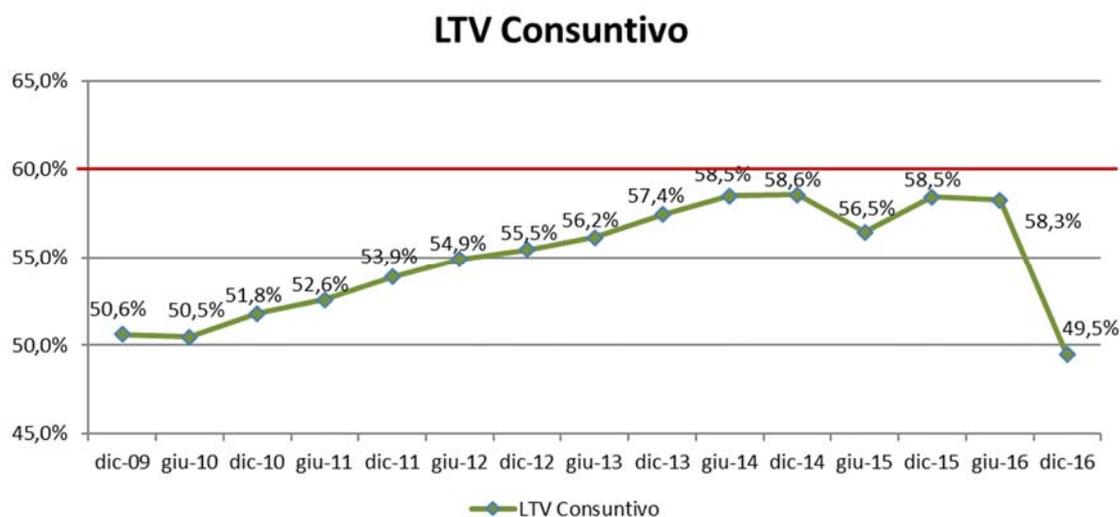
A partire dal 30 luglio 2015, è stato gestito il nuovo contratto di finanziamento sottoscritto con il pool di banche finanziatrici di cui si fornirà dettaglio nella sezione III.1 della Nota Integrativa "Finanziamenti ricevuti". Nel corso del 2016 il tasso variabile Euribor 3 mesi, parametro di riferimento contrattuale del contratto di finanziamento, si è attestato su livelli compresi tra -0,13% e -0,32%. L'effetto di tale discesa non ha prodotto un sensibile decremento del costo per interessi sul finanziamento nel corso del semestre in quanto i contratti derivati del fondo di tipo *Interest Rate Swap* prevedono lo scambio del tasso variabile Euribor 3 mesi contro il pagamento di un tasso fisso pari all'1,814%.

Si segnala che i *covenant* previsti dal contratto di finanziamento, sono stati rispettati ed in particolare:

- l'*Interest Cover Ratio* consuntivo (che indica il rapporto tra il reddito netto della gestione immobiliare e gli oneri finanziari), che, da contratto, non doveva far registrare valori inferiori a 1,3x ha fatto registrare i seguenti livelli:



- il rapporto *Loan To Value* (indica il rapporto tra l'ammontare complessivo del finanziamento erogato e non rimborsato ed il valore del libero mercato degli immobili) che, da contratto, non deve superare il 60% ha fatto registrare i seguenti valori:



Per far fronte alle esigenze finanziarie del 2016 del Fondo collegate alle capex previste sugli immobili in ristrutturazione, così come già previsto ampiamente dal business plan, si è reso necessario far ricorso ad un'anticipazione parziale del credito vantato nei confronti dell'acquirente degli immobili ceduti nel 2015 mediante cessione del credito stesso a favore di un istituto bancario.

Il finanziamento bancario, sottoscritto nel mese di aprile con Ubi Banca, già capofila del pool che ha concesso il finanziamento ipotecario, è stato garantito dalla cessione parziale del credito vantato nei confronti del Fondo Pacific 1, nel limite di Euro 20.000.000 e con cessione parziale della Garanzia Autonoma rilasciata da BNL per l'esatto e puntuale adempimento dell'obbligazione di pagamento del prezzo differito da parte del Fondo Pacific1.

Le condizioni economiche proposte da UBI Banca sono state: tasso variabile Euribor 3 mesi + 0,70% di spread sull'importo effettivamente anticipato, fino alla data di scadenza prevista (14 febbraio 2017). Nel corso del secondo semestre 2016 sono stati tirati Euro 5.000.000. Alla data della presente relazione il rimborso di tale finanziamento è stato integralmente effettuato.

**Il risultato economico** Il Fondo chiude al 31 dicembre 2016 con un utile di periodo di Euro 24.877.026, imputabile per Euro 30 milioni alla gestione ordinaria del Fondo e compensato, per Euro 7 milioni, dalla minusvalenza complessiva da valutazione del portafoglio immobiliare.

Per la descrizione del contenuto delle singole voci si rimanda alla Nota Integrativa.

<b>Dati Economici</b>	<b>31 dicembre 2016</b> (Euro)
Strumenti finanziari derivati di copertura realizzati	-5.752.554
Strumenti finanziari derivati non di copertura realizzati	-10.851.453
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	<b>-16.604.007</b>
Canoni di locazione e altri proventi	26.139.025
Utili/perdite da realizzazioni	39.937.177
Oneri per la gestione di beni immobili	-5.523.362
IMU	-3.306.566
<b>Risultato gestione beni immobili</b>	<b>57.246.274</b>
Oneri Finanziari	-4.783.577
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>	<b>35.858.690</b>
Provvigione di gestione SGR	-4.786.533
Commissioni banca depositaria	-70.484
Oneri per esperti indipendenti	-15.720
Altri oneri di gestione	-227.988
Altri ricavi ed oneri	-267.697
<b>Risultato gestione al netto delle plus/minusvalenze da valutazione</b>	<b>30.490.268</b>
Valutazione Strumenti derivati non di copertura non realizzati	1.407.738
Plusvalenze/minusvalenze da valutazione beni immobili	-7.020.980
<b>Risultato dell'esercizio</b>	<b>24.877.026</b>

### **La distribuzione dei proventi**

Il "risultato economico" che può essere distribuito ai quotisti, secondo quanto disposto all'art. 17 del vigente regolamento di gestione del Fondo, è pari all'ammontare dell'utile, di cui alla sezione reddituale:

- a) al netto delle plusvalenze non realizzate ed incrementati delle minusvalenze non realizzate nell'esercizio di riferimento, queste ultime a condizione che il valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in società immobiliari, delle parti di altri fondi immobiliari e degli altri beni detenuti dal Fondo singolarmente considerati, siano eguali o superiori al valore di apporto/acquisizione (aumentati degli eventuali costi capitalizzati);

- b) comprensivi delle plusvalenze non realizzate negli esercizi precedenti, ma che abbiano trovato realizzazione nell'esercizio di riferimento, rispetto ai valori di apporto/acquisizione (aumentati degli eventuali costi capitalizzati) dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in società immobiliari e delle parti di altri fondi immobiliari detenuti dal Fondo, alla data di riferimento; nonché dei proventi della gestione maturati ed eventualmente non distribuiti negli esercizi precedenti;
- c) senza tenere conto delle plusvalenze e delle minusvalenze non realizzate relative agli strumenti finanziari derivati detenuti dal Fondo ai fini di copertura dei rischi ai sensi dell'art. 13.5 del Regolamento.

Inoltre, secondo quanto previsto:

- dal comma 2 "i proventi di gestione sono distribuiti agli aventi diritto con cadenza semestrale a partire dal 31 dicembre successivo alla data di avvio dell'operatività del Fondo";
- dal comma 4 "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 che potrà eventualmente stabilire di distribuire una quota inferiore all'80% dei proventi della gestione del Fondo subordinatamente al parere vincolante del Comitato Consultivo. Tale parere non sarà peraltro dovuto, qualora al momento della distribuzione dei proventi della gestione del Fondo le obbligazioni assunte dal Fondo ai sensi dei contratti di finanziamento e/o l'esecuzione di opere manutentive sugli Immobili (c.d. "capex") non consentano di procedere alla distribuzione nella predetta misura. In tale ultimo caso, il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione procederà a distribuire i proventi nella percentuale massima possibile alla data di riferimento;
- dal comma 5 "hanno diritto a percepire i proventi i titolari delle quote al momento del pagamento dei predetti proventi";
- e dal comma 6 "la distribuzione dei proventi di gestione del Fondo viene deliberata dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione contestualmente all'approvazione della relazione annuale o infrannuale del Fondo ed effettuata nei confronti degli aventi diritto entro i 30 giorni successivi".

Sulla base delle risultanze economiche emerse dalla Relazione di Gestione al 31 dicembre 2016, l'importo dei proventi che potranno essere oggetto di distribuzione è pari a Euro 33.324.106, come evidenziato dal seguente prospetto di riepilogo.

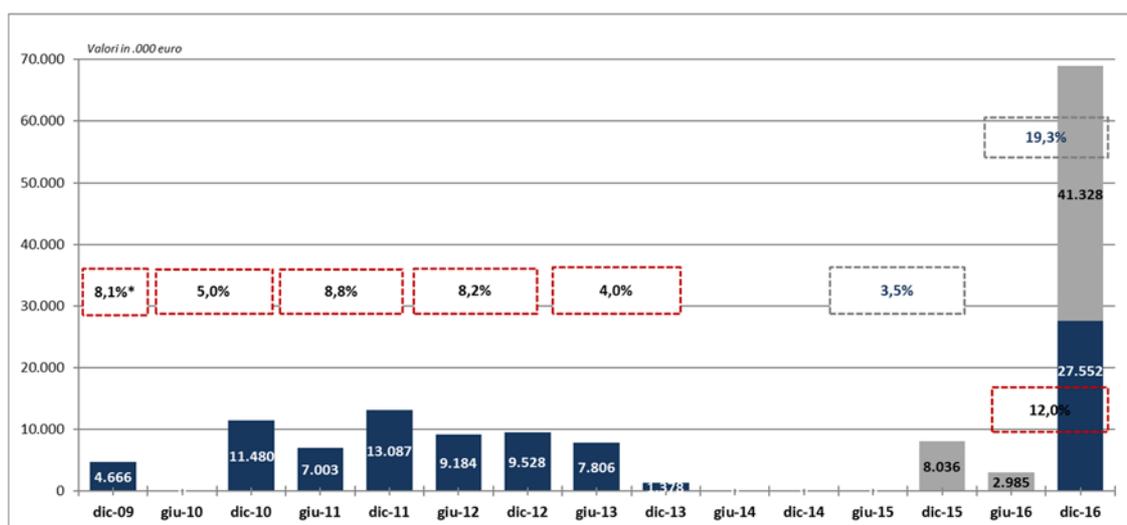
<b>Risultato distribuibile</b>	<b>31 dicembre 2016 (Euro)</b>
<b>Risultato contabile</b>	<b>24.877.026</b>
<b>Rettifiche per la determinazione del risultato distribuibile:</b>	<b>8.447.080</b>
Plusvalenze non realizzate negli esercizi precedenti e realizzate nell'esercizio in questione	338.299
Plusvalenze da valutazione non realizzate	-360.000
Minusvalenze da valutazione non realizzate (sopra il costo storico)	3.278.333
Plusvalenze/Minusvalenze non realizzate relative agli strumenti derivati	-1.407.738
Proventi non distribuiti negli esercizi precedenti	6.598.186
<b>Risultato distribuibile complessivo</b>	<b>33.324.106</b>

La rettifica in aumento relativa alle plusvalenze non realizzate negli esercizi precedenti e realizzate nel presente esercizio, fa riferimento alla plusvalenza realizzata in seguito alla vendita di due unità immobiliari del complesso di Torino, Corso Montevicchio avvenuta il 16 febbraio 2016.

Il Consiglio di Amministrazione nella seduta odierna del 3 marzo 2017 ha deliberato di distribuire proventi lordi per complessivi Euro 27.552.000, pari all'82,7% del risultato distribuibile e pari a Euro 12.000 per quota, con un rendimento su base annua del 12%.

Il Consiglio di Amministrazione, nella medesima seduta, ha inoltre deliberato, a fronte della vendita dell'immobile di Milano – Piazza Edison concretizzatasi a dicembre 2016, di procedere con un rimborso parziale di *Equity* complessivo di Euro 41.328.000, corrispondente ad un rimborso pro-quota di Euro 18.000. Le quote, a seguito di detto rimborso e dei rimborsi di equity effettuati in precedenza avranno quindi un valore nominale unitario di Euro 77.200.

Nel grafico sottostante sono riepilogate le distribuzioni ai quotisti deliberate alla data della presente Relazione e i relativi *dividend yield* annuali.



### 1.5 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione

Nel corso 2017 la SGR presiederà la vendita delle unità residenziali di Torino Corso Montevicchio 39-41 e l'avvio della commercializzazione delle unità di Via Arcivescovado 8. La SGR inoltre gestirà la messa a reddito degli spazi sfitti di Torino Via Arsenale 19 e Via Alfieri 11 per i quali è prevista la locazione nel *Business Plan* per l'esercizio 2017. Parallelamente la SGR gestirà le opere di riqualificazione inerenti gli spazi aventi ad oggetto le nuove locazioni. In particolare la SGR presiederà la riqualificazione del Lotto 4 e del Lotto 5 al fine di procedere alla consegna degli spazi come da accordi contrattuali. Inoltre la SGR procederà a conferire incarico di appalto per la riqualificazione degli spazi uso ufficio ubicati al piano primo di Via Nizza Lotto 5 al fine di procedere alla riqualificazione degli stessi e successiva consegna al conduttore.

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

**Genova, Via Dante:** in data 20 gennaio 2017 la SGR ha proceduto alla consegna degli spazi siti al piano quinto dando in tale modo decorrenza ai rapporti contrattuali sottoscritti con il conduttore.

**Torino, Via Nizza:** nel corso del mese di gennaio 2017 la SGR ha consegnato le aree di cantiere del Lotto 4 e del Lotto 5 alle imprese appaltatrici. Nel corso del mese di febbraio 2017 sono terminate le opere di strip-out presso il Lotto 5.

**Via Alfieri 11 – residenze:** la SGR ha ricevuto disdetta per due unità residenziali, i rilasci avverranno nel primo semestre 2017.

**Milano, Piazza Edison:** come da impegni assunti in fase di dismissione

dell'asset, nel mese di febbraio 2017 sono terminate le opere inerenti la fase 2 (consegna degli spazi al pre-finito) aventi ad oggetto gli spazi siti al piano primo, porzione del terra ed interrato.

**Torino, Via Arcivescovado 8:** la SGR ha ricevuto n. 2 proposte di acquisto relative a complessivamente n. 3 unità residenziali e n. 5 box.

## 2. Situazione Patrimoniale

Si riporta di seguito la Situazione Patrimoniale del Fondo Core Nord Ovest 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>352.392.000</b>	<b>74,46%</b>	<b>532.465.000</b>	<b>92,83%</b>
B1. Immobili dati in locazione	352.392.000	74,46%	532.465.000	92,83%
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>69.634.303</b>	<b>14,71%</b>	<b>10.546.827</b>	<b>1,84%</b>
F1. Liquidità disponibile	69.634.303	14,71%	10.546.827	1,84%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>51.219.976</b>	<b>10,82%</b>	<b>30.562.080</b>	<b>5,33%</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	4.741.167	1,00%	5.908.348	1,03%
G3. Risparmio d'imposta				
G4. Altre	46.478.809	9,82%	24.066.834	4,20%
G5. Credito IVA			586.898	0,10%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>473.246.279</b>	<b>100,00%</b>	<b>573.573.907</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>179.350.372</b>	<b>311.267.252</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	174.350.372	311.267.252
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri	5.000.000	
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>1.958.884</b>	<b>3.366.622</b>
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	1.958.884	3.366.622
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>32.995.106</b>	<b>13.854.340</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	38.224	2.928.550
M2. Debiti di imposta	20.128.628	39.995
M3. Ratei e risconti passivi	171.855	147.593
M4. Altre	12.521.635	10.558.493
M5. Debiti per depositi cauzionali	134.764	179.709
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>214.304.362</b>	<b>328.488.214</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>258.941.917</b>	<b>245.085.693</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>2.296</b>	<b>2.296</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>112.779,581</b>	<b>106.744,640</b>
<b>Rimborsi distribuiti per quota</b>	<b>4.800</b>	<b>0</b>
<b>Proventi distribuiti per quota</b>	<b>27.932</b>	<b>27.932</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 Nord Ovest al 31 dicembre 2016. Tali dati sono comparati con quelli 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>-15.196.269</b>		<b>-9.592.501</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>-15.196.269</b>		<b>-9.592.501</b>	
A4.1 di copertura	-5.752.554		-5.960.468	
A4.2 non di copertura	-9.443.715		-3.632.033	
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>		<b>-15.196.269</b>		<b>-9.592.501</b>
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>50.225.294</b>		<b>961.072</b>	
B1. Canoni di locazione e altri proventi	26.139.025		23.633.133	
B2. Utile/perdite da realizzati	39.937.177		95.683	
B3. Plusvalenze/minusvalenze	-7.020.980		-14.381.073	
B4. Oneri per le gestione di beni immobili	-5.523.362		-4.686.083	
B5. Ammortamenti				
B6. Imposta Municipale sugli Immobili	-3.306.566		-3.700.588	
<b>Risultato gestione beni immobili</b>		<b>50.225.294</b>		<b>961.072</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>35.029.025</b>		<b>-8.631.429</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>35.029.025</b>		<b>-8.631.429</b>
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>	<b>-4.783.577</b>		<b>-7.152.057</b>	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-3.585.072		-5.657.955	
H1.2 su altri finanziamenti	-3.576.072		-5.657.955	
H1.2 su altri finanziamenti	-9.000			
H2. Altri oneri finanziari	-1.198.505		-1.494.102	
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		<b>30.245.448</b>		<b>-15.783.486</b>
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	<b>-5.100.725</b>		<b>-5.851.540</b>	
I1. Provvigione di gestione SGR	-4.786.533		-5.310.378	
I2. Commissioni depositario	-70.484		-65.528	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-15.720		-53.910	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I5. Altri oneri di gestione	-227.988		-421.724	
<b>L. ALTRI RICAVI E ONERI</b>	<b>-267.697</b>		<b>752.603</b>	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	899		79.865	
L2. Altri ricavi	2.938		676.524	
L3. Altri oneri	-271.534		-3.786	
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		<b>24.877.026</b>		<b>-20.882.423</b>
<b>M. IMPOSTE</b>			<b>3.125</b>	
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte			3.125	
<b>Utile / perdita dell'esercizio</b>		<b>24.877.026</b>		<b>-20.879.298</b>

#### 4. Nota integrativa

---

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

##### **Valore della quota**

Il Fondo Core Nord Ovest inizia la propria operatività il 29 settembre 2009 attraverso l'emissione di 2.296 quote del valore nominale Euro 100.000 ciascuna. Nel corso del 2016 il Fondo ha proceduto a due rimborsi parziali pro-quota per un valore rimborsato complessivamente pari a Euro 4.800 per ciascuna quota in circolazione; il valore nominale delle quote al netto dei rimborsi è pari pertanto ad Euro 95.200.

Alla data della presente Relazione il valore delle quote è pari a Euro 112.779,581 registrando un incremento di Euro 17.579,581 rispetto al valore nominale ridotto dei rimborsi effettuati (+18,5%) ed un aumento di Euro 6.035 rispetto al valore al 31 dicembre 2015 (+5,7%).

Tale incremento è principalmente imputabile al risultato positivo della gestione ordinaria (13.280 Euro pro-quota), prodotto principalmente dalla plusvalenza realizzata per la vendita dell'immobile di Piazza Edison, effetto in parte compensato dai rimborsi parziali di *Equity* effettuati nel 2016 (4.800 Euro pro-quota) e dalla minusvalenza complessiva derivante dalla valutazione del portafoglio immobiliare e degli strumenti derivati (Euro 2.445 pro-quota).

La tabella seguente illustra l'andamento del valore della quota dal collocamento al 31 dicembre 2016:

Andamento del Valore della quota	Valore complessivo del Fondo (Euro)	Numero di Quote	Valore unitario delle quote (Euro)
Al 29 settembre 2009	229.600.000	2296	100.000,000
Al 31 dicembre 2009	341.234.750	2296	148.621,407
Al 30 giugno 2010	349.090.626	2296	152.042,956
Al 31 dicembre 2010	358.413.926	2296	156.103,626
Al 30 giugno 2011	347.514.888	2296	151.356,658
Al 31 dicembre 2011	333.278.903	2296	145.156,317
Al 30 giugno 2012	314.268.016	2296	136.876,314
Al 31 dicembre 2012	312.610.510	2296	136.154,403
Al 30 giugno 2013	304.243.479	2296	132.510,226
Al 31 dicembre 2013	290.830.666	2296	126.668,409
Al 30 giugno 2014	272.436.490	2296	118.657,008
Al 31 dicembre 2014	265.964.992	2296	115.838,411
Al 30 giugno 2015	258.482.469	2296	112.579,473
Al 31 dicembre 2015	245.085.693	2296	106.744,640
Al 30 giugno 2016	237.440.887	2296	103.415,020
Al 31 dicembre 2016	258.941.917	2296	112.779,581

### **Principali eventi sulle quote**

Nel corso del primo semestre 2016:

- non sono state effettuate distribuzioni di proventi;
- in data 23 marzo 2016 è stato effettuato un rimborso parziale di *Equity* per un importo complessivo di Euro 8.036.000, pari a Euro 3,500 pro-quota;
- in data 6 ottobre 2016 è stato effettuato un rimborso parziale di *Equity* per un importo complessivo di Euro 2.984.000, pari a Euro 1.300 pro-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 semestrali e annuali 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 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 i finanziamenti in essere la SGR ha attuato una politica di copertura, attraverso uno strumento derivato, per mitigare l'effetto dell'eventuale oscillazione dei tassi di interesse.

***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 ragioni 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 Reddituale e della presente Nota Integrativa, ed è corredato 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 il periodo al quale si riferisce la Relazione, né per quello dell'esercizio 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 Reddituale.
- 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;
- il dettaglio dei cespiti disinvestiti dal Fondo a partire dall'avvio operativo del Fondo sino alla data della Relazione;
- 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	Importo dei canoni			%
		Locazione finanziaria (a)	Locazione non finanziaria (b)	Importo Totale (c = a + b)	
Fino a 1 anno	180.408		11.472	11.472	0,1%
Da oltre 1 a 3 anni	8.985.393		777.893	777.893	3,9%
Da oltre 3 a 5 anni	7.074.451		647.604	647.604	3,3%
Da oltre 5 a 7 anni	27.625.214		189.353	189.353	1,0%
Da oltre 7 a 9 anni	8.137.633		297.615	297.615	1,5%
Oltre 9 anni	238.883.873		17.897.655	17.897.655	90,3%
<b>A - TOTALE DEI BENI IMMOBILI LOCATI</b>	290.886.971		19.821.592	19.821.592	100%
<b>B - TOTALE DEI BENI IMMOBILI NON LOCATI</b>	61.505.029				

Il valore di mercato degli immobili è stato suddiviso tra beni locati e beni non locati tenendo conto della superficie di sfritto presente in ciascun immobile (non sono comprese le garanzie sui canoni).

## TAVOLA B

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (dall'avvio operativo alla data della Relazione)									
Cespiti disinvestiti	Superficie mq	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell' Investimento
		data	Costo di acquisto		data	Ricavo di vendita			
Via Alfieri, 13 (Torino)	3.746	29/09/2009	7.247.850	8.970.000	18/02/2011	11.000.000	659.300	43.279	4.368.171
Via Santa Margherita 12/14 (Milano)	5.800	29/09/2009	42.799.990	44.500.000	14/05/2015	44.500.000	16.360.329	2.196.135	15.864.204
Via Cordusio 3 (Milano)	3.487	29/09/2009	22.975.810	25.250.000	14/05/2015	25.250.000	6.430.408	505.748	8.198.850
Piazza Cordusio 3 (Milano)	10.583	15/09/2010	55.526.203	62.250.000	14/05/2015	62.250.000	12.774.064	1.692.933	17.804.928
Corso Montevecchio (Torino) - Unità A14; Box n.2	271	29/09/2009	974.071	1.043.009	12/10/2015	1.138.692	211.895	42.612	333.904
Corso Montevecchio (Torino) - Unità A10 e A11; Box n.6, 8, 9 e 10	491	29/09/2009	2.196.101	2.534.400	16/02/2016	2.420.000	477.801	108.500	593.200
Piazza Edison (Milano)	28.865	29/09/2009	181.339.160	175.380.000	13/12/2016	220.000.000	54.614.695	8.482.508	84.793.027

**II.8 Posizione netta di liquidità**

La liquidità disponibile del Fondo alla data della presente Relazione è pari a Euro 69.634.303 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>4.741.167</b>	
- Risconti attivi:		4.741.167
<b>G4. Altre</b>	<b>46.478.809</b>	
- Crediti verso conduttori per fatture emesse e non incassate:		2.321.921
<i>Esposizione lorda</i>		2.366.152
<i>Rettifiche di valore</i>		-44.231
<i>Esposizione netta</i>		2.321.921
- Crediti per vendita immobili		42.462.068
- Fatture da emettere per recupero oneri accessori		1.233.185
- Fatture da emettere per canoni di locazione e recupero imposte di registro		2.523
- Altre fatture da emettere		123.774
- Note credito da ricevere		269.192
- Altri crediti		50.991
- Acconti versati a fornitori		15.153
<b>Totale altre attività</b>	<b>51.219.976</b>	

La voce "risconti attivi" è prevalentemente costituita dalla quota parte non di competenza del 2016 e quindi da rinviare a periodi successivi:

- delle commissioni bancarie e delle spese di consulenza per la stipula dell'attuale contratto di finanziamento (risconto complessivo di Euro 2.435 migliaia), corrisposta al *pool* di banche finanziatrici e all'*advisor* finanziario Mediobanca per complessivi Euro 3.284 migliaia. Tali spese sono state riscontate lungo tutta la durata del contratto di finanziamento (sino al 29/07/2020);

- dell'imposta sostitutiva, trattenuta dal *pool* di banche finanziatrici al momento dell'erogazione del finanziamento, per Euro 780 migliaia (risconto di Euro 558 migliaia);
- della commissione Banca Agente corrisposta a UBI Banca per Euro 75 migliaia (risconto di Euro 43 migliaia);
- delle commissioni e delle spese di consulenza sostenute per la ristrutturazione dello strumento finanziario derivato di copertura per complessivi Euro 800 migliaia (risconto di Euro 663 migliaia);
- delle imposte di registro sui contratti di locazione (risconto di circa Euro 187 migliaia).

I Crediti verso conduttori, ove ritenuto opportuno, sono stati prudenzialmente svalutati sulla base del loro presunto valore di realizzo.

La voce crediti per vendita immobili fa riferimento:

- per Euro 22 milioni al credito di nei confronti del Fondo Pacific 1 per la dilazione di pagamento concessa in occasione della vendita dei tre *asset* precedentemente descritta; tale importo, garantito da fideiussione bancaria, è stato incassato in data 14 febbraio 2017.
- Per Euro 20,5 milioni al credito nei confronti del Fondo Italian Trophy Assets per la dilazione di pagamento concessa con la vendita dell'immobile sito in Milano – Piazza Edison; tale posizione creditoria è stata saldata completamente nel mese di gennaio 2017, anche mediante compensazione fra Fondi con il debito IVA del Fondo sorto in seguito alla vendita stessa.

### **Sezione III – Le Passività**

#### **III.1 Finanziamenti ricevuti**

Di seguito si riporta il dettaglio del finanziamento ricevuto dal Fondo dal nuovo pool di banche, che al 31 dicembre 2016 ammonta ad Euro 174.350.372.

Nominativo Controparte	% sul totale	Erogazione iniziale 30/07/2015	Importo rimborsato il 12/10/2015	Importo rimborsato il 16/02/2016	Importo rimborsato il 13/12/2016	Debito residuo al 31/12/2016
UBI BANCA S.C.P.A.	25,64%	80.000.000	-187.884	-399.200	-34.707.692	44.705.224
ING BANK N.V.	19,55%	61.000.000	-143.262	-304.390	-26.464.615	34.087.733
BANCA IMI S.P.A.	19,23%	60.000.000	-140.913	-299.400	-26.030.769	33.528.918
BANCA REGIONALE EUROPEA S.P.A.	16,03%	50.000.000	-117.428	-249.500	-21.692.308	27.940.765
BANCA POPOLARE DI MILANO S.C.A.R.L.	13,14%	41.000.000	-96.291	-204.590	-17.787.692	22.911.427
UNICREDIT S.P.A.	6,41%	20.000.000	-46.971	-99.800	-8.676.923	11.176.306
<b>TOTALE</b>	<b>100%</b>	<b>312.000.000</b>	<b>-732.748</b>	<b>-1.556.880</b>	<b>-135.360.000</b>	<b>174.350.372</b>

Nel mese di aprile 2016 è stato sottoscritto un contratto di finanziamento con Ubi Banca del valore di Euro 20 milioni, garantito dalla cessione parziale del credito vantato verso il Fondo Pacific 1 per il pagamento differito del prezzo dei tre immobili venduti nel 2015. In data 13 settembre 2016 è stato effettuato un tiraggio a valore sulla tale linea di finanziamento per Euro 5 milioni. In data 14 febbraio 2017 tale finanziamento è stato integralmente rimborsato in seguito all'incasso del prezzo differito da parte del Fondo Pacific 1.

### **Condizioni contrattuali**

In data 30 luglio 2015, a seguito di una procedura competitiva che ha interessato 16 istituti italiani ed internazionali, il Fondo ha sottoscritto un nuovo contratto di finanziamento di Euro 312.000.000 con un nuovo pool di banche composto da Ubi Banca, Banca Regionale Europa, Banca IMI, Unicredit, Banca Popolare di Milano e Ing Bank N.V. succursale di Milano ed ha provveduto a rimborsare anticipatamente, rispetto alla scadenza del 28 settembre 2015, l'importo del precedente finanziamento per Euro 305.267.576.

Il nuovo finanziamento ha durata quinquennale (scadenza 29 luglio 2020), con interessi calcolati trimestralmente ad un tasso pari all'Euribor 3 mesi act 360 + spread di 140 bps. Il rimborso è previsto integralmente alla scadenza ovvero in concomitanza di ciascuna vendita degli asset in portafoglio con i seguenti prezzi di rilascio: (i) 120% (centoventi per cento) della relativa ALA, con riferimento agli immobili siti in Milano, Piazza Edison 1 e Viale Manzoni 9, e agli Immobili Frazionabili; (ii) 115% (centoquindici per cento) della relativa ALA, con riferimento agli immobili diversi dagli immobili elencati al sub-paragrafo (i) che precede. Le garanzie rilasciate dal Fondo per il nuovo finanziamento sono costituite da: ipoteca di primo grado su tutti gli immobili, cessione in garanzia dei crediti e pegno sulle somme dei conti vincolati.

### **Garanzie**

***rilasciate***

Alla data del 3 2016 le garanzie rilasciate dal Fondo a favore delle banche finanziatrici sul nuovo finanziamento sono:

- **ipoteca di primo grado volontaria**, ai sensi dell'art. 2808 del codice civile, per un importo complessivo di Euro 624.000.000 iscritta sull'intero portafoglio immobiliare;
- **cessione in garanzia dei crediti** di locazione, di apporto, da assicurazione, di *hedging* e dei crediti ulteriori che dovessero venire ad esistenza;
- **pegno** su tutte le somme di volta in volta accreditate sui conti vincolati, ivi incluse le somme che verranno depositate in futuro su tali conti da terzi o per ordine della SGR, in qualità di Società di Gestione del Fondo;
- **cessione parziale in garanzia del credito** vantato nei confronti del Fondo Pacific 1 a Ubi Banca;
- **cessione in garanzia della garanzia bancaria** di pagamento rilasciata da BNL a garanzia degli adempimenti previsti dal Fondo Pacific 1 a Ubi Banca.

***Rimborso parziale del finanziamento***

In data 12 ottobre 2015, a fronte della vendita di una porzione residenziale dell'immobile di Torino Corso Montevicchio secondo quanto previsto dal Contratto di Finanziamento è stato rimborsato un importo pari a Euro 732.748, pari al 65% dei Proventi Netti di Vendita.

In data 16 febbraio 2016, a fronte della vendita di un'ulteriore porzione residenziale dell'immobile di Torino Corso Montevicchio secondo quanto previsto dal Contratto di Finanziamento è stato rimborsato un importo pari a Euro 1.556.880, pari al 65% dei Proventi Netti di Vendita.

In data 13 dicembre 2016, a fronte della vendita dell'immobile di Milano Piazza Edison, come previsto contrattualmente, è stato rimborsato al pool di banche finanziatrici l'importo di Euro 135.360.000

### **III.3 Strumenti Finanziari Derivati**

***Copertura tassi d'interesse***

In data 6 agosto 2012 il fondo aveva sottoscritto un contratto derivato di tipo *interest rate swap* con partenza *forward* avente le seguenti caratteristiche:

- Tasso Fisso pagato: 1,7655%;
- Tasso variabile ricevuto: Euribor 3 mesi act 360 (following business days);
- Nozionale di partenza al 31 dicembre 2014: Euro 380.653.813;
- Nozionale al 31 dicembre 2019: Euro 174.559.993;
- decorrenza copertura: 1° gennaio 2015;
- scadenza della copertura: 31 dicembre 2019.

Nella tabella sottostante vengono riportati i nominativi delle banche che hanno sottoscritto i contratti e le relative quote di nozionale:

Banca	Nozionale
Banca IMI S.p.A.	50,0%
Unicredit Banca S.p.A.	50,0%

A seguito della vendita nel precedente esercizio di tre *asset* situati a Milano ed in concomitanza della sottoscrizione del nuovo contratto di finanziamento, avvenuta il 30 luglio 2015, il Fondo ha provveduto a riadeguare i nozionali dei due contratti derivati con decorrenza 30 giugno 2015, con le medesime controparti Banca IMI e Unicredit, provvedendo contestualmente anche ad un allungamento della durata della copertura fino al 31 marzo 2024, stanti le condizioni del mercato dei tassi d'interesse.

Le condizioni contrattuali del contratto derivato ristrutturato il 30 luglio 2015 sono le seguenti:

- Tasso Fisso pagato: 1,814%;
- Tasso variabile ricevuto: Euribor 3 mesi act 360 (*following business days*), ad eccezione del tasso variabile ricevuto per il periodo 30 giugno 2015-30 luglio 2015 pari all'Euribor 1 mese act 360;
- Nozionale di partenza al 30 giugno 2015: Euro 305.267.575;
- Nozionale al 31 marzo 2024: Euro 19.700.426;
- decorrenza copertura: 30 giugno 2015;
- scadenza della copertura: 31 marzo 2024.

L'operazione di ristrutturazione del derivato è stata condivisa preventivamente dal nuovo *pool* di banche finanziatrici sebbene il periodo oggetto di copertura superi quello del contratto di finanziamento stipulato in data 30 luglio 2015. La SGR aveva incaricato Deloitte ERS che aveva redatto uno specifico parere in merito nel quale si era attestato che l'operazione ha i requisiti per essere definita contabilmente come "di copertura" essendo "altamente probabile" la sottoscrizione di un nuovo contratto di finanziamento per il periodo non coperto.

A seguito della vendita dell'immobile di Milano Piazza Edison si è provveduto a rimodulare il nozionale dei contratti derivati riducendo la quota di *overhedging*. L'operazione di *unwinding* ha comportato esclusivamente una riduzione dei nozionali tempo per tempo eccedenti le previsioni future e hanno comportato l'esborso anticipato della somma di Euro 10.340.000 quale Mark to Market negativo alla data del 13 dicembre 2016. Di tale versamento una componente del valore di circa Euro 935 migliaia era già inclusa all'interno della porzione inefficace di Euro 3,6 milioni che era stata

accantonata contabilmente all'interno della Relazione al 30 giugno 2015 (a seguito della ristrutturazione precedentemente descritta) e che a seguito del pagamento dei differenziali del secondo semestre 2015 e dei quattro trimestri del 2016, si era ridotta ad Euro 2,9 milioni. Pertanto, alla data della presente relazione, tale porzione inefficace ammonta ad Euro 1,96 milioni ed è iscritta all'interno della voce "12. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati" del passivo della Situazione Patrimoniale.

Valore Patrimoniale degli Strumenti Finanziari Derivati		
	Strumenti Finanziari quotati	Strumenti Finanziari non quotati
<b>Operazioni su tassi di interesse:</b> - futures su titoli di debito, tassi e contratti simili - opzioni su tassi e contratti simili - swap e contratti simili		1.958.884
<b>Operazioni su tassi di cambio:</b> - futures su valute e contratti simili - opzioni su tassi di cambio e contratti simili - swap e contratti simili		
<b>Operazioni su titoli di capitale:</b> - futures su titoli di debito, tassi e contratti simili - opzioni su tassi e contratti simili - swap e contratti simili		
Altre operazioni - futures e contratti simili - opzioni e contratti simili - swap e contratti simili		

Al 31 dicembre 2016 la valutazione dello strumento finanziario derivato sopra esposto evidenzia un *mark to market* negativo pari a Euro 19,8 milioni, non rilevato nella Sezione Reddittuale in quanto il derivato, ad eccezione della porzione non efficace precedentemente illustrata (per maggiori dettagli si rimanda alla Parte C della Nota Integrativa), 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). A supporto di tale criterio di contabilizzazione era stato richiesto, in occasione dell'approvazione della Relazione di Gestione al 30 giugno 2015, apposito

parere alla società Deloitte ERS che ha confermato la correttezza di tale impostazione.

### 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>38.224</b>	
<b>M2. Debiti di imposta</b>	<b>20.128.628</b>	
<b>M3. Ratei e risconti passivi</b>	<b>171.855</b>	
- Risconti passivi		171.855
<b>M4. Altre</b>	<b>12.521.635</b>	
- Debiti verso fornitori		4.965.367
- Fatture da ricevere per consulenze immobiliari		206.915
- Fatture da ricevere per costi da capitalizzare		1.363.810
- Fatture da ricevere per spese condominiali e utenze		738.973
- Fatture da ricevere per spese di manutenzione ed altri oneri immobiliari		197.626
- Fatture da ricevere - altre		115.193
- Fatture da ricevere per ritenute a garanzia su SAL		166.538
- Fondo rischi ed oneri		4.585.000
- Note credito da emettere		44.981
- Altri debiti		27.232
- Anticipi da clienti su vendite immobiliari		110.000
<b>M5. Debiti per depositi cauzionali</b>	<b>134.764</b>	
<b>Totale altre passività</b>	<b>32.995.106</b>	

La voce debiti di imposta accoglie il debito IVA derivante dalla liquidazione IVA di dicembre 2016, sorto principalmente a seguito della vendita dell'immobile sito in Milano – piazza Edison.

La voce debiti verso fornitori accoglie principalmente i debiti verso le imprese costruttrici per SAL fatturati e non ancora saldati alla data del 31 dicembre 2016 (circa Euro 1,6 milioni) ed il debito nei confronti di Ubis S.p.A. (circa Euro 2,1 milioni) per servizi di *property* e *facility management* e per l'anticipazione di oneri accessori.

La voce fondo rischi ed oneri accoglie lo stanziamento di Euro 300.000 effettuato in via prudenziale in merito al contenzioso in essere con la società alla quale il Fondo aveva affidato l'incarico di progettazione dell'appalto di Piazza Edison a Milano, descritto nel capitolo "Contenziosi" all'interno del paragrafo 1.4.1 della Relazione degli Amministratori.

Tale voce accoglie inoltre l'accantonamento per la garanzia concessa in favore del Fondo Italian Trophy Assets sui canoni da locazione dell'immobile Edison da corrispondere per gli anni 2017 e 2018 (per maggiori dettagli si rimanda alla Sezione 1.4.1 della Relazione degli Amministratori) e stimata in Euro 4,285 milioni.

#### 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 (29/09/2009) fino alla data della presente Relazione.

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
<b>IMPORTO INIZIALE DEL FONDO</b>	<b>229.600.000</b>	<b>100,00%</b>
<b>TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI</b>	<b>229.600.000</b>	<b>100,00%</b>
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	-35.063.589	-15,27%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	243.966.523	106,26%
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	-62.543.046	-27,24%
I. Oneri di gestione complessivi	-50.269.792	-21,89%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	8.473.982	3,69%
M. Imposte complessive	-68.912	-0,03%
<b>RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI</b>	<b>-11.020.800</b>	<b>-4,80%</b>
<b>PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI</b>	<b>-64.132.446</b>	<b>-27,93%</b>
<b>VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE</b>	<b>104.564.077</b>	<b>45,54%</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2016</b>	<b>258.941.917</b>	<b>112,78%</b>
<b>TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE</b>		
<b>TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE</b>	<b>6,27%</b>	
<b>NUMERO QUOTE</b>	<b>2.296</b>	
- Quote detenute da Investitori Professionali	2.136	
- Quote detenute da Investitori Esteri	160	

#### Sezione V – Altri dati patrimoniali

### **V.5 Garanzie ricevute**

La Società Unicredit S.p.A., in forza dei contratti di locazione stipulati dal Fondo con Unicredit Business Integrated Solutions, si è costituita quale garante per il pagamento dei canoni di locazione annui, sino ad un importo annuo garantito di Euro 21.205.619, pari all'ammontare dei canoni annui pagabili per ciascun anno di durata del contratto di locazione e di Euro 4.285.414 a garanzia di eventuali danni arrecati agli immobili condotti in locazione.

Gli altri conduttori del Fondo hanno rilasciato a favore del Fondo depositi cauzionali per complessivi Euro 134.764 e ulteriori fidejussioni bancarie per complessivi Euro 1.722.072, di cui Euro 233.678 relativi alla fidejussione rilasciata da REAM SGR per la locazione dell'immobile di Via Alfieri 11 a Torino.

Inoltre, in data 15 maggio 2015, il Fondo ha ricevuto da BNL una fidejussione a garanzia del versamento da parte del Fondo Pacific 1 dell'importo di Euro 22 milioni a saldo della vendita dei tre immobili di Milano descritta in precedenza.

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

Il Fondo ha rilasciato a favore delle banche finanziatrici un'ipoteca di primo grado volontaria, ai sensi dell'art. 2808 del codice civile, per un importo complessivo di Euro 624.000.000 iscritta sull'intero portafoglio immobiliare.

## Parte C – Il risultato economico dell'esercizio

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

La Voce A4.1 "Strumenti finanziari derivati di copertura" accoglie il costo relativo agli interessi corrisposti alle banche nel 2016 (circa Euro 5,8 milioni) in merito al derivato di copertura di tipo *interest rate swap* stipulato con Banca IMI e Unicredit nel corso del 2012 e ristrutturato a far data dal 30 giugno 2015. Tale strumento prevede il versamento di un tasso fisso pari all'1,814% in cambio del tasso variabile Euribor a 3 mesi e scade in data 31 marzo 2024.

La voce A4.2 "Strumenti finanziari derivati non di copertura", accoglie invece l'importo dell'esborso anticipato di Euro 10.340.000, quale Mark to Market negativo alla data del 13 dicembre 2016 per la riduzione del nozionale dello strumento resasi necessaria a seguito della vendita dell'immobile di Piazza Edison, al netto della quota di circa Euro 935 migliaia già ricompresa nell'accantonamento (di originari Euro 3,6 milioni) della porzione inefficace dello strumento effettuato nella Relazione al 30 giugno 2015. L'effetto attualizzazione di tale porzione nell'esercizio è stato negativo per Euro 39 migliaia.

Nella tabella seguente, la voce "risultati realizzati senza finalità di copertura" accoglie pertanto il versamento di Euro 10,34 milioni precedentemente descritto ed i differenziali versati nel corso del 2016, che ammontano ad Euro 511 migliaia, che erano ricompresi nello stanziamento della porzione inefficace determinato nel 2015 e che si sono realizzati in questo esercizio. Per ulteriori dettagli si rimanda alla Sezione III.3 Strumenti Finanziari Derivati della Parte B della Nota Integrativa.

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	-5.752.554		-10.851.453	1.407.739
- swap e altri contratti simili				

## Sezione II – Beni immobili

Di seguito si fornisce il dettaglio delle sottovoci relative al risultato economico delle operazioni su 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		22.993.102			
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi	27.064	3.118.859			
<b>2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI</b>					
2.1 beni immobili	- 114.400	40.051.577			
2.2 diritti reali immobiliari					
<b>3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE</b>					
3.1 beni immobili	- 1.184.364	- 5.836.616			
3.2 diritti reali immobiliari					
<b>4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI</b>	- 172.076	- 5.351.285			
<b>5. AMMORTAMENTI</b>					
<b>6. IMU</b>	- 113.472	- 3.193.094			
<b>TOTALE</b>	<b>-1.557.249</b>	<b>51.782.543</b>			

La voce "Altri Proventi" si riferisce principalmente al recupero delle spese condominiali, delle utenze e delle imposte di registro a carico dei conduttori.

La voce "Utile/Perdita da realizzi" è costituita dalla perdita realizzata in seguito alla vendita di due unità immobiliari all'interno dell'immobile di Corso Montevecchio a Torino e dall'utile realizzato dalla vendita dell'immobile di Piazza Edison a Milano, rispetto al valore iscritto nella Relazione di Gestione al 31 dicembre 2015. La plusvalenza realizzata contabilmente nell'esercizio di Euro 40 milioni, a seguito della vendita dell'immobile di Piazza Edison, è determinata dalla differenza fra il prezzo di vendita di Euro 220 milioni ed il valore di mercato al 31 dicembre 2015 (Euro 172,7 milioni), incrementato delle capex realizzate nel 2016 (Euro 3 milioni) e della garanzia di reddito concessa all'acquirente (Euro 4,3 milioni). La plusvalenza complessiva derivante dalla cessione dell'immobile, rispetto al costo storico dell'immobile (Euro 177 milioni) ed alla garanzia di reddito concessa, è stata invece pari ad Euro 38.660.840.

La voce "plusvalenze/minusvalenze" riflette il minor valore degli immobili di proprietà del Fondo, determinato dall'Esperto Indipendente al 31 dicembre 2016, rispetto al valore attribuito dallo stesso alla fine del precedente esercizio incrementato delle capex realizzate nel 2016. L'ammontare dei costi capitalizzati nel 2016 è stato pari a Euro 5,1 milioni e fa riferimento ai principali cantieri in essere nell'esercizio:

- Milano – Edison: circa Euro 2,9 milioni;
- Torino – Via Nizza: circa 1,05 milioni (appalto Lotto IV e Lotto V);
- Torino – Via Alfieri 11: circa 740 migliaia per lavori al piano secondo e per la ristrutturazione della facciata;
- Torino – Arsenale 19/21/23: circa Euro 307 migliaia (appalto Virgin, frazionamento Arsenale 19/21/23 e appalto Avvocatura dello Stato);
- Genova – Via Dante: circa 81 migliaia (lavori strip-out sesto piano).

La voce "Oneri per la gestione degli immobili" è prevalentemente costituita da:

- spese di funzionamento (Euro 2,87 milioni);
- spese per manutenzioni e consulenze effettuate sugli immobili e non capitalizzate (Euro 577 migliaia);
- imposte di registro, TASI ed altre imposte ad esclusione dell'IMU (508 migliaia);
- compenso di *property management* (Euro 408 migliaia);
- spese per commissione di intermediazione immobiliare su locazioni (Euro 279 migliaia) e vendite (Euro 624 migliaia);
- premi assicurativi (Euro 124 migliaia);
- spese per assistenza e consulenza legale su tematiche immobiliari (Euro 130 migliaia).

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

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

Tale voce ammonta ad Euro 3.585.072 e rappresenta il totale degli interessi passivi maturati nel 2016 sui contratti di finanziamento stipulati dal Fondo (per maggiori informazioni si rimanda alla sezione III.1 della Parte B della Nota Integrativa).

### **Composizione della voce "Altri oneri finanziari"**

Tale voce ammonta ad Euro 1.198.505 ed è costituita principalmente:

- dalla quota di competenza del 2016 delle commissioni bancarie, delle spese di consulenza e dell'imposta sostitutiva per complessivi Euro 547 migliaia;
- dalla Commissione maturata dalla Banca Agente per Euro 1.123 migliaia.

## 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	-4.786.533	1,90%	1,01%					
- provvigioni di base	-4.786.533	1,90%	1,01%					
2) costi ricorrenti degli OICR in cui il fondo investe								
3) compenso del depositario	-70.484	0,03%	0,01%					
4) spese di revisione del fondo	-41.613	0,02%						
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	-15.720	0,01%	0,00%					
7) oneri di gestione degli immobili	-8.829.928	3,50%	1,87%					
8) spese legali e giudiziarie	-41.683	0,02%						
9) spese di pubblicazione del valore della quota ed eventualmente pubblicazione del prospetto informativo								
10) altri oneri gravanti sul fondo	-144.693	0,06%						
<b>COSTI RICORRENTI TOTALI</b>	<b>-13.930.653</b>	<b>5,53%</b>						
11) provvigioni di incentivo								
12) oneri di negoziazione di strumenti finanziari	-15.196.269							
di cui:								
- su titoli azionari								
- su titoli di debito								
- su derivati	-15.196.269							
- altri								
13) oneri finanziari per debiti assunti dal fondo	-4.783.577			2,67%				
14) oneri fiscali di pertinenza del fondo								
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>-33.910.499</b>	<b>13,46%</b>						

Il compenso spettante alla Società di Gestione è composto da:

- una commissione fissa iniziale corrisposta *una tantum (up front fee)* pari ad un valore di Euro 400.000;
- una commissione di gestione;
- una commissione variabile finale.

**La Commissione di gestione** è pari allo 0,9% annuo del Valore Complessivo delle Attività del Fondo, con un minimo garantito di Euro 200.000 per ogni semestre, e viene calcolata su base semestrale.

Per Valore Complessivo delle Attività del Fondo si intende 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 risulta 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 in società immobiliari e delle parti di altri fondi immobiliari detenuti dal Fondo alla data di riferimento (per tale intendendosi i relativi valori di acquisizione e/o di conferimento incrementati delle cosiddette "capex").

La Commissione di Gestione viene 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 compenso da corrispondere in via provvisoria per il semestre successivo ed il conguaglio rispetto agli importi erogati, allo stesso titolo, nei 6 (sei) mesi precedenti sulla base delle risultanze contabili.

L'importo di competenza del 2016 comprensivo di conguagli è pari ad Euro 4.786.533.

**La commissione variabile finale (Success Fee)** sarà corrisposta al momento della liquidazione del Fondo come di seguito dettagliato:

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

In data 26 febbraio 2016 il Business Plan a vita intera del Fondo è stato aggiornato e approvato dal Consiglio di Amministrazione di REAM, subordinatamente al parere favorevole del Comitato Consultivo del Fondo e riporta una previsione di rendimento complessivo pari al 7,8% che, ai sensi

del Regolamento del Fondo stesso, non fa prevedere il maturare della Commissione Variabile Finale dovuta alla SGR.

Non è stato pertanto accantonato alcun importo a titolo di Commissione Variabile Finale all'interno della presente Relazione.

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 555.182 (di cui Euro 441.666 per la componente fissa e Euro 113.516 per quella variabile), pari al 35,3% 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 ed oneri**

La voce presenta un saldo negativo di Euro 267.697 ed è costituita principalmente dall'accantonamento per ulteriori Euro 100 migliaia effettuato in via prudenziale in merito al contenzioso in essere con la società incaricata in passato della progettazione dell'appalto di Piazza Edison e per Euro 164 migliaia da spese sostenute per la rimozione dell'amianto dall'immobile di Piazza Cordusio rimborsate al Fondo Pacific 1.

<b>1) Altri Ricavi</b>	<b>3.837</b>
- interessi attivi su disponibilità liquide	899
- sopravvenienze attive	0
- altri ricavi	2.938
<b>2) Altri Oneri</b>	<b>-271.534</b>
- sopravvenienze passive	-7.067
- altri oneri	-164.467
- accantonamenti	-100.000
<b>Totale</b>	<b>-267.697</b>

## 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.

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.

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 desidera, 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.

Alla data della presente Relazione risultano in essere due strumenti finanziari derivati finalizzati alla copertura dal rischio di tasso sul contratto di finanziamento del Fondo. Detti strumenti sono descritti nella Sezione III.3 della Parte B della presente Nota Integrativa.

Il valore massimo e medio del rapporto percentuale raggiunto nel semestre tra l'importo dei finanziamenti ricevuti e il valore dei beni costituiti a garanzia del finanziamento è stato rispettivamente del 58,5% e del 55,9%; il valore massimo e medio del rapporto percentuale raggiunto nel semestre tra il

valore delle garanzie del finanziamento e il totale delle attività è stato rispettivamente del 131,9% e 117,2%.

Il livello di leva finanziaria utilizzata dal Fondo, calcolato con il metodo lordo e con il metodo degli impegni, ammonta rispettivamente a 2,39 e 1,98 alla data della presente Relazione.

Nel corso dell'esercizio la Società di gestione non ha percepito dal Fondo, per l'attività di gestione svolta, proventi diversi dalla commissione di gestione precedentemente descritta.

Nel periodo di riferimento della presente Relazione 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 le informazioni inerenti le operazioni di investimento/disinvestimento si rimanda alla Relazione degli Amministratori.

Per il Consiglio di Amministrazione  
Il Presidente



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

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.

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

milano@praxi.praxi - www.praxi.praxi

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

Spettabile

**REAM SGR S.p.A.**

Via Alfieri, 11  
10121 - TORINO

Milano, 31 Gennaio 2017

Ns. Rif. LM/val 16.2963

Facendo seguito all'incarico affidatoci (Offerta del 09 Ottobre 2015 Ns. Rif.: MM/val 15.1847R), da REAM SGR S.p.A., Società che gestisce il Fondo di Investimento Immobiliare denominato **FONDO CORE NORD OVEST**, 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 la valutazione del Valore di Mercato del patrimonio immobiliare in oggetto, 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.

## **PATRIMONIO IMMOBILIARE**

**Fondo Core Nord Ovest** costituito complessi immobiliari cielo-terra siti in Torino, Milano e Genova. Il Fondo CNO è stato originato dall'apporto di un primario istituto bancario nel 2009; attualmente il portafoglio si compone di uffici e filiali bancarie, oltre a sviluppi residenziali in corso di completamento e nel suo complesso risulta locato per oltre il 70%.

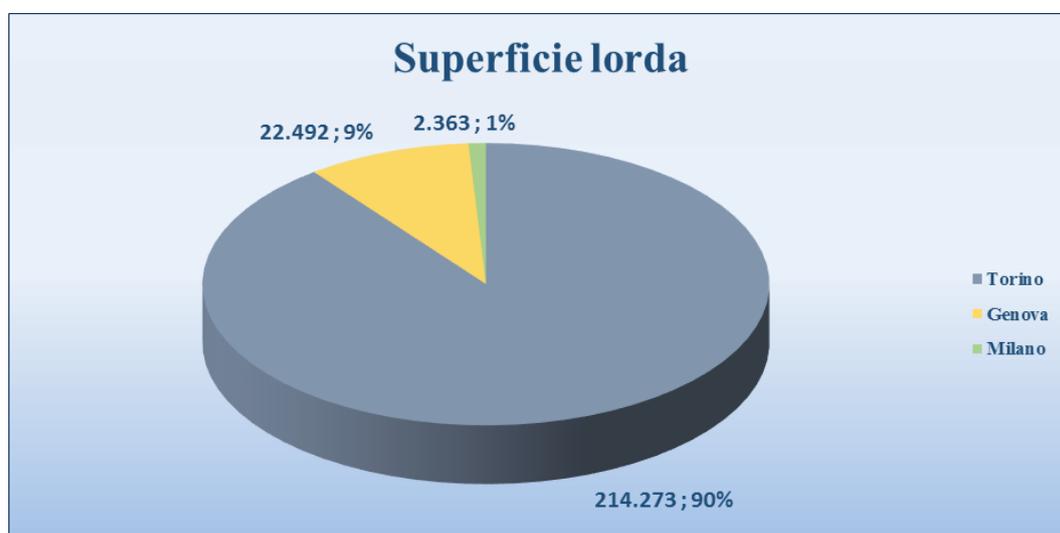
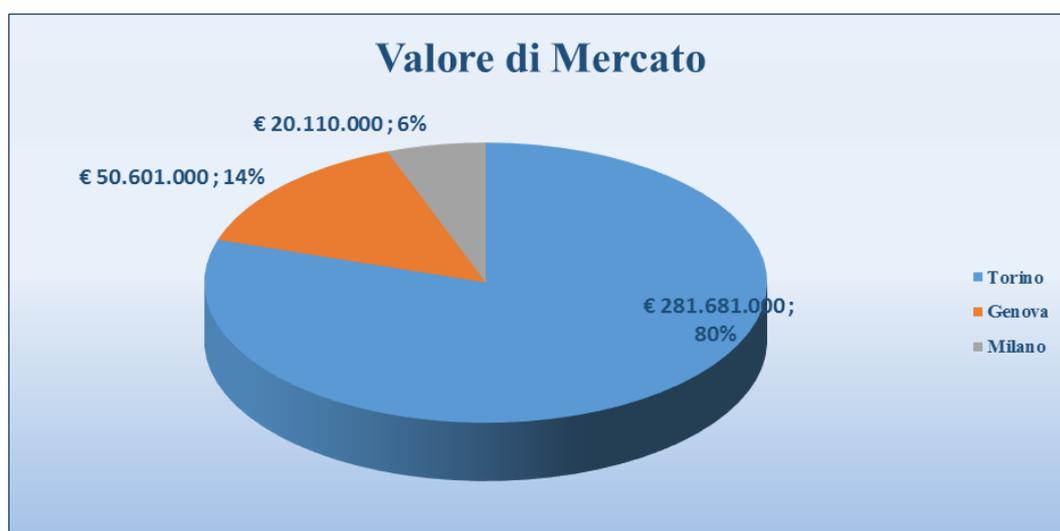
Il portafoglio del Fondo si compone di un patrimonio immobiliare attualmente costituito da 10 immobili, per un totale di circa 239.000 metri quadrati lordi, per un Valore di Mercato complessivo al 31 Dicembre 2016 pari a circa **352,4 milioni di euro**, prevalentemente localizzati nella città di Torino (90%), a Genova (9%) e Milano (1%).



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

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

Città	Indirizzo	Tipologia	Destinazione d'uso	Sup. lorda mq
Torino	Via XX Settembre, 31	cielo - terra	Uffici e Agenzia	25.786
Torino	Via Alfieri, 9/11	cielo - terra	Uffici Agenzia e Residenziale	7.930
Torino	Via Arsenale, 15	cielo - terra	Uffici	5.041
Torino	Via Arsenale, 19-21-23	cielo - terra	Uffici, wellness, box	16.356
Torino	Via Arcivescovado, 8	cielo - terra	Residenziale e Commerciale	2.167
Torino	Corso Montevecchio, 8	cielo - terra	Residenziale	3.236
Torino	Via Nizza - Lotto 1-2-3	cielo - terra	Uffici	128.601
Torino	Via Nizza - Lotto 4	cielo - terra	Uffici	20.515
Torino	Via Nizza - Lotto 5	cielo - terra	Uffici	4.640
Genova	Via Dante Alighieri, 1	cielo - terra	Uffici e Commerciale	18.033
Genova	Via Garibaldi, 1	cielo - terra	Uffici e Agenzia	4.459
Milano	Via Manzoni, 9	cielo - terra	Uffici e Agenzia	2.363
<b>TOTALE</b>				<b>239.128</b>



## **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.

In considerazione della composizione del patrimonio del Fondo, le stime sono state sviluppate applicando il metodo comparativo per le destinazioni residenziali, e il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF) alle destinazioni terziarie e commerciali.

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

In generale, 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:

- Documentazione catastale;
- Planimetrie;
- Contratti di locazione;
- Rent roll (consistenze GLA, riepilogo contratti e principali clausole e limitazioni)
- Saldo IMU, TASI e premio assicurativo;
- Previsione costi delle opere di manutenzione straordinaria (investimenti programmati).

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

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

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

- canoni e valori di mercato, per le diverse destinazioni d'uso e zone interessate;
- determinazione tassi di capitalizzazione e attualizzazione;
- costi a carico della proprietà inerenti 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.

## APPROCCI ESTIMATIVI

### METODO COMPARATIVO

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

Città	Indirizzo	Tipologia	Destinazione d'uso	Sup. lorda mq
Torino	Via Arcivescovado, 8	cielo - terra	Residenziale e Commerciale	2.167
Torino	Corso Montevecchio, 8	cielo - terra	Residenziale	3.236
Genova	Via Garibaldi, 1	cielo - terra	Uffici e Agenzia	4.459

Nello specifico abbiamo attribuito parametri di valore unitario alle superfici distinte per piano e destinazione d'uso forniteci dalla committente.

Tale valore unitario è stato ottenuto applicando un parametro medio desunto dalle specifiche indagini di mercato condotte nelle zone interessate e riguardanti unità immobiliari non nuove, in normale stato di manutenzione.

Ulteriori aggiustamenti del parametro sono stati applicati in funzione dello stato manutentivo e dell'esposizione (laddove significativo).

Il Valore di Mercato così ottenuto fa riferimento all'attuale stato occupazionale, le unità immobiliari oggetto di stima risultano libere e disponibili alla vendita.

### IMMOBILI A REDDITO

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

Città	Indirizzo	Tipologia	Destinazione d'uso	Sup. lorda mq
Torino	Via XX Settembre, 31	cielo - terra	Uffici e Agenzia	25.786
Torino	Via Alfieri, 9/11	cielo - terra	Uffici Agenzia e Residenziale	7.930
Torino	Via Arsenale, 15	cielo - terra	Uffici	5.041
Torino	Via Arsenale, 19-21-23	cielo - terra	Uffici, wellness, box	16.356
Torino	Via Nizza - Lotto 1-2-3	cielo - terra	Uffici	128.601
Torino	Via Nizza - Lotto 4	cielo - terra	Uffici	20.515
Torino	Via Nizza - Lotto 5	cielo - terra	Uffici	4.640
Genova	Via Dante Alighieri, 1	cielo - terra	Uffici e Commerciale	18.033
Milano	Via Manzoni, 9	cielo - terra	Uffici e Agenzia	2.363

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

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

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

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

Nella valutazione del patrimonio del Fondo al 30/06/2016, abbiamo considerato gli oneri sostenuti dalla Committente in occasione del pagamento dell'IMU oltre che gli oneri inerenti la TASI, tenendo conto degli stessi su base annuale.

La **durata del cash-flow** dell'investimento è stata determinata facendo riferimento al numero di anni di un contratto di locazione ad uso diverso, solitamente 6+6 ed al tempo necessario, alla scadenza del suddetto contratto, per condurre a regime il nuovo contratto di affitto, previa rinegoziazione/negoziiazione a condizioni di mercato del contratto stesso, e successivamente, nel momento di massimizzazione del reddito locativo e, conseguentemente, del prezzo di vendita finale, cedere l'immobile ad un investitore "ordinario". Si precisa che la durata del cash-flow assunto a base della valutazione dell'immobile non è influenzata né subordinata alle scelte e alle decisioni d'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
<b>10 Year Treasury Bond Yield, %<sup>2</sup></b>	4.5	4.1	1.9	1.6	1.3 <sup>3</sup>	<b>1.3<sup>4</sup></b>	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	<b>media EurIRS</b>
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	

## TASSI DI CAPITALIZZAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE

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

### Considerazioni generali in merito ai tassi

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

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

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

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

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

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

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

I fattori di differenziazione sono essenzialmente due:

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

## Rendimenti di mercato

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

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

Va opportunamente precisato che, nell'approccio valutativo adottato da Praxi, il rendimento immobiliare viene ricavato direttamente da una indagine di mercato, estesa all'intero territorio nazionale e riferita alle principali tipologie: uffici e negozi tradizionali; ricettivo; grande distribuzione; leisure and entertainment; logistico-produttivo.

Per ciascuna tipologia viene determinato il range di oscillazione del rendimento lordo (cap rate), con riferimento ad un best case e ad un worst case; nello specifico della presente stima, i range di rendimento sono i seguenti:

TIPOLOGIA IMMOBILIARE		CAP RATE LORDO
UFFICI	<i>best</i>	4,90%
(uffici, negozi in ambito urbano)	<i>worst</i>	7,70%
RICETTIVO	<i>best</i>	5,00%
(alberghi, villaggi turistici, RSA)	<i>worst</i>	8,70%
IPERMERCATO	<i>best</i>	5,10%
(àncora food in centro comm.)	<i>worst</i>	7,40%
GALL COMM	<i>best</i>	5,90%
(tutti gli esercizi diversi dall'àncora food)	<i>worst</i>	8,90%
COMM ISOLATO	<i>best</i>	5,70%
(supermercato, discount, medie e grandi sup no food)	<i>worst</i>	8,70%
LEISURE	<i>best</i>	5,80%
(cinema, parchi tematici, ecc.)	<i>worst</i>	8,90%
PRODUTTIVO	<i>best</i>	6,50%
(logistico e produttivo)	<i>worst</i>	9,40%

All'interno dell'intervallo di cui sopra, il tasso di capitalizzazione del singolo immobile viene determinato sulla base della sua situazione e condizione specifica, con riferimento a:

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

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

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

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

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

#### Utile dell'imprenditore (investitore)

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

### Durata del DCF

Il nostro modello di DCF per la stima del Valore di Mercato degli immobili a reddito prevede una durata standard di 15 anni, con scansione semestrale.

Tale periodo consente di includere l'intero ciclo di un contratto di locazione ordinario (6+6 anni), più gli eventuali tempi di vacancy e messa a reddito, e quindi, in termini generali, consente la normalizzazione del flusso di reddito locativo e la determinazione del terminal value per capitalizzazione diretta, utilizzando il canone dell'ultimo periodo ed il *going out cap rate* di cui sopra.

Si segnala che per quanto concerne l'immobile in Torino, Via Arsenale, 19-21-23, la durata del cash-flow si protrae per 21 anni in relazione alla durata del contratto di maggior rilevanza (Virgin Active Italia S.p.A.).

### Indicatori

- Nel foglio "DCF" dello sviluppo valutativo di ciascun immobile vengono riportati alcuni indicatori significativi, oltre al Valore di Mercato ed alla quota di affitto, 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 alla GLA - Gross Leasable Area, che corrispondono sostanzialmente alla IPMS 1 (Gross External Area/superficie esterna lorda), come internazionalmente definita, sono state fornite dalla SGR.
- ❑ Per lo sviluppo della stima abbiamo quindi determinato la superficie virtuale degli immobili, attribuendo alle diverse tipologie di superficie una ponderazione rappresentativa del loro pregio immobiliare. In particolare, gli spazi accessori sono stati virtualizzati, in proporzione sia alla loro collocazione/consistenza/quantità all'interno dell'immobile sia alle superfici ed alle destinazioni degli spazi principali nonché ai parametri assegnati agli stessi
- ❑ Negli sviluppi valutativi degli immobili sono stati considerati gli stati occupazionali, così come evidenziato nel Rent Roll consegnatoci dalla SGR.
- ❑ Il portafoglio immobiliare è stato oggetto di un sopralluogo effettuato nel corso del mese di Novembre/Dicembre 2016.

### ❑ Indagini di Mercato

Per lo sviluppo della valutazione sono state condotte indagini di mercato, che hanno riguardato immobili con destinazioni omogenee ai beni in esame (terziaria, commerciale, logistica e residenziale), con interviste ad operatori locali del settore immobiliare, prevalentemente agenzie immobiliari e società di intermediazione, effettuando analisi delle offerte immobiliari rilevate, e verificando, ove possibile, transazioni recenti (vendite, locazioni, rendimenti).

Tali informazioni hanno integrato e aggiornato la banca dati sul mercato immobiliare già in possesso della nostra Società.

### ❑ Contratti di locazione over renting

Con particolare riferimento ai contratti di locazione over renting, è stata prevista, alla prima scadenza, la stipula di un nuovo contratto a condizioni di mercato.

## **METODOLOGIA DI LAVORO**

La nostra attività ha riguardato la determinazione del Valore di Mercato degli immobili in portafoglio al Fondo Core Nord Ovest e, in conformità all'incarico affidatoci, non ha compreso attività di due diligence e rilievo, né accessi presso Uffici pubblici per verifiche edilizie, catastali, ecc. A supporto della valutazione si è perciò assunta la documentazione tecnica fornitaci dalla proprietà, da cui, in particolare, abbiamo rilevato le consistenze e le destinazioni d'uso, senza effettuare alcuna ulteriore verifica.

Circa l'asset di Torino via Arcivescovato 8, si segnala che, per le unità immobiliari oggetto di preliminare di compravendita già stipulato, è stata effettuata un'analisi di mercato, per verificare la congruità di tale prezzo rispetto alle quotazioni correnti; poiché abbiamo riscontrato, per tutti i casi in questione, che lo scostamento tra prezzo pattuito e quotazioni di mercato risulta di entità trascurabile, abbiamo fatto coincidere nella stima il Valore di Mercato di queste unità immobiliari con il prezzo pattuito.

## **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 2015: 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'1,30 %, 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***

Al 31/12/2016, rispetto al 30/06/2016, ci sono state le seguenti variazioni dell'oggetto della stima:

- Alienazione del complesso immobiliare in Milano piazza Edison.

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

Nel corso del semestre 30/06/2016 - 31/12/2016 sono intervenute variazioni contrattuali che hanno variato lo stato locativo dei beni, nello specifico sono stati stipulati "nuovi" contratti di locazione nonché risolti "vecchi" contratti di affitto o rilasciate unità immobiliari.

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

Rispetto al semestre precedente, i Valori di Mercato del Fondo CNO registra una flessione complessiva pari al -0,84%, con singoli valori che si attestano tra il -2% ed il +2% circa, alla luce delle location, delle condizioni di manutenzione e conservazione, delle offerte/ricieste presenti sul mercato per immobili equiparabili e delle potenzialità/tempistiche di commercializzazione (sia da un punto di vista locativo che di vendita); a tal proposito in alcuni casi i canoni di mercato e le capex hanno subito variazioni, rispetto al semestre scorso.

In considerazione dell'attuale situazione del mercato immobiliare e in relazione agli esiti dell'analisi delle indagini di mercato, sono state apportate variazioni ai valori con i quali sono state sviluppate le valutazioni.

Tali variazioni risultano più rilevanti laddove gli esiti di commercializzazione sono risultati limitati.

In tal senso, per gli asset di seguito indicati, si evidenziano variazioni di valore più marcate, riconducibili, in forma autonoma o combinati tra loro, alla rettifica dell'erv, capex (aumento o diminuzione previsioni di costo), step up canone di locazione, rinegoziazione del contratto, variazione stato locativo (nuova locazione e/o rilascio):

- Torino via Arcivescovado, 8;
- Torino via Nizza - Lotto 4;
- Torino via Nizza - Lotto 5.

## **GRUPPO DI LAVORO**

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

- Antonio GAMBÀ (Legale rappresentante di Praxi S.p.A., iscritto all'Albo degli Ingegneri di Milano al n° 8913 dal 1966) - *Coordinatore del progetto*
- Massimo MAESTRI MRICS (n° 1279512 dal 2008) - *Responsabile tecnico del progetto*
- Luca MORASSI MRICS (n° 6665889 dal 2016) - *Senior valuer*
- Giorgio BELMESSIERI – *Senior valuer*
- Giorgio MUSSO – *Senior valuer*
- Centro Studi PRAXI Real Estate

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

## CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base di quanto riportato in precedenza, è nostra opinione che il Valore di Mercato degli immobili in capo al **FONDO CORE NORD OVEST**, con riferimento al 31 Dicembre 2016, sia pari a:

**€ 352.392.000,00 (Euro Trecentocinquantaduemilionitrecentonovantaduemila/00)**

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

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

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

Praxi S.p.A.  
*Responsabile Tecnico*

Massimo Maestri MRICS  
Registered Valuer



Praxi S.p.A.  
*Legale Rappresentante*

Antonio Gamba



### *Allegati:*

- *Sintesi del Valore di Mercato del portafoglio Fondo Core Nord Ovest*
- *Panoramica sul Mercato Immobiliare*
- *Relazioni di Stima dei singoli asset*
- *Lettera d'incarico*