



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 2017

Indice

1. Relazione degli Amministratori	3
1.1 L'andamento del mercato immobiliare	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.....	10
1.2 Descrizione del Fondo al 31 dicembre 2017	16
1.3 Governance del Fondo	23
1.4 L'andamento del Fondo	25
1.4.1 La gestione immobiliare.....	26
1.4.2 La gestione finanziaria.....	33
1.5 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione	39
1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2017	39
2. Situazione Patrimoniale	41
3. Sezione Reddittuale	43
4. Nota integrativa	45
Parte A – Andamento del valore della quota.....	45
Parte B – Le attività, le passività ed il valore complessivo netto.....	49
Parte C – Il risultato economico dell'esercizio	62
Parte D – Altre informazioni.....	70

1. Relazione degli Amministratori

1.1 L'andamento del mercato immobiliare

1.1.1 Il mercato dei fondi immobiliari¹

Andamento generale del settore

I fondi d'investimento svolgono un ruolo sempre più importante nell'ambito dell'attività di *asset management* di portafogli immobiliari e rappresentano il veicolo maggiormente idoneo ad intercettare la domanda europea di servizi professionali relativamente ad investimenti e risparmio gestito. Grazie ai fondi immobiliari ed ai *reit*, nel corso del 2017 nonostante lo scenario economico e politico incerto, il fatturato immobiliare in Europa è aumentato ovunque, ad eccezione del Regno Unito, dove il rallentamento post-Brexit ha comportato una consistente flessione.

Nei principali Paesi europei – nello specifico: Francia, Germania, Gran Bretagna, Italia, Lussemburgo, Olanda, Spagna e Svizzera - la stima patrimoniale a fine 2017 si attesta ad € 550 miliardi (Nav), in crescita dell'8% rispetto al 2016.

La crescita è legata all'incremento delle masse gestite dai fondi riservati tedeschi, dei fondi non quotati francesi e dai veicoli lussemburghesi; Italia e Francia hanno registrato un leggero aumento nel 2017 ed anche la Spagna è caratterizzata da un ritmo di crescita sostenuto, destinato a proseguire.

In Italia la crescita del mercato immobiliare, dopo la lunga crisi degli ultimi anni, ha favorito il consolidamento del settore dei fondi immobiliari: il *Net Asset Value* (NAV) a fine anno si attesta poco sopra € 50 miliardi (a fronte di un patrimonio immobiliare diretto di €55 miliardi), superiore allo *stock* detenuto dai sistemi assicurativo, previdenziale e bancario, mentre il numero dei fondi attivi arriva a n.407. Nel complesso l'incremento del NAV rispetto al 2016 risulta pari al +4,2% ed anche per il 2018 le previsioni sono di una ulteriore leggera crescita.

¹ Fonti: Assogestioni/IPD/Scenari Immobiliari/Nomisma.

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

1) Fondi autorizzati dalla Banca d'Italia che hanno concluso il collocamento (compresi quelli chiusi o in chiusura)
2) Valore del patrimonio netto dei fondi al 31 dicembre di ogni anno
3) Finanziamenti effettivamente ricevuti (stima)
4) Roe dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

Fonte: Scenari immobiliari – I Fondi Immobiliari in Italia e all'Estero Rapporto 2017

1.1.2 Il Mercato Immobiliare in Italia: quadro generale

Il contesto internazionale ed europeo

Nel 2017, la ripresa del ciclo economico internazionale si è rafforzata in un contesto di generale espansione del commercio mondiale; l'incertezza circa l'orientamento futuro delle politiche economiche nelle aree avanzate ed i fattori geopolitici internazionali rappresentano tuttavia un fattore di rischio per la crescita mondiale.

La fase ciclica positiva dell'economia statunitense si sta consolidando in una situazione di graduale normalizzazione della politica monetaria da parte della *Federal Reserve*. Negli Stati Uniti è infatti proseguita la fase economica espansiva (+0,7% nel 2017) - seppure in lieve decelerazione - guidata dalle esportazioni nette, dalla spesa per consumi delle famiglie ed in misura minore dagli investimenti fissi. Il mercato del lavoro si è mantenuto vivace ed il tasso di disoccupazione è ulteriormente migliorato.

Anche nell'area euro nel 2017 l'attività economica si è intensificata registrando ritmi più sostenuti rispetto al 2016. La crescita è stata supportata dalla domanda interna e dalla ripresa del processo di accumulazione del capitale. Nel complesso l'espansione del Pil si attesta nel 2017 al 2,2% grazie al buon andamento del mercato del lavoro, al tasso di disoccupazione stabilizzato intorno all' 8,9% ed alla contenuta inflazione, fattori che continuano a sostenere il reddito disponibile delle famiglie, favorendo conseguentemente i consumi privati.

La Germania nel 2017 ha mostrato ritmi di crescita in linea con quelli medi dell'area euro ed i consumi privati hanno beneficiato delle dinamiche positive del mercato del lavoro caratterizzato da aumenti dei livelli salariali.

La Francia è cresciuta in misura più moderata, guidata dagli investimenti privati stimolati dagli incentivi fiscali alle imprese implementati nel corso dell'anno dalla nuova amministrazione.

La Spagna ha mostrato invece una forte accelerazione della crescita sostenuta dalle esportazioni nette e dalla domanda interna: il mercato del lavoro è in ripresa, caratterizzato da un'ampia creazione di posti di lavoro che alimenta i consumi privati.

Per l'area euro il clima di fiducia è generalmente in miglioramento in tutti i settori economici. L'inflazione rimane moderata a riflesso della dinamica contenuta delle componenti di fondo e dalla crescita salariale, ancora limitata in molte economie dell'area. Il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro conferma la tendenza all'apprezzamento (1,13 \$/€ in media d'anno) sostenuta dalle prospettive di ripresa dell'economia e dalla spinta della domanda mondiale ed anche per il 2018 non si prevedono variazioni rilevanti del tasso di cambio in presenza di un rallentamento dei tassi di crescita del commercio mondiale.

Nel corso del 2017 inoltre anche gli scambi internazionali hanno mostrato una forte vivacità grazie al volume di scambi con i paesi emergenti.

Italia: quadro

macroeconomico

Secondo l'*Istat*² il Pil ha registrato un ulteriore miglioramento, consolidando la ripresa del ciclo economico: il ritmo di crescita dell'economia italiana si mantiene inferiore a quello dell'area euro, +1,8% la variazione tendenziale italiana rispetto a +2,2% dell'area euro, ma il differenziale si sta progressivamente riducendo.

Nel 2017 la ripresa del commercio internazionale ha supportato la dinamica delle esportazioni e delle importazioni, con conseguente miglioramento delle dinamiche del mercato del lavoro, con un aumento dell'occupazione ed una riduzione della disoccupazione.

Nel corso dell'anno è però proseguito il rallentamento della crescita dei consumi delle famiglie. Dopo l'incremento più intenso registrato nel primo trimestre (+0,5% su base congiunturale), la spesa delle famiglie si è attestata su ritmi più moderati (+0,2%) ed anche nell'ultimo trimestre, la crescita dei consumi italiani è stata inferiore rispetto ai principali paesi europei.

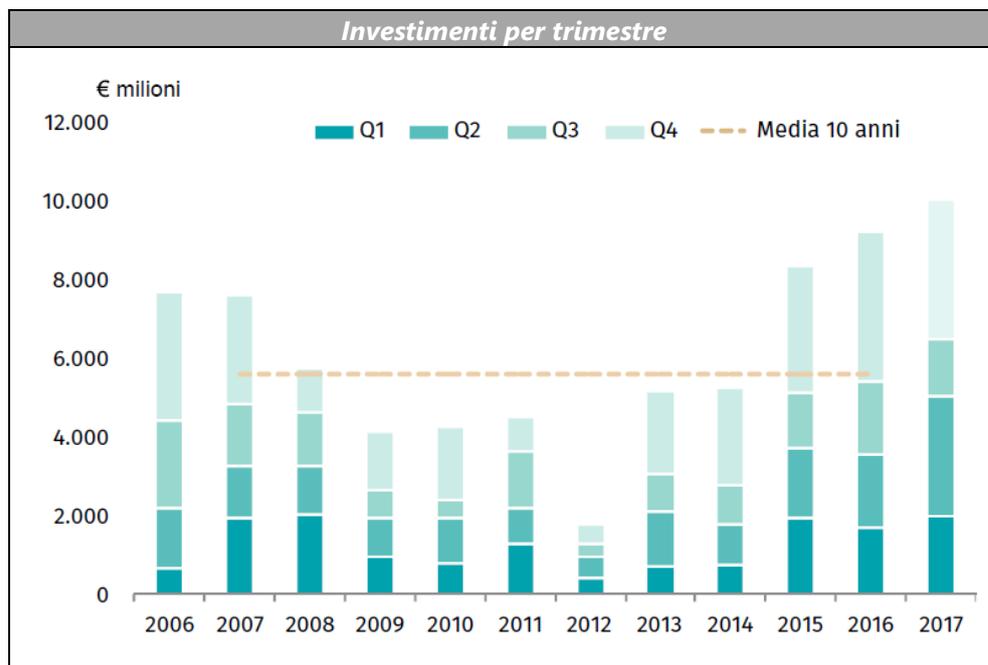
² fonte: *Le prospettive per l'economia italiana 2017 - 2018*

Nel 2017, la spesa delle famiglie e delle ISP in Italia è rallentata rispetto al 2016 a fronte di una diminuzione del tasso di risparmio e del potere d'acquisto. Nel corso dell'anno si è invece rafforzata la crescita dell'occupazione (+0,5%) e l'accelerazione del Pil ha contribuito a migliorare la dinamica della produttività del lavoro rispetto al 2016, con conseguente riduzione del tasso di disoccupazione (11,1%).

In una fase di miglioramento ciclico dell'economia, l'inflazione si conferma contenuta. La dinamica dei prezzi al consumo - in base all'indice NIC - è in rallentamento (1,0%) ed il deflatore del Pil (+0,6%) è atteso evolvere con maggiore moderazione.

Investimenti Istituzionali

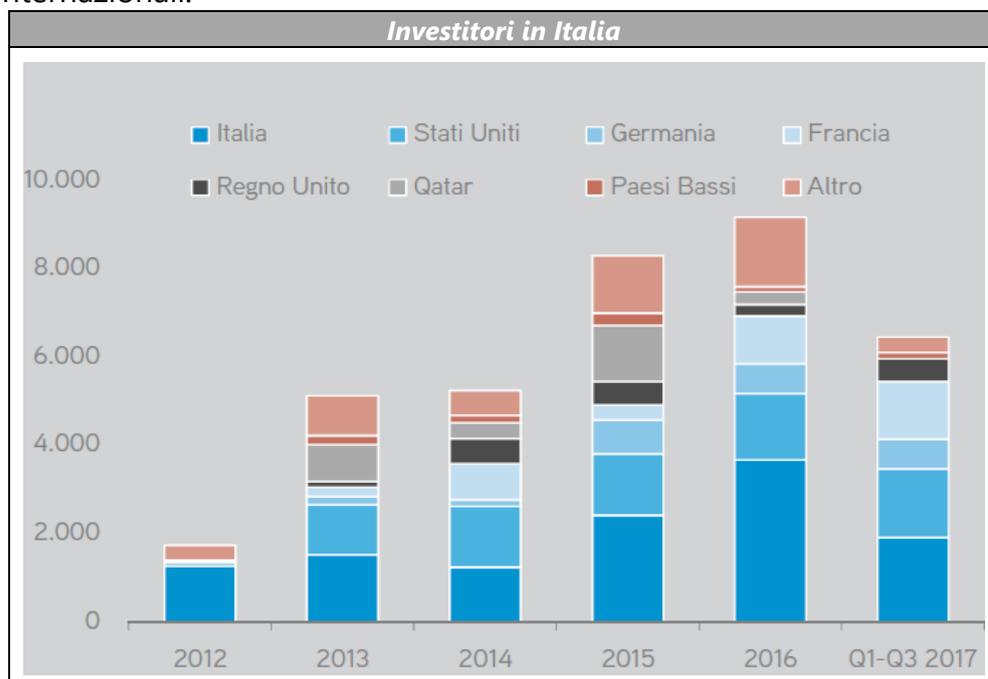
L'interesse per il mercato italiano rimane elevato, grazie alla disponibilità di prodotto ed alla liquidità in circolo sul mercato. Secondo *Colliers International* l'attività nel terzo e nel quarto trimestre è stata leggermente superiore rispetto alla media degli ultimi dieci anni e grazie alle transazioni perfezionate nell'ultimo periodo dell'anno il mercato italiano ha superato € 9 miliardi del 2016, raggiungendo il nuovo record superiore ad € 11,2 miliardi (+25% ca.):



Fonte: *Colliers International* – Andamento degli investimenti in Italia 2017

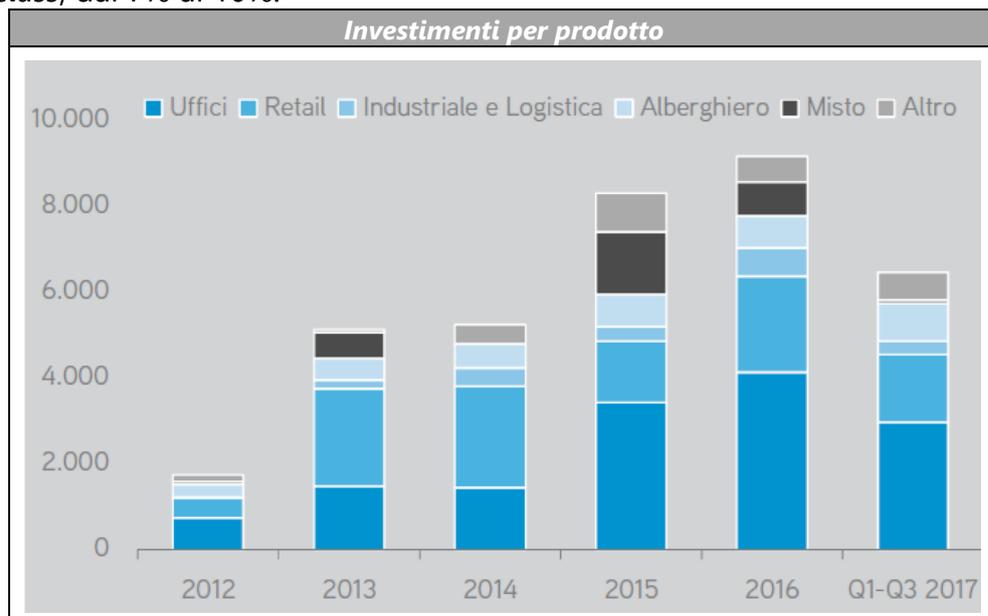
Per il quinto anno consecutivo, il mercato rimane dominato da operatori stranieri che rappresentano il 70% del volume delle transazioni. La differenza si trova, invece, negli attori: gli investitori francesi e inglesi sono aumentati rispettivamente del 21% e 91%, se paragonati a tutto il

volume del 2016; sono, invece, diminuiti i Fondi Sovrani e le *joint venture* internazionali.



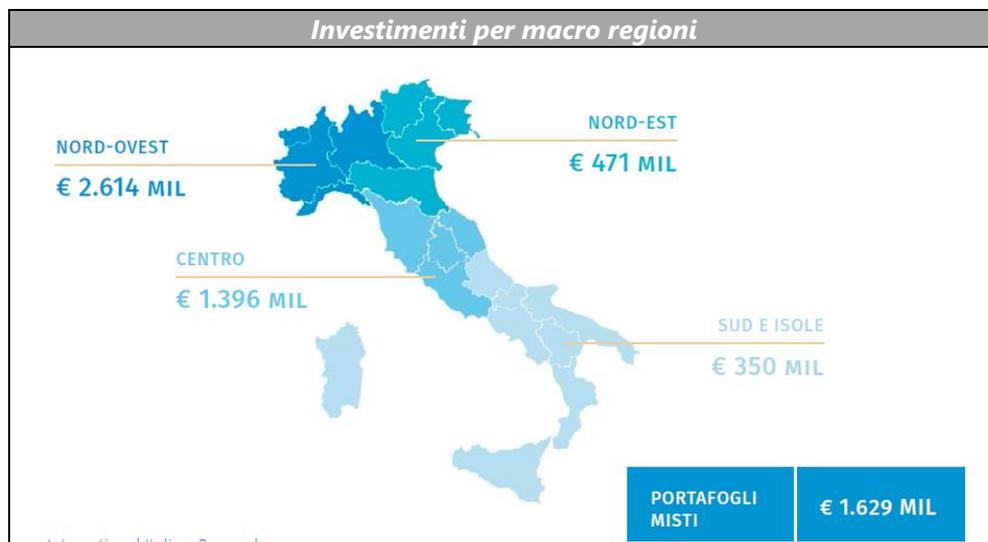
Fonte: Colliers International – Italia Investimenti Q3 2017

In termini di prodotti la ripartizione è rimasta piuttosto invariata, soprattutto per le tre *asset class* principali: gli uffici, il *retail* e la logistica pesano per il 46%, il 24% e il 5%, rispettivamente. I due settori in crescita sono gli hotel, passati dal 8% al 14%, e la categoria *alternative asset class*, dal 7% al 10%.



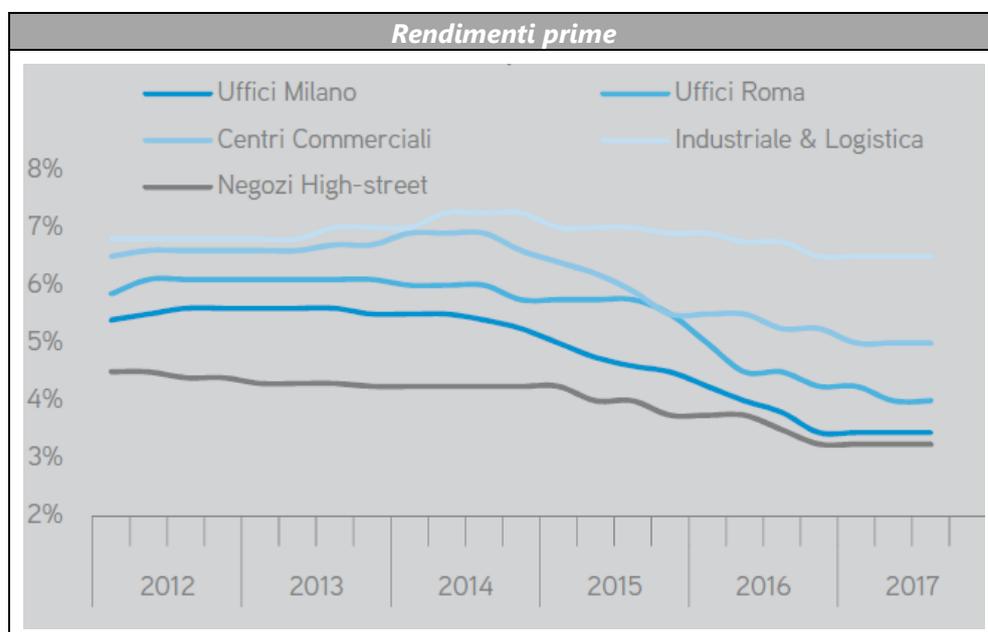
Fonte: Colliers International – Italia Investimenti Q3 2017

In termini di città, gli investimenti principali sono avvenuti a Milano (+7%), che si conferma la piazza principale italiana e la maggior parte degli investimenti *corporate* è avvenuta nell'area del nord ovest:



Fonte: Colliers International – Italia Investimenti su Q1 Year 2017

I rendimenti *prime* netti sono rimasti stabili intorno al 4%, rispetto ai titoli di Stato al 2%, di seguito si riporta il *trend* per i differenti comparti:



Fonte: Colliers International – Italia Investimenti Q3 2017

Gli istituti bancari hanno movimentato il mercato per €1miliardo, dal lato venditore e nel 2017 sono state perfezionate alcune operazioni quali ad esempio il *sale and lease back* di Banca Intesa per un valore di circa €500mln.

La situazione generale del mercato italiano presenta una scarsità di prodotto *core* per cui gli investitori nel corso dell'anno hanno concluso operazioni relative ad immobili posizionati nelle aree meno centrali ma con conduttori *core* ed operazioni *value-added*, caratterizzate da rischio maggiore.

In generale sul panorama immobiliare Italiano si sono affacciati operatori con diversi profili di rischio che stanno guardando tutte le tipologie di investimento, incluse *asset class* diverse rispetto al passato come l'alberghiero (soprattutto a Roma), il commerciale (con particolare attenzione per l'*in-town retail*) e la logistica. Il segmento uffici, tuttavia, continua a far registrare un forte interesse da parte degli investitori.

Per il futuro, le nuove tendenze in atto a livello di politiche monetarie negli Usa e in Europa dovrebbero tradursi in una risalita dei rendimenti, riportando i valori degli immobili in linea con i fondamentali dell'economia italiana.

Entrando nel merito specifico delle transazioni rilevanti rilevate nel corso dell'anno si segnalano: la vendita da parte di CBRE Global Investors di tre edifici di Bodio Center a Milano; il portafoglio *All Star* di *Allianz* a Milano, costituito da tre immobili che saranno oggetto di riqualificazione; la dismissione da parte di Prelios SGR del portafoglio uffici del fondo Tecla; la vendita da parte del fondo DEGI International (Commerzbank AG) dell'immobile di Viale Ribotta (Europarco Business Park) a Roma; la vendita della sede *Procter & Gamble* all'Europarco a Roma (acquirente: *Amundi* tramite il fondo *Nexus 1*) ed il *Decathlon* di Tor Vergata sempre a Roma acquisito direttamente dall'*end user* (*Decathlon*).

Sul fronte dell'*hospitality* le transazioni hanno riguardato un portafoglio di quattro immobili situati a Roma, Siena, Firenze, Vicenza ed acquisito da *Starhotel*. Infine, il settore logistico si conferma un comparto interessante per gli investitori anche nel primo semestre del 2017: sono infatti state registrate quattro importanti transazioni di cui due realizzate rispettivamente da *Blackstone* con il fondo *Camelot* e da *AEW Europe* e *Green Oak*.

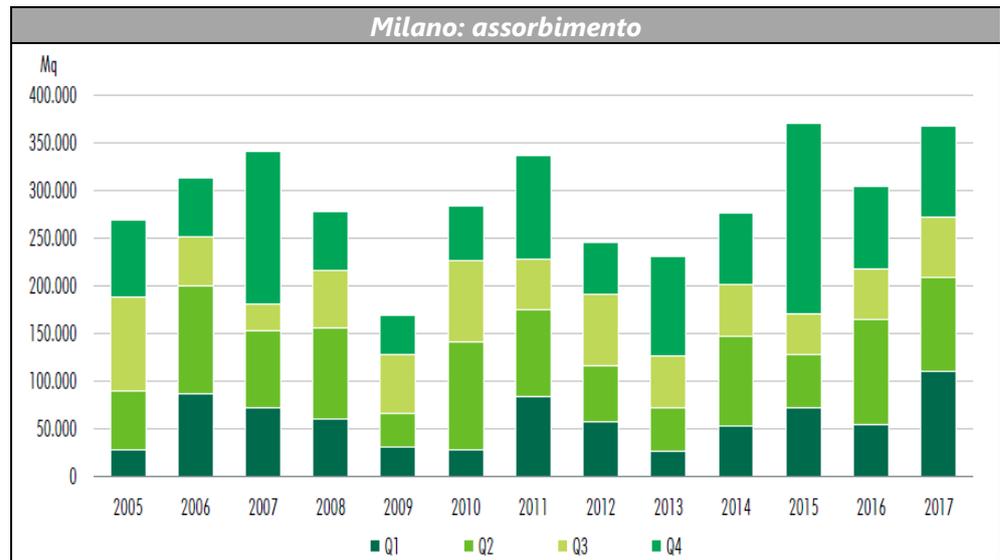
Nel complesso le proprietà acquisite sono principalmente immobili *core* o *value added* con una prevalenza verso il settore terziario seguito dal *retail (high street)*, in particolare su Roma e Milano. La logistica è un altro segmento importante anche se penalizzato dalla mancanza di prodotto e risultano strategiche anche le c.d. *alternative asset class*, nello specifico i settori *leisure* ed *healthcare*.

1.1.3 Il mercato immobiliare di riferimento per il Fondo

Milano: overview del mercato

Nel quarto trimestre del 2017 il volume di investimento nel settore direzionale a Milano è stato pari ad €970 Mln (+7% rispetto al 2016) e l'intero anno si chiude complessivamente con €2,4 Mld di transazioni, il risultato più alto mai registrato, pari al 60% del totale investito nel settore uffici in Italia.

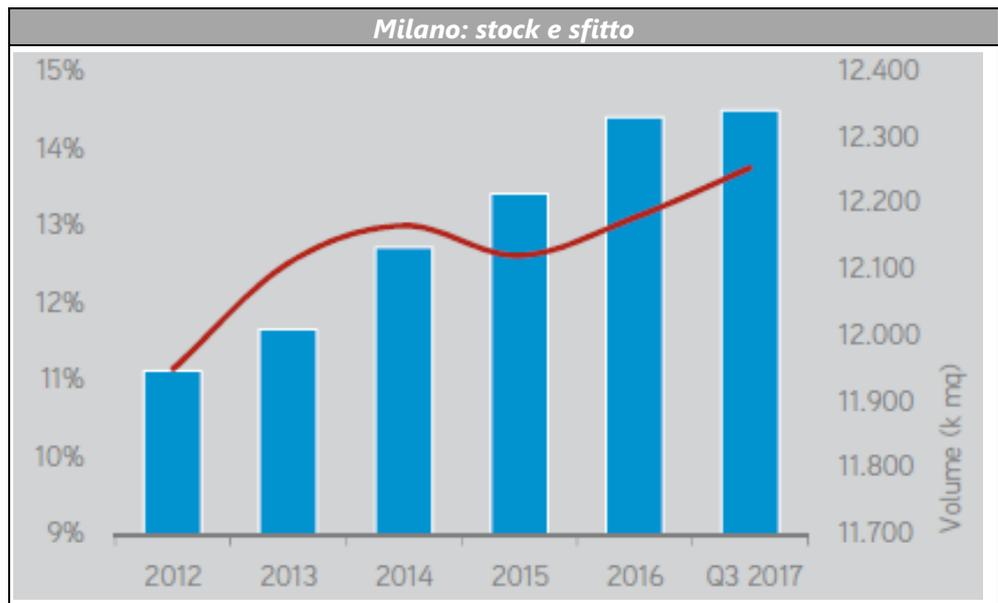
Nel 2017 anche l'assorbimento ha raggiunto complessivamente volumi record, attestandosi a 370.000 mq (+21% rispetto al 2016):



Fonte: BNP Milano City News 2017

Resta molto alta la domanda di nuovi spazi che finalmente riesce a trovare adeguata risposta grazie alla rinnovata offerta che inizia ad essere adatta per gli uffici di grado A, anche in virtù dello sviluppo di nuove aree e grazie alla riqualificazione di numerosi edifici in centro e semicentro in grado di soddisfare esigenze di spazi flessibili e di qualità. Significativo inoltre il dato relativo alle società in espansione le quali non si spostano ma incrementano ulteriormente gli spazi nel medesimo immobile, pari a ca. 15.000 mq nel corso del 2017.

Per quanto concerne lo *stock* complessivo si registra una costante leggera crescita, con complessivi 12,34 milioni di mq.



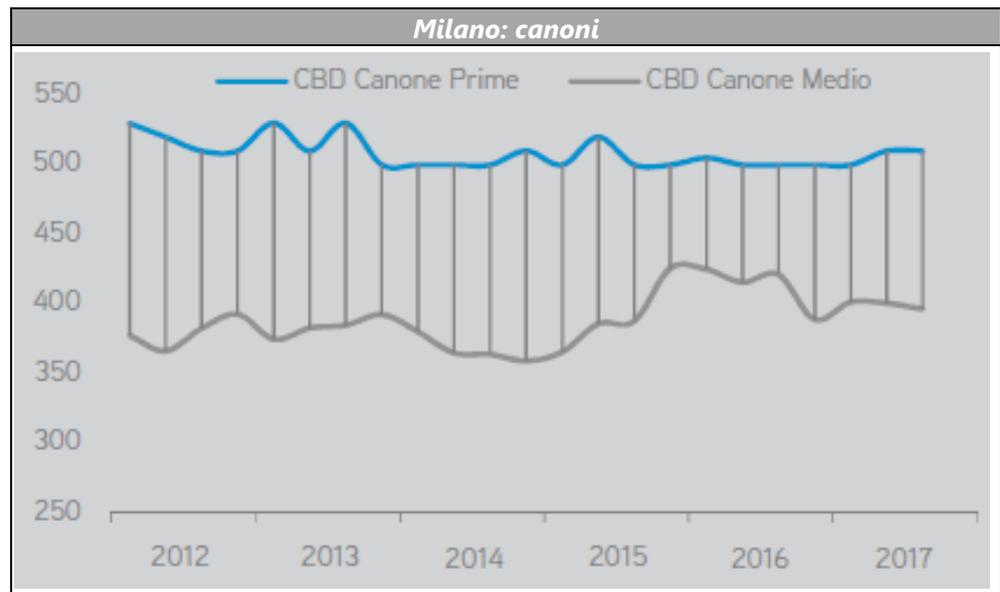
Fonte: Colliers International Milano Q3 2017

Nell'ultimo trimestre oltre 50.000 mq di uffici sono stati completamente ristrutturati. Questi sostanziali interventi sul costruito esistente permettono di essere competitivi con gli immobili nuovi, la maggior parte dei quali si trova nel CBD Porta Nuova e in Periferia.

Nel corso dell'anno è inoltre stata completata la nuova sede di Coima, in zona Gae Aulenti. Dopo i grandi sviluppi degli anni scorsi, il mercato evidenzia anche interventi puntuali che andranno a inserirsi nel nuovo nucleo direzionale, che sta rendendo la zona di Repubblica-Garibaldi il cuore pulsante dell'intera città.

Dopo circa cinque anni di lavori, prende vita anche la componente direzionale di City Life. I primi dipendenti Allianz hanno traslocato nella Torre Isozaki: il «Dritto» è il primo edificio operativo, seguito dal *mall* commerciale. Le zone di maggior sviluppo restano il CBD e le aree di Porta Nuova, Citylife ed il progetto Symbiosis, in zona sud, ove sono in corso importanti trattative per superfici di grandi dimensioni in *pre let* che si perfezioneranno nel corso del 2018. Ulteriori operazioni concluse riguardano inoltre la sede di Agos Ducato in Viale Fulvio Testi, nell'ambito della più ampia riqualificazione della zona Bicocca e la locazione ad Amundi dell'intero edificio in Via Cernaia, oggetto di una totale riqualificazione da parte di Beni Sabili.

Nel 2017 sono rimasti pressoché costanti i canoni *prime*, che hanno raggiunto già a partire dal secondo trimestre € 510/mq nel CBD (Duomo):



Fonte: Colliers International Milano Q3 2017

mentre il *prime net yield* continua a scendere: 3,5% per gli uffici e 3% per edifici *mixed use* con componente *retail* (dato GVA Redilco).

Torino: overview del mercato

Nel panorama nazionale per il segmento terziario, il mercato di Torino continua a rimanere classificato come "mercato regionale", con volumi scambiati inferiori a Milano e Roma.

All'interno della città, che non è caratterizzata da un vero e proprio CBD, è possibile comunque individuare alcune polarizzazioni prossime ai più importanti nodi di interscambio. Si distinguono l'area centrale, l'area direzionale di Porta Susa e il Lingotto. Al di là di queste aree il patrimonio terziario risulta particolarmente frammentato.

Il mercato della locazione, che risulta più rarefatto, ha registrato, nel corso degli ultimi trimestri, importanti segnali di ripresa. I tempi per la locazione di spazi ad uso direzionale continuano ad essere estremamente dilatati anche a causa di uno stock edilizio non sempre rispondente agli standard richiesti. Permane stabile il rendimento medio lordo.

A livello della città di Torino i dati disponibili evidenziano una maggiore dinamicità del segmento con una forte crescita del numero di compravendite. Andando ad analizzare la classe dimensionale delle unità immobiliari transate si evidenzia che il 66% circa ha riguardato unità immobiliari di medio-piccole dimensioni (studi professionali < 300 - 400 mq), mentre il 34% circa delle transazioni è riferito a unità immobiliari di taglio superiore.

A differenza di altre realtà nazionali le nuove realizzazioni a Torino hanno riguardato soprattutto utilizzatori di tipo owner occupiers (Intesa San Paolo, Reale Mutua, Lavazza i più recenti). Parte del patrimonio edilizio terziario più datato è, invece, stato riconvertito in residenziale (Isvor, Palazzo Novecento, ecc.).

In termini generali il mercato immobiliare del capoluogo piemontese nel corso del 2017 ha continuato ad attraversare un periodo di difficoltà, che ha interessato i diversi segmenti legati agli immobili d'impresa.

Il numero delle transazioni e i volumi trattati continuano a rimanere bassi, attestandosi attorno a metà rispetto al periodo pre-crisi. Tutto ciò a fronte di un notevole incremento dello *stock* di immobili ad uso terziario (aumentato di oltre il 30% nell'ultimo decennio), con la conseguenza di un ampliamento dell'offerta e relativo calo dei prezzi di vendita.

Pur con tempistiche in lieve calo, la finalizzazione delle compravendite è oggi agevolata da un abbassamento delle aspettative iniziali, con i prezzi in calo mediamente dell'1,9% negli ultimi 12 mesi, unitamente ad una maggiore flessibilità riscontrata in fase di trattativa, come evidenziato dall'aumento del divario tra prezzo di offerta e prezzo finale. A soffrire maggiormente sono stati gli immobili ubicati nelle zone semicentrali, che in un anno hanno subito un deprezzamento superiore al 3% dei valori di listino (e con un livello di sconti superiore al 17%), mentre gli immobili centrali e della periferia terziaria hanno difeso meglio il proprio valore.

I tempi medi di vendita degli uffici si attestano a 9 mesi, confermando il trend decrescente iniziato nel 2015. I tempi sono più contenuti in centro, dove superano di poco i 7 mesi. Gli sconti concessi sui prezzi di vendita si mantengono su valori importanti, con valori che oscillano tra il 14 e il 20%, attestandosi su una media del 17%. Per quanto riguarda gli immobili ad uso terziario ubicati nel centro di Torino, i valori di mercato hanno proseguito la propria discesa ininterrotta dal 2010, anche se, almeno relativamente all'ultimo anno, contenuta rispetto al dato cittadino.

I tempi di vendita, in lieve calo rispetto a 12 mesi fa, sono poco superiori ai 7

mesi, mentre gli sconti rimangono su percentuali importanti (14,3%), in rialzo negli ultimi 12 mesi. Come le vendite, anche le locazioni di uffici a Torino soffrono il clima di incertezza che sta caratterizzando il mercato immobiliare degli uffici.

Rispetto ad un anno fa, la riduzione dei canoni medi in città si è attestata al 2,7% (superiore quindi a quella registrata per le vendite), con punte del -3% in periferia. Diversamente rispetto al dato delle vendite, il

semicentro è la zona che ha registrato la miglior tenuta dei canoni, con un calo dell'1,5%, mentre il centro ha visto una riduzione media del 2,2%. In centro oggi i canoni di locazione valgono tra i 100 e i 130 €/mq, anche se per uffici nuovi e con superfici contenute possono spingersi fino a 150 €/mq. I rendimenti di mercato per gli immobili direzionali a Torino si attestano ad una media del 5,2%, stabile rispetto a 12 mesi fa, oscillando tra il 4,7% del centro e il 5,5% della periferia. I tempi medi di locazione a Torino sono di circa 6 mesi, in calo rispetto a 12 mesi. Limitatamente agli immobili ubicati nel centro di Torino, si può affermare che i canoni medi di locazione da un paio d'anni si siano abbastanza stabilizzati, essendo racchiusi all'interno di una forbice tra 102 e 133 €/mq.

Si confermano invece ai massimi livelli i rendimenti in centro (4,7%), mentre il tempo medio necessario per locare un ufficio è tornato su livelli analoghi a quelli di fine decennio scorso.

Anche il mercato immobiliare residenziale della città resta contrastato, con valori ancora in calo rispetto al 2016 in un range compreso tra un minimo di 1,8% e un massimo di 9%, ma compravendite in forte aumento di oltre il 25%, - la variazione positiva più elevata tra le città italiane principali. Le zone del Centro hanno segnalato un ribasso dei prezzi, inferiore alla media cittadina, pari all'1,8%, sebbene sia importante sottolineare come il cuore storico della città abbia sostanzialmente tenuto. Sono infatti stabili i valori delle abitazioni situate nell'area di via Roma, via Lagrange e via Carlo Alberto. Ad acquistare sono sia acquirenti di prima casa sia acquirenti di casa ad uso investimento. Questi ultimi sono alla ricerca di abitazioni poco costose da mettere a reddito oppure da ristrutturare e poi rivendere. La presenza di investitori è determinata dalla forte richiesta di affitti da parte di studenti universitari provenienti da tutta Italia ed in particolare dal Piemonte. La domanda di chi cerca la prima casa si orienta su tagli da 100-110 mq, possibilmente con terrazzo. Tra le vie più prestigiose spiccano via Lagrange e via Roma dove per una soluzione signorile ristrutturata si raggiungono valori di 4000-5000 € al mq.

Nel comune di Torino, in controtendenza con il resto dell'Italia si registra una diminuzione anche del numero di compravendite nel settore commerciale, accompagnate da una diminuzione significativa delle quotazioni, rispetto agli anni precedenti, prossime al 10%.

Si conferma la scarsa appetibilità per locali commerciali in posizioni periferiche che, nel caso di una scarsa visibilità o scarso transito veicolare, vengono spesso riconvertiti ad uso ufficio. Rimane alto l'interesse per le vie centrali del *retail high street*, in particolare via Lagrange, via Roma, dove si raggiungono le massime quotazioni di

mercato, comprese fra i 10 mila e i 18 mila €/mq ma che possono superare anche i 20 mila €/mq per unità di piccole dimensioni in posizioni particolari. I canoni di locazione su base annua sono tendenzialmente compresi fra 500 e 1.000 €/mq. Le posizioni commerciali, su vie secondarie del centro, presentano valori di locazione compresi tra i 180 e i 300 €/mq/annui, mentre il semicentro si colloca fra valori locativi compresi fra 110 e i 180 €/mq/anno.

I rendimenti sono stazionari e si posizionano, per le zone centrali, nell'intorno del 6 - 6,5%, posizioni più periferiche possono raggiungere anche il 7,5 - 8%.

Genova: overview del mercato

Secondo quanto emerge dall'analisi dell'Osservatorio Immobiliare 2017 di Nomisma, nonostante alcuni flebili segnali di ripartenza, il settore immobiliare genovese rimane ancora stagnante nel 2017. In linea con il trend nazionale, nel corso dell'ultimo anno si è registrato un ritorno di domanda sul mercato residenziale, mentre negli altri comparti la città di Genova esprime ancora un potenziale inattuato. A livello urbano la riduzione dei prezzi del primo semestre 2017 risulta pari all'1,2% rispetto al semestre precedente e del 2,2% su base annua, il calo risulta più accentuato per le zone periferiche, mentre più contenuto nelle zone centrali. Le tendenze nell'area urbana di Genova, in ogni caso, risultano superiori a quelle registrate dalla media del campione delle 13 grandi aree monitorate, dove il rallentamento della caduta dei prezzi nell'ordine dello 0,6% su base semestrale fa presagire una graduale inversione di tendenza non ancora riscontrabile neppure nel segmento di pregio genovese. A confermare un mercato delle abitazioni usate caratterizzato ancora da asimmetria tra il livello di offerta e di domanda sono sia i tempi di vendita (7 mesi contro i 6,7 della media del campione) sia il divario tra prezzo richiesto ed effettivo (17% contro 14,6% medio). Anche l'andamento nel segmento locativo risulta ancora debole in città, dove si assiste a un ulteriore calo dei canoni rispetto al semestre precedente (-1,0%) e a una sostanziale stabilizzazione dei rendimenti di locazione. La quota di compravendite per motivi di investimento risulta pari a 6,5%, contro il 12,1% registrato dalla media del campione. Tale dato risulta comunque inferiore a quello riscontrato in altre città (portuali) simili e fa acquisire a Genova il primato di città a più bassa propensione all'investimento in abitazioni. Il settore commerciale risulta ancora molto debole. Le variazioni semestrali dei prezzi oscillano tra -0,3% delle zone centrali e -0,6% della periferia, mentre i canoni fanno registrare una tendenza orientata alla sostanziale stabilità. I rendimenti, costanti dal 2014, rimangono sopra la

media delle altre città. Seppure in lieve diminuzione, i tempi di vendita e locazione restano elevati (rispettivamente 9 e 6,5 mesi), così come lo sconto accenna a una flebile diminuzione (da 18 a 17%).

Il mercato direzionale di Genova non presenta segni di un incremento della domanda, né di acquisto né in locazione, e riflette la difficoltà di ripensare Genova come un attrattore regionale di servizi innovativi. Nonostante il lungo processo di repricing che induce i valori di mercato degli uffici genovesi a diminuire di oltre il 2%, i tempi medi di vendita e gli sconti restano sostanzialmente stabili rispetto al semestre precedente. Per quanto riguarda le locazioni, i canoni degli uffici a Genova si contraggono solo dello 0,2%, a fronte di un -0,7% della media delle 13 aree monitorate, ma non sembra essere un indicatore particolarmente incoraggiante nel contesto generale del comparto. In questo senso anche la stabilità dei rendimenti lordi, dal 2012 i pari al 5,4%, restituisce una fotografia del comparto atrofizzata dalla debolezza della domanda.

I valori correnti per zone di pregio per immobili di buona qualità oscillano nell'intorno dei 2.200 - 2.800 €/mq per la vendita e 90 - 180 €/mq/anno per gli affitti, la zona semicentrale riscontra valori massimi di 1.600 - 2.200 €/mq con canoni di circa 70 - 100 €/mq/anno e la periferia si colloca su valori rispettivamente pari a circa 700 - 1.200 €/mq e 40 - 80 €/mq/anno.

Il segmento direzionale, rimane in flessione con una crescita dell'offerta di prodotti obsoleti, a fronte di una domanda debole, prezzi in calo e tempi di commercializzazione che raggiungono i 12 - 18 mesi. Visto queste premesse, le aspettative si orientano per il prossimo semestre verso un'ulteriore flessione sia dei canoni sia dei prezzi di vendita.

Le previsioni per i prossimi mesi confermano uno scenario ancora difficile, con maggiori aspettative della domanda più concentrati nel comparto residenziale, seppure strettamente connessa ad una necessità d'uso familiare più che a logiche di investimento.

1.2 Descrizione del Fondo al 31 dicembre 2017

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 202.359 mq.

Immobile	Superficie lorda
Torino - Nizza	121.819 mq
Torino - XX Settembre	24.432 mq
Torino - Arsenale 23 (*)	15.364 mq
Torino - Arcivescovado 8	2.111 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
TOTALE	202.359 mq

(*) 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 l'84% del portafoglio, quello degli spazi sfitti il 10% e quello degli immobili in vendita (Via Arcivescovado e Corso Montevecchio in Torino) il 6%.

Il totale dei canoni del Fondo al 31 dicembre 2017 si compone da locazioni in capo ad UniCredit Business Integrated Solutions S.c.p.A. per circa l'83% e da locazioni di altre società per il restante 17%.

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

Struttura del Finanziamento

In data 30 luglio 2015, il Fondo aveva 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 era 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 2017, il Fondo Core Nord Ovest si presenta con le caratteristiche rappresentate nelle tabelle che seguono.

Fondo Core Nord Ovest

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	30 giugno 2013
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	683,83
Costo storico ⁽¹⁾	€ mln	573,75	574,38	574,39	630,07	624,48	626,14	628,01	632,00
Monte canoni complessivo	€ mln	41,27	41,29	40,89	45,02	44,74	45,10	44,18	36,74
Rendimento lordo da locazione	%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,0%	5,8%
Debito ⁽²⁾	€ mln	344,25	344,25	344,25	382,12	377,62	378,47	378,47	383,98
Loan to value (LTV)	%	51,2%	50,6%	50,5%	51,8%	52,6%	53,9%	54,9%	56,2%
Loan to cost (LTC)	%	60,0%	59,9%	59,9%	60,6%	60,5%	60,4%	60,3%	60,8%
Net asset value ⁽³⁾	€ mln	229,60	341,23	349,09	358,41	347,51	333,28	314,27	304,24
Distribuzione proventi totale ⁽⁴⁾	€ mln	0	4,67	0	11,48	7,00	13,09	9,18	7,81
Distribuzione proventi pro quota ⁽⁴⁾	€/quota	0	2.032	0	5.000	3.050	5.700	4.150	3.400

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

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

⁽³⁾ Valore contabile riportato in rendiconto alla data di riferimento.

⁽⁴⁾ Importi di competenza relativi ai periodi di riferimento.

Fondo Core Nord Ovest

		31 dicembre 2013	30 giugno 2014	31 dicembre 2014	30 giugno 2015	31 dicembre 2015	30 giugno 2016	31 dicembre 2016	30 giugno 2017	31 dicembre 2017
Patrimonio immobiliare	n° immobili	13	13	14 (5)	11	11	11	10	10	10
Mq complessivi lordi	mq	251.000	251.000	251.700	232.521	232.174	231.464	202.568	202.435	202.359
Distribuzione geografica	%	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest	100% Nord Ovest						
Valore di mercato immobili	€ mln	671,94	659,70	659,02	540,60	532,47	531,37	352,39	357,74	359,69
Costo storico ⁽¹⁾	€ mln	634,80	639,56	646,98	540,05	545,57	545,12	371,47	378,92	379,92
Monte canoni complessivo	€ mln	26,02	22,29	22,18	21,43	21,39	22,83	19,82	20,01	21,10
Rendimento lordo da locazione	%	4,1%	3,5%	3%	4,0%	3,9%	4,2%	5,3%	5,3%	5,6%
Debito ⁽²⁾	€ mln	386,00	386,00	386,00	305,27	311,27	309,71	179,30	174,11	173,84
Loan to value (LTV)	%	57,4%	58,5%	58,6%	56,5%	58,5%	58,3%	50,9%	48,7%	48,3%
Loan to cost (LTC)	%	60,8%	60,4%	59,7%	56,5%	57,1%	56,8%	48,3%	45,9%	45,8%
Net asset value ⁽³⁾	€ mln	290,83	272,44	265,96	258,48	245,09	237,44	258,90	190,72	189,28
Distribuzione proventi totale ⁽⁴⁾	€ mln	1,38	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	27,55	4,59	3,44
Distribuzione proventi pro quota ⁽⁴⁾	€/quota	600	0	0	0	0	0	12.000	2.000	1.500

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

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

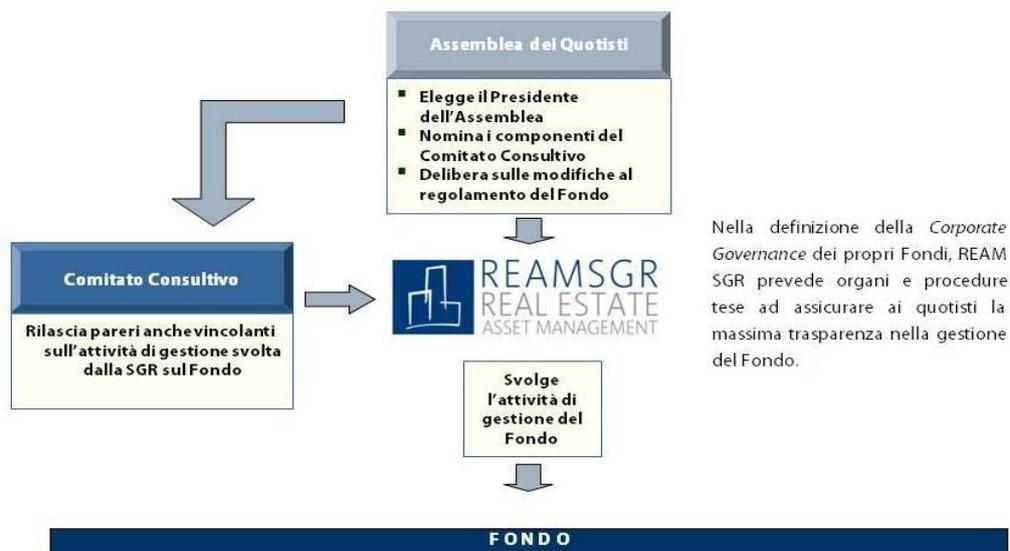
⁽³⁾ Valore contabile riportato in rendiconto alla data di riferimento.

⁽⁴⁾ 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 seguito dell'ingresso della Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo come socio di REAM SGR, invariati gli altri soci, l'Assemblea, riunitasi in data 12 giugno 2017, ha nominato il Consigliere Giandomenico Genta, in sostituzione del Consigliere Agostino Gatti, l'incarico del quale andrà a scadere unitamente a quello degli altri Amministratori in carica. Il

numero dei componenti del Consiglio di Amministrazione della SGR è pertanto rimasto invariato

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
dott.	Giandomenico Genta	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 del 2017 l'Assemblea dei Partecipanti non si è riunita.

Il Comitato Consultivo nel corso del 2017 si è riunito:

- in data 2 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 8 settembre è stato fornito al Comitato un aggiornamento in merito alla gestione del Fondo, in particolare con riferimento al primo semestre del 2017.

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.

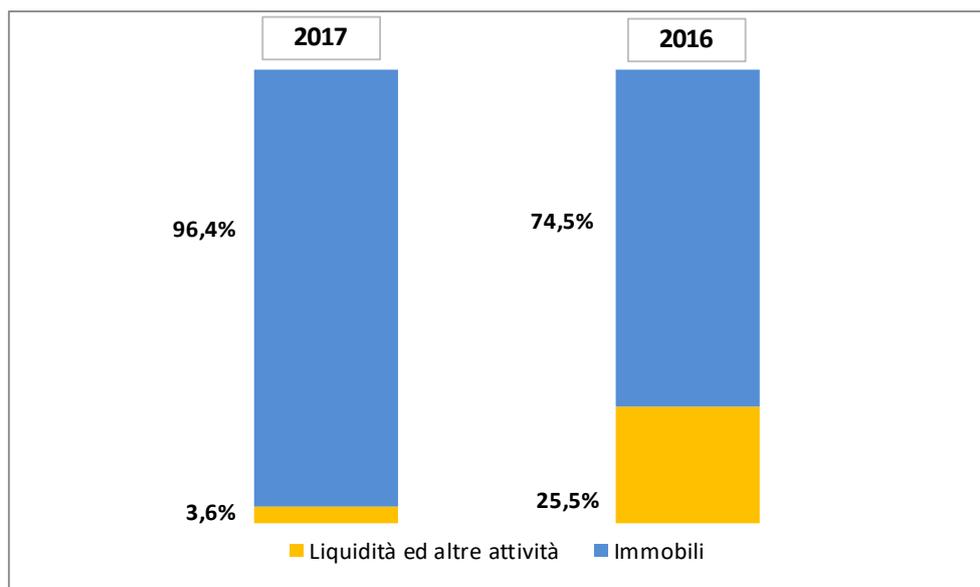
Ai sensi del regolamento, i membri del Comitato Consultivo restano in carica per 3 (tre) anni e scadono alla data di approvazione della presente Relazione.

1.4 L'andamento del Fondo

Nel corso del 2017, 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 2017, rispetto ai dati di fine esercizio 2016 la riduzione che si osserva nella voce liquidità ed altre attività è imputabile principalmente al sostanzioso rimborso parziale di *equity* (complessivi Euro 43,6 milioni) e alla distribuzione di proventi (complessi Euro 32,1 milioni) avvenuti nei mesi di marzo e di ottobre 2017 e all'incasso, avvenuto principalmente mediante compensazione con il debito IVA, del credito residuo (Euro 20,5 milioni) verso il Fondo Italian Trophy Assets derivante dalla cessione dell'immobile di Piazza Edison.



1.4.1 La gestione immobiliare

Nel corso del 2017 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 rinegoziato un contratto di locazione già in essere avente ad oggetto porzione del complesso immobiliare di Torino Via Nizza giungendo alla sottoscrizione di un nuovo contratto (si rimanda alla successiva sezione "Nuove locazioni"). La SGR ha avviato trattative volte alla locazione di spazi sfitti di Torino Via Alfieri 9/11 e di Via Arsenale 19.

Per quanto riguarda invece le unità residenziali, con riferimento al complesso immobiliare di Corso Montevecchio 39-41 la SGR ha provveduto alla definizione di un nuovo listino di vendita ed ha perfezionato l'affidamento di un nuovo incarico di broker, affiancando in *co-agency* al precedente broker altro broker locale. A fronte dell'attività di commercializzazione svolta dai nuovi broker nel dicembre 2017 sono pervenute alla SGR due offerte irrevocabili di acquisto per due appartamenti e relativi box. Per quanto riguarda le unità residenziali di Torino Via Arcivescovado 8 la SGR ha proseguito l'attività di commercializzazione volta alla vendita perfezionando, nel corso del 2017, la vendita di due appartamenti con relativi box auto e sottoscrivendo due preliminari di vendita (si rimanda alla successiva sezione "Dismissioni immobiliari").

Attività di locazione La SGR, nel corso del 2017, ha intrapreso attività volte alla commercializzazione degli spazi sfitti ed ha presidiato gli interventi di riqualificazione degli stessi, in particolare presso gli immobili di Torino

Via Arsenale, Torino Via Nizza e di Genova Via Dante, volti alla consegna degli spazi ai nuovi conduttori.

- **Torino, Via Arsenale n. 19-21-23** - spazi uso ufficio: la SGR, terminate le opere di riqualificazione della porzione immobiliare uso ufficio ubicata al piano secondo, ha proceduto alla consegna al conduttore perfezionando così la decorrenza, dal mese di aprile, del contratto sottoscritto nel corso del semestre precedente. Nel corso del 2017, inoltre, è proseguita l'attività di commercializzazione degli spazi sfitti tramite contatti diretti e diversi *brokers*.
- **Torino, Via Alfieri n. 11** - spazi uso ufficio, *retail* e residenziale: nel corso del primo 2017 la SGR supportata da società di *agency* incaricata per la locazione degli spazi uso ufficio e retail ha avviato trattative volte alla locazione degli spazi sfitti. Per quanto riguarda le unità immobiliari ad uso commerciale nel corso del 2017 è stato sottoscritto un nuovo contratto di locazione. In relazione alle unità immobiliari ad uso residenziale, nel corso del 2017 sono stati rilasciati n. 3 appartamenti da parte di conduttori, come meglio si dirà nel seguito.
- **Torino, Via Nizza 150**: in relazione ai nuovi contratti di locazione sottoscritti nel corso del 2016 è stata completata l'attività di ristrutturazione degli spazi terziari con consegna ai conduttori e relativa decorrenza dei contratti siglati (per i dettagli contrattuali si rimanda alla successiva sezione "*Nuove Locazioni*").
- **Genova, Via Dante**: la SGR, terminate le opere di riqualificazione della porzione immobiliare uso ufficio ubicata al piano quinto, ha proceduto alla consegna al conduttore, nel mese di gennaio, della porzione immobiliare perfezionando così la decorrenza del contratto sottoscritto.

Nuove locazioni

Immobili siti a Torino:

- **Via Alfieri n. 11 - residenze**: in data 2 ottobre 2017 la SGR ha sottoscritto un nuovo contratto di locazione per gli spazi ad uso commerciale al piano terra rilasciati dal precedente conduttore (si rimanda alla successiva sezione "*Liberazione spazi*").
- **Via Nizza 150**: come evidenziato nella Relazione al 31/12/2016, in relazione alla sottoscrizione, nel corso del 2016, di quattro nuovi contratti di locazione ad uso uffici (con consegna dell'immobile a completamento dei lavori di ristrutturazione degli spazi prevista

nel 2017), nel corso del 2017 hanno avuto decorso i seguenti contratti:

- in data 31 marzo 2017 ha avuto decorso il contratto di locazione (conduttore FONDAZIONE ISTITUTO PER L'INTERSCAMBIO SCIENTIFICO – ISI) per gli spazi terziari al piano terzo con nuovo contratto di locazione con durata 9 anni + 6;
- in data 11 agosto 2017 ha avuto decorso il contratto di locazione (conduttore ALLIANZ SPA) per gli spazi terziari al piano terra con nuovo contratto di locazione con durata 6 anni + 6;
- in data 5 settembre 2017 ha avuto decorso il contratto di locazione (conduttore ENI GAS E LUCE SPA) per gli spazi terziari al piano terzo con nuovo contratto di locazione con durata 6 anni + 6;
- in data 1° novembre 2017 ha avuto decorso il contratto di locazione (conduttore FONDAZIONE ISTITUTO PER L'INTERSCAMBIO SCIENTIFICO – ISI) per gli spazi terziari al piano primo con nuovo contratto di locazione con durata 9 anni + 6.

Il rendimento lordo immobiliare sul totale degli *asset* al 31 dicembre 2017 è pari al 5,55% (calcolato sul costo storico degli immobili).

Liberazione spazi

Torino, Via Alfieri 11 - residenze terzo piano: nel corso del 2017 sono stati rilasciati n. 3 appartamenti.

Al 31 dicembre 2017 risultano sfitti n. 7 appartamenti.

Torino, Via Nizza – Lotto 4: in data 14 aprile è stata rilasciata dal conduttore una porzione uso ufficio del piano terzo dell'immobile. Allo stesso conduttore sono stati consegnati contestualmente gli spazi uso ufficio presso il Lotto 5 (di cui si è detto nella precedente sezione "*Attività di locazione*").

Genova, Via Dante: in data 20 luglio 2017 è pervenuta comunicazione di disdetta del contratto di locazione del locale commerciale locato a Farmanatura Alvigni con motivazione dei "gravi motivi" (confronta successivo paragrafo 1.6 *Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2017*).

Strategia di

dismissione

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

Torino, Corso Montevecchio n. 39-41: nel corso del 2017 la SGR ha provveduto alla formulazione di un nuovo listino di vendita delle 11 unità residenziali oltre a box auto ed ha definito l'affidamento di un nuovo incarico di broker affiancando in *co-agency* al precedente broker altro broker locale.

Torino, Via Arcivescovado n. 8: nel corso del 2017 la SGR ha commercializzato le unità residenziali ed ha proceduto con una serie di attività, volte a incrementare l'appetibilità commerciale degli spazi. Nel corso dell'anno sono state perfezionate due vendite e sono stati sottoscritti due contratti preliminari (si rimanda alla successiva sezione "*Dismissioni immobiliari*").

Dismissioni

Torino, Corso Montevecchio n. 39-41: nel mese di dicembre la SGR tramite i broker incaricati della commercializzazione ha ricevuto due offerte irrevocabili di acquisto relativamente a due appartamenti con relative cantine pertinenziali e box auto (si rimanda alla successiva sezione "*Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2017*").

Torino, Via Arcivescovado 8: in data 23 marzo 2017 la SGR ha perfezionato atto di vendita di n. 1 unità immobiliare ubicata al piano secondo oltre cantina e box ubicati al piano interrato. In data 13 settembre 2017 la SGR ha perfezionato atto di vendita relativo ad un ulteriore appartamento ubicato al piano secondo oltre cantina e box auto al piano interrato. In data 9 maggio 2017 la SGR ha sottoscritto preliminare di vendita relativo a n. 2 appartamenti ubicati al piano terzo oltre cantine e n. 4 box. Il promissario acquirente ha richiesto alla SGR l'esecuzione di importanti varianti presso le unità immobiliari che comporteranno la sottoscrizione del rogito di vendita al termine del primo semestre 2018. In data 6 dicembre 2017 la SGR ha sottoscritto preliminare di vendita relativo a n. 2 appartamenti ubicati al piano secondo oltre cantine e n. 2 box. Il rogito è previsto nel primo semestre 2018 al completamento delle finiture scelte dal promissario acquirente.

Acquisizioni immobiliari

Nel corso del 2017 non sono avvenute acquisizioni patrimoniali.

Contenziosi

In merito al 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, il Tribunale di Torino, con sentenza pubblicata in data 12 maggio 2017, in accoglimento della domanda della SGR, ha condannato in primo grado il conduttore al pagamento della somma di circa 50.000 euro, pari ai costi sostenuti dal Fondo per i lavori di ristrutturazione. A fronte del mancato pagamento di tale somma, è stato avviato dalla SGR il procedimento esecutivo immobiliare innanzi al Tribunale di Torino in relazione al quale è stata fissata udienza ex art. 569 c.p.c. al 21.06.2018. Parallelamente, in data 6.07.2017, il legale di controparte ha notificato atto di appello con citazione a comparire: la SGR si è costituita alla prima udienza del 30.11.17 in occasione della quale c'è stata la discussione in merito all'istanza di sospensiva formulata da controparte nonché all'eccezione di inammissibilità dell'appello sollevata dalla SGR. A scioglimento della riserva assunta, la Corte ha rigettato l'istanza di sospensiva nonché le istanze istruttorie formulate dall'appellante ed ha fissato udienza di precisazione delle conclusioni al 22.03.18.

In merito all'ex conduttore inadempiente di un'unità immobiliare sita al piano 3° di Via Alfieri 9/11, prosegue il pagamento secondo le rate indicate nel piano di rientro e la Società pertanto non sta procedendo con l'esecuzione. Situazione analoga si è verificata con un conduttore di un'altra unità immobiliare del medesimo complesso immobiliare, insolvente per un importo di circa 10.000 euro, per la quale si è proceduto alla sottoscrizione di un piano di rientro per un importo complessivo di circa Euro 6.000. Dal mese di settembre 2017 la debitrice si è resa morosa nel pagamento delle rate e, pertanto, la SGR in data 20.11.17 ha notificato atto di precetto su decreto ingiuntivo al fine di procedere con l'esecuzione forzata. Ad esito della predetta notifica, controparte si è resa disponibile a corrispondere l'intero importo secondo le rate indicate nel piano di rientro, proposta accolta dalla SGR la quale, tuttavia, si è riservata di intraprendere l'azione esecutiva qualora la stessa non ottemperi gli impegni assunti.

Con riferimento all'unità immobiliare locata sita a Milano in Via Manzoni, prosegue il monitoraggio di REAM sulle attività del Condominio.

Quanto al giudizio innanzi al Tribunale di Torino 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, con sentenza in data 15 febbraio 2017 il Giudice ha ritenuto correttamente adempiute le obbligazioni dei progettisti

(nonostante il progetto dagli stessi redatto sia stato bocciato sia dal Comune che dalla Soprintendenza) e ha condannato il Fondo al pagamento dei soli compensi oltre alle spese legali, il tutto, unitamente agli interessi legali, per una somma complessiva di Euro 473.564,04. In considerazione del fatto che: i) il tribunale di primo grado si è basato – nonostante le contestazioni della SGR - su quanto stabilito dal CTU in sede di accertamento tecnico preventivo e dell'elevata probabilità che analogo iter venisse seguito in sede di appello, ii) una sentenza di condanna provvisoriamente esecutiva avrebbe esposto il Fondo, nelle more dell'appello, ad una esecuzione sui beni dello stesso con conseguenti danni all'operatività del Fondo, iii) il rischio di dover pagare le somme integrali in conseguenza della sentenza provvisoriamente esecutiva e la quasi certezza di non riuscire a recuperare le somme pagate in caso di vittoria nel giudizio di secondo grado, la Società ha ritenuto opportuno addivenire ad una transazione che ha permesso, col pagamento della somma di Euro 352.543,85, comprensiva delle spese legali, di far risparmiare al Fondo circa 120.000 euro, evitando l'aggravio di ulteriori spese legali.

In merito ai 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., a seguito delle impugnazioni della SGR, il Giudice di Pace con sentenza del 13 ottobre 2017 ha disposto l'annullamento del provvedimento.

A fronte di talune inadempienze dell'apportante a quanto previsto nell'accordo di garanzia ed indennizzo, nel mese di settembre, è stata sottoscritta con UniCredit Business Integrated Solutions S.C.p.A. una transazione che, oltre ad aver evitato future lungaggini giudiziarie, ha consentito al Fondo di recuperare la somma complessiva di Euro 2.550.000.

***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 giugno sono state eseguite le opere di strip-out della porzione immobiliare sfitta ubicata al piano primo al fine di dare migliore visibilità degli spazi ai fini commerciali.

Torino, Via Nizza 150 – Lotto 4: nel corso del mese di gennaio 2017 la SGR ha consegnato le aree di cantiere alle imprese appaltatrici. Nel corso del primo semestre sono state completate le opere di strip-out, le opere di bonifica ambientale e sono iniziati i lavori di allestimento dei locali ad uso uffici destinati ai conduttori ai piani terra, primo secondo terzo e quarto. I lavori hanno incluso opere edili ed impiantistiche delle parti comuni nonché il montaggio delle due nuove scale esterne lato cortile. I lavori sono stati completati e consegnati ai rispettivi conduttori nei mesi di luglio e settembre.

Torino, Via Nizza 150 – Lotto 5: nel mese di febbraio 2017 sono terminate le opere di strip-out degli spazi del Lotto 5, si è pertanto proceduto alla consegna delle aree di cantiere alle imprese appaltatrici per la riqualificazione delle parti comuni e delle porzioni uffici dei piani secondo e terzo. Le opere sono terminate nel mese di marzo 2017 con conseguente trasferimento del conduttore.

Torino, Via Nizza – altri Lotti e parti comuni: nel mese di dicembre sono stati completati i lavori impiantistici per il conduttore "Museo del Cinema". La consegna dei locali è stata effettuata in data 16 febbraio 2018.

In relazione alle porzioni condominiali (cortili accessi, viabilità interna) sono iniziati nel mese di dicembre i lavori edili. La conclusione dei lavori è prevista nel primo semestre 2018.

Torino, Via Arsenale 19, 21, 23: nel mese di marzo 2017 sono state ultimate le opere di riqualificazione degli spazi al piano secondo con consegna degli stessi al conduttore. Nel corso del mese di maggio e giugno 2017 si è proceduto allo strip-out della porzione sfitta di Via Arsenale 19.

Genova, Via Dante: nel mese di gennaio 2017 sono state ultimate le opere di riqualificazione degli spazi al piano quinto con consegna degli stessi al conduttore. Nel mese di dicembre sono iniziati i lavori di ristrutturazione del vano scala di via Petrarca; l'attività, ancora in corso, prevede la tinteggiatura delle murature, il restauro del portone di

ingresso e parte dei serramenti esterni, l'adeguamento dell'impianto elettrico e l'applicazione di nuovi corpi illuminanti.

Esperti indipendenti La valutazione degli immobili, predisposta dall' Esperto Indipendente del Fondo, PRAXI S.p.A., ammonta ad Euro 359.685.000 ed ha evidenziato un incremento dei valori complessivi del portafoglio, a parità di perimetro ricalcolato (ovvero non considerando nel perimetro del 31 dicembre 2016 le due unità immobiliari di Via Arcivescovado 8 oggetto di cessione nel corso dell'esercizio), pari al 2,3% rispetto alla valutazione del 31 dicembre 2016. In termini assoluti, l'incremento di valore rispetto al 31 dicembre 2016 è stato di circa Euro 7,3 milioni (Euro 8,1 milioni a parità di perimetro) a fronte di lavori di ristrutturazione effettuati per circa Euro 9,5 milioni; pertanto la minusvalenza da valutazione dell'esercizio ammonta a circa Euro 1,4 milioni, ed è ascrivibile principalmente agli immobili di Torino Via Arsenale 19,21,23, Via Arcivescovado 8 e Corso Montevicchio.

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 2017 il tasso variabile Euribor 3 mesi, parametro di riferimento contrattuale del contratto di finanziamento, si è attestato su livelli compresi tra -0,318% e -0,332%. 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%.

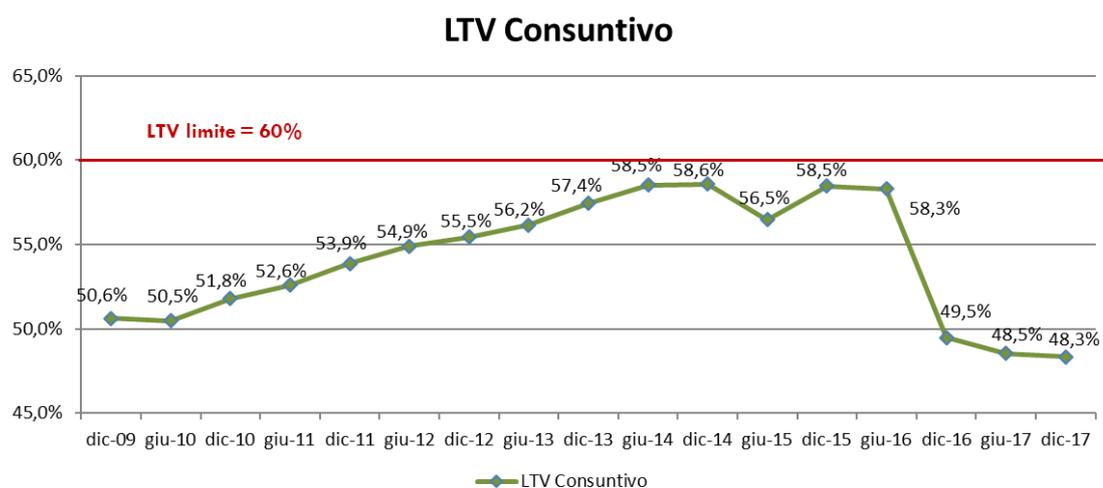
SPV Project 1711 S.r.l., ha comunicato al Fondo che, in forza di un contratto di cessione di crediti stipulato in data 19 dicembre 2017 con ING Bank ha acquistato pro soluto ed in blocco, ai sensi e per gli effetti degli articoli 1 e 4 della legge 130/99, taluni crediti pecuniari a titolo di capitale, interessi e altri accessori derivanti da finanziamenti ipotecari erogati da ING Bank in favore di società di capitali o fondi immobiliari, tra cui, per l'importo di Euro 16.994.500, quello vantato verso il Fondo Core Nord Ovest.

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

- l'*Interest Cover Ratio* consuntivo (rapporto tra il reddito netto della gestione immobiliare e gli oneri finanziari), che, da contratto, non doveva far registrare valori inferiori a 1,5x ha fatto registrare i seguenti livelli:



- il rapporto *Loan To Value* (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:



Il Fondo, per far fronte alle esigenze finanziarie collegate alle capex previste sugli immobili in ristrutturazione, così come già ampiamente previsto dal business plan, ha fatto 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 2016 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 applicate 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 erano stati tirati Euro 5.000.000.

Il finanziamento è stato integralmente rimborsato il 14 febbraio 2017 con la liquidità proveniente dal saldo prezzo della vendita.

Il risultato economico

Il Fondo chiude al 31 dicembre 2017 con un utile di periodo di Euro 6.105.418, imputabile per Euro 7,2 milioni alla gestione ordinaria del Fondo parzialmente compensata, per Euro 1,4 milioni, dalla minusvalenza complessiva da valutazione del portafoglio immobiliare.

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

Dati Economici	31 dicembre 2017 (Euro)
Strumenti finanziari derivati di copertura realizzati	-3.457.840
Strumenti finanziari derivati non di copertura realizzati	-293.607
Risultato gestione strumenti finanziari	-3.751.447
Canoni di locazione e altri proventi	23.474.885
Utili/perdite da realizzi	-39.055
Oneri per la gestione di beni immobili	-4.169.331
IMU	-2.446.998
Risultato gestione beni immobili	16.819.501
Oneri Finanziari	-3.078.599
Risultato netto della gestione caratteristica	9.989.455
Provvigione di gestione SGR	-3.534.179
Commissioni banca depositaria	-50.713
Oneri per esperti indipendenti	-15.700
Altri oneri di gestione	-221.736
Altri ricavi ed oneri	1.048.591
Risultato gestione al netto delle plus/minusvalenze da valutazione	7.215.718
Valutazione Strumenti derivati non di copertura non realizzati	302.413
Plusvalenze/minusvalenze da valutazione beni immobili	-1.412.713
Risultato di periodo	6.105.418

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".

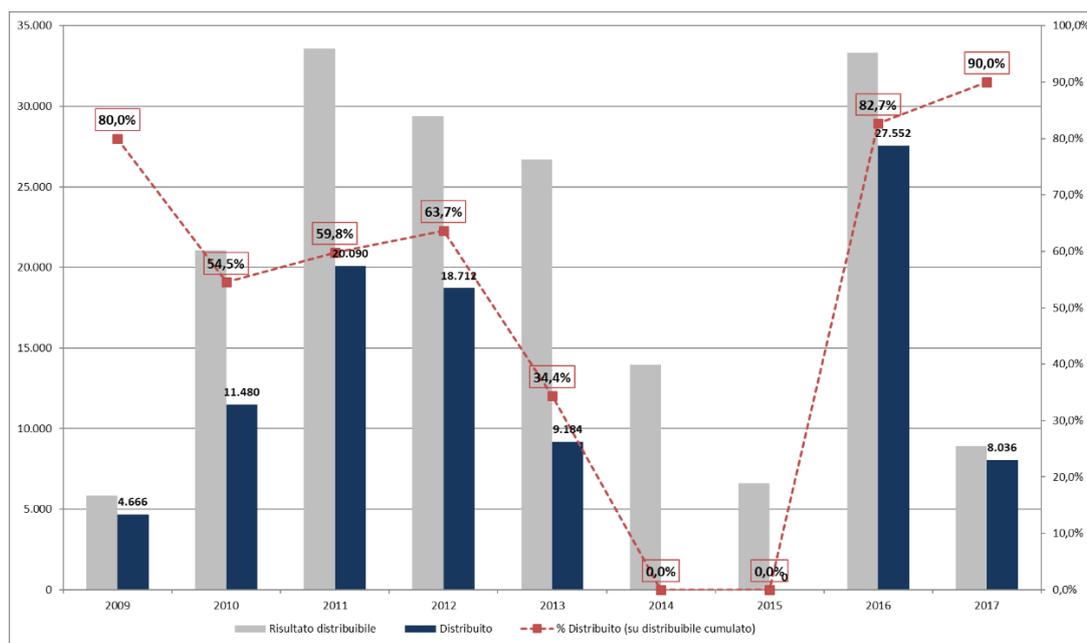
Sulla base delle risultanze economiche emerse dalla Relazione di Gestione al 31 dicembre 2017, l'importo dei proventi che potranno essere oggetto di distribuzione è pari a Euro 8.926.633, come evidenziato dal seguente prospetto di riepilogo.

Risultato distribuibile	31 dicembre 2017 (Euro)
Risultato contabile	6.105.418
Rettifiche per la determinazione del risultato distribuibile:	2.820.915
Plusvalenze non realizzate negli esercizi precedenti e realizzate nell'esercizio in questione	0
Plusvalenze da valutazione non realizzate	-3.642.064
Minusvalenze da valutazione non realizzate (sopra il costo storico)	993.286
Plusvalenze/Minusvalenze non realizzate relative agli strumenti derivati	-302.413
Proventi non distribuiti negli esercizi precedenti	5.772.106
Risultato distribuibile complessivo	8.926.333
Importo distribuito con riferimento al 30/06/17	4.592.000
Risultato distribuibile	4.334.333

Il Consiglio di Amministrazione del 9 marzo 2018 ha deliberato di distribuire complessivamente, per l'esercizio 2017, Euro 8.036.000, pari al 90% del risultato distribuibile e pari ad Euro 3.500 per quota, con un rendimento su base annua del 3,5%.

Poiché in data 8 settembre 2017 il Consiglio di Amministrazione aveva deliberato di distribuire l'importo di Euro 4.592.000, pari a Euro 2.000 per quota, i proventi residui che verranno posti in distribuzione entro 30 giorni dalla data di approvazione della presente Relazione ammontano ad Euro 3.444.000, pari ad Euro 1.500 per quota.

Nel grafico sottostante sono riepilogate le distribuzioni ai quotisti deliberate alla data della presente Relazione:



- Dividend Yield (%)
 - Importo Distribuito (.000 euro)
 - Rimborso Equity (%)
 - Importo Rimborsato (.000 euro)
- * Dividend Yield annualizzato.

1.5 Aggiornamento delle linee strategiche di gestione

Nel corso del 2018 la SGR continuerà a presiedere le attività volte alla commercializzazione per la vendita delle unità residenziali residue delle iniziative immobiliari di Torino Corso Montevecchio 39-41 e 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 2018.

1.6 Fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2017

Torino, via Alfieri: è pervenuta richiesta di disdetta del contratto di locazione ad uso residenziale da parte del conduttore Yazaki Europe Limited Italia Srl in relazione all'appartamento A3 (sub 25).

Torino, c.so Montevecchio: come riportato nel paragrafo "dismissioni", nel mese di dicembre la SGR ha ricevuto due offerte irrevocabili di acquisto per la vendita di due appartamenti con relative cantine pertinenziali e box auto.

La prima offerta, relativa all'appartamento identificato con il numero B06 (con relativa cantina pertinenziale e box auto), ha avuto conclusione positiva con sottoscrizione dell'atto di vendita in data 2 marzo 2018.

La seconda proposta, relativa all'unità residenziale A12 (con relativa cantina pertinenziale e box auto), ha avuto conclusione positiva con sottoscrizione dell'atto di vendita in data 8 marzo 2018.

Genova, Via Dante: come riportato nel paragrafo "liberazione degli spazi", nel mese di luglio la SGR ha ricevuto comunicazione di disdetta per "gravi motivi" dal conduttore dell'unità ad uso commerciale ubicata al piano terreno del complesso immobiliare. Nonostante la totale inapplicabilità della giustificazione contrattuale dei "gravi motivi", la SGR ha comunque aperto una trattativa con l'attuale conduttore per la risoluzione dell'attuale contratto di locazione e, date le nuove esigenze dello stesso, proporre nuovi scenari locativi tra i quali l'accorpamento dell'unità commerciale in oggetto con il locale adiacente previa ristrutturazione edilizia ed adeguamento normativo e successiva redazione di nuovo contratto di locazione. Sono in fase di completamento le analisi di fattibilità progettuale.

Milano, via Manzoni: a seguito dell'interessamento da parte di Kryalos SGR all'acquisizione del complesso immobiliare di via Manzoni (con proposta non vincolante datata 6 dicembre 2017), è pervenuta a REAM SGR, in data 5 marzo 2018, nuova offerta non vincolante di acquisto (che sostituisce ed annulla la precedente ma vincolata al positivo completamento della due diligence tuttora in corso) ad un prezzo di Euro 23,000,000.00 (con validità sino al 9 marzo 2018) con richiesta da parte del proponente di non assumere impegni con soggetti terzi fino al 31 marzo 2018.

2. Situazione Patrimoniale

Si riporta di seguito la Situazione Patrimoniale del Fondo Core Nord Ovest al 31 dicembre 2017. Tali dati sono comparati con i dati al 31 dicembre 2016, così come disposto dal provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successive modifiche.

ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2017		Situazione al 31/12/2016	
	Valore complessivo (Euro)	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo (Euro)	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>				
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR				
<u>Strumenti finanziari quotati</u>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	359.685.000	96,36%	352.392.000	74,46%
B1. Immobili dati in locazione	359.685.000	96,36%	352.392.000	74,46%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	7.418.756	1,99%	69.634.303	14,71%
F1. Liquidità disponibile	7.418.756	1,99%	69.634.303	14,71%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	6.175.447	1,65%	51.219.976	10,82%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	3.538.653	0,95%	4.741.167	1,00%
G3. Risparmio d'imposta				
G4. Altre	2.554.707	0,68%	46.478.809	9,82%
G5. Credito IVA	82.087	0,02%		
TOTALE ATTIVITA'	373.279.203	100,00%	473.246.279	100,00%

Fondo Core Nord Ovest

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2017	Situazione al 31/12/2016
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	173.845.372	179.350.372
H1. Finanziamenti ipotecari	173.845.372	174.350.372
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		5.000.000
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	1.656.471	1.958.884
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	1.656.471	1.958.884
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
M. ALTRE PASSIVITA'	8.498.022	32.995.106
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	51.548	38.224
M2. Debiti di imposta	13.735	20.128.628
M3. Ratei e risconti passivi	140.130	171.855
M4. Altre	8.118.450	12.521.635
M5. Debiti per depositi cauzionali	174.159	134.764
TOTALE PASSIVITA'	183.999.865	214.304.362
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	189.279.338	258.941.917
Numero delle quote in circolazione	2.296	2.296
Valore unitario delle quote	82.438,736	112.779,581
Rimborsi distribuiti per quota	23.800	4.800
Proventi distribuiti per quota	41.932	27.932
Valore Complessivo degli impegni da richiamare	-	-
Totale numero delle quote da richiamare	-	-
Valore unitario delle quote da richiamare	-	-

3. Sezione Reddittuale

Si riporta di seguito la Sezione Reddittuale del Fondo Core Nord Ovest al 31 dicembre 2017. Tali dati sono comparati con quelli al 31 dicembre 2016, così come disposto dal provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successive modifiche.

SEZIONE REDDITUALE 1/2	Relazione al 31/12/2017		Relazione al 31/12/2016	
A. STRUMENTI FINANZIARI	-3.449.034		-15.196.269	
<u>Strumenti finanziari non quotati</u>				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 Dividendi e altri proventi				
A1.2 Utili / perdite da realizzi				
A1.3 Plusvalenze / minusvalenze				
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 Interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 Utili / perdite da realizzi				
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 realizzi				
A3.3 Plusvalenze / minusvalenze				
<u>Strumenti finanziari derivati</u>				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-3.449.034		-15.196.269	
A4.1 di copertura	-3.457.840		-5.752.554	
A4.2 non di copertura	8.806		-9.443.715	
Risultato gestione strumenti finanziari		-3.449.034		-15.196.269
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	15.406.788		50.225.294	
B1. Canoni di locazione e altri proventi	23.474.885		26.139.025	
B2. Utile/perdite da realizzi	-39.055		39.937.177	
B3. Plusvalenze/minusvalenze	-1.412.713		-7.020.980	
B4. Oneri per le gestione di beni immobili	-4.169.331		-5.523.362	
B5. Ammortamenti				
B6. Imposta Municipale sugli Immobili	-2.446.998		-3.306.566	
Risultato gestione beni immobili		15.406.788		50.225.294
C. CREDITI				
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi / decrementi di valore				
Risultato gestione crediti				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. Interessi attivi e proventi assimilati				
E. ALTRI BENI				
E1. Proventi				
E2. Utili / perdite da realizzi				
E3. Plusvalenze / minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		11.957.754		35.029.025

SEZIONE REDDITUALE 2/2	Relazione al 31/12/2017		Relazione al 31/12/2016	
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1 Risultati realizzati				
F1.2 Risultati non realizzati				
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
F3. LIQUIDITA'				
F3.1 Risultati realizzati				
F3.2 Risultati non realizzati				
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. Proventi delle operazioni di pronti contro termine e assimilate				
G2. Proventi delle operazioni di prestito titoli				
Risultato lordo della gestione caratteristica		11.957.754		35.029.025
H. ONERI FINANZIARI	-3.078.599		-4.783.577	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-1.892.110		-3.585.072	
H1.2 su altri finanziamenti	-1.888.277		-3.576.072	
	-3.833		-9.000	
H2. Altri oneri finanziari	-1.186.489		-1.198.505	
Risultato netto della gestione caratteristica		8.879.155		30.245.448
I. ONERI DI GESTIONE	-3.822.328		-5.100.725	
I1. Provvigione di gestione SGR	-3.534.179		-4.786.533	
I2. Costo per il calcolo del valore della quota				
I3. Commissioni depositario	-50.713		-70.484	
I4. Oneri per esperti indipendenti	-15.700		-15.720	
I5. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I6. Altri oneri di gestione	-221.736		-227.988	
L. ALTRI RICAVI E ONERI	1.048.591		-267.697	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	16.035		899	
L2. Altri ricavi	1.093.129		2.938	
L3. Altri oneri	-60.573		-271.534	
Risultato della gestione prima delle imposte		6.105.418		24.877.026
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte				
Utile / perdita dell'esercizio		6.105.418		24.877.026

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 aveva proceduto a due rimborsi parziali pro-quota per un valore rimborsato complessivamente pari a Euro 4.800 per ciascuna quota in circolazione.

Nel corso del 2017 il Fondo ha proceduto a due ulteriori rimborsi parziali pro-quota per un valore complessivo pari a Euro 19.000 per ciascuna quota; il valore nominale delle quote al netto dei rimborsi è pari pertanto ad Euro 76.200.

Alla data della presente Relazione il valore delle quote è pari a Euro 82.438,736 registrando un incremento di Euro 6.239 rispetto al valore nominale ridotto dei rimborsi effettuati (+8,2%) ed un decremento di Euro 30.341 rispetto al valore al 31 dicembre 2016 (-26,9%). Tale riduzione è attribuibile alla distribuzione di proventi ed al rimborso parziale di *equity* effettuati nei mesi di marzo 2017 e ottobre 2017 per complessivi Euro 33.000 pro-quota, parzialmente compensata dal risultato positivo dell'esercizio, pari a Euro 2.659 pro-quota.

La tabella seguente illustra l'andamento del valore della quota dal collocamento al 31 dicembre 2017:

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
Al 30 giugno 2017	190.717.308	2296	83.065,030
Al 31 dicembre 2017	189.279.338	2296	82.438,736

Principali eventi sulle quote

Nel corso dell'esercizio 2017:

- in data 21 marzo 2017 sono stati distribuiti proventi per complessivi Euro 27.552.000, pari a Euro 12.000 pro-quota;
- in data 21 marzo 2017 è stato effettuato un rimborso parziale di *equity* per un importo complessivo di Euro 41.328.000, pari a Euro 18.000 pro-quota;
- in data 4 ottobre 2017 sono stati distribuiti proventi per complessivi Euro 4.592.000, pari a Euro 2.000 pro-quota;

- in data 21 marzo 2017 è stato effettuato un rimborso parziale di *equity* per un importo complessivo di Euro 2.296.000, pari a Euro 1.000 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. In caso di assunzione di prestiti, la prassi adottata dalla SGR è di attuare una politica di copertura, attraverso strumenti derivati, 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 Reddittuale 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 Reddittuale.
- Le altre attività e i crediti sono valutati in base al presumibile valore di realizzo.
- Le disponibilità liquide sono valutate in base al loro valore nominale.

Altre passività

- I debiti d'imposta sono iscritti al valore nominale e riflettono la posizione fiscale del Fondo.
- I ratei e risconti passivi sono contabilizzati per garantire il rispetto del criterio della competenza temporale nella rilevazione delle poste della Sezione Reddittuale.
- Le altre passività sono iscritte al loro valore nominale, rappresentativo del valore di presumibile estinzione.

Costi e Ricavi

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

Sezione II – Le Attività

II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Il valore degli immobili iscritto all'interno della presente Relazione è pari a Euro 359.685.000, superiore di Euro 7.293.000 (+2,1%) rispetto al valore al 31 dicembre 2016.

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.

Fondo Core Nord Ovest

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	9.518.834		807.850	807.850	3,8%
Da oltre 1 a 3 anni	2.938.670		286.691	286.691	1,4%
Da oltre 3 a 5 anni	6.480.005		427.104	427.104	2,0%
Da oltre 5 a 7 anni	28.026.613		1.113.562	1.113.562	5,3%
Da oltre 7 a 9 anni	6.756.757		287.852	287.852	1,4%
Oltre 9 anni	248.322.056		18.158.355	18.158.355	86,1%
A - TOTALE DEI BENI IMMOBILI LOCATI	302.042.935		21.081.414	21.081.414	100%
B - TOTALE DEI BENI IMMOBILI NON LOCATI	57.642.065				

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

II.8 Posizione netta di liquidità

La liquidità disponibile del Fondo alla data della presente Relazione è pari a Euro 7.418.756 ed è depositata sui conti correnti aperti presso il Depositario SGSS S.p.A., presso Unicredit S.p.A. e Banco BPM S.p.A.

II.9 Altre attività

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

Altre attività	Importo (Euro)	Importo (Euro)
G2. Ratei e risconti attivi	3.538.653	
- Risconti attivi:		3.538.653
G4. Altre	2.554.707	
- Crediti verso conduttori per fatture emesse e non incassate:		753.719
<i>Esposizione lorda</i>		770.383
<i>Rettifiche di valore</i>		-16.664
<i>Esposizione netta</i>		753.719
- Fatture da emettere per recupero oneri accessori, canoni di locazione e imposte di registro		954.940
- Altre fatture da emettere		220.240
- Note credito da ricevere		493.646
- Altri crediti		50.991
- Anticipi a fornitori per acconti su SAL		81.171
G5. Credito IVA	82.087	
Totale altre attività	6.175.447	

La voce "risconti attivi" è prevalentemente costituita dalla quota parte non di competenza del 2017 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 2.366 migliaia), corrisposta al *pool* di banche finanziatrici e all'*advisor* finanziario Mediobanca per complessivi Euro 4.594 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 402 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 571 migliaia);
- delle imposte di registro sui contratti di locazione (risconto di circa Euro 156 migliaia).

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

La voce note credito da ricevere accoglie principalmente l'importo positivo del conguaglio della commissione di gestione del secondo semestre 2017 (Euro 437 migliaia).

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 2017 ammonta ad Euro 173.845.372.

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	Importo rimborsato il 23/03/2017	Importo rimborsato il 13/09/2017	Debito residuo al 31/12/2017
UBI BANCA S.C.P.A.	25,64%	80.000.000	-187.884	-399.200	-34.707.692	-61.538	-67.949	44.575.736
ING BANK N.V.	19,55%	61.000.000	-143.262	-304.390	-26.464.615	-46.923	-51.811	33.988.999
BANCA IMI S.P.A.	19,23%	60.000.000	-140.913	-299.400	-26.030.769	-46.154	-50.962	33.431.802
BANCA REGIONALE EUROPEA S.P.A.	16,03%	50.000.000	-117.428	-249.500	-21.692.308	-38.462	-42.468	27.859.835
BANCA POPOLARE DI MILANO S.C.A.R.L.	13,14%	41.000.000	-96.291	-204.590	-17.787.692	-31.538	-34.824	22.845.065
UNICREDIT S.P.A.	6,41%	20.000.000	-46.971	-99.800	-8.676.923	-15.385	-16.987	11.143.934
TOTALE	100%	312.000.000	-732.748	-1.556.880	-135.360.000	-240.000	-265.000	173.845.372

Nel mese di aprile 2016 era 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 valere 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 aveva 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 aveva 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 31 dicembre 2017 le garanzie rilasciate dal Fondo a favore delle banche finanziatrici 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.

Rimborso parziale del finanziamento

In data 12 ottobre 2015, a fronte della vendita di una porzione residenziale dell'immobile di Torino Corso Montevecchio, secondo

quanto previsto dal Contratto di Finanziamento, è stato rimborsato un importo pari a Euro 732.748.

In data 16 febbraio 2016, a fronte della vendita di un'ulteriore porzione residenziale dell'immobile di Torino Corso Montevecchio secondo quanto previsto dal Contratto di Finanziamento, è stato rimborsato un importo pari a Euro 1.556.880.

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.

In data 23 marzo 2017, a fronte della vendita di un'unità residenziale dell'immobile di Torino Via Arcivescovado 8, come previsto contrattualmente, è stato rimborsato al pool di banche finanziatrici l'importo di Euro 240.000.

In data 13 settembre 2017, a fronte della vendita di un'unità residenziale dell'immobile di Torino Via Arcivescovado 8, come previsto contrattualmente, è stato rimborsato al pool di banche finanziatrici l'importo di Euro 265.000.

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 corso del 2015 di tre *asset* situati a Milano ed in concomitanza della sottoscrizione del nuovo contratto di finanziamento, avvenuta il 30 luglio 2015, il Fondo aveva 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.

La SGR aveva incaricato un consulente esterno di primario *standing* 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 era provveduto alla fine dell'esercizio 2016 a rimodulare il nozionale dei contratti derivati eliminando 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 10,34 milioni 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). Tale valutazione della porzione inefficace, a seguito del pagamento dei differenziali del secondo semestre 2015, dell'esercizio 2016 e 2017, si è

ridotta ad Euro 1,7 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
Operazioni su tassi di interesse: - futures su titoli di debito, tassi e contratti simili - opzioni su tassi e contratti simili - swap e contratti simili		1.656.471
Operazioni su tassi di cambio: - futures su valute e contratti simili - opzioni su tassi di cambio e contratti simili - swap e contratti simili		
Operazioni su titoli di capitale: - 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 2017 la valutazione dello strumento finanziario derivato sopra esposto evidenzia un *mark to market* negativo pari a Euro 14,9 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 e successive modifiche, 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 ad un consulente esterno di primario *standing* che aveva 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)
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	51.548	
M2. Debiti di imposta	13.735	
M3. Ratei e risconti passivi	140.130	
- Risconti passivi		140.130
M4. Altre	8.118.450	
- Debiti verso fornitori		2.360.572
- Fatture da ricevere per consulenze immobiliari		154.795
- Fatture da ricevere per costi da capitalizzare		695.375
- Fatture da ricevere per spese condominiali, utenze e oneri fiscali		639.205
- Fatture da ricevere per spese di manutenzione ed altri oneri immobiliari		199.393
- Fatture da ricevere - altre		71.675
- Fatture da ricevere per ritenute a garanzia su SAL		960.520
- Fondo rischi ed oneri		1.884.154
- Note credito da emettere		233.096
- Altri debiti		179.663
- Anticipi da clienti su vendite immobiliari		740.000
M5. Debiti per depositi cauzionali	174.159	
Totale altre passività	8.498.022	

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 2017 (circa Euro 1,5 milioni).

La voce Fondo rischi ed oneri accoglie 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; l'accantonamento era stato stanziato alla fine dell'esercizio 2016 per Euro 4,285 milioni e nel corso del 2017 è stato utilizzato per Euro 2,4 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
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO	229.600.000	100,00%
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	229.600.000	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	-38.512.623	-16,77%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	259.373.311	112,97%
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	-65.621.645	-28,58%
I. Oneri di gestione complessivi	-54.092.120	-23,56%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	9.522.573	4,15%
M. Imposte complessive	-68.912	-0,03%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	-54.644.800	-23,80%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-96.276.446	-41,93%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	110.669.495	48,20%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2017	189.279.338	82,44%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE	5,99%	
NUMERO QUOTE	2.296	
- 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 174.159 e ulteriori fidejussioni bancarie per complessivi Euro 2.884.681, di cui Euro 236.307 relativi alla fidejussione rilasciata da REAM SGR per la locazione dell'immobile di Via Alfieri 11 a Torino.

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 corso del 2017 (circa Euro 3,5 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 luogo 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 i differenziali versati nel corso del 2017, che ammontano ad Euro 294 migliaia, che erano ricompresi nello stanziamento della porzione inefficace determinato nel 2015 e che si sono realizzati in questo esercizio; l’effetto attualizzazione di tale porzione nell’esercizio è stato positivo per Euro 9 migliaia. 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
Operazioni su tassi di interesse:				
- futures su titoli di debito, tassi e altri contratti simili				
- opzioni su tassi e altri contratti simili	-3.457.840		-293.607	302.413
- 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
1. PROVENTI					
1.1 canoni di locazione non finanziaria		20.104.904			
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi	37.757	3.332.224			
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI					
2.1 beni immobili	- 39.055				
2.2 diritti reali immobiliari					
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE					
3.1 beni immobili	- 3.042.060	1.629.347			
3.2 diritti reali immobiliari					
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	- 195.819	- 3.973.512			
5. AMMORTAMENTI					
6. IMU	- 115.166	- 2.331.832			
TOTALE	-3.354.342	18.761.131			

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

Le "Perdite da realizzo" dell'esercizio ammontano ad Euro 39 migliaia e sono ascrivibili al valore delle cessioni delle unità residenziali A02 (Euro 11 migliaia) e A04 (Euro 28 migliaia) dell'immobile di Torino, Via Arcivescovado 8, rispetto al valore di mercato delle stesse al 31 dicembre 2016, incrementato delle capex realizzate nell'esercizio.

La voce "plusvalenze/minusvalenze" riflette il minor valore degli immobili di proprietà del Fondo, determinato dalle valutazioni al 31 dicembre 2017, rispetto ai valori al 31 dicembre 2016, incrementati delle capex realizzate nel corso del 2017. In termini assoluti, l'incremento di valore del portafoglio immobiliare rispetto al 31 dicembre 2016 è stato di circa Euro 7,3 milioni - Euro 8,1 milioni a parità di perimetro, cioè non considerando le due unità immobiliari di Torino Via Arcivescovado 8 cedute nel corso del 2017 - a fronte di lavori di ristrutturazione contabilizzati per circa Euro 9,5 milioni (di cui Euro 8,6 milioni su Via Nizza). La minusvalenza da valutazione dell'esercizio è pertanto pari a circa Euro 1,4 milioni ed è ascrivibile principalmente agli immobili di

Torino Via Arsenale 19,21,23, Via Arcivescovado 8 e Corso Montevecchio.

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

- spese di funzionamento e oneri condominiali (2,55 milioni);
- spese per manutenzioni e consulenze tecniche effettuate sugli immobili e non capitalizzate (Euro 729 migliaia);
- imposte di registro, TASI ed altre imposte (362 migliaia);
- compenso di *property management* (Euro 365 migliaia);
- premi assicurativi (Euro 105 migliaia);
- spese per assistenza e consulenza legale su tematiche immobiliari (Euro 20 migliaia);
- spese per commissioni di intermediazione immobiliare (Euro 37 migliaia).

Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

Composizione della Voce "Interessi passivi su finanziamenti ricevuti"

Tale voce ammonta ad Euro 1.892.110 e rappresenta il totale degli interessi passivi maturati nell'esercizio 2017 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 1.186.489 ed è costituita principalmente:

- dalla quota di competenza dell'esercizio 2017 delle commissioni bancarie, delle spese di consulenza, dell'imposta sostitutiva e delle commissioni sul finanziamento per complessivi Euro 1.111 migliaia;
- dalla Commissione maturata dalla Banca Agente per Euro 75 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	-3.534.179	1,58%	0,95%					
- provvigioni di base	-3.534.179	1,58%	0,95%					
2) costo per il calcolo del valore della quota								
3) costi ricorrenti degli OICR in cui il fondo investe								
4) compenso del depositario	-50.713	0,02%	0,01%					
5) spese di revisione del fondo	-35.438	0,02%						
6) oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliare facenti parte del fondo								
7) compenso spettante agli esperti indipendenti	-15.700	0,01%	0,00%					
8) oneri di gestione degli immobili	-6.616.329	2,95%	1,77%					
9) spese legali e giudiziarie	-15.600	0,01%						
10) spese di pubblicazione del valore della quota ed eventualmente pubblicazione del prospetto informativo								
11) altri oneri gravanti sul fondo	-170.698	0,08%						
COSTI RICORRENTI TOTALI	-10.438.657	4,66%						
12) provvigioni di incentivo								
13) oneri finanziari di strumenti finanziari	-3.449.034							
di cui:								
- su titoli azionari								
- su titoli di debito								
- su derivati	-3.449.034							
- altri								
14) oneri finanziari per debiti assunti dal fondo	-3.078.599			1,77%				
15) oneri fiscali di pertinenza del fondo								
TOTALE SPESE	-16.966.290	7,57%						

Il compenso spettante alla Società di Gestione è composto da:

- a) una commissione fissa iniziale corrisposta *una tantum (up front fee)* pari ad un valore di Euro 400.000;
- b) una commissione di gestione;
- c) 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 dell'esercizio 2017 comprensivo di conguagli è pari ad Euro 3.534.179.

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 3 marzo 2017 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 all'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 remunerazione totale del personale della SGR, corrisposta nel corso del 2017 in favore di 32 beneficiari (20 dipendenti, 9 amministratori e 3 sindaci), è stata pari a Euro 1.688.632, di cui Euro 1.453.365 per la componente fissa e Euro 253.267 per la componente variabile. Il Fondo non ha corrisposto *carried interest*.

La remunerazione totale dei sette dipendenti coinvolti nella gestione delle attività del Fondo è stata pari ad Euro 641.402 (di cui Euro 471.056 per la componente fissa e Euro 170.346 per quella variabile), pari al 38% della remunerazione complessiva del personale della SGR.

La remunerazione totale del personale più rilevante, così come individuato dalla SGR, è stata pari a Euro 935.538, di cui Euro 650.604 attribuibile all'alta dirigenza ed Euro 284.934 attribuibile agli altri dipendenti rilevanti della SGR.

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 retribuzione variabile massima pari al 20% della retribuzione annua lorda, esclusivamente in qualità di Responsabile Amministrazione e Finanza.

Il Consiglio di Amministrazione nel corso dell'esercizio 2017 ha effettuato il previsto riesame della politica di remunerazione e incentivazione aziendale senza riscontrare particolari profili di criticità. In tale occasione sono state apportate talune modifiche alla politica di remunerazione, prevedendo in particolare che la percentuale di raggiungimento degli obiettivi personali si rifletta sulla percentuale di premio aziendale attribuibile, esclusivamente laddove la percentuale di raggiungimento degli obiettivi personali sia inferiore alla percentuale di raggiungimento degli obiettivi aziendali.

La riduzione eventuale di premi aziendali per i dipendenti che avranno conseguito una percentuale di obiettivi personali inferiore a quella aziendale costituirà l'insieme dei "premi aziendali non attribuiti" che verrà ripartito tra i dipendenti che non avranno subito la riduzione (fatta esclusione per il personale inquadrato come dirigente), costituendo così un ulteriore incentivo al perseguimento degli obiettivi personali e quindi anche al perseguimento degli obiettivi generali di crescita ed incremento di valore della Società. La ripartizione sarà effettuata proporzionalmente al premio percepito da ciascun dipendente interessato.

La SGR ha introdotto, inoltre, specifiche modalità di differimento della componente variabile della remunerazione per un periodo appropriato in considerazione del ciclo di vita e della politica di rimborso o del periodo di detenzione degli strumenti raccomandato agli investitori del FIA interessato, correttamente allineate al tipo di rischi connessi con l'investimento del FIA in questione. Nella definizione di tali modalità di differimento della componente variabile, la SGR si è avvalsa del principio di proporzionalità previsto dal citato Regolamento Congiunto della Banca d'Italia e della Consob, trattandosi di Società non significativa in termini di ammontare complessivo di patrimonio netto gestito.

La SGR ha altresì apportato le modifiche alla Politica di Remunerazione richieste ai sensi delle nuove previsioni normative introdotte con l'atto

di modifica del Regolamento Congiunto della Banca d'Italia della Consob del 27 aprile 2017, con particolare riferimento all'attribuzione all'Assemblea dei soci della SGR del ruolo di approvare i criteri per la determinazione del compenso da riconoscere in vista o in occasione della conclusione anticipata del rapporto di lavoro o per la cessazione anticipata dalla carica (c.d. *golden parachute*), ivi compresi i limiti fissati a detto compenso in termini di annualità della remunerazione fissa e l'ammontare massimo che deriva dalla loro applicazione.

Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

La voce presenta un saldo netto positivo di circa Euro 1 milione e fa riferimento principalmente al ricavo straordinario di Euro 1.035.733, incassato dal Fondo nel mese di ottobre 2017; tale importo era incluso all'interno dell'accordo transattivo concluso con UBIS nel mese di settembre 2017 per il mancato rispetto di obblighi previsti dall'Accordo di Indennizzo, per complessivi Euro 2,55 milioni. L'importo inserito nella voce "altri ricavi" fa riferimento al solo immobile di Piazza Edison (Milano), che era stato ceduto nel mese di dicembre 2016. Per maggiori dettagli sull'accordo transattivo si rimanda a quanto riportato nella Relazione degli Amministratori.

1) Altri Ricavi	1.109.164
- interessi attivi su disponibilità liquide	16.035
- sopravvenienze attive	57.393
- altri ricavi	1.035.736
2) Altri Oneri	-60.573
- sopravvenienze passive	-45.959
- altri oneri	-14.614
Totale	1.048.591

Parte D – Altre informazioni

Rispetto a quanto indicato nella Relazione al 31 dicembre 2016, nel corso del 2017 è intervenuta la seguente modifica rilevante ai sensi dell'art. 106 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013.

Con l'approvazione del bilancio della SGR al 31 dicembre 2016, è venuto a scadere per decorrenza dei termini l'incarico novennale a suo tempo conferito alla società di revisione KPMG S.p.A. e, pertanto, l'Assemblea dei soci riunitasi in data 28 aprile 2017, su proposta motivata del Collegio Sindacale, ha deliberato, ai sensi dell'art. 13 del D.Lgs. 27.01.2010 n. 39, il conferimento dell'incarico di revisione legale dei conti per gli esercizi relativi al novennio 2017-2025 alla società *Deloitte & Touche* S.p.A. - soggetto in possesso dei necessari requisiti di legge - determinandone il relativo compenso che garantisce la qualità e l'affidabilità dei lavori, nonché l'indipendenza del revisore.

In particolare la società di revisione dovrà, per ciascun esercizio, procedere alla revisione del bilancio di esercizio, alla verifica della regolare tenuta della contabilità sociale e della corretta rilevazione nelle scritture contabili dei fatti di gestione, alla verifica della coerenza della relazione sulla gestione nonché alla revisione di ciascuna delle relazioni annuali di gestione dei Fondi gestiti dalla SGR oltre che delle relazioni semestrali per due di essi.

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 50,9% e del 49,3%; 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 167,2% e 154,1%.

Il livello di leva finanziaria utilizzata dal Fondo, calcolato con il metodo lordo e con il metodo degli impegni, ammonta rispettivamente a 2,89 e 2,03 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 e 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, 29 Gennaio 2018

Ns. Rif. LM/val 18.3613

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 2017.

La nostra attività è conforme agli standard fissati da IVS – International Valuation Standards – edizione 2017 e da RICS Valuation – Professional Standards (“Red Book”) – edizione 2017. 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%.

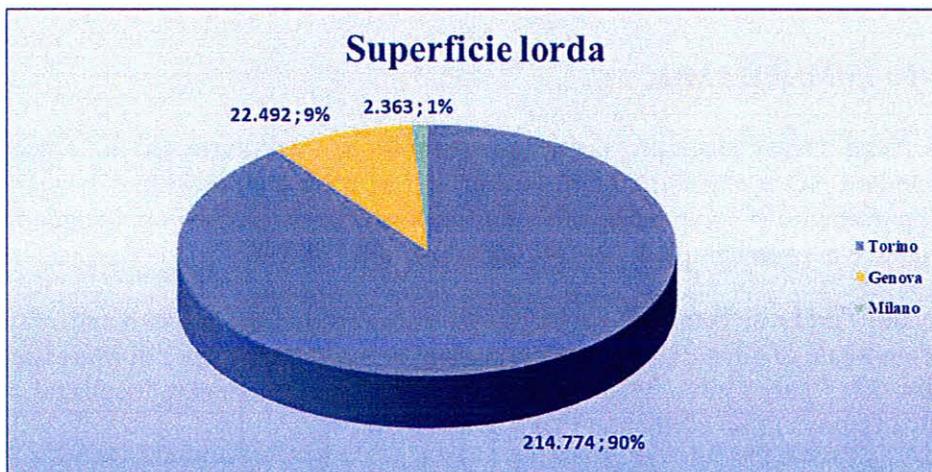
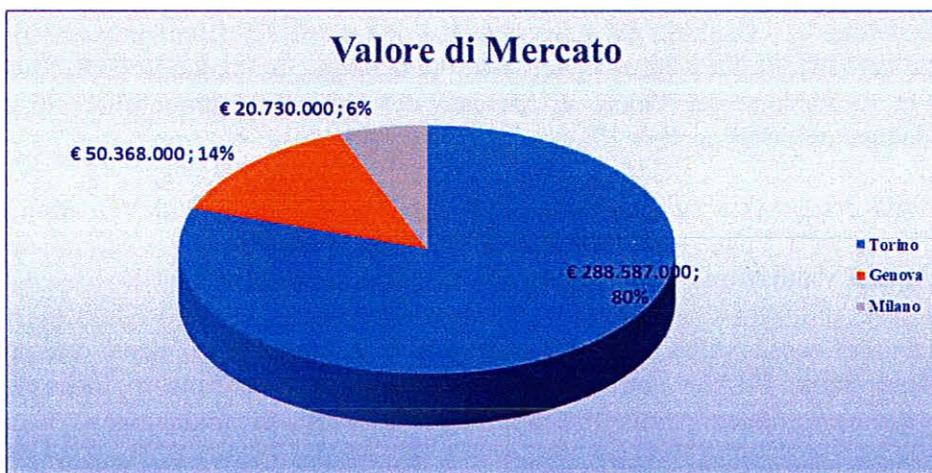
Il portafoglio del Fondo si compone di un patrimonio immobiliare attualmente costituito da 10 immobili, per un totale di circa 239.000 metri quadrati lordi, per un Valore di Mercato complessivo al 31 Dicembre 2017 pari a circa **359,7 milioni di euro**, prevalentemente localizzati nella città di Torino (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	16.191
Torino	Via Arcivescovado, 8	cielo - terra	Residenziale e Commerciale	1.969
Torino	Corso Montevecchio, 8	cielo - terra	Residenziale	3.218
Torino	Via Nizza - Lotto 1-2-3	cielo - terra	Uffici	128.601
Torino	Via Nizza - Lotto 4	cielo - terra	Uffici	21.509
Torino	Via Nizza - Lotto 5	cielo - terra	Uffici	4.529
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
TOTALE				239.629



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 2017 – IVS 104 Section 30; RICS Red Book 2017 – VPS4 4.1).

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)
- IMU, TASI e premio assicurativo;
- Previsione costi delle opere di manutenzione straordinaria (Capex).

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	1.969
Torino	Corso Montevicchio, 8	cielo - terra	Residenziale	3.218
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	16.191
Torino	Via Nizza - Lotto 1-2-3	cielo - terra	Uffici	128.601
Torino	Via Nizza - Lotto 4	cielo - terra	Uffici	21.509
Torino	Via Nizza - Lotto 5	cielo - terra	Uffici	4.529
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.

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/negoziatazione 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 2017 di Consensus Forecast, edito da Consensus Economics (uno tra i principali Centri di ricerche economiche e finanziarie mondiali - www.consensus-economics.com).

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					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023-27 ¹
Gross Domestic Product*	-1.7	0.1	1.0	0.9	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Household Consumption*	-2.5	0.3	2.0	1.5	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
Gross Fixed Investment*	-6.6	-2.3	1.9	2.8	2.2	2.8	2.2	2.4	1.8	1.6	1.6
Industrial Production*	-3.1	-0.7	1.2	1.7	2.6	2.1	1.8	1.4	1.3	1.3	1.4
Consumer Prices*	1.2	0.2	0.1	-0.1	1.3	1.2	1.4	1.7	1.7	1.8	1.8
Current Account Balance (Euro bn)	15.4	30.5	23.7	42.8	43.2	40.9	37.8	35.9	28.6	28.0	23.8
10 Year Treasury Bond Yield, % ²	4.1	1.9	1.6	1.7	2.3 ³	2.5 ⁴	3.1	3.3	3.6	3.6	3.7

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	0,60%		
Trend inflazione 2 [^] semestre	0,60%		
Trend inflazione 3 [^] semestre	0,70%		
Trend inflazione 4 [^] semestre	0,70%		
Trend inflazione dal 5 [^] semestre in poi	0,90%	1,80%	annuo

Il trend del mercato immobiliare è stato determinato separatamente per il primo biennio del cash-flow e per il periodo successivo. Per il primo biennio la stima del trend è di tipo puntuale, mentre per il periodo successivo si è assunto sia in linea con quello dell'inflazione, e si è quindi fatto riferimento alle previsioni di Consensus Forecast di cui sopra. Tali misure sono state adottate in quanto le proiezioni sul mercato italiano, anche nel breve periodo, non rappresentano una fonte di informazioni sufficientemente stabile e riscontrabile.

Trend mercato immobiliare 1 [^] semestre	0,25%		
Trend mercato immobiliare 2 [^] semestre	0,25%		
Trend mercato immobiliare 3 [^] semestre	0,50%		
Trend mercato immobiliare 4 [^] semestre	0,50%		
Trend mercato immobiliare dal 5 [^] semestre in poi	0,90%	1,80%	annuo

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 2018, al 2,5%:

Italy											
* % change over previous year	Historical					Consensus Forecasts					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023-27 ¹
Gross Domestic Product*	-1.7	0.1	1.0	0.9	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Household Consumption*	-2.5	0.3	2.0	1.5	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
Gross Fixed Investment*	-6.6	-2.3	1.9	2.8	2.2	2.8	2.2	2.4	1.8	1.6	1.6
Industrial Production*	-3.1	-0.7	1.2	1.7	2.6	2.1	1.8	1.4	1.3	1.3	1.4
Consumer Prices*	1.2	0.2	0.1	-0.1	1.3	1.2	1.4	1.7	1.7	1.8	1.8
Current Account Balance (Euro bn)	15.4	30.5	23.7	42.8	43.2	40.9	37.8	35.9	28.6	28.0	23.8
10 Year Treasury Bond Yield, % ²	4.1	1.9	1.6	1.7	2.3 ³	2.5 ⁴	3.1	3.3	3.6	3.6	3.7

Il trend dell'EurIRS è stato ipotizzato equivalente alla media dei valori degli ultimi dodici mesi, rilevata dalla stampa specializzata, ed è pari allo 1,20% annuo:

Trend EurIRS ultimi 12 mesi

nov-16	0,97	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> media EurIRS 1,20 </div>
dic-16	1,11	
gen-17	1,13	
feb-17	1,16	
mar-17	1,21	
apr-17	1,12	
mag-17	1,22	
giu-17	1,18	
lug-17	1,34	
ago-17	1,25	
set-17	1,27	
ott-17	1,30	

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:

		UFFICIO	COMMERCIALE
RANGE TASSI	min	4,90%	5,60%
CAPITALIZZAZION	max	7,60%	8,60%

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

PRECISAZIONI E ASSUMPTIONS

- La strategia d'investimento del Fondo è orientata verso la gestione e la valorizzazione del portafoglio immobiliare, tramite interventi di messa a reddito/incremento del reddito locativo.
- Le consistenze immobiliari corrispondono 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 2017.

□ 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 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 gli asset di Torino via Arcivescovato 8 e Torino corso Montevecchio, 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.

Variazioni dell'oggetto della stima

Al 31/12/2017, rispetto al 30/06/2017, ci sono state le seguenti variazioni dell'oggetto della stima:

- Alienazione unità immobiliari del complesso immobiliare in Torino via Arcivescovato 8.
- Accettazione offerte di acquisto di unità immobiliari del complesso in Torino Corso Montevecchio 8.

Variazioni di natura giuridica, normativa e contrattuale

Nel corso del semestre 30/06/2017 - 31/12/2017 sono intervenute modifiche 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 variazione complessiva pari al 2,18%, 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/richieste 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, capex (costi sostenuti nel corso del semestre, aumento o diminuzione previsioni di costo), step up canone di locazione, rinegoziazione del contratto, variazione stato locativo (nuova locazione e/o rilascio):

- Torino Corso Montevecchio, 8 Flessione parametro di vendita
- Torino Via Nizza - Lotto 4 Step up contratti e capex sostenute
- Torino Via Nizza - Lotto 5 Step up contratti
- Genova Via Garibaldi, 1 Flessione parametro di vendita

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*
- Davide CERRANO - *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 2017, sia pari a:

€ 359.685.000,00 (Euro Trecentocinquantanovemilioneisecentottantacinquemila/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*
- *Lettera d'incarico*
- *Panoramica sul Mercato Immobiliare*
- *Relazioni di Stima dei singoli asset*