



OPPORTUNITA' ITALIA

***FIA Immobiliare Italiano di Tipo Chiuso
destinato alla clientela retail***



**RELAZIONE SEMESTRALE
AL 30 GIUGNO 2017**

Sommario

✓ **Nota Illustrativa**

1. Il FIA in sintesi
2. Performance del FIA e andamento del valore della quota sul mercato
3. Andamento del mercato immobiliare e dei FIA immobiliari
4. Modifiche normative e regolamentari riguardanti il settore del risparmio gestito e i FIA immobiliari
5. Illustrazione dell'attività di gestione del FIA, delle direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento e delle linee strategiche future
6. Eventi di particolare importanza per il FIA verificatisi nel semestre
7. Il patrimonio immobiliare e le partecipazioni in società immobiliari
8. Rapporti intrattenuti nell'arco del semestre con altre società del gruppo di appartenenza della SGR
9. Operatività posta in essere su strumenti finanziari e derivati
10. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre
11. Distribuzione dei proventi e rimborsi parziali pro-quota
12. Altre informazioni
13. Informativa per i partecipanti

✓ **Schede degli immobili del FIA**

✓ **Situazione Patrimoniale**

✓ **Sezione Reddittuale**

✓ **Estratto della Relazione di stima degli Esperti Indipendenti**

Nota Illustrativa

La Relazione semestrale al 30 giugno 2017 (la “**Relazione**”) del FIA immobiliare di tipo chiuso “Opportunità Italia” (“**OPI**”, il “**FIA**” o il “**Fondo**”), gestito da Torre SGR S.p.A. (“**Torre**” o la “**SGR**”), si riferisce al periodo 1° gennaio 2017 – 30 giugno 2017 (“**periodo**” o “**semestre**”) ed è redatta in osservanza di quanto disposto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successive modifiche recante il “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio”¹.

Essa si compone di una Situazione Patrimoniale, della Sezione Reddituale (seppur non richiesta dalla normativa), è accompagnata dalla presente Nota Illustrativa.

In allegato è presente l'estratto della relazione di stima degli Esperti Indipendenti del patrimonio del FIA.

1) Il FIA in sintesi

Il Consiglio di Amministrazione di Torre ha istituito il FIA ed approvato il Regolamento di gestione in data 30 luglio 2013. A seguito di alcune richieste di chiarimenti da parte della Banca d'Italia nel corso dell'iter istruttorio di approvazione, sono state apportate in data 25 settembre 2013 alcune modifiche al Regolamento medesimo che è stato infine approvato dall'Autorità di Vigilanza con delibera n. 498/2013.

OPI ha avviato la propria operatività in data 27 gennaio 2014 a seguito della sottoscrizione di n. 57.746 quote del valore nominale di Euro 2.500 cadauna, pari complessivamente ad Euro 144.365.000. Di queste, la SGR ha sottoscritto n. 1.133 quote per un investimento complessivo di Euro 2.832.500 ai sensi del Titolo II, Capitolo V, Sezione IV, Paragrafo 1, del Provvedimento sopra citato.

Si riportano di seguito i dati essenziali del FIA.

Tipologia	Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso
Data di istituzione	30 luglio 2013
Data di inizio operatività	27 gennaio 2014
Durata del FIA	otto anni a decorrere dalla data di avvio dell'operatività del FIA, con scadenza al 31 dicembre successivo al decorso dell'ottavo anno
Banca depositaria	SGSS S.p.A.
Esperto indipendente	Scenari Immobiliari
Società di revisione	PricewaterhouseCoopers S.p.A.
Specialist	Banca IMI S.p.A.

¹ In data 23 dicembre 2016 è stato emanato da Banca d'Italia il Provvedimento che modifica il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015; le modifiche agli schemi dei prospetti contabili degli OICR, di cui agli allegati IV.6.1, IV.6.2, IV.6.3 e IV.6.3-bis, si applicano ai prospetti redatti dai gestori alla prima data di riferimento successiva al 30 giugno 2017.

Fiscalità dei partecipanti	In funzione del periodo di maturazione dei Proventi distribuiti dal FIA e della natura del soggetto percettore
Quotazione	Segmento MIV – Mercato degli Investment Veichles di Borsa Italiana S.p.A. – Codice di negoziazione: QFOPI – Codice ISIN: IT0004966294
Numero delle quote emesse	57.746
Valore nominale delle quote	€ 2.500,00
Valore iniziale del FIA	€ 144.365.000
Valore unitario della quota*	€ 2.523,111
Valore complessivo netto del FIA*	€ 145.699.541
Valore di mercato dei beni immobili*	€ 125.900.000
Valore delle partecipazioni*	€ 2.761.582
Valore di mercato degli strumenti finanziari*	€ 9.035.666
Liquidità disponibile*	€ 6.687.649
Proventi distribuiti dall'avvio del FIA	-
Rimborsi parziali pro-quota dall'avvio del FIA	€ 45,699

*valori riferiti al 30 giugno 2017

2) Performance del FIA e andamento del valore della quota sul mercato

Il patrimonio iniziale del FIA, come detto, è stato di Euro 144,365 milioni, di cui Euro 2,638 milioni già rimborsati alla data del 30 giugno 2017.

L'andamento del valore complessivo netto ("**NAV**") del FIA e del valore della quota risulta dalla seguente tabella.

Periodo	Valore complessivo netto del FIA	Numero quote	Valore unitario delle quote
Avvio del FIA	144.365.000	57.746	2.500,000
Rendiconto al 31/12/2014	144.096.778	57.746	2.495,355
Relazione di gestione al 31/12/2015	141.431.234	57.746	2.449,195
Relazione di gestione al 31/12/2016	144.461.767	57.746	2.501,676
Relazione semestrale al 30/06/2017	145.699.541	57.746	2.523,111

Il NAV al 30 giugno 2017 risulta essere di Euro 145.699.541 (Euro 144.461.767 al 31 dicembre 2016). Il valore della quota, cioè il valore complessivo netto al 30 giugno 2017 rapportato al numero delle quote in circolazione, pari complessivamente a 57.746, corrisponde ad Euro 2.523,111 (Euro 2.501,676 al 31 dicembre 2016).

La variazione positiva del NAV tra il 30 giugno 2017 ed il 31 dicembre 2016, pari ad Euro 1.273.774, è determinata dall'utile di esercizio pari ad Euro 1.986.699, al netto del rimborso parziale di *equity* effettuato il 15 marzo 2017 pari ad Euro 748.925:

Per quanto riguarda le componenti che hanno determinato il risultato di periodo, si evidenzia che la gestione degli strumenti finanziari a breve termine ha registrato un risultato negativo complessivo di Euro 103.591, la gestione corrente dei beni immobili ha comportato un risultato positivo per Euro 3.331.671, gli oneri di gestione sono risultati pari ad Euro 1.173.671, il saldo negativo degli altri ricavi ed oneri ammonta ad Euro 67.710.

Le plusvalenze nette derivanti dall'adeguamento al valore di mercato al 30 giugno 2017 delle partecipazioni in società immobiliari sono risultate pari ad Euro 126.668, mentre quelle riferite agli immobili, così come risultanti dall'adeguamento del valore sulla base della relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 31 luglio 2017 pari ad Euro 1.046.820.

Alla data del 30 giugno 2017 non risulta maturato il compenso finale di liquidazione previsto dall'art. 16.1 b) del regolamento di gestione e quindi non è iscritto alcun fondo per oneri futuri.

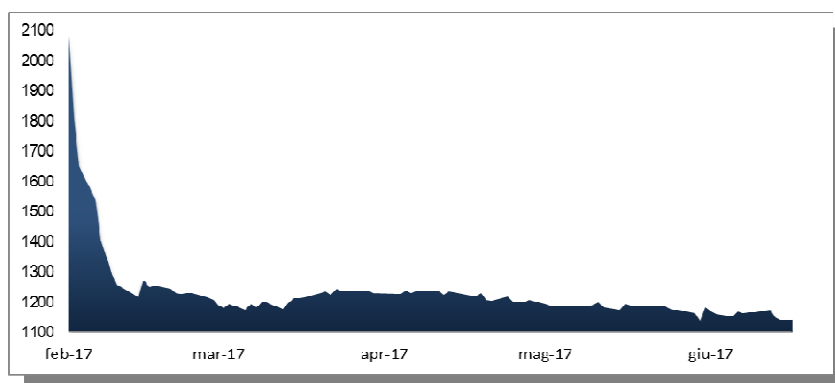
Dalla data di avvio del FIA, al 30 giugno 2017, data di riferimento della Relazione, il NAV è aumentato di Euro 1,335 milioni rispetto al valore iniziale di Euro 144,365 milioni. Il valore unitario della quota è aumentato di Euro 23,111 con un aumento dello 0,92% rispetto al valore iniziale di Euro 2.500,00; considerando però le distribuzioni dei proventi e dei rimborsi parziali pro-quota effettuati dall'avvio del FIA sino al 30 giugno 2017, per un totale di Euro 45,699 per quota (complessivamente pari ad Euro 2.638.951), che hanno inciso complessivamente per l'1,83% rispetto al valore iniziale della quota, l'incremento di valore realizzato è pari al 2,75%.

In data 9 febbraio 2017, a seguito del nullaosta di Consob alla pubblicazione del Prospetto - comunicata con nota n. 0018497/17 dell'8 febbraio 2017- la SGR ha provveduto ad effettuare il deposito del Prospetto in Consob. In conformità all'avviso di Borsa n. 2612 del 13 febbraio 2017, in data 15 febbraio 2017, sono state avviate le negoziazioni sul MIV delle quote del Fondo ad un prezzo di riferimento di Euro 2.442,00, corrispondente al valore della quota al 30 giugno 2016 (Euro 2.474,239) al netto del rimborso parziale pro-quota effettuato nel mese di agosto 2016 (Euro 32,73).

La SGR ha ottemperato a tutti gli oneri pubblicitari richiesti dalla normativa, quali a titolo esemplificativo, la pubblicazione dell'avviso di avvenuta pubblicazione del Prospetto su un quotidiano a diffusione nazionale, la predisposizione di un comunicato stampa nonché la messa a disposizione del pubblico di copia cartacea e di versione elettronica del Prospetto.

Il valore di borsa della quota alla chiusura del semestre è risultato essere di Euro 1.141,00, con una media riferita al mese di giugno pari a Euro 1.166,73 ed una media riferita all'intero semestre pari a Euro 1.231,29. Il valore massimo rilevato nel periodo, pari a Euro 2.081,00, si è registrato in data 15 febbraio 2017, giorno della quotazione in Borsa, mentre quello minimo, pari a Euro 1.140,00, in data 13 giugno 2017.

Il volume medio giornaliero degli scambi nel corso del semestre è stato di n. 51 quote. Di seguito si riporta il grafico dell'andamento del titolo nel primo semestre del 2017 (a partire dal 15 febbraio 2017).



Al 30 giugno 2017 il disallineamento (“sconto”) tra il valore della quota rilevato sul mercato (Euro 1.141,00) e quello della Relazione (contabile) (Euro 2.523,11) risulta pari al 54,78%.

Il valore contabile della quota è l'indicatore da tenere in considerazione per conoscere l'effettiva consistenza patrimoniale del FIA.

Il suddetto sconto che caratterizza in maniera più o meno accentuata la quasi totalità dei FIA immobiliari quotati, dipende da diversi fattori. In primo luogo, il valore contabile viene espresso solo semestralmente tenendo conto delle perizie effettuate dagli Esperti Indipendenti incaricati ai sensi della normativa. In secondo luogo il mercato delle quote dei FIA immobiliari è caratterizzato da una limitata negoziazione delle transazioni (data la tipologia del prodotto dedicato, per lo più, ad investitori di lungo periodo).

Il lungo orizzonte temporale che caratterizza il FIA immobiliare ha come conseguenza l'accumulo degli aumenti dei valori che vengono distribuiti alla scadenza del FIA in sede di dismissione degli asset. Il sottoscrittore dovrebbe quindi, in linea teorica, ottenere il massimo vantaggio attendendo la liquidazione delle proprie quote alla scadenza del FIA.

Diversamente, pur con un'ovvia penalizzazione dovuta anche a fattori intrinseci del settore (es.: scarsa liquidità delle quote sul mercato), viene comunque offerta la possibilità di un'uscita anticipata, vendendo le proprie quote sul mercato regolamentato che le valuterà con i limiti accennati. Nel lungo periodo il valore contabile ed il valore di mercato della quota dovrebbero tendere ad allinearsi, fino essenzialmente a coincidere all'approssimarsi della scadenza del FIA stesso.

3) **Andamento del mercato immobiliare e dei FIA Immobiliari**²

Il mercato internazionale

Negli ultimi anni l'andamento delle economie mondiali è stato soggetto a rapidi cambiamenti, rispetto alla lentezza con cui mutano gli indicatori, con attese positive e delusioni.

Ne è derivato un atteggiamento estremamente prudente degli analisti nel leggere le avvisaglie di recupero, anche quando le stesse hanno iniziato a farsi più concrete. Il Governatore della Bce, nella prefazione al Rapporto annuale Bce 2016, ha esordito con ottimismo, affermando che *“il 2016 è stato sotto molti aspetti un anno difficile, ma è stato anche caratterizzato da segni di progresso.*

² Fonte – Scenari Immobiliari – Scenario Immobiliare Internazionale ed Europeo – luglio 2017

Sebbene l'anno fosse iniziato in un clima di incertezza economica, quando si è concluso l'economia poggiava su basi mai così solide dall'inizio della crisi".

L'economia mondiale ha continuato a registrare un graduale avanzamento grazie al miglioramento del settore manifatturiero e all'accelerazione del commercio internazionale. Il ritmo di espansione è stato lievemente inferiore rispetto al 2015 come conseguenza del rallentamento nei Paesi avanzati, in parte bilanciato nella seconda metà dell'anno dai risultati delle economie emergenti.

Sono rimaste invariate le previsioni di crescita del Pil, con la chiusura del 2016 a più 3,1% con previsioni per il 2017 a più 3,4% e per il 2018 a più 3,6%. Complessivamente il tasso di incremento del Pil mondiale si è fermato comunque al di sotto dei livelli antecedenti la crisi.

I trend dei mercati finanziari sono stati positivi e le condizioni di finanziamento a livello mondiale sono rimaste favorevoli durante tutti i quattro trimestri del 2016.

Nello stesso periodo sono accaduti avvenimenti politici significativi i cui effetti non sono ancora leggibili e quantificabili. L'esito del referendum nel Regno Unito, a metà anno, ha creato incertezza riguardo alle prospettive dell'economia britannica, nonostante l'impatto finanziario ed economico nel breve periodo sia stato modesto e simbolicamente rappresentato dal calo del valore di cambio della sterlina. Nella seconda parte dell'anno, il risultato delle elezioni negli Stati Uniti ha accresciuto l'incertezza evidenziando la possibilità di modifica delle politiche future della nuova amministrazione.

L'inflazione su scala internazionale ha continuato a essere dominata dal basso livello dei prezzi del petrolio e dal margine ancora ampio di capacità produttiva mondiale inutilizzata. Il contenimento della produzione del petrolio, conseguita dall'accordo del 30 novembre dell'Opec e alcuni produttori, ha inciso sul prezzo risollevandolo, dopo il minimo di 33 dollari per barile raggiunto a fine gennaio 2016, e portandolo a 55 dollari a fine dicembre. La stessa tendenza positiva ha riguardato la variazione dei prezzi per le materie prime non petrolifere.

L'attività economica degli Stati Uniti ha rallentato. Il Pil in termini reali ha evidenziato un'espansione modesta nella prima metà dell'anno e una ripresa nella seconda. Il sostegno è venuto dalla spesa per consumi, dall'incremento dell'occupazione e dal miglioramento delle economie private delle famiglie.

Nel Regno Unito l'economia ha tenuto con un orientamento complessivo della politica monetaria ancora conciliante. Nel 2016 il Pil in termini reali è aumentato di circa il due per cento, sostenuto principalmente dai consumi privati nel post Brexit. L'inflazione ha evidenziato un primo balzo in avanti muovendosi dai livelli minimi.

Le politiche monetarie e di bilancio del Giappone hanno permesso una lieve crescita del Paese nel 2016 grazie al loro orientamento soft, all'allentamento delle condizioni finanziarie e a modifiche nelle regole del mercato del lavoro.

La crescita dell'economia cinese sorretta dai consumi e dalla spesa per infrastrutture si è stabilizzata. La variazione positiva del Pil in termini reali è scesa al 6,7%, dal 6,9 del 2015. Gli investimenti sono rimasti deboli nel settore manifatturiero, minimamente positivi in quello immobiliare.

Scenario immobiliare europeo

In Europa i tassi del mercato monetario hanno continuato a scendere, principalmente a causa dell'ulteriore allentamento della politica monetaria da parte della Bce, e hanno toccato il minimo in prossimità del referendum britannico per poi evidenziare una ridotta crescita verso la fine dell'anno quando le attese di ulteriori abbassamenti dei tassi ufficiali si sono ridimensionate.

Il permanere di elevata liquidità e bassi tassi di interesse hanno confermato complessivamente i buoni risultati del settore immobiliare.

La ripresa del comparto immobiliare mondiale è ormai una realtà e con essa anche la risalita dei prezzi nel residenziale, seppure rimangano differenze nelle aree geografiche. Nel contesto europeo il mercato immobiliare sta ottenendo risultati migliori di quello economico. L'anno appena trascorso ha visto tutti gli indicatori economici immobiliari chiudere con segno positivo.

Negli Stati Uniti il comparto residenziale, che rappresenta (con il Canada) un quinto delle superfici del patrimonio mondiale di case, ha chiuso il 2016 in crescita. L'elemento di maggiore interesse è l'aumento dei valori che in alcune realtà, come le grandi città della costa atlantica e pacifica, con maggiore incremento in California, si stanno riallineando a quelli del 2007.

In Europa è in crescita l'interesse per il residenziale come *asset class*. Gli investitori americani negli ultimi due anni hanno fatto acquisti per circa sei miliardi di dollari nel Regno Unito, e recentemente hanno incrementato la quota nell'Europa continentale, con particolare riferimento alle quattro principali città tedesche: Berlino, Amburgo, Francoforte e Monaco.

Le compravendite sono in crescita nella maggior parte dei Paesi. Il 2016 ha registrato un aumento medio compreso tra lo 0,5% del Regno Unito, attribuibile allo sviluppo dell'attività da parte degli investitori domestici nelle città di seconda fascia, e il 17% dell'Italia, che ha segnato l'incremento più elevato dopo un lungo periodo di stagnazione. La ripresa delle compravendite è legata all'aumento del volume dei mutui erogati, che in Italia ha raggiunto una percentuale del 20%, sebbene oltre la metà dei nuovi contratti di finanziamento sia rappresentata da surroghe.

Il comparto uffici attraversa una fase positiva. A livello europeo l'assorbimento è aumentato del 4% nel 2016 e dovrebbe crescere almeno del 5% nel 2017, assestandosi su un livello del 20% superiore alla media degli anni maggiormente critici, dal 2009 al 2013. L'andamento dell'assorbimento in Italia è inferiore alla media europea, sebbene le differenze tra città siano molto ampie.

L'aumento della domanda, accompagnato da un'attività edilizia ancora modesta, dovrebbe garantire il costante calo delle *vacancy rate*. La media europea è scesa al di sotto del 10% nel 2016 e dovrebbe registrare ulteriori contrazioni nell'anno appena iniziato. L'Italia ha seguito un andamento analogo, anche se il calo dell'ultimo triennio è stato meno accentuato, ma la percentuale media è nettamente più alta, visto che oltre un quarto degli uffici è libero.

Il 2017 dovrebbe accentuare le diverse ciclicità dei mercati.

Le quattro metropoli del mercato immobiliare commerciale, New York, Londra, Singapore, e Hong Kong, stanno subendo cambiamenti dovuti ai già citati eventi (nuova presidenza USA, Brexit, ma anche nuove imposte nelle due città asiatiche). Nonostante ciò New York rimane comunque una meta di investimento privilegiata e la possibilità di reinserimento della "421A tax exemption program" che contempla l'esenzione fiscale durante i primi tre anni di costruzione, con imposte sull'acquisto favorevoli, la rende fortemente competitiva.

Il 2017 dovrebbe registrare un rafforzamento del settore commerciale con sempre maggiori sfide. Un periodo di inflazione più elevata comporterà una crescita del volume di vendite, seppure lenta, creando pressione sui canoni e un ampliamento del divario tra prodotti primari e secondari. Il possibile apprezzamento del dollaro, derivante dal restringimento della politica monetaria americana, comporterebbe un aumento dell'afflusso turistico in Europa, con effetti positivi sui mercati commerciali nelle localizzazioni primarie, ma anche secondarie.

Il 2017 dovrebbe anche confermare l'ottima performance della logistica, sostenuta dall'esigenza strutturale di maggiore efficienza e dello sfruttamento delle economie di scala, oltre che dalla crescita dei consumi privati. Nel 2016 l'assorbimento è stato elevato, anche se inferiore alle punte del 2015, a causa di una crescente carenza di offerta, soprattutto per le grandi superfici, nei mercati *core* e per gli spazi di dimensioni più modeste nei pressi dei centri urbani, con il conseguente spostamento di una parte dell'interesse verso localizzazioni secondarie. La domanda è ancora trainata dallo spostamento delle società in cerca di spazi più efficienti per contenere i costi, migliorare l'immagine e incrementare la produttività, ma è in aumento anche la domanda di espansione e penetrazione in nuovi mercati.

Nel clima sostanzialmente positivo sopra descritto, gli strumenti di risparmio gestito sono considerati cruciali nel processo di espansione o rilancio dei sistemi economici nazionali, essendo in grado di attirare ingenti capitali sia privati che istituzionali e di dare

un contributo qualitativo allo sviluppo dell'industria immobiliare. Infatti, i veicoli a contenuto immobiliare svolgono un ruolo importante nel processo di trasformazione dell'attività di gestione patrimoniale. La centralità della valorizzazione, accompagnata dall'esigenza di molte società di concentrare le risorse sul core business, porta al rapido aumento della domanda di gestione professionale, svolta in buona parte da fondi e Reit.

Il patrimonio delle diverse forme di fondi (quotati, non quotati, Reit) continua a crescere e alla fine del 2016 ha raggiunto 2.620 miliardi di euro, che rappresentano un aumento del 2,7% rispetto all'anno precedente. La composizione tipologica è stabile, con la concentrazione del 77% del patrimonio in mano ai Reit. Tra i fondi immobiliari la larga maggioranza è composta da veicoli non quotati, mentre i fondi quotati sono una minoranza, poiché subiscono più pesantemente gli effetti delle congiunture economiche negative e gli andamenti borsistici.

In Europa sono operativi oltre 1.700 veicoli, con un patrimonio complessivo pari a circa 950 miliardi di euro. Si tratta di un aumento del 5,6% rispetto all'anno scorso. Il peso dell'Europa rispetto al patrimonio totale nel mondo ha subito variazioni marginali rispetto all'anno precedente, ed ammonta a circa il trentasei per cento. I Reit europei rappresentano il 36% del patrimonio totale dei fondi e dei Reit in Europa, mentre il mercato continua a essere guidato dai fondi non quotati che pesano per il 57%.

Nel 2016 si è ampliato il ventaglio dei rendimenti con veicoli che hanno realizzato performance limitatissime e altri molto elevate.

Il contenimento della leva e la tendenza verso una maggiore diversificazione, finalizzata alla distribuzione del rischio e alla ricerca di segmenti di mercato con un buon rapporto rischio/rendimento sono stati fondamentali. Nel complesso, l'approccio dei gestori continua a essere orientato alla prudenza, in quanto le strategie devono tenere conto dei fattori di rischio a livello macroeconomico. Tra le preoccupazioni maggiori c'è il timore di un rialzo dei tassi di interesse, che frena i progetti di espansione di un buon numero di veicoli in tutto il mondo.

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

La percentuale di investimenti residenziali è in aumento, e comprende tutte quelle sottocategorie arricchite da una forte componente di servizi. Case per anziani e studenti, per categorie speciali e per occupazioni momentanee, sono considerate tra le asset class più interessanti da un elevato numero di veicoli europei e globali. A ciò si aggiunge il cambiamento dello stile di vita della popolazione giovane che si sta affacciando al mercato e che lo guiderà nei prossimi anni.

La performance del settore abitativo è meno legata ai cicli economici e la carenza di prodotti terziari di qualità nelle zone di pregio induce una parte degli investitori a rivolgersi ad altri comparti. Inoltre, il residenziale rappresenta il mercato più importante per i veicoli operativi in alcuni Paesi europei, come Svizzera e Spagna. Tra i Paesi emergenti, infine, offre le maggiori opportunità in considerazione delle proiezioni demografiche di crescita e dell'espansione della classe media.

I fondi immobiliari continuano a gradire gli uffici. Le vendite in questo comparto sono compensate da un elevato numero di nuovi investimenti, prevalentemente nei *central business district* delle città più importanti, dato che gli spazi direzionali continuano a rappresentare il *core business* di molte società. Il costante rinnovamento dei patrimoni con destinazione uffici è condizionato dall'evoluzione strutturale del mercato del lavoro, guidato dall'affermazione di nuovi fenomeni economici e sociali e dal progresso tecnologico.

Il *retail* forma il 24 per cento delle superfici dei fondi europei e continua a rappresentare l'asset class privilegiata di un buon numero di veicoli, con un'attenzione crescente verso i format innovativi.

I centri commerciali sono ritenuti interessanti solo se situati all'interno delle aree urbane con un ampio bacino d'utenza o dotati di un elevato numero di servizi. La piccola distribuzione, intesa come spazi di vendita localizzati lungo le strade dello shopping delle

capitali europee e mondiali, non è scomparsa dai patrimoni gestiti, ma anzi, negli ultimi 18 mesi, è tornata ad essere oggetto ambito, con acquisizioni in crescita.

La logistica è un settore ciclico, con un maggiore livello di rischiosità essendo strettamente legato al trend economico, ma il rischio è compensato da rendimenti mediamente più alti. Fino a una decina di anni fa era considerata interessante soprattutto per gli investimenti diretti, ora costituisce una delle asset class privilegiate dei fondi immobiliari, anche come conseguenza dello sviluppo dell'e-commerce.

Perché una struttura logistica sia considerata appetibile per il mercato gestito deve però essere localizzata vicino a nodi infrastrutturali di grandi dimensioni, avere alto standing, e soprattutto essere locata con contratti sicuri e di lungo periodo, il che non sempre concorda con quelli della logistica, tendenzialmente costruiti su periodi temporali di tre o cinque anni. Molti Reit, prevalentemente americani, investono nello sviluppo di complessi logistici, con forte concentrazione nel settore dei parchi multi-tenant.

Continua la crescita dell'interesse per i settori "di nicchia", che presentano maggiori complessità nella costruzione del portafoglio e a livello gestionale, ma offrono ritorni estremamente interessanti.

È in aumento l'espansione, soprattutto da parte dei Reit, nelle attività di sviluppo e nelle infrastrutture. Tra gli altri settori prosegue l'interesse per case di cura, posti auto, immobili per il tempo libero e spazi legati al progresso tecnologico.

La costante ricerca di diversificazione e di ritorni più elevati comporta l'aumento degli investimenti cross-border, come dimostra l'apertura verso l'estero anche da parte di veicoli tradizionalmente orientati agli investimenti nazionali.

I mercati reagiranno alle nuove sfide del 2017 in modo diverso, ma il settore immobiliare resterà attrattivo, lasciando prevedere un aumento dell'attività nella maggior parte dei Paesi. Nel 2017 sarà ancora più evidente la carenza di offerta, soprattutto *nelle top location*, che continueranno a rappresentare il focus degli investitori in cerca di un basso livello di rischio. La carenza di offerta e la crescente difficoltà di identificare le piazze più sicure, tuttavia, comporteranno modificazioni nelle strategie degli investitori e aumenti di prezzi e canoni.

La geografia degli investimenti potrebbe subire cambiamenti significativi nei prossimi mesi. Si attendono l'evoluzione del mercato inglese, la capacità degli altri Paesi europei di essere attrattivi, le scelte dei fondi sovrani nei Paesi produttori di petrolio dopo il rialzo dei prezzi e molto altro. Le opportunità saranno numerose tutto dipenderà dalla capacità dei gestori di minimizzare i rischi.

Lo scenario italiano al 2016 e le previsioni 2017 in sintesi

- **Residenziale:** Nel 2016 è proseguito l'incremento delle compravendite avviato nel 2015, in cui si erano registrate 445 mila transazioni, con un incremento del 7,2% rispetto al 2014. Nel 2016 si sono contate 520 mila transazioni, per una variazione di circa il 17%, circa il doppio di quella registrata nel 2015. Per il 2017 è attesa una crescita del 7,7% e un numero di compravendite stimabile attorno a 560 mila unità. Lo scenario prefigurato lascia ipotizzare una cauta inversione del trend negativo registrato finora, con un rialzo dei prezzi nel corso del 2017 pari allo 0,3%. Tra le grandi città, si attende un aumento consistente a Genova, Firenze, intorno al 2,8 per cento sul 2016, Verona, Milano e Torino, attorno al 2,4 per cento.
- **Terziario/uffici:** Il mercato degli immobili del terziario/uffici in Italia ha chiuso con un fatturato pari a 6,4 miliardi di euro, registrando una variazione rispetto all'anno precedente di 1,6 punti percentuali, e per il 2017 è atteso un trend in ulteriore crescita con un incremento che dovrebbe registrare un più 3,1% con un ammontare complessivo di 6,6 miliardi di euro. Sulla stessa linea si colloca l'andamento dei metri quadri scambiati nel corso dell'anno appena passato. La variazione annua per questo indicatore riporta un aumento dell'uno per cento in più nel 2016, con circa due milioni e mezzo di metri quadri transati.

- **Commerciale:** Le compravendite nel settore della piccola distribuzione sono aumentate dell'1,2% nel 2016 e il 2017 incrementerà tale andamento, con una crescita stimata al 3,6%. Dopo cinque anni consecutivi di costante calo, nel 2016 si è tornati al segno positivo a proposito di quotazioni. I prezzi medi di vendita sono aumentati, con una differenziazione significativa tra grande distribuzione, che registra una crescita dello 0,9%, e piccola distribuzione, con prezzi medi saliti di 0,5 punti percentuali. A nord molte regioni superano la media nazionale (più 1,5% nelle Gdo e più 1% nella piccola distribuzione), mentre al centro hanno avuto variazioni più contenute, registrando un più uno per cento nella Gdo e più 0,8% nella piccola distribuzione. Nelle regioni del sud, invece, i prezzi medi di vendita sono diminuiti o rimasti stazionari.
- **Logistica/industriale:** Per quanto riguarda le quotazioni, i prezzi medi di vendita nel 2016 risultano ancora in leggera contrazione, meno 0,6% in confronto al 2015. I canoni di locazione sono scesi con maggior intensità, registrando un calo del 2,7%, con conseguente contrazione dei rendimenti. Per il 2017 è previsto un ritorno in campo positivo di tutti gli indicatori del settore, con prezzi medi nominali in crescita del 2,2% e canoni medi che saliranno a 37 euro al metro quadro all'anno (più 2,8%). Il fatturato per il mercato degli immobili ad uso logistica nel 2016 è stato pari a 4,1 miliardi di euro, con una variazione positiva del 1,2% rispetto al valore dell'anno precedente. Per il 2017 si attende una continuazione del trend positivo che manterrà pressappoco la stessa velocità di crescita.

I fondi immobiliari in Italia

Il settore dei fondi immobiliari, in linea con quanto accade negli altri Paesi europei, conferma la ripresa dei mercati immobiliari e ne rappresenta un "motore" importante.

Nel corso del 2016 il Nav dei fondi immobiliari italiani, in base alla chiusura dei bilanci, arriva a toccare i 48 miliardi di euro. Per l'anno in corso, sulla base delle informazioni attualmente date dalle SGR, dovrebbe arrivare a 50 miliardi di euro, con un incremento del 4% sull'anno precedente.

Il patrimonio immobiliare detenuto direttamente è già di oltre 53 miliardi di euro e potrà crescere fino a 55 miliardi, con una quota sempre più ampia di settore pubblico.

Più che nel passato, a fianco degli operatori italiani sono attese SGR di proprietà internazionale che utilizzano questo strumento per operare – anche in modo intenso – sul mercato nazionale. Quindi le prospettive potrebbero essere più positive rispetto a quanto previsto.

Il costo del denaro si è mantenuto molto basso nel 2016 e, nonostante minimi segnali di incremento, il dato sommato alle operazioni di ristrutturazione del debito, ha permesso una ulteriore riduzione dell'indebitamento del sistema che in cinque anni è sceso da 30 miliardi di euro a 25,5 miliardi. Il numero di fondi operativi è aumentato e appare in crescita anche nel 2017, anche al netto delle liquidazioni di molti fondi "familiari".

La performance media si conferma positiva anche se in leggero calo rispetto al 2016, sempre con ampia oscillazione tra fondi retail e riservati. L'asset allocation vede pochi stravolgimenti, ma un ampliamento del peso dei settori legati alla logistica specializzata e alle residenze per specifiche categorie.

Descrizione	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*
N° fondi operativi ¹	305	312	358	365	385	390	403	407
Nav 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	5.500	
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

*Stima

Fonte: Scenari Immobiliari®

4) Modifiche normative e regolamentari riguardanti il settore del risparmio gestito e i FIA immobiliari

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

La disciplina transitoria stabilisce che le SGR si adeguino entro il 28 febbraio 2017 alle disposizioni aventi ad oggetto:

- i. l'obbligo di indicare nel regolamento degli OICR il costo sostenuto per il calcolo del valore della quota (cfr. Titolo V, Capitolo I, Sezione II, paragrafo 3.3.1.1.);
- ii. l'obbligo di indicare nel regolamento dei FIA immobiliari il metodo degli impegni per il calcolo della leva finanziaria (cfr. Titolo V, Capitolo II, Sezione II, paragrafo 6.2.1);
- iii. l'obbligo di adeguare le convenzioni in essere con il depositario al nuovo regime normativo (cfr. Titolo VIII). Le SGR comunicano, entro il 31 marzo 2017, l'avvenuto adeguamento delle convenzioni in essere con i soggetti che svolgono l'incarico di depositario degli OICR gestiti.

Le SGR si adeguano alle disposizioni in materia di modalità di calcolo delle provvigioni di incentivo (cfr. Titolo V, Capitolo I, Sezione II, par. 3.3.1.1.) non oltre il 1° gennaio 2018.

Le modifiche agli schemi dei prospetti contabili degli OICR di cui agli Allegati IV.6.1, IV.6.2, IV.6.3 e IV.6.3-bis, si applicano ai prospetti redatti dai gestori alla prima data di riferimento successiva al 30 giugno 2017.

Con Delibera n. 19602 del 4 maggio 2016 ("Delibera"), la Consob ha istituito l'Arbitro per le controversie finanziarie ("l'ACF"), stabilendo i criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie presso l'Arbitro ed individuando i criteri di composizione del relativo organo decidente, al fine di ampliare e rendere più efficaci gli strumenti di tutela per gli investitori al dettaglio.

Possono ricorrere all'ACF gli investitori "al dettaglio", diversi dalle controparti qualificate di cui all'art. 6, comma 2-quater, lettera d), e dai clienti professionali di cui ai successivi commi 2-quinquies e 2-sexies, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni (TUF). Il ricorso può essere proposto personalmente o tramite un'associazione rappresentativa degli interessi dei consumatori ovvero tramite procuratore.

Il ricorso può essere presentato per le controversie tra investitori e la SGR relative alla violazione da parte di quest'ultima degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza previsti nei confronti degli investitori nell'esercizio delle attività

disciplinate nella parte II del TUF, incluse le controversie transfrontaliere e le controversie oggetto del Regolamento (UE) n. 524/2013.

Non rientrano nell'ambito dell'operatività dell'ACF le controversie che implicano la richiesta di somme di denaro per un importo ad euro cinquecentomila ed i danni che non sono conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento o della violazione da parte dell'intermediario degli obblighi suddetti e quelli che non hanno natura patrimoniale.

Il ricorso può essere proposto quando, sui medesimi fatti oggetto dello stesso:

- a) non sono pendenti, anche su iniziativa della SGR a cui l'investitore ha aderito, altre procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie;
- b) è stato preventivamente presentato reclamo alla SGR al quale è stata fornita espressa risposta, ovvero sono decorsi più di sessanta giorni dalla sua presentazione, senza che la SGR abbia comunicato all'investitore le proprie determinazioni.

Il ricorso è gratuito per l'investitore e deve essere proposto entro un anno dalla presentazione del reclamo alla SGR, ovvero, se il reclamo è stato presentato anteriormente alla data di avvio dell'operatività dell'ACF (9 gennaio 2017), entro un anno da tale data. L'ACF pronuncia la decisione nel termine di novanta giorni decorrenti dal completamento del fascicolo ai sensi dell'art. 11, comma 7 della Delibera.

Il diritto di ricorrere all'ACF non può formare oggetto di rinuncia da parte dell'investitore ed è sempre esercitabile, anche in presenza di devoluzione delle controversie ad altri organismi di risoluzione extragiudiziale contenute nei contratti.

Per maggiori informazioni sul ruolo e sulle caratteristiche dell'ACF ed il procedimento relativo al ricorso si rinvia al sito www.acf.consob.it

Dal 3 luglio 2016 è direttamente applicabile in tutta l'unione europea il regolamento (n. 596/2014) del Parlamento europeo e del Consiglio relativo agli abusi di mercato (c.d. "Regolamento MAR"), unitamente al Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347 della Commissione del 10 marzo 2016.

Quest'ultimo, in particolare, stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda il formato preciso degli elenchi delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate ed il relativo aggiornamento.

Con l'adozione del Regolamento MAR, il legislatore europeo ha inteso aggiornare e rafforzare il quadro previgente, estendendone l'ambito di applicazione a nuovi mercati e nuove strategie di negoziazione e introducendo nuovi requisiti volti a prevenire gli abusi di mercato, con l'obiettivo di garantire l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e di rafforzare la tutela degli investitori e la fiducia nel mercato.

Il D. Lgs. 15 febbraio 2016, n. 25 ha modificato TUF per "completare" il recepimento della Direttiva 2013/50/UE (c.d. Direttiva "Trasparency"), con la quale è stata modificata la normativa europea di armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Nel recepimento della disciplina europea, sono state modificate, tra l'altro, le disposizioni relative alle relazioni finanziarie, innovando le regole inerenti alla pubblicazione, da parte di emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine.

La normativa primaria, con l'eliminazione di pubblicare il resoconto intermedio di gestione relativo al primo e al terzo trimestre e secondo la nuova formulazione contenuta nell'art. 154-ter (Relazioni finanziarie), commi 5 e 5-bis del TUF, consente alla Consob di disporre, nei confronti degli emittenti sopra indicati, l'obbligo di pubblicare le informazioni periodiche aggiuntive. La Consob ha ritenuto opportuno non introdurre obblighi di informazione periodica aggiuntiva ma definire principi e criteri applicativi per chi intende pubblicare informazioni su base volontaria, con l'introduzione nel Regolamento Emittenti dell'art. 82-ter (Informazioni finanziarie periodiche aggiuntive) e con la modifica dell'art. 65-bis (Requisiti della diffusione delle informazioni regolamentate) entrati in vigore dal 2 gennaio 2017 ai sensi della Delibera Consob n. 19770 del 26 ottobre 2016.

Con Delibera n. 19925 del 22 marzo 2017, la Consob ha apportato talune modifiche – inter alia – al Regolamento Emittenti ed al Regolamento Mercati, al fine di allineare la normativa nazionale a quella comunitaria, abrogando le disposizioni secondarie in contrasto con la disciplina europea. L'art. 103 (Informazione periodica e altre informazioni relative a OICR chiusi) del Regolamento Emittenti è stato modificato, con particolare riguardo al terzo comma, richiamando la disciplina prevista dall'82-ter per i gestori che, su base volontaria, intendono comunicare al pubblico informazioni finanziarie periodiche aggiuntive rispetto alla relazione finanziaria annuale e semestrale.

Il decreto legislativo 25 maggio 2017, n. 90 ("Decreto") di attuazione della direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo, modifica integralmente il decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, ed è entrato in vigore il 4 luglio p.v.

Le disposizioni emanate dalle autorità di vigilanza di settore, ai sensi di norme abrogate o sostituite per effetto del Decreto, continueranno a trovare applicazione fino al 31 marzo 2018.

Con atto congiunto Banca d'Italia – Consob del 27 aprile 2017 è stato modificato il Regolamento Congiunto Banca d'Italia Consob del 29 ottobre 2007. Le integrazioni al Regolamento Congiunto completano il quadro normativo nazionale in materia di politiche e prassi di remunerazione degli intermediari delineando un insieme organico di regole per tutto il settore del risparmio gestito.

Il regime transitorio prevede l'applicazione delle nuove norme alle remunerazioni erogate a partire dal 1° gennaio 2018, incluse quelle riferite a prestazioni di lavoro resi a partire dal 1° luglio 2017 (ferma la possibilità di applicare le nuove disposizioni alle remunerazioni relative all'intero esercizio 2017).

5) *Illustrazione dell'attività di gestione del FIA, delle direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento e delle linee strategiche future*

a) *Politiche di investimento*

Il patrimonio del FIA sarà prevalentemente investito, nel rispetto dei limiti di legge e del Regolamento di gestione, in beni immobili e diritti reali di godimento su (i) beni immobili a destinazione residenziale, direzionale o commerciale a reddito; (ii) beni immobili a destinazione residenziale da realizzare e da concedere in locazione con facoltà di acquisto per il conduttore; (iii) beni immobili da assoggettare a riqualificazione urbana o da sottoporre ad interventi straordinari quali il restauro, il risanamento conservativo, la ristrutturazione edilizia, la sostituzione edilizia, la demolizione e la successiva ricostruzione, la manutenzione, la valorizzazione o il cambio di destinazione d'uso; in particolare, è previsto l'investimento in iniziative immobiliari che abbiano ad oggetto la riconversione a residenziale di beni immobili a diversa destinazione. Gli investimenti immobiliari saranno effettuati in Italia, prevalentemente a Roma e Milano.

Il patrimonio di OPI potrà essere altresì investito in parti di altri OICR immobiliari aventi una politica di investimento coerente con le caratteristiche del FIA (anche "collegati") e partecipazioni in società immobiliari, quotate e/o non quotate, anche di controllo limitatamente alle società non quotate.

Nel rispetto del criterio di prevalenza degli investimenti immobiliari, il FIA potrà altresì investire le proprie disponibilità in strumenti del mercato monetario, in strumenti finanziari quotati e non quotati, (ivi incluse parti di OICR, anche promossi o gestiti dalla stessa Società di Gestione), in depositi bancari, nonché in operazioni di pronti contro termine, riporto, prestito titoli e altre operazioni assimilabili, nei limiti e alle condizioni previsti dalle disposizioni normative pro tempore vigenti.

b) L'attività di scouting degli investimenti

L'asset allocation strategica di OPI, che prevede investimenti in immobili localizzati esclusivamente in Italia e prevalentemente nelle città di Roma e Milano, è stata focalizzata su di una composizione del portafoglio corrispondente al:

- 50% immobili a reddito a destinazione direzionale e commerciale;
- 25% immobili destinati alla vendita o alla locazione ad uso residenziale;
- 25% immobili destinati alla vendita o alla locazione caratterizzati da potenzialità di valorizzazione, anche mediante ristrutturazioni e/o riqualificazione urbana, tramite la riconversione a residenziale di diverse destinazioni d'uso.

Torre, in nome e per conto del FIA, ha provveduto ad analizzare una serie di opportunità compatibili con le politiche di investimento succitate.

Le analisi, che hanno riguardato potenziali investimenti per un valore di circa 6 miliardi di Euro, si sono articolate, a seconda del livello di interesse della SGR e di fattibilità, nelle seguenti fasi:

- raccolta delle proposte pervenute e *scouting* di ulteriori opportunità di investimento;
- *pre-screening* delle proposte raccolte ed analisi dei fondamentali industriali degli *asset*;
- visione ed analisi *in loco* delle opportunità con potenzialità compatibili con il FIA;
- elaborazione di manifestazioni di interesse per gli *asset* individuati;
- definizione, attraverso analisi economico-finanziarie, di un valore potenziale delle opportunità e/o strutturazione eventuale di un piano di valorizzazione volto alla definizione del *best use* possibile;
- elaborazione di offerte non vincolanti, corredate da un periodo di esclusiva;
- analisi di approfondimento e verifiche di dettaglio;
- due diligence di carattere tecnico, legale e fiscale, volte alla definizione di potenziali criticità latenti sugli *asset*, anche tramite supporto di consulenti terzi.
- verifiche e stress test di sensitività sulla sostenibilità dei valori individuati e sui rendimenti potenziali delle opportunità.

In concomitanza con il lavoro di identificazione ed analisi della *pipeline*, Torre ha contattato alcuni primari istituti di credito al fine di sondare le eventuali condizioni di finanziamento delle opportunità individuate, che appaiono in linea con le stime di *loan to value* e tassi di interesse preventivati nel *business plan*.

c) Il patrimonio immobiliare

Successivamente agli investimenti effettuati nel corso del 2014, del 2015 e del 2016 relativi al complesso immobiliare sito in Bologna, Via Toschi e Via Musei (**"Immobile di Toschi/Musei"**), all'immobile sito a Roma, Via Sicilia 194 (**"Immobile di Via Sicilia"**) e all'immobile sito a Bologna, Via Clavature 15 (**"Immobile di Via Clavature"**) e agli outlet di Reggello (**"Immobile The Mall"** e **"Immobile The Castle"**), la SGR ha proseguito nelle attività di valorizzazione e gestione del patrimonio.

La SGR sta procedendo alla dismissione delle unità immobiliari residenziali, relativamente all'immobile di Bologna in Via de' Musei. In coerenza con le esigenze degli acquirenti, le vendite si stanno perfezionando dismettendo gli appartamenti sia nello stato di fatto sia ristrutturati.

Alla data odierna tutte le unità commerciali site in Reggello risultano regolarmente locate e si registrano diverse manifestazioni di interesse da parte di altri conduttori per opzionare gli spazi commerciali nell'eventualità che vengano rilasciati dagli attuali *tenant*

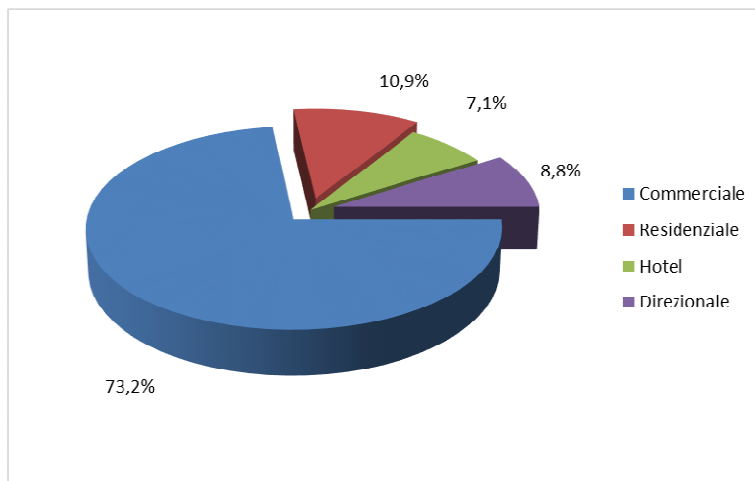
In data 31 maggio 2017, il Fondo ha proceduto all'acquisto di un immobile ad uso alberghiero sito in **Milano, Via Mecenate, 89** ad un prezzo complessivo di Euro 8,3 milioni. Contestualmente la società TMall RE, interamente partecipata da OPI, ha acquistato la licenza alberghiera ad un prezzo di Euro 500 mila.

L'immobile ha una superficie complessiva di circa 4.600 Mq ed è stato oggetto di un intervento di ristrutturazione, effettuato dalla precedente proprietà, conclusosi nel mese di aprile 2017. L'immobile è composto da sette piani fuori terra ed un piano interrato per un totale di 55 camere.

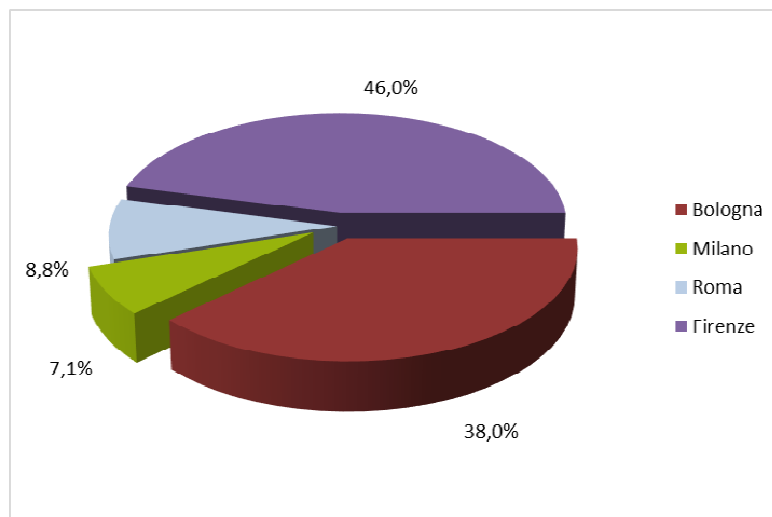
TMall RE ha sottoscritto un contratto di affitto di ramo di azienda con Star Gestioni S.r.l., attuale gestore alberghiero, ad un canone annuo di Euro 510 mila con decorrenza 31 maggio 2017.

La ripartizione del patrimonio immobiliare al 30 giugno 2017 per destinazione d'uso e per localizzazione geografica risulta dai seguenti grafici.

DESTINAZIONE D'USO



LOCALIZZAZIONE GEOGRAFICA



d) Linee strategiche future

Il *business plan* del FIA è stato aggiornato in data 29 novembre 2016

Nell'arco temporale che va dal 2017 al 2022, da un lato, si procederà alla valorizzazione degli asset già presenti nel portafoglio del Fondo, dall'altro, si continuerà a ricercare di opportunità sul mercato al fine di ultimare la fase di acquisizione e raggiungere l'ammontare di investimenti secondo l'asset allocation prevista dal regolamento.

Nel dettaglio:

- a) per quanto riguarda la componente value added dell'asset di Bologna, Toschi/Musei, si proseguirà con i lavori per lo sviluppo delle unità residenziali, ove richiesto dai potenziali acquirenti, e per le relative vendite frazionate;
- b) per quanto riguarda la componente "core" dell'asset di Bologna, Toschi/Musei si proseguirà con la valorizzazione e il mantenimento della piastra commerciale;
- c) per quanto riguarda l'asset di Roma, Via Sicilia 194, valorizzazione e mantenimento dello stesso;
- d) per quanto riguarda l'asset di Bologna, Via Clavature 15, valorizzazione e mantenimento dello stesso;
- e) per quanto riguarda gli asset di Reggello (FI), valorizzazione e mantenimento degli stessi.
- f) per quanto riguarda l'immobile di Milano, via Mecenate, valorizzazione e mantenimento dello stesso.

Focus sugli investimenti

Al fine di proseguire con le attività di acquisizione di nuovi asset, si procederà con l'accensione di finanziamenti con una leva complessiva del 36% circa a livello Fondo. Nel dettaglio, il BP prevedeva di perseguire investimenti complessivi concentrati nelle città di Roma e Milano per totali Euro 97,0 milioni da completarsi nel primo trimestre 2017. A seguito dell'acquisizione dell'asset di Via Mecenate verrà rielaborato un nuovo BP che prevederà l'investimento dei rimanenti 88,2 mln.

Alla luce delle assunzioni inserite nel *business plan*, riepilogate all'interno del documento, si prevede di raggiungere un IRR del Fondo del 3,5%.

6) Eventi di particolare importanza per il FIA verificatisi nel semestre**a. Modifiche al Regolamento del Fondo**

Il Consiglio di Amministrazione di Torre, con delibera del 28 febbraio 2017, ha approvato alcune modifiche relative ai regolamenti di gestione dei FIA immobiliari gestiti dalla SGR e quotati sul segmento MIV di Borsa Italiana, in adeguamento alle nuove previsioni introdotte nel Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015 dal Provvedimento di Banca d'Italia del 23 dicembre 2016, che recepisce la Direttiva 2014/91/UE (cd. UCITS V).

In particolare, l'adeguamento del regolamento di gestione di OPI attiene a:

- l'esplicitazione del costo sostenuto per il calcolo del valore della quota (già incluso nel compenso della SGR). Si specifica, al riguardo, che tale modifica non è correlata e non determina alcuna variazione del compenso spettante alla SGR, che resta invariato né un incremento degli altri oneri gravanti sul Fondo;
- l'individuazione del cosiddetto metodo "degli impegni" quale metodo di calcolo della leva finanziaria utilizzato dalla SGR in relazione ai predetti FIA.

Tali modifiche sono necessitate da mutamenti del quadro normativo di riferimento e dunque rientrano tra quelle modifiche che si intendono approvate in via generale ai sensi Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015 e successive modifiche. Esse hanno efficacia a decorrere dal 28 febbraio 2017.

b. Aumento di capitale in TMall RE

Il Consiglio di Amministrazione di Torre SGR in data 29 marzo 2017, ha deliberato di disporre un versamento in conto capitale in un'unica soluzione per un importo pari ad Euro 550 mila (versamento effettuato il 29 maggio 2017), al fine di fornire alla TMall RE le risorse finanziarie per l'acquisto del ramo d'azienda relativo all'immobile di Via Mecenate da parte della Società e per la copertura dei costi connessi alla compravendita (fiscali, notarili,...), operazione meglio descritta nei paragrafi precedenti.

c. Rimborso parziale pro quota

Il Consiglio di Amministrazione in data 28 febbraio 2017, alla luce delle disponibilità liquide alla data di approvazione della Relazione annuale al 31 dicembre 2016, e le previsioni future di cassa sia in termini di costi sia nell'ottica delle uscite afferenti agli investimenti previsti, ha deliberato di procedere ad effettuare una distribuzione parziale pro-quota a fronte di disinvestimenti effettuati dal Fondo, ai sensi dell'art. 28, del regolamento che recita "*La Società di Gestione può avvalersi della facoltà di effettuare nell'interesse dei partecipanti rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti.*"

Nel mese di marzo 2017, il Fondo ha quindi effettuato pertanto un rimborso pro-quota pari ad Euro 748.924,40, con attribuzione a ciascuna delle n. 57.746 quote in circolazione di Euro 12,97, pari al 0,52% del loro valore e del valore della quota al 31 dicembre 2016. In considerazione del rimborso effettuato il 31 agosto 2016 pari ad Euro 32,73, il rimborso pro-quota riferito all'intero esercizio 2016 è stato di Euro 45,70, pari al 1,83% del valore della quota.

7) Il patrimonio immobiliare e le partecipazioni in società immobiliari

Il patrimonio immobiliare ammonta ad Euro 125.900.000 (Euro 115.500.000 al 31 dicembre 2016), la liquidità disponibile ad Euro 6.687.649, mentre i titoli in portafoglio presentano una valorizzazione al 30 giugno 2017 pari a complessivi Euro 9.035.666 interamente costituiti da quote di O.I.C.R. non immobiliari (Euro 12.294.785 al 31 dicembre 2016). Il valore della partecipazione nella società TMall RE ammonta ad Euro 2.761.582.

Il FIA non presenta indebitamento finanziario alla data del 30 giugno 2017.

Dal 27 gennaio 2014, data di avvio del FIA, al 30 giugno 2017, data di riferimento della Relazione, il NAV si è incrementato di Euro 1.334.541 rispetto al valore iniziale di Euro 144.365.000. Considerando i rimborsi parziali pro-quota effettuati nel mese di agosto 2016 e marzo 2017 per un totale di Euro 2.638.951, l'incremento di valore realizzato è pari al 2,75%.

Valore del patrimonio immobiliare alla fine di ciascun periodo³

Valutazione al 31 dicembre 2014	39.200.000
Valutazione al 31 dicembre 2015	56.400.000
Valutazione al 31 dicembre 2016	115.500.000
Valutazione al 30 giugno 2017	125.900.000

Partecipazioni in società immobiliari

Società	Valutazione al 30 giugno 2017	Valutazione al 31 dicembre 2016
TMALL RE	2.761.582	2.084.914
Totale	2.761.582	2.084.914

³ I valori possono differire anche sensibilmente tra i vari anni, oltre che per ragioni di mercato, anche a causa delle compravendite effettuate in ciascun periodo.

Di seguito si illustrano le informazioni riguardanti gli immobili di proprietà del FIA.

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Reddività dei beni locati				Costo storico	Ipotecche	Ulteriori informazioni
					Canone €/m ² (*)	Tipo di contratto	Scadenza contratto	Locatario			
1	Bologna - Immobile Via de' Musei (Palazzo Salimbeni)	Commerciale / Residenziale	1926	4.341	192,8 €/m ²	Affitto multitenant	Varie	Multitenant	19.200.000	-	-
2	Bologna - Immobile Via de' Toschi (Palazzo Mainetti Sanmarchi)	Commerciale / Residenziale	1926	7.124	148,9 €/m ²	Affitto multitenant	Varie	Multitenant	21.800.000	-	-
3	Roma - Immobile Via Sicilia 194	Uffici	1956	2.576	255,8 €/m ²	Affitto	29/12/2022	Agenzia del Demanio	11.000.000	-	-
4	Bologna - Immobile Via Clavature 15	Commerciale	1926	1.041	345,8 €/m ²	Affitto	25/06/2024	Clavature 15 S.r.l.	6.000.000	-	-
5	Reggello - Via Panciatichi 18 (ex Mall RE Invest)	Commerciale	2015	2.631	765,3 €/m ²	Affitto	02/02/2028	TMall RE	34.146.740	-	-
6	Reggello - Via Aretina (ex The Castle)	Commerciale	2015	3.274	387,8 €/m ²	Affitto	02/02/2028	TMall RE	20.610.260	-	-
7	Milano - Via Mecenate 89	Hotel	2015	4.661	98,7 €/m ²	Affitto	30/05/2053	TMall RE	8.300.000	-	-

(*) Nella relativa colonna viene indicato il solo mq dedicato alla parte core, al netto dunque delle metrature per le quali si sta procedendo a vendita frazionata.

Prospetto dei cespiti disinvestiti dal FIA dall'avvio dell'operatività al 30 giugno 2017

Cespiti disinvestiti	Quantità (Mq)	Acquisto			Realizzo			Oneri sostenuti (d)	Risultato dell'investimento (e) = (b-a)+(c-d)
		Data	Costo acquisto (a)	Ultima valutazione	Data	Ricavo di vendita (b)	Proventi generati (c)		
Bologna - via De' Toschi	698	30/07/14	1.700.189	1.700.189	31/10/14	3.500.000	26.593	6.144	1.820.260
Bologna - via De' Toschi	64	30/07/14	314.252	311.462	13/10/15	190.000	13.765	14.074	(124.561)
Bologna - via De' Musei	266	30/07/14	764.847	756.326	14/12/16	950.000	78.616	35.700	228.070

8) Rapporti intrattenuti nell'arco del semestre con altre società del gruppo di appartenenza della SGR

Torre non fa parte di alcun gruppo industriale o finanziario. Essa è soggetta al controllo congiunto di Fortezza RE S.à.r.l. e Unicredit S.p.A. sulla base di un patto parasociale tra le stesse. Torre SGR S.p.A. è partecipata al 62,5% da Fortezza RE S.à.r.l., società di diritto lussemburghese e, per il restante 37,5%, da Unicredit S.p.A. subentrata a Pioneer Investment Management SGRPa in data 10 settembre 2014 nell'ambito di una razionalizzazione delle partecipazioni del Gruppo Unicredit.

Fortezza RE S.à.r.l. è partecipata da nove limited partnership che costituiscono altrettanti “comparti” del FIA Fortress Investment Fund III facente capo a Fortress Investment Group LLC, società quotata al New York Stock Exchange (NYSE) e gestore globale di FIA.

9) Operatività posta in essere su strumenti finanziari e derivati

In data 1° febbraio 2013 Torre SGR ha sottoscritto con Pioneer Investment Management SGRpa un accordo di delega della gestione della liquidità di alcuni dei FIA gestiti, successivamente integrato con l'addendum volto ad ampliare il perimetro dei FIA oggetto della delega di gestione includendovi anche OPI.

Torre SGR nel corso del 2017 ha valutato che con riferimento ad OPI, la delega di gestione della liquidità non è da ritenersi più necessaria in quanto, le linee strategiche (Business Plan del Fondo) per il 2017 prevedono di perseguire ulteriori investimenti, concentrati nelle città di Roma e Milano, per complessivi circa Euro 80 milioni, ai quali verrà destinata la liquidità disponibile ed il nuovo debito che verrà sottoscritto nel secondo semestre dell'anno.

Alla luce di tutto quanto sopra, il Consiglio, ha pertanto deliberato di revocare la delega e recedere dal Contratto con effetto immediato, ai sensi dell'art.14, comma 2 del Contratto, dando comunicazione a PIM mediante lettera raccomandata con avviso di ricevimento e notificando tale evento al Depositario e, per l'effetto, di revocare ogni potere conferito a PIM ai sensi del Contratto.

In data 4 luglio 2017 la SGR per conto del Fondo ha inviato formale comunicazione di suddetto recesso a controparte.

Il FIA non ha posto in essere operazioni in strumenti derivati nel corso dell'esercizio.

10) Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre

Non ci sono eventi di rilievo da segnalare avvenuti dopo il 30 giugno 2017, oltre quelli già descritti.

11) Distribuzione dei proventi e rimborsi parziali pro-quota

Sono considerati proventi della gestione del FIA (di seguito, i “**Proventi**”) *“gli utili al netto delle imposte anche future generati annualmente, e al netto della differenza tra plusvalenze e minusvalenze non realizzate sui beni costituenti l'Investimento Tipico, risultanti dal rendiconto della gestione del FIA annuale ovvero appositamente redatto dalla Società di Gestione”*. I Proventi sono distribuiti, di norma con cadenza annuale anche se è facoltà della Società di Gestione distribuire i Proventi anche con cadenza infrannuale.

La misura dei Proventi da distribuire viene determinata dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione, che illustra i criteri adottati nel rendiconto della gestione del FIA, con l'obiettivo - che non configura comunque alcun obbligo a carico della SGR - di pagare annualmente (una volta raggiunto il limite minimo dell'Investimento Tipico di cui al paragrafo 9.3) agli Aventi Diritto ai Proventi un importo pari al 3% dell'importo pari al valore nominale complessivo delle Quote in circolazione al termine del richiamo degli impegni di cui all'articolo 27 (al netto dell'importo complessivo degli eventuali rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti di cui all'articolo 28 effettuati in precedenza).

La Società di Gestione stabilisce altresì se, ai fini del conseguimento dell'obiettivo di cui al periodo precedente, (i) ricomprendere nei Proventi da distribuire anche i Proventi realizzati e non distribuiti in periodi precedenti, al netto delle eventuali perdite maturate, e (ii) integrare la distribuzione dei Proventi con rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti di cui all'articolo 28; in tale ultimo caso ne viene data apposita evidenza nella relazione di gestione del FIA.

La distribuzione dei proventi della gestione del FIA è regolata all'art. 16 del Regolamento del FIA. L'esercizio in esame registra proventi distribuibili per Euro 939.878,43. Alla luce però del distribuibile negativo generato negli esercizi precedenti, il cumulato al 30 giugno 2017 risulta **negativo e pari ad Euro 2.078.490,82**, non si potrà procedere alla distribuzione.

12) Altre informazioni

a) Incarichi assegnati all'Esperto Indipendente sulla base delle cui valutazioni è stato redatto il Relazione

Di seguito, si indicano gli incarichi conferiti dalla SGR all'Esperto Indipendente del FIA, Scenari Immobiliari - Istituto Indipendente di Studi e Ricerche.

DATA DI CONFERIMENTO DELL'INCARICO	DATA PRIMA VALUTAZIONE	DURATA DEL CONTRATTO	CORRISPETTIVO
19/05/2014	giu-14	Tre anni dalla prima valutazione	Prima valutazione € 1.800 ad immobile
			Relazione semestrale al 30.06 e al 31.12 € 750 ad immobile
			Giudizio di congruità in caso di cessione € 1.000 ad immobile

Nella tabella che segue si evidenziano ulteriori incarichi conferiti all'Esperto Indipendente dalla SGR

FIA	DATA DI CONFERIMENTO DELL'INCARICO	DATA PRIMA VALUTAZIONE	DURATA DEL CONTRATTO
Unicredito Uno Immobiliare	30/10/2015	dic-15	Tre anni dalla prima valutazione
Torre RE Fund III value added comparto A	19/05/2014	lug-14	Tre anni dalla prima valutazione
Torre RE Fund III value added comparto B	28/09/2016	giu-17	Il contratto termina con la valutazione del 30 giugno 2017 poiché si tratta di un'estensione dell'incarico del Comparto A

Scenari Immobiliari, inoltre, è stato nominato in data 18 giugno 2014 Esperto Indipendente del "Fondo Immobiliare per l'Housing Sociale della Regione Sardegna", sempre gestito da Torre, ma il relativo incarico non è stato formalmente conferito in quanto il fondo non ha ancora effettuato investimenti immobiliari.

b) Presidi organizzativi e procedurali adottati dalla SGR per garantire il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli Esperti Indipendenti

Le relazioni di stima dell'Esperto Indipendente, sulle quali si basa la Relazione ai fini della indicazione del valore degli immobili del FIA, sono redatte sulla base dei criteri di valutazione definiti dalla SGR in conformità a quanto previsto dal Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, paragrafo 2 del Provvedimento Bdl del 19 gennaio 2015, come nel tempo modificato e integrato, su proposta motivata dell'Esperto Indipendente.

Al fine di garantire il rispetto da parte dell'Esperto Indipendente dei criteri di valutazione definiti dalla SGR, il CdA verifica la corretta applicazione degli stessi, sulla base delle informazioni rese dalla funzione Risk Management & Evaluation, e, qualora emergano profili di criticità, provvede a richiedere una nuova valutazione coerente con i criteri di valutazione definiti.

Laddove, con riferimento alla valutazione di uno o più asset del FIA, l'Esperto Indipendente ravvisi l'opportunità di avvalersi di criteri differenti da quelli definiti dal CdA, lo stesso provvede a darne notizia alla SGR, motivando la scelta e documentando adeguatamente le risultanze della valutazione effettuata, in modo da consentire una oggettiva verifica da parte della SGR. Il CdA, sulla base delle informazioni fornite dalla funzione Risk Management & Evaluation, provvederà a valutare l'opportunità di accettare tale valutazione ovvero di richiedere la revisione della medesima.

La SGR, al fine di garantire il rispetto di quanto previsto dalla normativa di settore, si avvale di una procedura interna relativa al processo di valutazione dei beni immobili detenuti dai FIA gestiti dalla SGR, al fine di disciplinare:

- le politiche, le procedure e le metodologie di valutazione delle attività facenti parte del patrimonio dei FIA;
- il processo di selezione e conferimento dell'incarico di Esperto Indipendente per i fondi gestiti;
- l'individuazione della funzione preposta alla valutazione dei beni e i presidi finalizzati sia a garantire l'indipendenza funzionale-gerarchica della stessa rispetto a quella di gestione, sia a prevenire i conflitti di interessi del personale addetto a tale funzione;
- le attività di predisposizione, verifica, autorizzazione e trasmissione dei dati rilevanti per lo svolgimento, da parte dell'Esperto Indipendente, delle attività che ad esso sono rimesse, al fine di garantire la tracciabilità dei processi decisionali in conformità con quanto prescritto dalla vigente normativa;
- in applicazione del principio di proporzionalità e, quindi, tenuto conto della struttura aziendale della SGR, le modalità di verifica nel continuo dell'adeguatezza del processo valutativo;
- le attività di riesame periodico delle politiche e delle procedure di valutazione;
- il contenuto minimo dei contratti relativi al conferimento degli incarichi di valutazione agli Esperti Indipendenti;
- le responsabilità degli organi di gestione e controllo della SGR con riferimento al rispetto del processo di valutazione.

Detta procedura è stata elaborata, tenendo conto, della normativa e degli indirizzi di vigilanza vigenti, nonché, nei limiti in cui resta applicabile attese le previsioni di cui al Decreto ministeriale 5 marzo 2015, n. 30, attuativo dell'art. 39 del TUF, delle indicazioni rese dalle Linee Guida di Assogestioni relative al rapporto tra le SGR e gli Esperti Indipendenti nell'attività di valutazione di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, diffuse in data 27 maggio 2010 e trasmesse alla Banca d'Italia ed alla Consob.

13) Informativa per i partecipanti

Informazioni più dettagliate riguardanti il FIA possono essere richieste alla SGR all'indirizzo email: **opi.investors@torresgr.com**

La presente Relazione di gestione si compone complessivamente di n. 34 pagine, oltre all'estratto della Relazione di stima degli Esperti Indipendenti.

Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Avvocato Fausto Sinagra

Roma, 31 luglio 2017

SCHEDE DI DETTAGLIO DEI BENI IMMOBILI DETENUTI DAL FIA

Complesso immobiliare nel centro storico di Bologna

Via de' Musei – Palazzo Salimbeni

Localizzazione	L'immobile è ubicato all'interno dell'esteso e ben conservato centro storico di Bologna. Intorno sono localizzate le più importanti testimonianze storiche e architettoniche di Bologna quali il Palazzo dei Banchi, Palazzo dei Notai, Palazzo d'Accursio, Palazzo del Podestà, Piazza Maggiore, fontana del Nettuno, Basilica di S. Petronio e le Torri Pendenti.
Descrizione	Fabbricato cielo-terra di particolare pregio architettonico e di nobili origini, a pianta quadrata attraversato da una galleria commerciale. I prospetti del complesso sono tutti in mattoni faccia vista e presentano diversi elementi decorativi.
Anno di costruzione	1926-1928, ristrutturazione di un antico nucleo medievale.
Tipologia	Complesso polifunzionale: uffici, residenze, attività commerciali e magazzini.
Consistenza	Superficie Lorda: 4.600 mq
Data di acquisto	30 luglio 2014
Venditore	Ciosso S.r.l.
Prezzo di acquisto	€ 19.200.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.
Valutazione al 31.12.2016	€ 18.500.000
Valutazione al 30.06.2017	€ 19.100.000
Conduttori	Multitenant
Canone Complessivo	€ 835.687 annui

Aggiornamento

Proseguono le attività di promozione e commercializzazione per la vendita frazionata delle unità immobiliari della parte residenziale.

In merito alla piastra commerciale a reddito proseguono le attività di valorizzazione della stessa.

Complesso immobiliare nel centro storico di Bologna

Via de' Toschi – Palazzo Mainetti Sanmarchi

Localizzazione	L'immobile è ubicato all'interno dell'esteso e ben conservato centro storico di Bologna. Intorno sono localizzate le più importanti testimonianze storiche e architettoniche di Bologna quali il Palazzo dei Banchi, Palazzo dei Notai, Palazzo d'Accursio, Palazzo del Podestà, Piazza Maggiore, fontana del Nettuno, Basilica di S. Petronio e le Torri Pendenti.
Descrizione	Fabbricato cielo-terra di particolare pregio architettonico e di nobili origini, a forma rettangolare attraversato da un portico passante che collega via Marchesana a via de Toschi. I prospetti del complesso sono tutti in mattoni faccia vista e presentano diversi elementi decorativi.
Anno di costruzione	1926-1928, ristrutturazione di un antico nucleo medievale.
Tipologia	Complesso polifunzionale: uffici, residenze, attività commerciali e magazzini.
Consistenza	Superficie Lorda 7.194 mq
Data di acquisto	30 luglio 2014
Venditore	Ciosso S.r.l.
Prezzo di acquisto	€ 21.800.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione
Valutazione al 31.12.2016	€ 21.900.000
Valutazione al 30.06.2017	€ 22.500.000
Conduttori	Multitenant
Canone Complessivo	Canone € 1.028.178

Aggiornamento

Proseguono le attività di promozione e commercializzazione per la vendita frazionata delle unità immobiliari della parte residenziale.

Relativamente alla piastra commerciale, è stato stipulato un nuovo contratto di locazione con il conduttore Clavature S.r.l. il quale ha rilevato gli spazi precedentemente occupati dal conduttore 5 Minds. Il canone annuo di locazione ammonta ad € 148.000.

Porzione immobiliare sita in Roma

Via Sicilia 194

Localizzazione	L'immobile è sito nel centro di Roma a pochi passi dalla splendida cornice di via Veneto e Villa Borghese, precisamente in Via Sicilia n.194. L'immobile è situato in zona centrale e ben servita dai mezzi pubblici.
Descrizione	La porzione immobiliare risulta composta da sette piani fuori terra, di cui piano terreno, primo, secondo, terzo e quarto con destinazione d'uso uffici. Il fabbricato presenta accesso principale direttamente da Via Sicilia 194 su locale commerciale a piano terra, è presente, inoltre, un'area cortilizia comune da cui è possibile accedere ai locali dei piani primo seminterrato e secondo interrato.
Anno di costruzione	1960
Tipologia	Destinazione d'uso uffici
Consistenza	Superficie Lorda: 2.576 mq
Data di acquisto	8 maggio 2015
Venditore	Panam S.r.l.
Prezzo di acquisto	€ 11.000.000
Valutazione al 31.12.2016	€ 11.100.000
Valutazione al 30.06.2017	€ 11.100.000
Conduttori	Agenzia del Demanio – in utilizzo alla DIA (Direzione Investigativa Antimafia)
Canone Complessivo	€ 658.573 oltre IVA.

Aggiornamento

Non sono intercorsi nel periodo particolari eventi da evidenziare.

Immobile nel centro storico di Bologna

Via Clavature 15

Localizzazione	L'immobile, situato in zona centrale di Bologna, all'interno della ZTL ed a pochi passi da Piazza Maggiore, ove affaccia la Basilica di San Petronio, è contiguo al complesso di immobili già appartenenti al FIA nell'isolato di Via Dé Toschi.
Descrizione	L'immobile si sviluppa su un piano interrato e sette piani fuori terra, di cui un piano ammezzato costituito da un ballatoio di altezza ridotta, un quarto piano/sottotetto utilizzato come magazzino e un quinto piano/altana utilizzato come vano tecnico.
Anno di costruzione	1926-1928, ristrutturazione di un antico nucleo medievale.
Tipologia	Destinazione commerciale.
Consistenza	Superficie Lorda: 1.041 mq
Data di acquisto	26 giugno 2015
Venditore	Ratti S.r.l.
Prezzo di acquisto	€ 6.000.000
Valutazione al 31.12.2016	€ 6.300.000
Valutazione al 30.06.2017	€ 6.300.000
Conduttori	Clavature 15 S.r.l.
Canone Complessivo	€ 360.000 oltre IVA.

Aggiornamento

Non sono intercorsi nel periodo particolari eventi da evidenziare.

Immobile sito nel comune di Reggello (FI)**Via Panciatichi 18 (Ex Mall RE Invest)**

Localizzazione	Gli Asset sono ubicati a Leccio, piccola frazione del Comune di Reggello in provincia di Firenze, a circa 30 km di distanza.
Descrizione	Il complesso immobiliare comprensivo di sei edifici costituiti da un piano seminterrato comune e due piani fuori terra relativi a ciascun singolo edificio costituisce un outlet del lusso tra i cui conduttori annovera primari brand della moda e dall'abbigliamento. Nel perimetro rientrano inoltre percorsi pedonali e aree verdi comuni agli edifici.
Anno di costruzione	2015.
Tipologia	Destinazione commerciale.
Consistenza	Superficie Lorda: 2.630 mq
Data di acquisto	3 febbraio 2016
Venditore	Mall RE Invest S.r.l
Prezzo di acquisto	€ 34.146.740
Valutazione al 31.12.2016	€ 35.700.000
Valutazione al 30.06.2017	€ 35.700.000
Conduttori	TMall RE S.r.l.
Canone Complessivo	€ 2.000.000 oltre IVA.

Aggiornamento

Non sono intercorsi nel periodo particolari eventi da evidenziare.

Immobile sito nel comune di Reggello (FI)**Via Aretina s.n.c. (Ex The Castle)**

Localizzazione	Gli Asset sono ubicati a Leccio, piccola frazione del Comune di Reggello in provincia di Firenze, a circa 30 km di distanza.
Descrizione	Outlet del lusso inserito nel più ampio contesto di un polo commerciale del lusso, il complesso immobiliare è costituito da due fabbricati di due piani fuori terra e due piani interrati ciascuno.
Anno di costruzione	2015.
Tipologia	Destinazione commerciale.
Consistenza	Superficie Lorda: 3.219 mq
Data di acquisto	3 febbraio 2016
Venditore	The Castle S.r.l.
Prezzo di acquisto	€ 20.610.260
Valutazione al 31.12.2016	€ 21.900.000
Valutazione al 30.06.2017	€ 22.200.000
Conduttori	TMall RE S.r.l.
Canone Complessivo	€ 1.261.000 oltre IVA.

Aggiornamento

Non sono intercorsi nel periodo particolari eventi da evidenziare.

Porzione immobiliare sita in Milano**Via Mecenate 89**

Localizzazione	L'immobile oggetto di stima si localizza nella zona est di Milano in via Mecenate 89, sulla quale si affaccia, a nord-ovest. Via Mecenate si caratterizza come una delle arterie di sviluppo della città, posizionata nelle immediate vicinanze della Tangenziale Est da cui si accede direttamente e a poca distanza dall'aeroporto di Linate.
Descrizione	La porzione immobiliare risulta a pianta regolare rettangolare che si sviluppa per sette piani fuori terra, un interrato ed un'area esterna adibita a cortile. L'immobile nasce come edificio ad uso uffici ma la ristrutturazione ha previsto il cambio di destinazione d'uso a ricettivo nonché una totale riqualificazione edilizia e architettonica. Attualmente l'hotel dispone di 55 camere e di un ristorante all'ultimo piano.
Anno di costruzione	1977 (ristrutturato nel 2017)
Tipologia	Destinazione d'uso uffici
Consistenza	Superficie Lorda: 4.661 mq
Data di acquisto	31 maggio 2017
Venditore	Star 89 S.r.l.
Prezzo di acquisto	€ 8.300.000
Valutazione al 30.06.2017	€ 9.000.000
Conduttori	Star Gestioni S.r.l.
Canone Complessivo	€ 460.000 oltre IVA.

Aggiornamento

Contestualmente all'acquisto, OPI ha sottoscritto un contratto di locazione di durata diciotto anni, rinnovabile per ulteriori diciotto anni, ad un canone annuo di Euro 460 mila

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FIA IMMOBILIARE OPPORTUNITA' ITALIA

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2017

ATTIVITA'		Situazione al 30.06.2017		Situazione a fine esercizio precedente	
		Valore Complessivo	In % dell'attivo	Valore Complessivo	In % dell'attivo
A.	STRUMENTI FINANZIARI	11.797.248	8,04%	14.379.699	9,91%
	Strumenti Finanziari non quotati	11.797.248	1,88%	2.084.914	1,44%
A1.	Partecipazioni di controllo	2.761.582	1,88%	2.084.914	1,44%
A2.	Partecipazioni non di controllo				
A3.	Altri titoli di capitale				
A4.	Titoli di debito				
A5.	Parti di O.I.C.R.				
	Strumenti Finanziari quotati	9.035.666	6,16%	12.294.785	8,47%
A6.	Titoli di capitale				
A7.	Titoli di debito				
A8.	Parti di O.I.C.R.	9.035.666	6,16%	12.294.785	8,47%
	Strumenti Finanziari derivati				
A9.	Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B.	IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	125.900.000	85,82%	115.500.000	79,52%
B1.	Immobili dati in locazione	125.900.000	85,82%	115.500.000	79,52%
B2.	Immobili dati in locazione finanziaria				
B3.	Altri immobili				
B4.	Diritti reali immobiliari				
C.	CREDITI				
C1.	Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2.	Altri				
D.	DEPOSITI BANCARI				
D1.	A vista				
D2.	Altri				
E.	ALTRI BENI				
F.	POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	6.687.649	4,56%	13.970.251	9,63%
F1.	Liquidità disponibile	6.687.649	4,56%	13.970.251	9,63%
F2.	Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3.	Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G.	ALTRE ATTIVITA'	2.322.228	1,58%	1.364.678	0,94%
G1.	Crediti per pct attivi e operazioni assimilate				
G2.	Ratei e risconti attivi	58.920	0,04%	12.630	0,01%
G3.	Risparmio di imposta	475.200	0,32%	860974	0,59%
G4.	Altre	1.788.108	1,22%	491.074	0,34%
TOTALE ATTIVITA'		146.707.125	100%	145.214.628	100%

PASSIVITA' E NETTO		Situazione al 30.06.2017	Situazione a fine esercizio precedente
H.	FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1.	Finanziamenti Ipotecari		
H2.	Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3.	Altri		
I.	STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
L.	DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		
L1.	Proventi da distribuire		
L2.	Altri debiti verso i partecipanti		
M.	ALTRE PASSIVITA'	1.007.584	752.861
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	36.410	192.521
M2.	Debiti di imposta	30.098	4.957
M3.	Ratei e Risconti passivi	8.628	17.072
M4.	Altre	932.448	538.311
TOTALE PASSIVITA'		1.007.584	752.861
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO		145.699.541	144.461.767
Numero Quote in circolazione		57.746,000	57.746,000
Valore unitario delle Quote		2.523,111	2.501,676
Rimborsi o Proventi distribuiti per Quota		45,699	32,730

IMPORTI DA RICHIAMARE - RIMBORSI EFFETTUATI DEL FONDO

	Situazione al 30.06.2017	Situazione al 31.12.2016
Importi da richiamare	-	-
Valore unitario da richiamare	-	-
Rimborsi Effettuati	2.638.951	1.890.027
Valore unitario delle quote rimborsate	45,699	32,730

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FIA IMMOBILIARE OPPORTUNITA' ITALIA

SEZIONE REDDITUALE

		Relazione al 30.06.2017	Relazione al 30.06.2016
A.	STRUMENTI FINANZIARI	(103.591)	(582.116)
Strumenti Finanziari Non Quotati			
A1.	PARTECIPAZIONI	126.668	(17.242)
	A1.1 dividendi ed altri proventi		
	A1.2 utili/perdite da realizzi		
	A1.3 plus/minusvalenze	126.668	(17.242)
A2.	ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI		
	A2.1 interessi, dividendi e altri proventi		
	A2.2 utili/perdite da realizzi		
	A2.3 plus/minusvalenze		
Strumenti Finanziari Quotati			
A3.	STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	(230.259)	(564.874)
	A3.1 interessi, dividendi e altri proventi		
	A3.2 utili/perdite da realizzi	(85.950)	(418.853)
	A3.3 plus/minusvalenze	(144.309)	(146.021)
Strumenti Finanziari derivati			
A4.	STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
	A4.1 di copertura		
	A4.2 non di copertura		
Risultato gestione strumenti finanziari		(103.591)	(582.116)
B.	IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	3.331.671	4.228.537
B1.	CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	3.016.100	2.685.190
B2.	UTILI/PERDITE DA REALIZZI		
B3.	PLUS/MINUSVALENZE	1.046.820	3.402.824
B4.	ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	(468.676)	(679.908)
B5.	AMMORTAMENTI		
B6.	IMU, TASI E ALTRE IMPOSTE INDIRECTE	(262.573)	(1.179.569)
Risultato gestione beni immobili		3.331.671	4.228.537
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.	utile/perdita da realizzi		
E3.	plusvalenze/minusvalenze		
Risultato gestione investimenti		3.228.080	3.646.421

		Relazione al 30.06.2017		Relazione al 30.06.2016	
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			3.228.080		3.646.421
H.	ONERI FINANZIARI				
H1.	INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
	H1.1 su finanziamenti ipotecari				
	H1.2 su altri finanziamenti				
H2.	ALTRI ONERI FINANZIARI				
Risultato netto della gestione caratteristica			3.228.080		3.646.421
I.	ONERI DI GESTIONE	(1.173.671)		(1.219.407)	
I1.	Provvigioni di gestione sgr	(1.039.178)		(1.037.334)	
I2.	Commissioni depositario	(17.820)		(17.789)	
I3.	Oneri per esperti indipendenti	(15.750)		(6.600)	
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al	(19.575)		(10.350)	
I5.	Altri oneri di gestione	(81.348)		(147.334)	
L.	ALTRI RICAVI ED ONERI	(67.710)		(980.855)	
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide				
L2.	Altri ricavi	28		9.042	
L3.	Altri oneri	(67.738)		(989.897)	
Risultato della gestione prima delle imposte			1.986.699		1.446.159
M.	IMPOSTE				
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2.	Risparmio di imposta				
M3.	Altre imposte				
UTILE/PERDITA DEL PERIODO			1.986.699		1.446.159

Allegato

ESTRATTO DELLA RELAZIONE DI STIMA DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE



RELAZIONE DI STIMA

PATRIMONIO IMMOBILIARE DEL

“FONDO OPPORTUNITÀ

ITALIA”

ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2017

LUGLIO 2017

Indice

1. Premessa.....	3
2. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione	4
3. Andamento del mercato immobiliare nel 2015.....	6
4. Metodologia utilizzata nelle valutazioni dei beni	14
5. Documentazione utilizzata e verifiche effettuate sugli immobili	19
6. Assunzioni, limiti e caratteristiche della presente relazione	20
7. Conclusioni.....	21

ALLEGATI - DOCUMENTO DI VALUTAZIONE

- *Bologna, via DeøMusei ó isolato 1 porzione commerciale*
- *Bologna, via DeøMusei ó isolato 1 porzione residenziale*
- *Bologna, via DeøToschi ó isolato 2 porzione commerciale*
- *Bologna, via DeøToschi ó isolato 2 porzione residenziale*
- *Bologna via Clavature, 15*
- *Roma via Sicilia 194*
- *Milano hotel Mecenate 89*
- *Reggello, spazi nel mall commerciale The Mall, provenienza The Castle*

Nike

Vari conduttori

- *Reggello, spazi nel mall commerciale The Mall, provenienza Mall Re*

DIESEL

SANTONI - PAUL & Shark

PAKERSON CORSI-CROCE

MICHAEL KORS

CANALI

SWAROSKY - BRACCIALINI

Spettabile
Torre SGR
Via Mario Carucci, 131
00143 - Roma

Milano, luglio 2017

1. Premessa

In relazione all'incarico ricevuto, *Scenari Immobiliari* ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni atte a determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 30 giugno 2017, dei seguenti asset, rientranti nel perimetro del patrimonio del Fondo Immobiliare "OPPORTUNITA' ITALIA":

- *Bologna, via De' Musei ó isolato 1 porzione commerciale*
- *Bologna, via De' Musei ó isolato 1 porzione residenziale*
- *Bologna, via De' Toschi ó isolato 2 porzione commerciale*
- *Bologna, via De' Toschi ó isolato 2 porzione residenziale*
- *Bologna via Clavature, 15*
- *Roma via Sicilia 194*
- *Milano hotel Mecenate 89*
- *Reggello, spazi nel mall commerciale The Mall, provenienza The Castle*
- *Reggello, spazi nel mall commerciale The Mall, provenienza Mall Re*

Trattasi di Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso.

Modalità di investimento del Fondo: 100% equity.

Nella seguente tabella vengono riportati le date di acquisto degli immobili del Fondo e i relativi valori di acquisizione.

N.	Comune	Indirizzo	Destinazione d'uso	Data di acquisto	Prezzo di acquisto	Proprietà del bene
1	Bologna	isolato 1 -commerciale	commerciale	30/07/2014	19.200.000	piena proprietà
3	Bologna	isolato 1 -residenziale	residenziale			
2	Bologna	isolato 2 - commerciale	commerciale	30/07/2014	21.800.000	piena proprietà
4	Bologna	isolato 2 - residenziale	residenziale			
5	Bologna	via Clavature, 15	commerciale	26/05/2015	6.000.000	piena proprietà
6	Roma	via Sicilia, 194	uffici	08/05/2015	11.000.000	piena proprietà
7	Reggello	ex Mall Re	retail			
8	Reggello	ex Mall Re	retail			
9	Reggello	ex Mall Re	retail			
10	Reggello	ex Mall Re	retail	03/02/2016	56.000.000	piena proprietà
11	Reggello	ex Mall Re	retail			
12	Reggello	ex Mall Re	retail			
13	Reggello	ex The Castle	retail			
14	Reggello	ex The Castle	retail	03/02/2016		
15	Milano	hotel via Mecenate	ricettivo	31/05/2017	8.300.000	piena proprietà

2. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione

Per la stima del valore corrente di mercato degli immobili oggetto della presente relazione, Scenari Immobiliari ha adottato metodi e principi di generale accettazione, rispondenti alle direttive contenute nel Titolo V ó Capitolo IV, sezione II, Punto 2.5 del Regolamento Banca d'Italia del 23 dicembre 2016, riferiti, nella fattispecie, ad immobili detenuti da Fondi Immobiliari ma, nella prassi valutativa, applicati anche ad immobili di proprietà di persone fisiche e giuridiche. Tale articolo recita:

2.5 Beni 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; tale circostanza è opportunamente illustrata dagli amministratori nella relazione semestrale e nel rendiconto di gestione del fondo.

Il valore corrente degli immobili è determinato in base alle loro caratteristiche intrinseche ed estrinseche e tenendo conto della loro redditività.

Sono caratteristiche di tipo intrinseco quelle attinenti alla materialità del bene (qualità della costruzione, stato di conservazione, ubicazione, ecc.), di tipo estrinseco quelle rivenienti da fattori esterni rispetto al bene, quali ad esempio la possibilità di destinazioni alternative rispetto a quella attuale, vincoli di varia natura e altri fattori esterni di tipo giuridico ed economico, quali ad esempio l'andamento attuale e prospettico del mercato immobiliare nel luogo di ubicazione dell'immobile.

Il valore corrente di un immobile 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, condotte le trattative e definite 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 ad 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 di rettifica 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.) ed aumentato del valore del terreno.*

Per gli immobili dati in locazione con facoltà di acquisto, il valore corrente può essere determinato, per la durata del contratto, attualizzando i canoni di locazione e il valore di riscatto dei cespiti, secondo il tasso del contratto eventualmente rettificato per tener conto del rischio di insolvenza della controparte. Alternativamente, il valore dei cespiti è determinato sulla base del valore corrente all'atto in cui gli stessi sono concessi in locazione, ridotto della differenza maturata tra il valore corrente di cui sopra e il valore di riscatto alla conclusione della locazione.

Per gli immobili in corso di costruzione, il valore corrente può essere determinato tenendo anche conto del valore corrente dell'area e dei costi sostenuti fino alla data della valutazione ovvero del valore corrente dell'immobile finito al netto delle spese che si dovranno sostenere per il completamento della costruzione.

Il valore corrente dell'immobile è determinato al netto delle imposte di trasferimento della proprietà del bene.

Il valore corrente dei diritti reali immobiliari è determinato applicando, per quanto compatibili, i criteri di cui al presente paragrafo.

Le operazioni di leasing immobiliare aventi natura finanziaria sono rilevate e valutate applicando il c.d. metodo finanziario.

3. Andamento del mercato immobiliare

Il mercato internazionale e cenni sullo scenario immobiliare europeo

Negli ultimi anni l'andamento delle economie mondiali è stato soggetto a veloci cambiamenti di rotta, rispetto alla abituale lentezza con cui mutano gli indicatori, con attese positive e delusioni.

Ne è derivato un atteggiamento estremamente prudente degli analisti nel leggere le avvisaglie di recupero, anche quando le stesse hanno iniziato a farsi più concrete. Comunque Mario Draghi, nella prefazione al Rapporto annuale Bce 2016, ha esordito con ottimismo, affermando che il 2016 è stato sotto molti aspetti un anno difficile, ma è stato anche caratterizzato da segni di progresso. Sebbene l'anno fosse iniziato in un clima di incertezza economica, quando si è concluso l'economia poggiava su basi mai così solide dall'inizio della crisi.

L'economia mondiale ha continuato a registrare un graduale avanzamento grazie al miglioramento del settore manifatturiero e all'accelerazione del commercio internazionale. Il ritmo di espansione è stato lievemente inferiore rispetto al 2015 come conseguenza del rallentamento nei Paesi avanzati, in parte bilanciato nella seconda metà dell'anno dai risultati delle economie emergenti.

Sono rimaste invariate le previsioni di crescita del Pil, con la chiusura del 2016 a più 3,1 per cento con previsioni per il 2017 a più 3,4 per cento e per il 2018 a più 3,6 per cento. Complessivamente il tasso di incremento del Pil mondiale si è fermato comunque al di sotto dei livelli antecedenti la crisi.

I trend dei mercati finanziari sono stati positivi e le condizioni di finanziamento a livello mondiale sono rimaste favorevoli durante tutti i quattro trimestri del 2016.

Nello stesso periodo sono accaduti avvenimenti politici significativi i cui effetti non sono ancora leggibili e quantificabili. L'esito del referendum nel Regno Unito, a metà anno, ha creato incertezza riguardo alle prospettive dell'economia britannica, nonostante l'impatto finanziario ed economico nel breve periodo sia stato modesto e simbolicamente rappresentato dal calo del valore di cambio della sterlina. Nella seconda parte dell'anno, il risultato delle elezioni negli Stati Uniti ha accresciuto l'incertezza evidenziando la possibilità di modifica delle politiche future della nuova amministrazione.

L'inflazione su scala internazionale ha continuato a essere dominata dal basso livello dei prezzi del petrolio e dal margine ancora ampio di capacità produttiva mondiale

inutilizzata. Il contenimento della produzione del petrolio, conseguita dall'accordo del 30 novembre dell'Opec e alcuni produttori, ha inciso sul prezzo risollevandolo, dopo il minimo di 33 dollari per barile raggiunto a fine gennaio 2016, e portandolo a 55 dollari a fine dicembre. La stessa tendenza positiva ha riguardato la variazione dei prezzi per le materie prime non petrolifere.

L'attività economica degli Stati Uniti ha rallentato. Il Pil in termini reali ha evidenziato un'espansione modesta nella prima metà dell'anno e una ripresa nella seconda. Il sostegno è venuto dalla spesa per consumi, dall'incremento dell'occupazione e dal miglioramento delle economie private delle famiglie.

Nel Regno Unito l'economia ha tenuto con un orientamento complessivo della politica monetaria ancora conciliante. Nel 2016 il Pil in termini reali è aumentato di circa il due per cento, sostenuto principalmente dai consumi privati nel post Brexit. L'inflazione ha evidenziato un primo balzo in avanti muovendosi dai livelli minimi.

Le politiche, monetaria e di bilancio, del Giappone hanno permesso una lieve crescita del Paese nel 2016 grazie al loro orientamento accomodante, all'allentamento delle condizioni finanziarie e a modifiche nelle regole del mercato del lavoro.

La crescita dell'economia cinese sorretta dai consumi e dalla spesa per infrastrutture si è stabilizzata. La variazione positiva del Pil in termini reali è scesa al 6,7 per cento, dal 6,9 del 2015. Gli investimenti sono rimasti deboli nel settore manifatturiero, minimamente positivi in quello immobiliare.

In Europa i tassi del mercato monetario hanno continuato a scendere, principalmente a causa dell'ulteriore allentamento della politica monetaria da parte della Bce, e hanno toccato il minimo in prossimità del referendum britannico per poi evidenziare una ridotta crescita verso la fine dell'anno quando le attese di ulteriori abbassamenti dei tassi ufficiali si sono ridimensionate.

Il permanere di elevata liquidità e bassi tassi di interesse hanno confermato complessivamente i buoni risultati del settore immobiliare.

La ripresa del comparto immobiliare mondiale è ormai una realtà e con essa anche la risalita dei prezzi nel residenziale, seppure rimangano differenze nelle aree geografiche. Nel contesto europeo il mercato immobiliare sta ottenendo risultati migliori di quello economico. L'anno appena trascorso ha visto tutti gli indicatori economici immobiliari chiudere con segno positivo.

Negli Stati Uniti il comparto residenziale, che rappresenta (con il Canada) un quinto delle superfici del patrimonio mondiale di case, ha chiuso il 2016 in crescita. L'elemento di maggiore interesse è l'aumento dei valori che in alcune realtà, come le grandi città della costa atlantica e pacifica, con maggiore incremento in California, si stanno riallineando a quelli del 2007.

In Europa è in crescita l'interesse per il residenziale come asset class. Gli investitori americani negli ultimi due anni hanno fatto acquisti per circa sei miliardi di dollari nel Regno Unito, e recentemente hanno incrementato la quota nell'Europa continentale, con particolare riferimento alle quattro principali città tedesche: Berlino, Amburgo, Francoforte e Monaco.

Le compravendite sono in crescita nella maggior parte dei Paesi. Il 2016 ha registrato un aumento medio compreso tra lo 0,5 per cento del Regno Unito, attribuibile allo sviluppo dell'attività da parte degli investitori domestici nelle città di seconda fascia, e il diciassette per cento dell'Italia, che ha segnato l'incremento più elevato dopo un lungo periodo di stagnazione. La ripresa delle compravendite è legata all'aumento del volume dei mutui erogati, che in Italia ha raggiunto una percentuale del venti per cento, sebbene oltre la metà dei nuovi contratti di finanziamento sia rappresentata da surroghe.

Il comparto uffici attraversa una fase positiva. A livello europeo l'assorbimento è aumentato del quattro per cento nel 2016 e dovrebbe crescere almeno del cinque per cento nel 2017, assestandosi su un livello del venti per cento superiore alla media degli anni maggiormente critici, dal 2009 al 2013. L'andamento dell'assorbimento in Italia è inferiore alla media europea, sebbene le differenze tra città siano molto ampie.

L'aumento della domanda, accompagnato da un'attività edilizia ancora modesta, dovrebbe garantire il costante calo delle vacancy rate. La media europea è scesa al di sotto del dieci per cento nel 2016 e dovrebbe registrare ulteriori contrazioni nell'anno appena iniziato. L'Italia ha seguito un andamento analogo, anche se il calo dell'ultimo triennio è stato meno accentuato, ma la percentuale media è nettamente più alta, visto che oltre un quarto degli uffici è vuoto.

Il 2017 dovrebbe accentuare le diverse ciclicità dei mercati.

Le quattro metropoli del mercato immobiliare commerciale, New York, Londra, Singapore, e Hong Kong, stanno subendo cambiamenti dovuti ai già citati eventi (nuova presidenza USA, Brexit, ma anche nuove imposte nelle due città asiatiche). Nonostante ciò New York rimane comunque una meta di investimento privilegiata e la possibilità di reinserimento della §421A tax exemption program che contempla l'esenzione fiscale durante i primi tre anni di costruzione, con imposte sull'acquisto favorevoli, la rende fortemente competitiva.

Il 2017 dovrebbe registrare un rafforzamento del settore commerciale con sempre maggiori sfide. Un periodo di inflazione più elevata comporterà una crescita del volume di vendite, seppure lenta, creando pressione sui canoni e un ampliamento del divario tra prodotti primari e secondari. Il possibile apprezzamento del dollaro, derivante dal restringimento della politica monetaria americana, comporterebbe un aumento dell'afflusso turistico in Europa, con effetti positivi sui mercati commerciali nelle localizzazioni primarie, ma anche secondarie.

Il 2017 dovrebbe anche confermare l'ottima performance della logistica, sostenuta dall'esigenza strutturale di maggiore efficienza e dello sfruttamento delle economie di scala, oltre che dalla crescita dei consumi privati. Nel 2016 l'assorbimento è stato elevato, anche se inferiore alle punte del 2015, a causa di una crescente carenza di offerta, soprattutto per le grandi superfici, nei mercati core e per gli spazi di dimensioni più modeste nei pressi dei centri urbani, con il conseguente spostamento di una parte dell'interesse verso localizzazioni secondarie. La domanda è ancora trainata dallo spostamento delle società in cerca di spazi più efficienti per contenere i costi, migliorare l'immagine e incrementare la produttività, ma è in aumento anche la domanda di espansione e penetrazione in nuovi mercati.

Nel clima sostanzialmente positivo sopra descritto, gli strumenti di risparmio gestito sono considerati cruciali nel processo di espansione o rilancio dei sistemi economici

nazionali, essendo in grado di attirare ingenti capitali sia privati che istituzionali e di dare un contributo qualitativo allo sviluppo dell'industria immobiliare. Infatti, i veicoli a contenuto immobiliare svolgono un ruolo importante nel processo di trasformazione dell'attività di gestione patrimoniale. La centralità della valorizzazione, accompagnata dall'esigenza di molte società di concentrare le risorse sul core business, porta al rapido aumento della domanda di gestione professionale, svolta in buona parte da fondi e Reit.

Il patrimonio delle diverse forme di fondi (quotati, non quotati, Reit) continua a crescere e alla fine del 2016 ha raggiunto 2.620 miliardi di euro, che rappresentano un aumento del 2,7 per cento rispetto all'anno precedente. La composizione tipologica è stabile, con la concentrazione del 77 per cento del patrimonio in mano ai Reit. Tra i fondi immobiliari la larga maggioranza è composta da veicoli non quotati, mentre i fondi quotati sono una minoranza, poiché subiscono più pesantemente gli effetti delle congiunture economiche negative e gli andamenti borsistici.

In Europa sono operativi oltre 1.700 veicoli, con un patrimonio complessivo pari a circa 950 miliardi di euro. Si tratta di un aumento del 5,6 per cento rispetto all'anno scorso. Il peso dell'Europa rispetto al patrimonio totale nel mondo ha subito variazioni marginali rispetto all'anno precedente, ed ammonta a circa il trentasei per cento. I Reit europei rappresentano il trentasei per cento del patrimonio totale dei fondi e dei Reit in Europa, mentre il mercato continua a essere guidato dai fondi non quotati che pesano per il 57 per cento.

Nel 2016 si è ampliato il ventaglio dei rendimenti con veicoli che hanno realizzato performance limitatissime e altri molto elevate.

Il contenimento della leva e la tendenza verso una maggiore diversificazione, finalizzata alla distribuzione del rischio e alla ricerca di segmenti di mercato con un buon rapporto rischio/rendimento sono stati fondamentali. Nel complesso, l'approccio dei gestori continua a essere orientato alla prudenza, in quanto le strategie devono tenere conto dei fattori di rischio a livello macroeconomico. Tra le preoccupazioni maggiori c'è il timore di un rialzo dei tassi di interesse, che frena i progetti di espansione di un buon numero di veicoli in tutto il mondo.

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

La percentuale di investimenti residenziali è in aumento, e comprende tutte quelle sottocategorie arricchite da una forte componente di servizi. Case per anziani e studenti, per categorie speciali e per occupazioni momentanee, sono considerate tra le asset class più interessanti da un elevato numero di veicoli europei e globali. A ciò si aggiunge il cambiamento dello stile di vita della popolazione giovane che si sta affacciando al mercato e che lo guiderà nei prossimi anni.

La performance del settore abitativo è meno legata ai cicli economici e la carenza di prodotti terziari di qualità nelle zone di pregio induce una parte degli investitori a

rivolgersi ad altri comparti. Inoltre, il residenziale rappresenta il mercato più importante per i veicoli operativi in alcuni Paesi europei, come Svizzera e Spagna. Tra i Paesi emergenti, infine, offre le maggiori opportunità in considerazione delle proiezioni demografiche di crescita e dell'espansione della classe media.

Ai fondi immobiliari continuano a piacere gli uffici. Le vendite in questo comparto sono compensate da un elevato numero di nuovi investimenti, prevalentemente nei central business district delle città più importanti, dato che gli spazi direzionali continuano a rappresentare il core business di molte società. Il costante rinnovamento dei patrimoni con destinazione uffici è condizionato dall'evoluzione strutturale del mercato del lavoro, guidato dall'affermazione di nuovi fenomeni economici e sociali e dal progresso tecnologico.

Il retail forma il 24 per cento delle superfici dei fondi europei e continua a rappresentare l'asset class privilegiata di un buon numero di veicoli, con un'attenzione crescente verso i format innovativi.

I centri commerciali sono ritenuti interessanti solo se situati all'interno delle aree urbane con un ampio bacino d'utenza o dotati di un elevato numero di servizi. La piccola distribuzione, intesa come spazi di vendita localizzati lungo le strade dello shopping delle capitali europee e mondiali, non è scomparsa dai patrimoni gestiti, ma anzi, negli ultimi 18 mesi, è tornata ad essere oggetto ambito, con acquisizioni in crescita.

La logistica è un settore ciclico, con un maggiore livello di rischiosità essendo strettamente legato al trend economico, ma il rischio è compensato da rendimenti mediamente più alti. Fino a una decina di anni fa era considerata interessante soprattutto per gli investimenti diretti, ora costituisce una delle asset class privilegiate dei fondi immobiliari, anche come conseguenza dello sviluppo dell'e-commerce.

Perché una struttura logistica sia considerata appetibile per il mercato gestito deve però essere localizzata vicino a nodi infrastrutturali di grandi dimensioni, avere alto standing, e soprattutto essere locata con contratti sicuri e di lungo periodo, il che non sempre concorda con quelli della logistica, tendenzialmente costruiti su periodi temporali di tre o cinque anni. Molti Reit, prevalentemente americani, investono nello sviluppo di complessi logistici, con forte concentrazione nel settore dei parchi multi-tenant.

Continua la crescita dell'interesse per i settori di nicchia, che presentano maggiori complessità nella costruzione del portafoglio e a livello gestionale, ma offrono ritorni estremamente interessanti.

È in aumento l'espansione, soprattutto da parte dei Reit, nelle attività di sviluppo e nelle infrastrutture. Tra gli altri settori prosegue l'interesse per case di cura, posti auto, immobili per il tempo libero e spazi legati al progresso tecnologico.

La costante ricerca di diversificazione e di ritorni più elevati comporta l'aumento degli investimenti cross-border, come dimostra l'apertura verso l'estero anche da parte di veicoli tradizionalmente orientati agli investimenti nazionali.

I mercati reagiranno alle nuove sfide del 2017 in modo diverso, ma il settore immobiliare resterà attrattivo, lasciando prevedere un aumento dell'attività nella maggior parte dei Paesi. Nel 2017 sarà ancora più evidente la carenza di offerta, soprattutto nelle top location, che continueranno a rappresentare il focus degli investitori in cerca di un basso livello di rischio. La carenza di offerta e la crescente difficoltà di

identificare le piazze più sicure, tuttavia, comporteranno modificazioni nelle strategie degli investitori e aumenti di prezzi e canoni.

La geografia degli investimenti potrebbe subire cambiamenti significativi nei prossimi mesi. Si attendono l'evoluzione del mercato inglese, la capacità degli altri Paesi europei di essere attrattivi, le scelte dei fondi sovrani nei Paesi produttori di petrolio dopo il rialzo dei prezzi e molto altro. Le opportunità saranno numerose tutto dipenderà dalla capacità dei gestori di minimizzare i rischi.

Lo scenario italiano al 2016 in sintesi

- **Residenziale:** Nel 2016 è proseguito l'incremento delle compravendite avviato nel 2015, in cui si erano registrate 445mila transazioni, con un incremento del 7,2 per cento rispetto al 2014. Nel 2016 si sono contate 520mila transazioni, per una variazione di circa il diciassette per cento, circa il doppio di quella registrata nel 2015. Per il 2017 è attesa una crescita del 7,7 per cento e un numero di compravendite stimabile attorno a 560mila unità. Lo scenario prefigurato lascia ipotizzare una cauta inversione del trend negativo registrato finora, con un rialzo dei prezzi nel corso del 2017 pari allo 0,3 per cento. Tra le grandi città, si attende un aumento consistente a Genova, Firenze, intorno al 2,8 per cento sul 2016, Verona, Milano e Torino, attorno al 2,4 per cento.
- **Terziario/uffici:** Il mercato degli immobili del terziario/uffici in Italia ha chiuso con un fatturato pari a 6,4 miliardi di euro, registrando una variazione rispetto all'anno precedente di 1,6 punti percentuali, e per il 2017 è atteso un trend in ulteriore crescita con un incremento che dovrebbe registrare un più 3,1 per cento con un ammontare complessivo di 6,6 miliardi di euro. Sulla stessa linea si colloca l'andamento dei metri quadri scambiati nel corso dell'anno appena passato. La variazione annua per questo indicatore riporta un aumento dell'anno per cento in più nel 2016, con circa due milioni e mezzo di metri quadri transati.
- **Commerciale:** Le compravendite nel settore della piccola distribuzione sono aumentate dello 0,2 per cento nel 2016 e il 2017 incrementerà tale andamento, con una crescita stimata al 3,6 per cento. Dopo cinque anni consecutivi di costante calo, nel 2016 si è tornati al segno positivo a proposito di quotazioni. I prezzi medi di vendita sono aumentati, con una differenziazione significativa tra grande distribuzione, che registra una crescita dello 0,9 per cento, e piccola distribuzione, con prezzi medi saliti di 0,5 punti percentuali. A nord molte regioni superano la media nazionale (più 1,5 per cento nelle Gdo e più uno per cento nella piccola distribuzione), mentre al centro hanno avuto variazioni più contenute, registrando un più uno per cento nella Gdo e più 0,8 per cento nella piccola distribuzione. Nelle regioni del sud, invece, i prezzi medi di vendita sono diminuiti o rimasti stazionari.
- **Logistica/industriale:** Per quanto riguarda le quotazioni, i prezzi medi di vendita nel 2016 risultano ancora in leggera contrazione, meno 0,6 per cento in confronto al 2015. I canoni di locazione sono scesi con maggior intensità, registrando un calo del 2,7 per cento, con conseguente contrazione dei rendimenti. Per il 2017 è previsto un ritorno in campo positivo di tutti gli indicatori del settore, con prezzi medi

nominali in crescita del 2,2 per cento e canoni medi che saliranno a 37 euro al metro quadro all'anno (più 2,8 per cento). Il fatturato per il mercato degli immobili ad uso logistica nel 2016 è stato pari a 4,1 miliardi di euro, con una variazione positiva del 1,2 per cento rispetto al valore dell'anno precedente. Per il 2017 si attende una continuazione del trend positivo che manterrà pressappoco la stessa velocità di crescita.

I fondi immobiliari in Italia

Il settore dei fondi immobiliari, in linea con quanto accade negli altri Paesi europei, conferma la ripresa dei mercati immobiliari e ne rappresenta un motore importante.

Nel corso del 2016 il Nav dei fondi immobiliari italiani, in base alla chiusura dei bilanci, arriva a toccare i 48 miliardi di euro. Per l'anno in corso, sulla base delle informazioni attualmente date dalle Sgr, dovrebbe arrivare a 50 miliardi di euro, con un incremento del quattro per cento sull'anno precedente.

Il patrimonio immobiliare detenuto direttamente è già di oltre 53 miliardi di euro e potrà crescere fino a 55 miliardi, con una quota sempre più ampia di settore pubblico.

Più che nel passato, a fianco degli operatori italiani sono attese Sgr di proprietà internazionale che utilizzano questo strumento per operare o anche in modo intenso o sul mercato nazionale. Quindi le prospettive potrebbero essere più positive rispetto a quanto previsto.

Il costo del denaro si è mantenuto molto basso nel 2016 e, nonostante minimi segnali di incremento, il dato sommato alle operazioni di ristrutturazione del debito, ha permesso una ulteriore riduzione dell'indebitamento del sistema che in cinque anni è sceso da 30 miliardi di euro a 25,5 miliardi.

Il numero di fondi operativi è aumentato e appare in crescita anche nel 2017, anche al netto delle liquidazioni di molti fondi familiari.

La performance media si conferma positiva anche se in leggero calo rispetto al 2016, sempre con ampia oscillazione tra fondi retail e riservati. L'asset allocation vede pochi stravolgimenti, ma un ampliamento del peso dei settori legati alla logistica specializzata e alle residenze per specifiche categorie.

I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA (FONDI RETAIL E RISERVATI)

(31 dicembre di ogni anno - Mln di euro)

Descrizione	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*
N° fondi operativi ¹	305	312	358	365	385	390	403	407
Nav 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	
<i>Performance (Roe)⁴</i> <i>(val. %)</i>	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

*Stima

Fonte: Scenari Immobiliari®

4. Metodologia utilizzata nelle valutazioni dei beni

Per gli immobili di Bologna isolato 1 e isolato 2 porzione residenziale

Nel caso di aree edificabili e progetti di sviluppo e di riqualificazione, il valore di mercato può essere determinato tenendo conto dei flussi di cassa generati dalla futura vendita degli spazi realizzati e dai relativi costi di realizzazione. Particolare importanza assume sia la stima dei tempi necessari alla realizzazione sia la determinazione di un'adeguata fase di commercializzazione degli spazi.

I flussi di cassa determinati saranno attualizzati ad un tasso di attualizzazione in linea con il profilo di rischio insito nell'investimento immobiliare.

La condizione di fondo per l'applicabilità di tale criterio è che il bene immobiliare possa essere considerato come un bene di investimento permettendo così di riferirsi nella valutazione ai principi di razionalità economica e di anticipazione dei benefici attesi.

L'utilizzo di questo metodo è ritenuto corretto quando è possibile definire, su un idoneo arco temporale, i benefici economici attesi in termini di flussi di cassa e la rischiosità associata agli stessi.

Metodo della trasformazione

Si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa (Discounted Cash Flow, o DCF), positivi e negativi, generabili da un'operazione immobiliare in un periodo che copre tutte le fasi dell'intervento: dall'inizio della costruzione alla fine della commercializzazione.

Alla base di questo criterio è il concetto che un promotore immobiliare è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche e di localizzazione del bene, le quali influenzano il grado di rischio dell'operazione immobiliare.

Per l'applicazione del DCF è necessaria la costruzione di un modello che descriva l'operazione immobiliare.

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono:

1. costruzione della distribuzione dei flussi di cassa attesi
2. determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione

Per l'elaborazione di questa analisi è necessario conoscere i fattori che compongono la tabella del DCF, quali:

-ricavi, ottenibili dalla vendita del prodotto finito

-costi suddivisi tra quelli di costruzione, spese generali, costi di commercializzazione e management, oneri amministrativi.

Riguardo al modello DCF, è necessario sottolineare che in esso si ipotizza una distribuzione temporale delle fasi di costruzione e commercializzazione in funzione delle destinazioni d'uso.

Nel modello DCF non viene considerato l'aspetto fiscale, come da prassi.

Una volta definito il modello sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà determinato mediante attualizzazione dei flussi di cassa sulla base di un tasso che viene individuato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

I flussi di cassa sono attualizzati ad un tasso nominale, ipotizzando una struttura finanziaria composta in parte da mezzi propri (equity) e in parte da mezzi di terzi.

Per la parte equity, il tasso viene determinato dalla composizione di quattro distinti fattori:

- il rendimento al lordo delle imposte per investimenti privi di rischio (titoli di Stato), simbolizzato R_{free} ;
- l'inflazione attesa;
- rischio sistema o illiquidità;
- il premio legato al rischio specifico.

Per la parte di debito, il tasso viene determinato dalla composizione di due distinti fattori:

- Euribor 6 mesi;
- Spread.

Metodo sintetico-comparativo o di comparazione delle vendite

Questo metodo si basa sul principio che nessun acquirente razionale è disposto a pagare un prezzo superiore al costo di acquisto di proprietà similari che abbiano lo stesso grado di utilità. Le condizioni di applicabilità di questo metodo sono legate alla quantità e qualità di informazioni di mercato disponibili, in grado di permettere la costruzione di un significativo campione di transazioni comparabili.

Tre sono le fasi del processo che portano alla determinazione del valore: raccolta delle informazioni, identificazione delle unità comparabili e analisi degli elementi di comparazione, definizione e impiego dei parametri di aggiustamento. La prima fase corrisponde alla raccolta delle comparazioni. Nella seconda fase è necessario far emergere dagli immobili usati come paragone gli elementi oggettivi di similitudine: destinazione d'uso, caratteristiche fisiche, localizzazione, ecc. L'ultima fase del processo corrisponde alla scelta di adeguati parametri di aggiustamento.

Su ciascuna transazione utilizzata come elemento di comparazione è stato effettuato un processo di aggiustamento in modo tale da ottenere dati omogenei, quindi perfettamente comparabili. I dati relativi alle singole transazioni vengono opportunamente rettificati per tener conto di tutti quegli elementi in grado di giustificare una differenza di prezzo. Tra gli elementi che si possono prendere in esame, ci sono: ubicazione, dimensione, situazione edile e disponibilità parcheggi/accessibilità. Ciascuna di queste voci è esplicitata mediante un valore percentuale. La somma delle percentuali dà luogo al coefficiente correttivo, che conferisce omogeneità al valore unitario del bene utilizzato.

come comparazione. Per ciascuna destinazione d'uso la corrispondente quotazione media, dopo il processo di aggiustamento, viene associata alla relativa superficie commerciale (lorda). La somma dei prodotti (superficie per valore medio) definisce il valore stimato del bene con il criterio di mercato (sintetico-comparativo).

Per gli immobili di Bologna isolato 1 e isolato 2 porzione commerciale, Bologna via Clavature 15 e Roma via Sicilia 194, immobili di Reggello, hotel Mecenate 89

Metodo del Discounted Cash Flow (Flussi di Cassa Attualizzati)

Il Discounted Cash Flow, o DCF, è il criterio di calcolo del valore immobiliare basato sull'analisi dei flussi di cassa, positivi e negativi, generabili dall'immobile in un periodo medio o medio-lungo: 10, 15-20 anni.

Alla base di questo criterio è il concetto che l'investitore è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene. Il grado di rischio dell'investimento immobiliare deriva direttamente da tutti gli elementi (tipologia, ubicazione, stato locativo, dimensioni, ecc.) che caratterizzano il bene.

Per l'applicazione del DCF è necessaria la costruzione di un modello (rappresentato da una tabella) che descrive su un arco di tempo prefissato quella che, in effetti, è un'operazione immobiliare: acquisizione al tempo 0, valorizzazione per N anni, e alienazione all'ultimo anno.

Il valore di acquisizione (che rappresenta il nostro obiettivo come valutatori) è costituito dalla somma dei flussi di cassa attesi attualizzati e del valore attualizzato del bene al termine dell'arco temporale.

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:

1. costruzione della distribuzione dei flussi di cassa attesi
2. determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione
3. determinazione del più probabile valore finale del bene

Per l'elaborazione di questa analisi è stato necessario conoscere i fattori che compongono la tabella del DCF, quali ad esempio:

- situazione locativa con canoni attuali, adeguamenti previsti da contratto, scadenze, morosità, clausole contrattuali particolari ecc.;
- costi per lavori di manutenzione straordinaria;
- ammontare annuo dell'IMU.

Qualunque tipo di modello si fonda su ipotesi che permettono di effettuare una simulazione:

- alla prima scadenza del contratto, viene effettuata una verifica ponendo a confronto il canone di locazione in essere con i canoni correnti di mercato: se l'importo del canone in essere è minore o uguale, la locazione viene considerata costante (salvo adeguamento indice Istat) fino alla seconda scadenza, momento in

cui il canone, in ogni caso, viene adeguato al mercato; le unità immobiliari rimaste libere vengono quindi riaffittate a valori locativi correnti; se invece alla prima scadenza il canone di locazione in essere è maggiore di quello di mercato, si ipotizza direttamente l'adeguamento al mercato, considerando probabile una rinegoziazione favorevole al conduttore;

- a fine modello, si simula la vendita dell'immobile stimandolo per capitalizzazione del reddito netto di allora (valore di uscita); il valore finale verrà cioè determinato nel seguente modo:

$$V_{finale} = (\text{reddito netto ultimo anno}) / (\text{tasso di uscita})$$

- il tasso di uscita sarà determinato in funzione del tasso di attualizzazione utilizzato nell'intero modello e delle condizioni di mercato prevedibili all'ennesimo anno.

Nell'elaborazione del modello è inoltre necessario fare delle ipotesi di carattere quantitativo relativamente a:

- evoluzione del mercato immobiliare nei prossimi anni (andamento dei prezzi di vendita e dei canoni di locazione);
- tempi medi necessari per la locazione delle unità sfitte o liberate;
- costi di adeguamento sulla base delle possibili richieste di nuovi conduttori per le unità da locare;
- costi di gestione.

Una volta definito il modello sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà determinato mediante attualizzazione dei flussi di cassa sulla base di un tasso che viene determinato ponendo a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati mobiliari. Questo tasso viene individuato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

Tale tasso è il frutto di un calcolo di ponderazione tra mezzi di terzi (Debito) e mezzi propri (Equity).

Metodo della capitalizzazione del reddito

Il criterio può essere utilizzato per i beni immobiliari in grado di generare reddito, quando si hanno informazioni certe (o stimabili) sui redditi lordi o netti, e sul tasso di capitalizzazione richiesto dagli investitori. Quest'ultimo è funzione della tipologia dell'immobile, della localizzazione e dell'andamento del mercato immobiliare.

Il metodo si basa sull'esistenza di una relazione diretta tra il valore di un bene e il reddito che il bene stesso è in grado di generare. Due sono quindi i problemi da affrontare: la quantificazione del reddito e il tipo di relazione algebrica che intercorre tra valore e reddito.

La scelta di quale reddito utilizzare è molto complessa e non univocamente definita. In generale si parte dal reddito medio ordinario lordo annuo, calcolato riferendosi alla complessiva superficie lorda commerciale.

Il rapporto tra reddito e valore viene espresso mediante una formula del tipo:

$$\text{Valore} = \text{Reddito} / I$$

dove I è il tasso di capitalizzazione (o di rendimento) minimo richiesto dagli investitori, cioè il tasso medio ordinario ottenibile da capitali investiti nel settore edilizio per fabbricati analoghi situati nella medesima area geografica.

Perché la formula risulti corretta è importante che la configurazione di reddito sia coerente con il tasso di capitalizzazione, la cui determinazione può seguire tre diversi percorsi.

Il primo, che è possibile definire comparativo, prende in considerazione i tassi di capitalizzazione espressi dal mercato, attraverso l'analisi di valori e redditi annui di beni scambiati e comparabili.

Il secondo percorso considera il tasso di capitalizzazione come somma di due componenti:

- il rendimento per investimenti privi di rischio (titoli di Stato)
- il premio legato al rischio di investire in un bene immobiliare (il cui valore è possibile determinare in maniera soggettiva, per comparazione o utilizzando modelli statistici).

Infine il terzo percorso, che utilizza i risultati di indagini effettuate presso i grandi investitori (fondi immobiliari, ecc.) sul livello di tassi da loro atteso.

5. Documentazione utilizzata e verifiche effettuate sugli immobili

Per la valutazione degli immobili non si è realizzata, come da incarico, una due diligence tecnica, ma è stata utilizzata la documentazione fornita direttamente dal committente, e precisamente:

- ✓ Sintesi della situazione locativa (porzioni commerciali)
- ✓ Contratti in essere
- ✓ Consistenze stato di fatto
- ✓ Riferimenti catastali
- ✓ Stima dei costi di ristrutturazione e individuazione delle porzioni oggetto di intervento
- ✓ Contratti di locazione stipulati nel I semestre 2017
- ✓ Atto di acquisto di Milano via Mecenate
- ✓ Contratto di locazione per l'asset di via Mecenate a Milano

Per quanto riguarda le ispezioni fisiche, i sopralluoghi ai beni sono stati effettuati nei mesi di giugno e luglio 2017.

Scenari Immobiliari si è avvalsa dei seguenti tecnici:

- Arch. Graziella Gianquinto
- Dott. Federico Rivolta
- Dott. Massimiliano De Cesaris
- Dott.ssa Manuele Bettiga

6. Assunzioni, limiti e caratteristiche della presente relazione

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

- a) non sono stati effettuati collaudi statici, di integrità statica delle strutture portanti o di funzionamento degli impianti sugli immobili esistenti, né analisi per la presenza di eventuali sostanze nocive nei terreni o nei manufatti, né verifiche sulla presenza di sorgenti di campi elettromagnetici dannosi per la salute;
- b) i valori di riferimento (prezzi e canoni di mercato) sono stati attinti dal mercato immobiliare, sulla base di rilevazioni dirette, utilizzando i principali prezzari a disposizione oltre che la *Bancadati-ScenariImmobiliari*;
- c) il computo delle superfici e la determinazione dei canoni di locazione in essere sono stati effettuati sulla base della documentazione fornitaci dalla SGR;
- d) per quanto riguarda la qualità e quantità dei sopralluoghi effettuati si rimanda al capitolo 5 della presente Relazione di stima;
- e) nel corso dei sopralluoghi è stata effettuata solo una verifica sommaria sia della corrispondenza tra destinazioni ed uso effettivo delle superfici che dello stato di conservazione e di manutenzione degli immobili;
- f) le certificazioni urbanistiche, catastali, di provenienza e le altre documentazioni fornite dalla proprietà sono state assunte come veritiere;
- g) per ciascun complesso immobiliare è stata ipotizzata la completa regolarità edilizia e urbanistica, l'adeguamento alle normative vigenti e la certificazione degli impianti esistenti;
- h) per ciascun complesso si è considerata la non esistenza di qualsiasi tipo limite o vincolo in grado di pregiudicare la vendibilità e la piena fungibilità del bene quali ipoteche, servitù, contratti con terzi e asservimenti di qualsiasi titolo e specie.

Il soggetto responsabile del processo di valutazione è: arch. Francesca Zirnststein, MRICS.

Il team di lavoro è così composto:

Arch. Ida De Angelis: parte tecnica-immobiliare e analisi di mercato

Pian. Federico Rivolta: inquadramento urbanistico

Dott. Maurizio Sinigagliesi: consigliere delegato

Tutti i soggetti sopra indicati sono in possesso dei requisiti prescritti nell'art. 16, comma 2, del D.M. del 5 marzo 2015 n. 30 e più precisamente tali soggetti non versano in situazione di conflitto di interessi, che non sussistono le cause di incompatibilità indicate dai commi 11, 12 e 16 e che sono rispettati i requisiti previsti dai commi 8 e 9.

7. Conclusioni

Alla data del 30 giugno 2017, sulla base delle metodologie utilizzate e sopradescritte, si ritiene che il più probabile valore corrente di mercato del bene presente nel Fondo Immobiliare "Opportunità Italia", sia il seguente:

Euro 125.900.000,00
(centoventicinquemilioni novacentomila/00)

Il valore del Fondo è così suddiviso:

N.	Comune	Indirizzo	Destinazione d'uso		VALORE 30 GIUGNO 2017
1	Bologna	isolato 1 -commerciale	commerciale		14.000.000
3	Bologna	isolato 1 -residenziale	residenziale		5.100.000
2	Bologna	isolato 2 - commerciale	commerciale		13.900.000
4	Bologna	isolato 2 - residenziale	residenziale		8.600.000
5	Bologna	via Clavature, 15	commerciale		6.300.000
6	Roma	via Sicilia, 194	uffici		11.100.000
7	Reggello	ex Mall Re	retail	DIESEL	5.800.000
8	Reggello	ex Mall Re	retail	SANTONI - PAUL & Shark	5.800.000
9	Reggello	ex Mall Re	retail	PAKERSON CORSI-CROCE	6.100.000
10	Reggello	ex Mall Re	retail	MICHAEL KORS	7.300.000
11	Reggello	ex Mall Re	retail	CANALI	4.400.000
12	Reggello	ex Mall Re	retail	SWAROSKY - BRACCIALINI	6.300.000
13	Reggello	ex The Castle	retail	NIKE	10.100.000
14	Reggello	ex The Castle	retail	HARRIS SHOES-ANTONAZZI-CALEFFL.	12.100.000
15	Milano	hotel via Mecenate	ricettivo		9.000.000
					125.900.000

Variazioni rispetto alla semestrale del 31 dicembre 2016:

Variazione valore di stima: **9%**

Di seguito si evidenziano gli elementi che hanno determinato tale risultato:

- adeguamento dei tassi di rischio all'attuale congiuntura economica;
- diverso criterio di determinazione del tasso annuo di inflazione;
- diverso criterio di determinazione del tasso di rivalutazione annua di mercato;
- adeguamento dei canoni e dei prezzi di mercato unitari attesi, sulla base dell'attuale congiuntura del mercato immobiliare;
- avanzamento delle capex per gli asset di Bologna, porzioni commerciali e residenziali;
- acquisto dell'asset di Milano via Mecenate 89
- incremento del monte canoni nelle porzioni a reddito commerciali di Bologna.

Milano, luglio 2017

Scenari Immobiliari


Maurizio Sinigaglia
(Consigliere delegato)

Tutti i soggetti sopra indicati sono in possesso dei requisiti prescritti nell'art. 16, comma 2, del D.M. del 5 marzo 2015 n. 30 e più precisamente tali soggetti non versano in situazione di conflitto di interessi, che non sussistono le cause di incompatibilità indicate dai commi 11, 12 e 16 e che sono rispettati i requisiti previsti dai commi 8 e 9.