



OPPORTUNITA' ITALIA

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



**RELAZIONE ANNUALE DI GESTIONE
AL 31 DICEMBRE 2018**

Sommario

✓ **Relazione degli amministratori sull'andamento della gestione**

1. Il FIA in sintesi	3
2. Performance del FIA e andamento del valore della quota sul mercato	4
3. Andamento del mercato immobiliare e dei FIA Immobiliari	7
4. Modifiche normative e regolamentari riguardanti il settore del risparmio gestito e dei FIA immobiliari	19
5. Illustrazione dell'attività di gestione del FIA, delle direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento e delle linee strategiche future	22
6. Eventi di particolare importanza per il FIA verificatisi nell'esercizio	26
7. Il patrimonio immobiliare e le partecipazioni in società immobiliari	29
8. Rapporti intrattenuti nell'arco dell'esercizio con altre società del gruppo di appartenenza della SGR	30
9. Operatività posta in essere su strumenti finanziari e derivati	30
10. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio	30
11. Distribuzione dei proventi e rimborsi parziali pro-quota	31
12. Informativa per i partecipanti	32

✓ **Schede degli immobili del FIA**

✓ **Situazione Patrimoniale**

✓ **Sezione Reddittuale**

✓ **Nota Integrativa**

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

Relazione degli amministratori sull'andamento della gestione

La Relazione annuale di gestione al 31 dicembre 2018 (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 2018 – 31 dicembre 2018 (“**esercizio**” o “**periodo**”) ed è redatta in osservanza di quanto disposto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e sue successive modifiche recante il “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio”.

La Relazione è composta dalla Situazione Patrimoniale, dalla Sezione Reddituale, dalla Nota Integrativa ed è accompagnata dalla presente Relazione degli amministratori.

In allegato è presente l'estratto della relazione di stima degli Esperti Indipendenti del patrimonio immobiliare al 31 dicembre 2018.

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.

In data 9 febbraio 2017, a seguito del nullaosta di Consob alla pubblicazione del Prospetto di quotazione – comunicata con nota n. 0018497/17 dell'8 febbraio 2017 – la SGR ha provveduto ad effettuare il deposito di tale documento 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.

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 (ovvero 31 dicembre 2022)
Banca depositaria	SGSS S.p.A.
Esperto indipendente	AXIA.RE dalle valutazioni successive al 30 giugno 2017
Società di revisione	PricewaterhouseCoopers S.p.A.
Specialist	Banca IMI S.p.A.
Fiscalità dei partecipanti	In funzione del periodo di maturazione dei Proventi distribuiti dal FIA e della natura del soggetto percettore
Organi del FIA	Comitato Consultivo Assemblea dei Partecipanti
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	Euro 2.500
Valore iniziale del FIA	Euro 144.365.000
Valore unitario della quota*	Euro 2.622,175
Valore complessivo netto del FIA*	Euro 151.420.116
Valore di mercato dei beni immobili*	Euro 158.680.000
Valore delle partecipazioni*	Euro 2.363.829
Valore di mercato degli strumenti finanziari*	-
Liquidità disponibile*	Euro 11.222.612
Indebitamento*	Euro 20.000.000
Proventi distribuiti dall'avvio del FIA	Euro 684.371
Rimborsi parziali pro-quota dall'avvio del FIA	Euro 4.138.961

*Dati riferiti al 31 dicembre 2018

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

Il patrimonio iniziale del FIA, come detto, è stato di Euro 144.365.000, di cui Euro 4.138.961 rimborsati alla data del 31 dicembre 2018 a seguito di disinvestimenti (rimborsi parziali pro quota).

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

Data relazione	Valore complessivo netto del FIA	N° quote	Valore unitario quote
Avvio operatività 27/01/2014	144.365.000	57.746	2.500,000
31/12/2014	144.096.778	57.746	2.495,355
31/12/2015	141.431.234	57.746	2.449,195
31/12/2016	144.461.767	57.746	2.501,676
31/12/2017	149.513.481	57.746	2.589,157
31/12/2018	151.420.116	57.746	2.622,175

Il NAV al 31 dicembre 2018 risulta essere di Euro 151.420.116 (Euro 149.513.481 al 31 dicembre 2017). Il valore della quota, ovvero il valore complessivo netto al 31 dicembre 2018 rapportato al numero delle quote in circolazione, pari complessivamente ad Euro 57.746,00, è pari ad Euro 2.622,175 (Euro 2.589,157 al 31 dicembre 2017).

La variazione positiva del NAV tra il 31 dicembre 2018 ed il 31 dicembre 2017, pari ad Euro 1.906.635, è determinata dall'utile di esercizio pari ad Euro 4.091.016, al netto del rimborso parziale di capitale effettuato in data 14 marzo 2018 pari ad Euro 1.500.010 e al pagamento dei proventi effettuato in pari data per Euro 684.371.

Per quanto riguarda le componenti che hanno determinato il risultato di esercizio, si evidenzia che la gestione degli strumenti finanziari ha avuto un impatto negativo pari ad Euro 179.400, la gestione corrente dei beni immobili ha generato un risultato positivo per Euro 8.301.925, gli oneri finanziari sono risultati pari ad Euro 1.058.357, gli oneri di gestione sono risultati pari ad Euro 2.682.631, e gli altri oneri al netto degli altri ricavi ammontano ad Euro 290.521.

Le minusvalenze derivanti dall'adeguamento al 31 dicembre 2018 della partecipazione in società immobiliari sono risultate pari ad Euro 179.400, le plusvalenze nette 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 28 febbraio 2019 sono pari ad Euro 3.491.379.

Il patrimonio immobiliare al 31 dicembre 2018 ammonta ad Euro 158.680.000, contro un valore di Euro 123.170.000 al 31 dicembre 2017; la differenza è attribuibile principalmente all'acquisto dell'immobile di Via Bagutta per Euro 34.000.000, oltre che alle capex sostenute pari a Euro 823.535, alle dismissioni effettuate nell'esercizio considerato, relative alle porzioni residenziali degli asset di Bologna per Euro 2.804.914, e alle plusvalenze nette da valutazione pari a Euro 3.491.379.

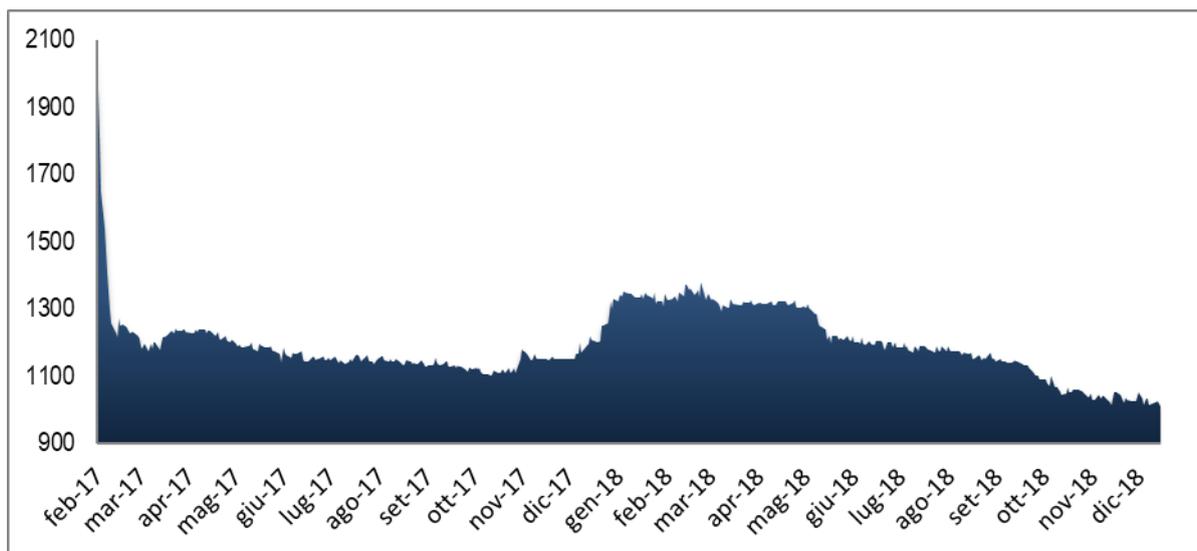
Alla data del 31 dicembre 2018 non risulta maturato il compenso finale di liquidazione previsto dall'art. 16.1 b) del regolamento di gestione e quindi non è stato effettuato alcun stanziamento.

Dalla data di avvio del FIA, al 31 dicembre 2018, data di riferimento della Relazione, il NAV è aumentato di Euro 7.055.116 rispetto al valore iniziale di Euro 144.365.000. Il valore unitario della quota è aumentato di Euro 122,175 con un aumento del 4,89% rispetto al valore iniziale di Euro 2.500,000; considerando però le distribuzioni di proventi e dei rimborsi parziali pro-quota effettuati dall'avvio del FIA sino al 31 dicembre 2018, per un totale di Euro 83,527 per quota (complessivamente pari ad Euro 4.823.332), che hanno inciso complessivamente per il 3,34% rispetto al valore iniziale della quota, l'incremento di valore realizzato è pari al 8,23%.

Il Tasso Interno di Rendimento calcolato puntualmente alla data del 31 dicembre 2018 risulta pari all'1,64%.

Il valore di borsa della quota alla chiusura dell'esercizio è risultato essere di Euro 1.011,20, con una media riferita al mese di dicembre pari a Euro 1.027,35 ed una media riferita all'intero anno pari a Euro 1.204,78. Il valore massimo rilevato nel periodo, pari a Euro 1.378,40, si è registrato in data 9 marzo 2018 mentre quello minimo, pari a Euro 1.011,20, in data 28 dicembre 2018.

Il volume medio giornaliero degli scambi nel corso dell'anno è stato di n. 40 quote. Di seguito si riporta il grafico dell'andamento del titolo nell'anno 2018.



Al 31 dicembre 2018 il disallineamento ("sconto") tra il valore della quota rilevato sul mercato (Euro 1.011,20) e quello "contabile" della Relazione (Euro 2.622,175) risulta pari al 61,44%.

Di seguito una tabella riepilogativa.

	Nav	N. quote	Valore quotazione	Sconto
30/06/2017	145.699.541	57.746	1.141	-54,78%
31/12/2017	149.513.481	57.746	1.209	-53,31%
30/06/2018	148.507.595	57.746	1.204	-53,20%
31/12/2018	151.420.116	57.746	1.011	-61,44%

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, infatti 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 Immobiliari¹

3.1 Il Mercato Immobiliare In Europa

Il ventunesimo secolo si muove nel segno dell'immobiliare. Tra il 2000 e il 2018 lo stock immobiliare europeo è aumentato di quasi il dieci per cento. Il fatturato immobiliare è aumentato di un terzo. Il patrimonio di fondi è arrivato a quasi 850 miliardi, quadruplicato in diciotto anni. Mentre il settore delle costruzioni si sta ridimensionando in tutti i Paesi, aumenta la quota di addetti ai servizi, più che raddoppiati da inizio secolo.

In Italia lo stock è aumentato del sette per cento, mentre il fatturato dei mercati immobiliari si avvicina a più cinquanta per cento e il patrimonio dei fondi immobiliari ha superato quello di banche e assicurazioni. Gli addetti ai servizi sono triplicati da inizio del periodo.

Questo forte sviluppo dell'immobiliare, in tutti i comparti, è dovuto ad una progressiva urbanizzazione nel continente e allo svilupparsi di domande nuove, dalla residenza al commercio alla logistica che hanno reso obsoleti i vecchi immobili e reso necessario la realizzazione o la trasformazione di nuovi manufatti. Il processo non è ancora terminato, e almeno sino al 2020 questa "corrente di fondo" porterà a crescite sempre maggiori sia in Italia che negli altri Paesi.

Dal 2000 ad oggi i mercati hanno vissuto tre periodi, pur all'interno di un trend crescente. Prima una fase di vero boom, innescato da una ripresa economica e da forte immigrazione, oltre che dall'ottimismo legato alla nuova moneta europea.

Con la crisi globale innescata dalla finanza americana, anche i mercati europei (come le economie) sono calati. Nella sola Italia le compravendite residenziali si sono dimezzate. E tutti i mercati hanno sofferto in modo significativo.

A partire dal 2014 c'è un nuovo ciclo di crescita del mercato immobiliare italiano ed europeo, grazie ad un ritorno degli investimenti stranieri e ad una maggiore liquidità a disposizione delle famiglie, che si rivolgono nuovamente all'acquisto.

Nell'ultimo ciclo, però, è l'Europa a crescere nella misura maggiore, con un incremento del fatturato del 29,2 per cento sul 2014 e del dieci per cento rispetto al precedente picco positivo del 2007.

¹ Fonte – Scenari Immobiliari "Scenario Immobiliare Europeo 2019 – gennaio 2019"

È ancora acerba la ripresa dell'Italia, che rispetto al 2014 incrementa il volume del fatturato del 21,2 per cento, ma rimane in calo rispetto al 2007 del tre per cento circa, ancora fragile sul fronte dei prezzi medi nominali (unici in Europa ancora in calo) e gravata da altri indicatori economici, primo tra tutti la disoccupazione giovanile.

L'Italia per ora si colloca in ultima posizione rispetto alle altre quattro potenze europee per crescita del fatturato, con un mercato che solo ora sta mostrando di stabilizzarsi sul fronte dei prezzi, ma che ancora soffre nel comparto edilizio, abbassando la qualità dello stock presente sul territorio, che risulta sempre più obsoleto e poco funzionale alle mutate esigenze demografiche. Le incertezze sulla politica economica rallentano le scelte degli investitori esteri e delle stesse famiglie italiane.

Nel corso del 2019 la variazione di crescita per l'Europa e per l'Italia sarà positiva, ma con una percentuale maggiore per la zona euro, grazie a Francia e Germania in forte espansione e la Spagna, che continua a riportare una crescita a doppia cifra. Dopo un anno di frenata, che continuerà anche nei primi mesi del 2019, il Regno Unito riprenderà il consueto ritmo di crescita nel biennio 2019-2020, a patto di non subire condizioni di Brexit troppo dure.

Andamento del fatturato immobiliare in Italia e in Eu5 nel IXX Secolo (2000=100)



* Previsione

° Stima

Fonte: Scenari Immobiliari

3.1.1 Il mercato europeo: andamento del 2018 e previsioni al 2019

Il momento positivo del mercato immobiliare europeo continua nel 2018, in particolare per le principali nazioni dell'Unione europea e per il Regno Unito, seppur gravato dall'incognita di come verrà gestita la fase cruciale della Brexit che si sta avvicinando. Se alla fine del 2017 il fatturato globale dei primi cinque Paesi dell'Unione europea aveva segnato un incremento del sei per cento circa sull'anno precedente, la stima per la conclusione del 2018 è di un ulteriore rafforzamento della crescita di oltre dieci punti percentuali. Per il 2019 la previsione è di un fisiologico rallentamento che dovrebbe comunque segnare ancora una crescita positiva di almeno sette punti rispetto all'anno in corso.

Tutti i principali indicatori macroeconomici vanno a favore dell'Eurozona, con un debito pubblico che si stima scendere all'84,2 per cento del Pil nel 2018 e tenderà a diminuire ancora nel 2019. Un trend di calo che da quest'anno sembra interessare anche l'Italia, che passa da 131,6 a 129,7 punti percentuali sul Pil. In rialzo l'inflazione, che preannuncia un anno di crescita economica, raggiungendo l'1,2 per cento in Italia e nell'area euro nel 2018. Il 2019 dovrebbe mostrare un mantenimento del dato positivo raggiunto quest'anno, con l'1,5 e l'1,6 per cento rispettivamente in Italia e in Europa. Saranno incrementati nel corso del prossimo anno anche gli investimenti, che supereranno il 21 per cento del Pil per l'Eurozona e il 17,7 per cento per l'Italia.

È di buon auspicio anche il dato riguardante la disoccupazione, le cui stime per l'Italia sono state recentemente riviste al ribasso dall'Ocse, anche se superiori alla media europea. Si contraggono, invece, i consumi e le esportazioni, che arrivano all'1,1 e al 5,4 per cento nel nostro Paese, penalizzate dalle politiche protezionistiche americane.

È aumentata nel secondo semestre 2018 la fiducia nelle imprese edilizie, con il tasso più alto degli ultimi dieci anni, secondo Istat. In Italia si conferma l'andamento positivo avviato nel 2017 per l'edilizia residenziale, con una crescita di oltre il tre per cento secondo le previsioni Ance per il 2018. Negli altri comparti il Paese è in linea con la media europea, mentre è superiore lo sviluppo di opere infrastrutturali, grazie soprattutto al boom di bandi di gara pubblicati nel 2017. A migliorare sono soprattutto i ritardi nei pagamenti, con il 14,5 per cento in più di imprese pagate nei primi 30 giorni rispetto al 2010. Oltre la metà delle imprese edilizie viene pagata ormai puntualmente, con un tasso appena al di sotto del settore dei servizi finanziari. Anche gli investimenti edilizi riportano un risultato positivo con 46,4 miliardi di euro e 231mila piccole e medie imprese che sono rientrate nel piano Juncker.

Il secondo trimestre del 2018 ha visto l'emergere di nuove pressioni politiche ed economiche per gli investitori con cui ci si deve confrontare nel breve e nel medio periodo. L'escalation delle tensioni politiche a Londra, Berlino e Washington, insieme alla minaccia di una guerra commerciale globale, ha pesato sui mercati nel corso del trimestre.

Nel frattempo, la divergenza nella politica monetaria tra le principali banche centrali del mondo ha continuato a crescere; la Fed è prossima ad un rialzo dei tassi, mentre la Bce segue la sua strategia di politica monetaria rivolta alla graduale riduzione, fino all'azzeramento, degli acquisti di titoli sul mercato. Questa soluzione non significa automaticamente la fine del *Quantitative easing* o, tantomeno, della stagione del denaro a basso costo. La Bce ha ribadito, infatti, che i tassi chiave resteranno agli attuali livelli almeno lungo tutta l'estate 2019 e, in ogni caso, tutto il tempo necessario per assicurare che lo sviluppo dell'inflazione resti allineato con le attuali aspettative di un sostanziale percorso di aggiustamento. Infine, la Banca del Giappone prevede pochi cambiamenti per il prossimo futuro. Ora, nonostante questi fattori, i mercati immobiliari globali continuano a registrare buoni risultati e la domanda degli investitori rimane solida, con un numero crescente di gruppi che aumentano le allocazioni nel settore grazie alle sue qualità difensive, al flusso di reddito costante e alle performance rispetto ad altre asset class.

Il fatturato immobiliare riporta risultati positivi nei principali cinque Paesi europei, con un'accelerazione in Francia e Germania, seguite da Spagna e Inghilterra, che si posiziona ultima con l'8,7 per cento in più sul 2017. Si distacca di oltre tre punti

percentuali l'Italia, che cresce del 5,3 per cento nel 2018 e rallenterà ancora nel 2019, con un aumento per 4,8 per cento stimato per il prossimo anno. Per il 2019 manterranno un ritmo sostenuto gli incrementi di Germania e Spagna, con aumenti sopra l'otto per cento, mentre seguiranno a ritmi più calmierati Francia e Inghilterra con circa il sette per cento in più sul 2018. Anche l'Unione europea a 28 membri registra un andamento positivo, ma con variazioni meno significative rispetto alle cinque potenze, riportando un aumento del 4,7 per cento nel 2018 e stimando il 3,1 per cento in più nel 2019.

Fatturato immobiliare europeo (valore dei beni scambiati): andamento e previsioni
(milioni di euro, valori nominali)

Paese	2016	2017	2018*	2019°	Var % '17/'16	Var % '18*/'17	Var % '19°/'18*
Francia	140.000	152.000	175.000	188.500	8,6	15,1	7,7
Germania	205.000	215.000	237.500	258.500	4,9	10,5	8,8
Inghilterra [^]	112.000	115.000	125.000	134.000	2,7	8,7	7,2
Spagna	86.000	96.000	105.500	114.000	11,6	9,9	8,1
Italia	114.000	118.750	125.000	131.000	4,2	5,3	4,8
Eu5	657.000	696.750	768.000	826.000	6,1	10,2	7,6
Eu28	1.036.000	1.065.000	1.115.000	1.150.000	2,8	4,7	3,1

*Stima

°Previsione

([^]) I dati sono disponibili per la sola Inghilterra e non per l'intera Gran Bretagna (Inghilterra, Scozia, Galles)

Fonte: Scenari Immobiliari

Anche il Pil e l'andamento dei prezzi medi residenziali rispecchiano l'andamento del fatturato, mostrando aumenti intorno al cinque per cento in Francia, Germania e Spagna per il 2018. L'Italia, invece, è l'unico Paese ancora in calo, anche se la contrazione va progressivamente riducendosi, facendo stimare per l'anno prossimo un arresto della discesa delle quotazioni. Oltre oceano, gli Stati Uniti godono di un periodo florido dal punto di vista economico e immobiliare, con previsioni di crescita ogni anno superiori, facendo stimare un aumento del fatturato del 12,1 per cento per il 2019. Stessa tendenza per i prezzi del comparto residenziale, con un rialzo atteso del 6,8 per cento nel 2019.

I volumi degli investimenti istituzionali sono quindi in aumento: nel primo semestre di quest'anno, a livello mondiale, le transazioni sono aumentate del dieci per cento rispetto all'anno scorso, per un valore di oltre 170 miliardi di euro. Era dal 2007, vale a dire prima della grande crisi, che non si registravano tali livelli di investimenti. In Europa, la prima parte del 2018 ha confermato il momento positivo con una crescita dei volumi di investimento di oltre dieci punti rispetto allo stesso periodo del 2017, generando un volume totale di quasi sessanta miliardi di euro.

Confronto tra variazione del Pil e degli indicatori immobiliari nelle principali aree geografiche
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

Nazione	Pil			Fatturato Immobiliare			Prezzi degli immobili residenziali		
	2017	2018*	2019°	2017	2018*	2019°	2017	2018*	2019°
Francia	2,3	1,8	1,9	8,6	15,1	7,7	2,3	4,9	3,0
Germania	2,5	2,1	2,1	4,9	10,5	8,8	8,8	5,8	2,9
Regno Unito[^]	1,7	1,4	1,3	2,7	8,7	7,2	2,8	2,1	1,6
Spagna	3,1	2,8	2,6	11,6	9,9	8,1	5,3	4,6	5,2
Italia	1,5	1,2	1,1	4,2	5,3	4,8	-0,2	-0,1	0,0
Stati Uniti	2,3	2,9	2,7	8,0	11,3	12,1	3,0	5,0	6,8

[^] per gli indicatori immobiliari è stata considerata solo l'Inghilterra

* Stima

°Previsione

Fonte: Fmi, Ocse, Banca d'Italia, Standard & Poor, Scenari Immobiliari

I bassi tassi di interesse continuano a giocare un ruolo fondamentale per gli investitori, soprattutto statunitensi, che devono però seguire con attenzione le oscillazioni del cambio del dollaro nei confronti dell'euro. Restano puntati i fari degli investitori soprattutto sulla Germania (più trenta per cento i volumi rispetto al 2017) e sulla Francia che ha registrato una crescita nel primo semestre di quest'anno di oltre il cento per cento. Altrove, dopo un 2017 in cui i volumi di investimento hanno segnato record di crescita mai registrati prima, si stanno registrando delle frenate importanti sul fronte degli investimenti, prima fra tutte l'Italia, seguita dai Paesi nordici e il Benelux: gli investimenti in queste aree dell'Europa nel secondo trimestre del 2018 hanno registrato un calo di oltre quindici punti percentuali in media. È fondamentale, il contributo dato dal segmento residenziale al positivo andamento dell'industria immobiliare europea.

A livello globale, la domanda di spazi ad uso ufficio rimane vivace, tanto quanto quella per gli immobili destinati alla logistica e al commerciale, soprattutto nel comparto high – street. La spinta maggiore sui principali mercati arriva anche grazie alla ripresa dei valori di vendita del comparto residenziale, soprattutto in Germania, Francia (con Parigi in testa) e Spagna, dove i prezzi delle abitazioni nuove e usate hanno ripreso a salire in maniera importante sin dalla prima parte del 2016.

I livelli del 2017 sul fronte degli investimenti effettuati dai principali attori del mercato immobiliare globale (fondi e investitori privati e pubblici) sono stati raggiunti e si prevede che verranno superati alla fine di quest'anno. Già durante la prima parte del 2018 in Francia, Germania e Gran Bretagna sono stati registrati incrementi sugli investimenti a due cifre rispetto alla prima parte del 2017. Solo nel comparto degli uffici, in Europa, il primo semestre 2018 ha chiuso con una crescita degli spazi affittati del cinque per cento rispetto all'anno precedente. D'altra parte, il periodo positivo del mercato è definito "globale" proprio perché non solo in Europa ma anche in Asia (più 45 per cento) e negli Usa (più quattordici per cento) la domanda di spazi commerciali (uffici e logistica soprattutto) continua a crescere.

Nonostante l'offerta di immobili non residenziali non si sia mai arrestata, si stima che a fine anno saranno circa diciotto i milioni di metri quadri nuovi posti sul mercato, con il tasso di vacancy rate che a livello mondiale non dovrebbe oltrepassare la soglia del dodici per cento sul totale. Per la fine dell'anno si prevede dunque la prosecuzione della scia positiva iniziata sin dal 2015 delle

quotazioni in quasi tutti i Paesi. In particolare, Germania, Francia e Spagna stanno registrando una fase propizia dei prezzi, soprattutto nel comparto uffici ed in quello residenziale.

Sul fronte dei prezzi, nel segmento terziario/uffici durante il primo semestre di quest'anno, le nazioni più brillanti sono state la Germania (più otto per cento rispetto al 2017), i paesi nordici con una crescita media del sei per cento e quelli del Benelux con un aumento medio del quattro per cento. I 28 Paesi dell'Unione europea hanno registrato una media in aumento del 2,2 per cento. Il solo Paese che ha fatto segnare in questo comparto una decrescita è stata la Gran Bretagna (meno 1,6 per cento la media generale) soprattutto a causa del momento negativo che sta vivendo il mercato londinese. Infatti, nelle zone "prime" della capitale le quotazioni degli affitti per gli uffici in classe A sono calati in media del quattro per cento, con le punte maggiori nella zona del West End (meno 6,4 per cento).

Le previsioni per il mercato non residenziale britannico rimangono comunque sostanzialmente positive, seppur improntate alla prudenza. Anche per il 2018 il tasso di assorbimento degli spazi ad uso ufficio dovrebbe chiudersi in linea con l'andamento del 2017, mentre l'andamento dell'offerta rimane con il freno a mano tirato e si vanno a completare specie le iniziative di sviluppo principali, soprattutto nelle principali città. Proprio questa mancanza di offerta nelle realtà urbane intermedie potrebbe dare una spinta maggiore ai canoni di locazione, mantenendo così la media in linea con gli ultimi due anni. Sempre nel Regno Unito, la performance migliore la sta registrando il comparto degli immobili industriali e della logistica, con le quotazioni stimate per fine anno in crescita di oltre sei punti percentuali. Londra e Manchester sono le due città che danno il maggior impulso al mercato, avendo registrato variazioni medie a un anno di oltre nove punti percentuali.

Le previsioni per il 2019 sono impostate alla prudenza, dato che a ottobre di quest'anno si dovrebbero definire quelle che saranno le regole commerciali fra la Gran Bretagna e l'Ue del dopo Brexit, con l'esclusione della logistica. Questo comparto sarà senz'altro il meno influenzato dalla Brexit, grazie alla crescita inarrestabile dell'e-commerce e della relativa domanda per magazzini e capannoni di nuova generazione. Notizie meno positive giungono dal comparto retail britannico, dove le quotazioni alla fine di quest'anno faticheranno a toccare l'uno per cento di aumento rispetto al 2017. Qui, gli investimenti nel settore retail non hanno raggiunto i tre miliardi di sterline alla fine del primo semestre di quest'anno, con un calo del nove per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. I maggiori investimenti sono stati effettuati a Londra nei quartieri di Mayfair e Clapham, mentre nelle altre città l'attività è stata alquanto minore. Lo scarso desiderio di investire oggi in centri commerciali o negozi britannici, seppur localizzati in aree considerate da sempre di alto pregio commerciale, è senza dubbio motivata dalla decisione di aver lasciato l'Unione europea, a cui si aggiunge l'incertezza sul futuro dell'andamento congiunturale del Paese e del comparto, legato indissolubilmente al commercio e ai consumi delle famiglie.

Andamento dei prezzi medi nominali per mercato nei cinque principali Paesi europei
(base 100; 2010 = 100)

Paese	Mercato	2015	2016	2017	2018*	2019°	Var % '18*/'17	Var % '19°/'18
Francia	Residenziale	100,0	100,2	102,5	107,5	110,7	4,9	3,0
	Terziario/uffici	99,9	102,2	104,0	105,6	106,8	1,5	1,1
	Industriale	97,8	98,3	97,0	97,5	97,8	0,5	0,3
	Commerciale	104,4	106,0	108,0	113,0	115,6	4,6	2,3
Germania	Residenziale	121,4	123,8	129,7	137,2	141,2	5,8	2,9
	Terziario/uffici	111,0	113,4	115,0	122,9	127,3	6,9	3,6
	Industriale	100,0	101,0	101,0	101,8	102,1	0,8	0,3
	Commerciale	107,6	109,4	111,0	111,7	112,3	0,6	0,5
Inghilterra ^	Residenziale	111,1	116,7	120,0	122,5	124,5	2,1	1,6
	Terziario/uffici	107,1	110,1	105,0	103,0	103,2	-1,9	0,2
	Industriale	97,8	103,2	105,0	111,5	115,0	6,2	3,1
	Commerciale	98,8	99,8	98,0	98,7	99,1	0,7	0,4
Spagna	Residenziale	87,1	88,8	93,5	97,8	102,9	4,6	5,2
	Terziario/uffici	91,3	97,2	100,0	105,3	109,0	5,3	3,5
	Industriale	89,5	92,6	92,0	92,1	93,2	0,1	1,2
	Commerciale	95,4	100,0	103,0	107,8	109,2	4,7	1,3
Italia	Residenziale	91,6	91,2	91,0	90,9	90,9	-0,1	0,0
	Terziario/uffici	89,1	88,1	87,2	86,9	86,8	-0,3	-0,1
	Industriale	87,1	85,5	84,3	83,9	83,7	-0,5	-0,2
	Commerciale	95,4	95,8	96,5	97,0	97,2	0,5	0,2
Media Eu5	Residenziale	102,2	104,1	107,3	111,2	114,0	3,6	2,6
	Terziario/uffici	99,7	102,2	102,2	104,7	106,6	2,4	1,8
	Industriale	94,4	96,1	95,9	97,4	98,4	1,6	1,0
	Commerciale	100,3	102,2	103,3	105,6	106,7	2,3	1,0

*Stima

°Previsione

(^\) I dati sono disponibili per la sola Inghilterra e non per l'intera Gran Bretagna (Inghilterra, Scozia e

Fonte: Scenari Immobiliari

La media delle quotazioni è in crescita nel comparto residenziale paneuropeo, con punte positive in Francia, Spagna e Germania, a conferma che il settore si sta dimostrando trainante per l'immobiliare europeo. Con una crescita media del 3,6 per cento, questa è la stima per la fine di quest'anno, le quotazioni residenziali dei principali Paesi dell'Unione europea danno un contributo sostanziale al positivo andamento della crescita del valore in conto capitale degli immobili europei. Anche gli altri segmenti registrano degli andamenti particolarmente positivi. Nel settore commerciale, la domanda dei retailer rimane selettiva e orientata verso i negozi più performanti dal punto di vista reddituale e del valore del capitale investito.

L'offerta di queste tipologie di negozi è sempre interessante e varia, poiché sono sempre numerosi i rivenditori tradizionali che continuano a ridimensionare i portafogli dei loro negozi. Questo dinamismo sui mercati locali delle principali città internazionali a livello mondiale, soprattutto in Asia e negli Usa, sta inducendo i proprietari dei negozi a cercare nuove strategie per differenziarsi, offrendo nuove opportunità ai rivenditori minori per potersi espandere all'interno di spazi appena liberati, per esempio attraverso formule come quella del temporary shop. Sul fronte delle quotazioni nel segmento della logistica si registra una crescita media minore rispetto agli altri comparti.

Questo, però, non significa che il settore stia dando segnali di debolezza, anzi, la domanda continua ad essere vivace, grazie soprattutto all'espansione delle attività legate all'e-commerce che negli ultimi anni ha contribuito in maniera sostanziale a cambiare le regole del gioco nel comparto degli immobili dedicati allo stoccaggio delle merci vendute on-line.

3.1.2 Residenziale

L'interesse per il residenziale come asset class di investimento da parte degli investitori istituzionali è cresciuto in questi anni. Per gli investitori le occasioni per poter aumentare i loro investimenti sui mercati esteri non sono così numerose: questa mancanza di offerta rispetto al livello attuale della domanda sarà uno dei temi guida che influenzeranno le previsioni sulle tendenze del segmento residenziale dei prossimi anni.

Il trend positivo si sta confermando anche per tutto il 2018 e si stima che per la fine anno gli investimenti sul mercato abitativo europeo abbiano superato la soglia dei cinquanta miliardi di euro. La Germania è il Paese leader in cui gli investitori istituzionali, locali per il 75 per cento dei casi, hanno transato per oltre diciassette miliardi di euro nel 2017. Solo a Berlino sono stati investiti quasi quattro miliardi di euro nel 2017 e nella prima parte del 2018 gli investimenti sono cresciuti del 7,4 per cento. Ma non è solo la capitale tedesca a dimostrarsi ancora una volta molto vivace (sono più di sei anni che il mercato berlinese è in crescita): in aumento anche città come Francoforte, Amburgo e Dusseldorf.

In Olanda, il mercato degli investitori del comparto residenziale durante la prima parte del 2018 è stato particolarmente dinamico. Anche nelle nazioni del nord Europa il 2018 si è confermato un altro anno positivo sul fronte degli investimenti residenziali che rappresentano il 32 per cento sul totale. Il mercato abitativo dei Paesi nordici nel 2017 ha generato investimenti per oltre 6,7 miliardi di euro, con la Svezia protagonista per 2,2 miliardi, seguita da Danimarca (1,8 miliardi di euro), Norvegia (1,5 miliardi di euro) e Finlandia (1,2 miliardi di euro). Secondo le stime più recenti il 2018 dovrebbe chiudersi con un volume leggermente più basso rispetto a quello del 2017 (13,5 miliardi di euro in totale), dato che il precedente fu un anno particolarmente vivace soprattutto per Svezia e Danimarca che da sole avevano attirato investimenti per circa dieci miliardi di euro.

In Spagna, durante il primo semestre del 2018 si sono confermate le cifre dell'anno precedente e i volumi investiti sono aumentati di circa 6,5 punti percentuali. Oltre a Madrid e Barcellona, che continuano a dominare il mercato, gli investimenti stanno confluendo anche sui mercati di Malaga, Valencia, Bilbao e Siviglia, grazie alla ripresa dello sviluppo di nuove iniziative residenziali sia di classe media che di livello first – class. L'attività dei costruttori è tornata molto vivace, tanto che alla fine della prima parte dell'anno si è registrato un aumento del 22 per cento dei permessi di costruzione rilasciati in tutto il Paese.

Anche nel Regno Unito, nonostante le incertezze della Brexit, il 2018 ha registrato, in particolare per il mercato londinese, un andamento in linea con quello del 2017, con alcune luci e ombre. Fra le aree più vivaci per gli scambi londinesi, la City, dove, alla fine del primo semestre 2018, gli investimenti hanno toccato i seicento milioni di sterline con una crescita del quattro per cento rispetto alla media degli ultimi cinque anni. In Gran Bretagna il mercato degli investimenti nel settore residenziale è quasi equamente diviso fra investitori locali (54 per cento) ed esteri (46 per cento).

3.1.3 Terziario

Il comparto uffici attraversa una fase positiva che è proseguita nel 2018, nonostante le previsioni di un rallentamento della congiuntura macroeconomica dei principali Paesi dell'Unione Europea a partire dal 2019. L'assorbimento della domanda per spazi ad uso ufficio nelle grandi città europee si mantiene positiva con una crescita media globale del cinque per cento alla fine del primo semestre di quest'anno rispetto allo stesso periodo del 2017. L'offerta durante i primi sei mesi del 2018 ha visto come protagoniste soprattutto Parigi e Londra, che hanno completato alcune importanti realizzazioni destinate al settore, assorbendo così circa il 44 per cento dell'offerta totale (oltre un milione di metri quadri di nuovi uffici alla fine del secondo trimestre di quest'anno).

La pipeline dell'offerta in via di completamento per la fine del 2019 a livello mondiale vede sempre come protagoniste le metropoli asiatiche come Shangai e Jakarta, mentre nel vecchio continente spicca ancora Londra seguita da Amsterdam e

Berlino. Dal punto di vista dell'assorbimento degli spazi le città più attive in questa prima parte del 2018 sono state: Amsterdam (più quaranta per cento), la City di Londra (più quaranta per cento), Mosca (più 47 per cento), Parigi (più tredici per cento), Monaco di Baviera (più quindici per cento) e Budapest (più dieci per cento).

Le previsioni per il 2019 restano positive per buona parte delle città europee, anche se in generale si tende a pensare che l'anno prossimo sarà un anno di generale stabilizzazione con qualche aggiustamento in termini negativi. Probabilmente le capitali europee che nel 2019 faranno segnare dei forti rialzi in termini di assorbimento degli spazi saranno molto poche, meno del venti per cento sulle prime venti aree metropolitane europee; nonostante ciò, sono oltre tredici i milioni di metri quadri di spazi ad uso ufficio e terziario che a fine 2018 si stima siano stati assorbiti dal mercato.

Il buono stato di salute del mercato terziario è anche testimoniato dal basso tasso di vacancy attuale. Poche sono le città con un vacancy rate sopra il dieci per cento (fra cui Madrid e Milano con circa l'undici per cento), mentre la maggior parte si colloca in range compreso fra i tre e i sette punti percentuali. Nella classifica delle città col più basso tasso di vacancy la Germania risulta vincente con Berlino e Monaco rispettivamente con l'1,7 per cento e il 2,3 per cento, seguite da Stoccolma (cinque per cento), Londra (5,3 per cento), Parigi (5,7 per cento) e Amsterdam (6,5 per cento). Sul fronte degli affitti la crescita percentuale delle quotazioni è proseguita nella prima parte del 2018 in quasi tutte le grandi capitali europee, con incrementi compresi fra l'1,5 per cento e il 7,5 per cento. I maggiori incrementi hanno riguardato due capitali dell'est Europa, Budapest (più 8,3 per cento) e Praga (5,3 per cento), seguite da Madrid (3,2 per cento), Amsterdam (3,6 per cento) e Copenhagen (2,8 per cento). Le previsioni per il 2019 sono positive e si stima che le quotazioni, seppur in un range più contenuto, resteranno ancora in territorio positivo.

3.1.4 Commerciale

La crescita della fiducia e la creazione di nuovi posti di lavoro in Europa sono il propulsore principale del mercato commerciale. Le transazioni nel segmento commerciale nel 2017 sono aumentate di circa 2,8 punti percentuali rispetto al 2016 e per il 2018 è stata stimata una ulteriore espansione, anche se più moderata (la stima è del più 2,5 per cento).

Gli investitori in Gran Bretagna stanno adottando in particolare una strategia "wait and see" vale a dire attendista, per capire quanto l'impatto di Brexit stia influenzando i comportamenti dei consumatori e delle imprese in generale. Cresce invece la Spagna (3,4 miliardi di euro) che attira nuovamente gli investitori internazionali, soprattutto a Madrid e Barcellona. Staccata l'Italia con 2,5 miliardi, superata, seppur di poco da Svezia (2,6 miliardi) e Finlandia (2,7 miliardi di investimenti). L'e-commerce, l'aumento della tecnologia e l'evoluzione dei modelli di spesa dei consumatori continuano a plasmare la domanda al dettaglio europea. Per la prima volta in Europa occidentale, nel 2017, le vendite on line hanno superato la soglia del dieci per cento del totale, di conseguenza, i rivenditori stanno adattando e rivalutando i loro bisogni in termini di spazi commerciali. I brand di successo portano avanti una strategia di espansione aggressiva, aprendo nuovi punti vendita monomarca (flagship store) in un numero sempre più vasto di città e ristrutturando e ampliando gli esistenti.

Le quotazioni sono in aumento nelle top location, stabili nelle zone di medio livello. L'incremento più elevato, superiore al venti per cento, riguarda le high street di Londra. I mercati dell'Europa del sud, maggiormente penalizzati nel periodo recessivo, sono in fase di ripresa, con gli incrementi vistosi a due cifre nelle top location di Barcellona (più 21 per cento). In generale, vi sono delle vie che agiscono da veri catalizzatori per i brand del lusso, disposti a pagare canoni molto più alti della media pur di avere lì un negozio. La Bahnhofstrasse di Zurigo, Via Montenapoleone a Milano, New Bond Street a Londra e Faubourg de Saint Honoré a Parigi sono esempi più che significativi. Location dove l'investimento immobiliare non potrà essere intaccato negativamente dall'avvento della tecnologia e del commercio digitale. La possibilità di acquistare on line non limita l'importanza del recarsi nel negozio per comprare o ritirare la merce, anzi la amplifica. Nella grande distribuzione è in aumento l'attività edilizia, con l'Italia protagonista grazie alla realizzazione alle porte di Milano (Segrate) del centro commerciale più grande

d'Europa, collegato con l'aeroporto di Linate, che ospiterà su una superficie di sessanta ettari, trecento negozi, cinquanta ristoranti, un multisala con sedici schermi e diecimila posti auto. L'investimento complessivo è di 1,4 miliardi di euro. Nel complesso si calcola che nel biennio 2017-2018 siano stati realizzati oltre 1,9 milioni di metri quadri di centri commerciali in tutta Europa.

Nel segmento degli immobili di maggior pregio, le cosiddette "high street retail", la domanda è stata particolarmente vivace a Budapest (più 12,5 per cento annuo), Parigi (più 6,8 per cento), Praga (più cinque per cento) e Madrid (più 3,7 per cento). Affitti e prezzi di vendita sono in linea generale stabili e per il 2019 si prevedono solo pochi ritocchi verso l'alto.

3.1.5 Industriale/Logistica

Il mercato europeo degli immobili industriali e destinati alla logistica continua a rimanere in territorio positivo anche durante il 2018, anche se il primo semestre mostra un rallentamento per il mercato europeo, dopo aver chiuso un 2017 da record. Le previsioni per la seconda parte dell'anno e per inizio 2019 sono tutte positive. Nonostante stiano aumentando le difficoltà nel trovare terreni a disposizione sui cui realizzare gli immobili destinati a questo mercato, l'offerta oggi non sembra dare nessun segno di rallentamento, grazie alla domanda sempre attiva. Il problema principale oggi è che la domanda si rivolge soprattutto a chi offre nuove realizzazioni, spesso realizzate su diretta richiesta del committente. Si tratta di progetti realizzati su misura che vanno a soddisfare il più possibile le esigenze di una società che necessita di questi immobili per le sue attività di stoccaggio delle merci.

Fra i Paesi che si stanno dimostrando più sensibili a questa attività "tailor made" nel segmento logistico c'è la Spagna, dove circa il settanta per cento degli immobili viene realizzato su misura, seguita dalla Repubblica Ceca, la Gran Bretagna e l'Olanda. Nei primi sei mesi dell'anno l'assorbimento di spazi offerti è cresciuto del tre per cento rispetto al primo semestre 2017, portando il tasso di vacancy europeo vicino al cinque per cento. Un tasso di vacancy così basso dimostra che il mercato è ancora molto vivace, anche se a fine 2017 si stimava che il settore avrebbe frenato maggiormente la sua attività di assorbimento per il 2018. Proprio lo sviluppo della pipeline viene stimata, a pochi mesi dalla fine del 2018, in procinto di raggiungere un nuovo record, con oltre quindici milioni di metri quadri di immobili in via di completamento. I protagonisti di questo sviluppo sono essenzialmente la Germania, la Polonia e la Francia.

La domanda di spazi concepiti per le merci che verranno poi commercializzate esclusivamente attraverso lo shopping on line sta crescendo a ritmi a due cifre: solo nel primo trimestre del 2018 la crescita anno su anno è stata superiore al sessanta per cento; al contrario, quando si tratta di spazi "vecchi", ovvero tradizionali, si è registrato un calo del ventidue per cento rispetto al primo trimestre 2017. Anche l'appetito degli investitori per il mercato della logistica europeo rimane alto: le transazioni durante il primo trimestre del 2018 hanno superato i dodici miliardi di euro. Nonostante la cifra sia molto alta, si tratta di un volume inferiore dell'otto per cento al 2017 che viene ritenuto dagli addetti ai lavori un anno record in assoluto.

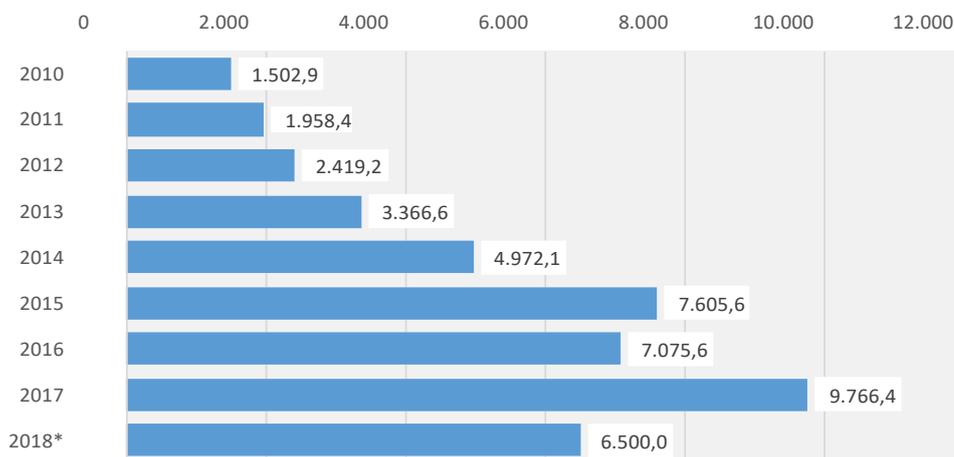
3.2 Il mercato immobiliare italiano: andamento del 2018 e previsioni al 2019

Il 2018 si conferma positivo per il mercato immobiliare italiano, anche se investitori e famiglie si sono mostrati più cauti rispetto al 2017. L'incertezza su quali saranno le politiche fiscali e occupazionali del nuovo governo mette un freno alle prospettive. Il mercato è rallentato anche dalla carenza di prodotto di qualità, sia nel nuovo residenziale (sceso sotto il dieci per cento dell'offerta) che nel non residenziale, soprattutto nelle grandi città.

Gli investitori esteri hanno ancora un sentiment positivo nei confronti dell'Italia e nel primo semestre hanno acquistato (per due terzi uffici e il resto commerciale) per quasi due miliardi di euro. È quasi la metà rispetto allo scorso anno. Gli investitori

istituzionali italiani (fondi e assicurazioni) hanno comprato per poco più di un miliardo. La contrazione rispetto allo stesso periodo del 2017 è pari al 48,2 per cento. Al momento, non è una “fuga” dall’Italia, ma una contrazione fisiologica rispetto ad un anno straordinario come il 2017 e al drastico calo del prodotto di qualità sul mercato. Tra i fatti nuovi la maggiore attenzione verso Roma, con la ricerca di immobili di alto livello da trasformare in alberghi.

Investimenti immobiliari in Italia (in milioni di euro)



* stime a fine anno

Fonte: Scenari Immobiliari

Tra il 2010 e il 2018 sono stati investiti oltre 41 miliardi di euro nel mercato immobiliare italiano, con volumi sempre in crescita fino al 2017, che ha fatto registrare quasi dieci miliardi di euro di investimenti. Nel 2018 arriva la prima battuta d’arresto, con un calo degli investimenti nel primo semestre dell’anno, tanto che per la fine del 2018 si stimano 6,5 miliardi di investimenti totali tra italiani ed esteri. Anche il peso degli investitori oltre confine sembra cambiare tendenza: fino al 2017 il settanta per cento degli investimenti erano di matrice estera, mentre nel 2018 questi hanno rappresentato solo il quaranta per cento del totale. Gli investitori esteri sono più cauti nella ricerca di opportunità sul territorio italiano, soprattutto quelli di matrice extraeuropea, e sottolineano l’aumentato rischio politico.

Proprio a causa di queste incertezze i prezzi del settore terziario/uffici rimangono ancora in calo nel 2018, con lo 0,3 per cento in meno rispetto al 2017, ma in miglioramento rispetto al primo semestre dell’anno.

Le previsioni sono di un ulteriore calo per il 2019, con lo 0,1 per cento in meno sul 2018. Ancora in calo anche i canoni di locazione, esclusi i business district delle principali città.

Migliore la situazione del commerciale, specie per i negozi delle *high street*, che trainano un andamento in ascesa dei prezzi medi nominali. Nel 2018 i prezzi della piccola distribuzione raggiungono il primo risultato positivo dal 2007, con lo 0,5 per cento in più sul 2017, e il consolidarsi di questa tendenza è atteso per il 2019 con lo 0,2 per cento in più sul 2018. Di fatti, anche i consumi delle famiglie sono stimati in aumento dall’Istat negli ultimi mesi.

Il 2018 è stato ancora un anno positivo per la logistica, che traina il segmento industriale, con un miglioramento del trend dei prezzi, seppure ancora in campo negativo. A fine 2018 si stima un complessivo calo dello 0,5 per cento, mentre per il 2019 si arriva allo 0,2 per cento in meno in un anno.

Anche se il mercato dei mutui ha registrato una battuta d'arresto nell'ultimo semestre, che si potrebbe definire come una normale manovra dopo un brillante 2017, il mercato residenziale sembra non conoscere crisi. Le compravendite nel 2018 registrano 610mila transazioni, ovvero l'8,9 per cento in più rispetto al 2017, e per il 2019 si prevede di arrivare a 650mila unità oggetto di compravendita nello stock esistente, cioè il 6,6 per cento in più sul 2018. Tuttavia, è ancora visibile il calo rispetto al 2000, in confronto al quale si registrerà il 18,7 per cento in meno.

A dare una spinta alle transazioni è il persistente calo dei prezzi, che perdono ancora lo 0,1 per cento per l'anno in corso, facendo così spostare la previsione verso un dato positivo, con il 2019 che dovrebbe rappresentare l'anno della svolta, con il mantenimento dei valori attuali.

La previsione per il fatturato a fine 2018 risente dei fattori elencati sopra e si è ridimensionata rispetto alle attese iniziali. Nel 2018 si stima siano stati raggiunti i 125 miliardi di euro di giro d'affari, cioè il più 5,3 per cento sullo scorso anno. È un elemento di novità che tutti i comparti di mercato abbiano previsioni positive, dopo quasi dieci anni. In particolare, si conferma l'andamento positivo del mercato alberghiero, che nel 2018 riporta un aumento a due cifre, con il diciassette per cento in più in un anno, arrivando a 3,1 miliardi di euro.

Per i prossimi dodici mesi si stima di arrivare a 131 miliardi di euro per un aumento del 4,8 per cento rispetto a quest'anno, con un'evoluzione positiva di tutti i segmenti di mercato, tranne il produttivo, che non dovrebbe subire variazioni significative. A costituire la fetta principale è sempre il residenziale, con circa cento miliardi di euro di ricavato e un incremento del 4,6 per cento in un anno.

Fatturato Immobiliare Italiano (Mln €, valori nominali)

Settore	2015	2016	2017	2018*	2019°	Var '18*/'17	Var '19°/'18*
Residenziale	83.000	85.100	88.700	93.100	97.400	5,0%	4,6%
Alberghiero	2.100	2.400	2.650	3.100	3.250	17,0%	4,8%
Terziario/uffici	6.300	6.400	6.600	7.000	7.400	6,1%	5,7%
Industriale	4.200	4.250	4.450	4.600	4.750	3,4%	3,3%
<i>Di cui produttivo/artigianale</i>	150	150	100	150	150	50,0%	0,0%
<i>Di cui Logistica</i>	4.050	4.100	4.350	4.450	4.600	2,3%	3,4%
Commerciale	8.050	8.300	8.650	9.100	9.650	5,2%	6,0%
<i>Di cui Gdo</i>	5.750	5.900	6.150	6.500	6.950	5,7%	6,9%
<i>Di cui Retail</i>	2.300	2.400	2.500	2.600	2.700	4,0%	3,8%
Seconde case loc. turistiche	3.200	3.300	3.400	3.600	3.800	5,9%	5,6%
Box\posti auto	4.200	4.250	4.300	4.500	4.750	4,7%	5,6%
Fatturato totale	111.050	114.000	118.750	125.000	131.000	5,3%	4,8%

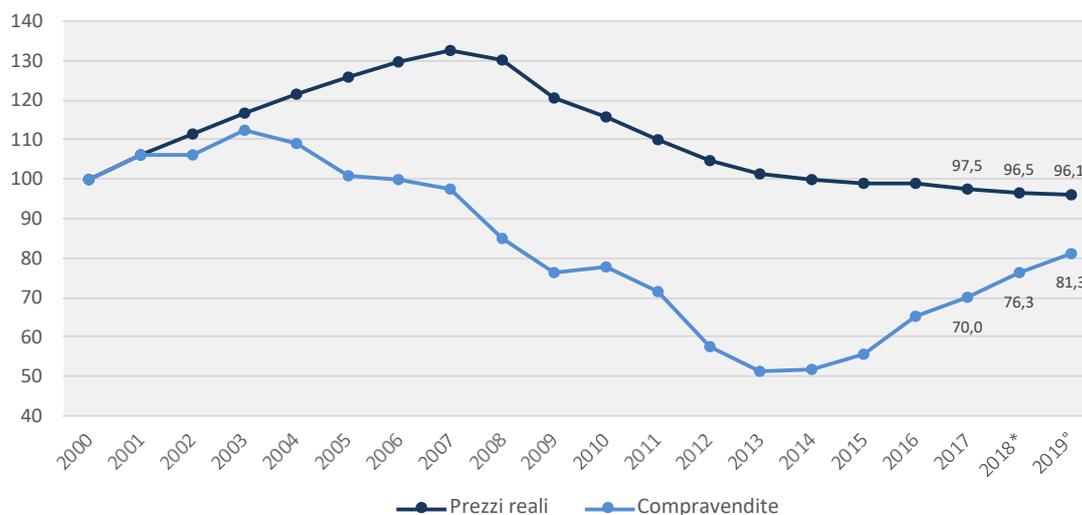
*Stima

°Previsione

Fonte: Scenari Immobiliari

Andamento dei prezzi reali e delle compravendite del mercato residenziale

2000=100



* Stima a fine anno

° Previsione

Fonte: Scenari Immobiliari

Nei primi anni del secolo la crisi finanziaria mondiale ha arrestato il trend di crescita dei prezzi medi reali delle abitazioni, che al momento si attestano al di sotto dei valori del 2000 con un calo del 3,9 per cento. Una contrazione dell'uno per cento è stimata anche per il 2018, mentre per il 2019 si prevede lo 0,5 per cento in meno rispetto all'anno in corso. Per apprezzare un miglioramento sarà necessario attendere il 2020, quando il mercato dovrebbe registrare un'ulteriore spinta positiva.

Nello stesso periodo anche le compravendite hanno mostrato un trend di crescita iniziale, per poi subire un calo a partire dal 2003, raggiungendo i valori più bassi nel 2013, con circa la metà delle transazioni. Anche per le compravendite, così come per il fatturato, il ciclo positivo ricomincia nel 2014 e continua a riportare variazioni di crescita. Dalle 600mila compravendite del 2018, si passerà a 650 nel 2019.

4. Modifiche normative e regolamentari riguardanti il settore del risparmio gestito e dei FIA immobiliari

Il 15 febbraio 2018 la Commissione ha approvato la Delibera Consob n. 20307 "Regolamento recante norme di attuazione del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari", concludendo la fase di recepimento nell'ordinamento italiano della direttiva 2014/65/UE (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID II) e del regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR), che rafforzano le tutele per gli investitori in strumenti finanziari distribuiti da intermediari e/o scambiati su sedi di negoziazione nell'Unione europea.

Alla luce delle consistenti modifiche apportate e della significativa ristrutturazione del testo normativo, è stato adottato un nuovo regolamento ed è stato contestualmente abrogato il Regolamento adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 (c.d. "Regolamento Intermediari").

La Consob ha inteso garantire agli investitori le medesime tutele in fase di sottoscrizione di OICR, indipendentemente dal canale di acquisto utilizzato (distributore terzo, ovvero gestore che procede direttamente alla commercializzazione di OICR propri). La disciplina della commercializzazione di OICR propri che richiama la relativa disciplina MiFID II applicabile in materia, in merito all'informativa sugli strumenti finanziari, la *product governance* (lato distributore) ed i requisiti di esperienza e conoscenza del personale, è ispirata al principio di proporzionalità, in funzione delle dimensioni dei gestori e dell'attività dei medesimi svolta in concreto.

A partire dal 1° gennaio 2018 è direttamente applicabile il Regolamento (UE) n. 1286/2014 (“Regolamento”) che stabilisce regole uniformi: a) sul formato e sul contenuto del documento contenente le informazioni chiave (cd. KID - key information document) che deve essere redatto dagli ideatori di PRIIPs, nonché b) sulla diffusione del documento stesso agli investitori non professionali, al fine di consentire a questi ultimi di comprendere e raffrontare le caratteristiche e i rischi chiave dei PRIIPs (packaged retail investment and insurance-based investment products).

La maggiore novità introdotta dal suddetto Regolamento è costituita dall’obbligo di redigere un documento contenente le cc.dd. “informazioni chiave del prodotto”, finalizzato a fornire informazioni rispetto agli investimenti sottostanti, ai rischi e ai costi associati al prodotto stesso da mettere a disposizione degli investitori non professionali, anche attraverso il sito internet del produttore e la rete distributiva, in tempo utile prima della vendita, data la natura di documento precontrattuale.

Il Decreto Legislativo 10 agosto 2018 n.107, recante norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento (UE) n. 596/2014, relativo alla disciplina sugli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE (“Decreto”), è in vigore dallo scorso 29 settembre 2018. Il Decreto integra e modifica le disposizioni del Testo Unico della Finanza (TUF) al fine di adeguarle alle previsioni del Regolamento (UE) n. 596/2014 (c.d. Regolamento MAR) con riferimento *inter alia* alle misure sanzionatorie, individua Banca d’Italia e Consob quali autorità competenti per la ricezione e la trattazione delle segnalazioni di violazione di norme del TUF e degli atti UE sulle medesime materie, ciascuna per la propria competenza (c.d. “whistleblowing esterno”); allinea le disposizioni del TUF al Regolamento MAR, a cui è fatto espresso rinvio per la definizione di informazione privilegiata e per le modalità di comunicazione delle informazioni privilegiate.

Il 21/12/2018 è stato pubblicato il documento congiunto Banca d’Italia/Consob/IVASS che aggiorna i criteri per l’applicazione dell’art. 36 del decreto legislativo “Salva Italia” (c.d. “divieto di interlocking”) con particolare riferimento alla rilevanza dimensionale delle imprese e dei gruppi destinatari della disciplina sul divieto di interlocking. In particolare è stato chiarito che non si dovrà più aver riguardo alla soglia dimensionale riferita ad una sola delle imprese in cui il soggetto si trovi a detenere cariche, la soglia minima di fatturato (realizzato a livello nazionale dall’impresa o dal gruppo di appartenenza) dovrà, invece essere individuata in capo ad almeno due intermediari fra quelli in cui il soggetto abbia cariche incrociate.

La legge 30 dicembre 2018, n. 145 recante “Bilancio di previsione dello Stato per l’anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021” (c.d. Legge di Bilancio 2019), in vigore dal 1° gennaio 2019, ha modificato l’art. 16 del Decreto 5 marzo 2015, n. 30 relativo agli esperti indipendenti incaricati della valutazione di beni non negoziati in mercati regolamentati nei quali è investito il patrimonio degli OICR. La modifica normativa risolve alcuni dubbi interpretativi sorti con riferimento al previgente quadro normativo in relazione al conferimento dell’incarico di esperto indipendente a soggetti che svolgevano tale funzione per altri OICR gestiti dalla stessa SGR e supera la presunzione di incompatibilità tra il ruolo di esperto indipendente e lo svolgimento di altre attività a favore della SGR o di altre società appartenenti al gruppo della stessa.

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 criminali e di finanziamento del terrorismo, modifica integralmente il decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, ed è entrato in vigore il 4 luglio 2017.

Le disposizioni emanate dalle autorità di vigilanza di settore, ai sensi di norme abrogate o sostituite per effetto del Decreto, continueranno a trovare applicazione nei termini rappresentati da Banca d'Italia con apposita comunicazione (Prot. n. 0191456/18 del 15/02/18) fino all'entrata in vigore della nuova normativa di attuazione.

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).

La legge 30 novembre 2017 n. 179 (c.d. "Legge sul whistleblowing") modifica il Decreto Legislativo n. 231/2001 introducendo l'obbligo di prevedere nei c.d. "modelli di organizzazione e di gestione e controllo ex art. 6 del Decreto Legislativo n. 231/2001" ("MOG") i seguenti elementi:

- uno o più canali che, garantendo la riservatezza dell'identità del segnalante, consentano di presentare segnalazioni di condotte illecite o di violazioni del MOG;
- il divieto di atti di ritorsione o discriminazione nei confronti del segnalante;
- sanzioni nei confronti di chi viola le misure di tutela del segnalante, nonché di chi effettua con dolo o colpa grave segnalazioni infondate.

La Consob e la Banca d'Italia, per gli aspetti di propria competenza, hanno comunicato le caselle di posta elettronica e la modulistica per le segnalazioni relative al whistleblowing "esterno".

Con delibera del 22 novembre 2017 la Consob ha aggiornato il "Manuale degli obblighi informativi dei soggetti vigilati" (Delibera n. 17297 del 28 aprile 2010); le nuove disposizioni si applicano dal 1° gennaio 2018, ad eccezione di quanto segue:

- Le disposizioni relative alla segnalazione sulla commercializzazione di OICR da parte di SGR e alle sottoscrizioni in assenza di commercializzazione (allegato II.19), e le disposizioni derivanti dall'introduzione delle comunicazioni di cui all'art. 45, commi 1 e 2 del TUF applicabili alla SGR (l.14.DE.I; l.14.DS.v; e Allegato II.28) si applicano dal 1° aprile 2018;
- Le disposizioni relative alle segnalazioni sui fondi immobiliari (allegato II.22 e II.24) si applicano dal 1° luglio 2018; a tale proposito anticipo che lo schema segnaletico prevede una nuova informazione sulle operazioni in conflitto.

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

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

Le analisi, che hanno riguardato potenziali investimenti per un valore di circa 6,5 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.

Sono in corso le attività volte al perfezionamento di ulteriori investimenti su Roma e Milano, in linea anche con la disponibilità della linea di finanziamento, ai fini del rispetto del limite di concentrazione geografica.

c) Il patrimonio immobiliare

Successivamente agli investimenti effettuati dal 2014 al 2017 relativi al complesso immobiliare sito in Bologna, Via Toschi e Via Musei (**l'Immobile di Toschi/Musei**), all'immobile sito a Roma, Via Sicilia 194 (**l'Immobile di Via Sicilia**), all'immobile sito a Bologna, Via Clavature 15 (**l'Immobile di Via Clavature**), agli outlet di Reggello (**Immobile The Mall** e **Immobile The Castle**), e all'immobile sito a Milano in via Mecenate (**l'Immobile di Via Mecenate**), la SGR in data 12 dicembre 2018 ha concluso l'acquisto di un immobile sito in Milano, Via Bagutta 20 (**l'Immobile di Via Bagutta**).

L'Immobile di Via Bagutta, acquistato per Euro 34.000.000, è a destinazione uffici ed è costituito da sette piani fuori terra oltre a due piani interrati per un totale di oltre 3.000 mq di superficie lorda. L'immobile, attualmente libero, verrà valorizzato riqualificandolo e, in particolare, riconvertendo parte delle superfici attualmente ad uso direzionale in superfici ad uso commerciale, per poi essere concesso in locazione a primari *tenant* a canoni in linea con gli attuali valori di mercato nella prestigiosa area nella quale l'Immobile è ubicato.

Con riferimento agli altri immobili che compongono il patrimonio del FIA, la SGR sta inoltre procedendo alla dismissione delle unità immobiliari residenziali dell'immobile di Toschi/Musei. In coerenza con le esigenze degli acquirenti, le vendite si stanno perfezionando dismettendo prevalentemente gli appartamenti nello stato di fatto senza opere di ristrutturazione.

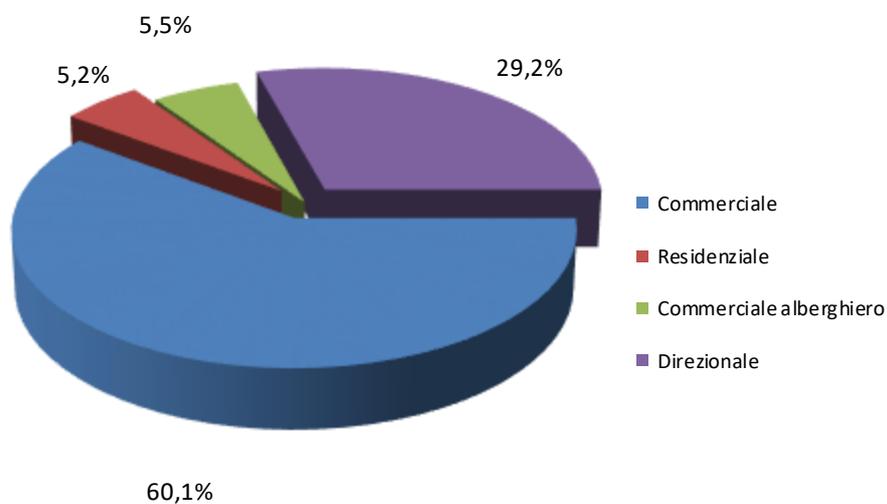
Per quanto riguarda le unità commerciali site in Reggello, ad oggi risultano regolarmente locate. Nel 2018 si è conclusa la realizzazione di altre tre nuove strutture che successivamente, alla fine dei lavori, sono state regolarmente messe a reddito. Si registrano inoltre diverse manifestazioni di interesse da parte di potenziali conduttori al fine di opzionare gli spazi commerciali nell'eventualità che vengano rilasciati dagli attuali *tenant*.

L'immobile sito a Milano in via Mecenate, interamente locato, ha una superficie complessiva di circa 4.900 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.

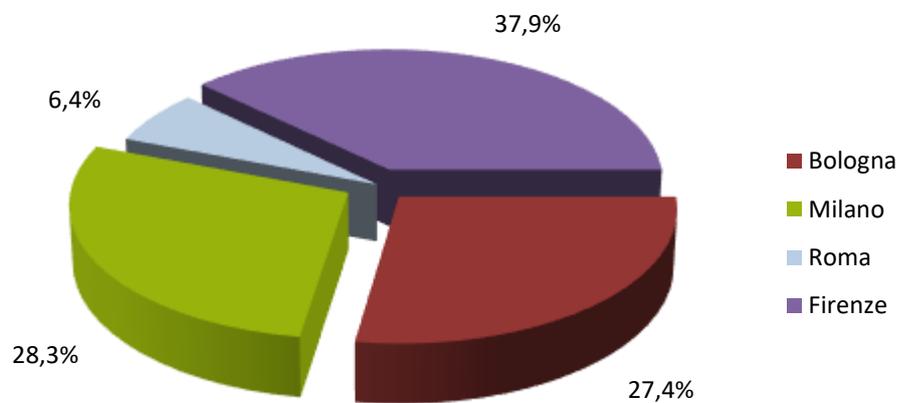
L'immobile di Via Sicilia, sito nel centro di Roma, si compone di sette piani fuori terra, con destinazione d'uso uffici ed è interamente locato all'Agenzia del Demanio.

La ripartizione del patrimonio immobiliare al 31 dicembre 2018 per destinazione d'uso e per localizzazione geografica risulta dai seguenti grafici.

Destinazione d'uso



Localizzazione geografica



Come si evince dal grafico relativo alla localizzazione geografica, l'asset allocation (concentrazione geografica) su Roma/Milano è pari complessivamente al 34,7%, (16,2% al 31 dicembre 2017), non ancora in linea con quanto previsto dal Regolamento (art. 10).

Il mancato rispetto di tale limite, è determinato dalla difficoltà della SGR, nonostante la costante ricerca di opportunità nelle suddette location, di individuare immobili con rendimenti adeguati, considerando il significativo ribasso dei rendimenti registrato nel mercato.

Si evidenzia che, per risolvere tale situazione, sono in corso le attività volte alla finalizzazione di ulteriori investimenti nelle due città menzionate da realizzarsi nel minor tempo possibile ai fini del rispetto del limite di concentrazione geografica; si rimanda al paragrafo e) linee strategiche future, per approfondimenti in merito alle attività di *scouting* svolte dalla SGR.

d) Le vendite

Nel corso del 2018 è proseguita l'attività di vendita delle unità residenziali degli immobili siti in Bologna.

Si ricorda che le unità dell'immobile di Toschi/Musei sono soggette a vincolo di interesse culturale ai sensi dell'art. 13 del Decreto Legislativo 42/2004 - Codice dei Beni Culturali e del Paesaggio - e pertanto tutti i rogiti sono sottoposti alla condizione sospensiva costituita dal mancato esercizio, da parte del Ministero dei Beni e delle Attività Culturali, del diritto di prelazione disciplinato dagli artt. 60 e 61 del predetto Decreto legislativo 42/2004 nei termini di legge. Pertanto una volta avverata la condizione sospensiva, si procede alla stipula dell'atto notarile ricognitivo del medesimo avveramento (l'"Atto di Avveramento").

Con riferimento alla porzione residenziale dell'immobile di via de' Musei a Bologna, si evidenzia che su un totale di 16 unità, al 31 dicembre 2018 ne sono state rogiate 11 (atto di avveramento già stipulato) ed una unità risulta preliminarizzata.

Pertanto alla data del 31 dicembre 2018, per completare le vendite, resta da formalizzare il rogito di un appartamento oltre che procedere alla vendita di 3 unità ancora disponibili.

Con riferimento alla porzione residenziale di via de' Toschi a Bologna, si evidenzia che su un totale di 25 unità, al 31 dicembre 2018 ne sono state rogiate 15 di cui:

- Per 14 unità è già stato stipulato l'atto di avveramento alla data del 31 dicembre 2018;
- per 1 unità l'atto di avveramento è stato perfezionato successivamente al 31 dicembre 2018 ovvero in data 31 gennaio 2019.

Pertanto alla data del 31 dicembre 2018 resta da perfezionare la vendita di 10 unità di cui:

- 1 unità per la quale è già stata accettata la proposta di acquisto;
- 1 unità già preliminarizzata;
- 8 unità disponibili alla vendita.

e) Linee strategiche future

Il *business plan* ("BP") del FIA è stato sottoposto all'approvazione del Consiglio di Amministrazione di Torre SGR in data 28 febbraio 2019.

Il BP prevede che nell'arco temporale che va dal 2019 al 2022, da un lato, si proceda alla valorizzazione degli *asset* già presenti nel portafoglio del Fondo, dall'altro, si proceda ad ultimare la fase di acquisizione in modo da soddisfare il livello di *asset allocation* prevista dal regolamento. Nel dettaglio con riferimento agli immobili in portafoglio:

- a) per quanto riguarda la componente value added dell'asset di Bologna, Toschi/Musei, si proseguirà con le vendite frazionate degli appartamenti;
- 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;

- g) per quanto riguarda l'immobile di Milano, via Bagutta, la riqualificazione, la locazione, la valorizzazione e mantenimento dello stesso.

Focus sugli investimenti

Il BP prevede di attuare ulteriori investimenti concentrati prevalentemente nelle città di Roma e Milano per circa Euro 60 milioni; il tutto, con l'obiettivo di raggiungere un IRR del Fondo del 3,0%.

Uno dei possibili investimenti futuri, localizzato nel territorio del Comune di Roma, è attualmente in fase di negoziazione.

Finanziamento

Il BP prevede l'erogazione delle Tranche B e Tranche C del finanziamento per complessivi Euro 65.000.000 nel corso del 2019, al fine di finanziare, conformemente agli scopi del finanziamento stesso, il prezzo di acquisto dei nuovi investimenti e le capex necessarie alla riconversione dell'immobile di via Bagutta, entro il periodo di disponibilità delle stesse ovvero il 31 dicembre 2019.

6. Eventi di particolare importanza per il FIA verificatisi nell'esercizio

a. Rimborso parziale pro quota e pagamento proventi

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.

Con riferimento ai proventi, regolata all'art. 16 del Regolamento del FIA, l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 registrava proventi distribuibili per Euro 3.702.740,01. Alla luce però del distribuibile negativo generato negli esercizi precedenti, il cumulato al 31 dicembre 2017 risultava pari ad **Euro 684.370,77**. Il Consiglio di Amministrazione della SGR, in data 26 febbraio 2018 ha stabilito di procedere all'intero pagamento di tali proventi nella misura quindi di Euro 11,851 per ciascuna quota in circolazione.

Il Consiglio di Amministrazione della SGR, in data 26 febbraio 2018 inoltre ha stabilito, sulla base della liquidità disponibile, delle previsioni dei flussi di cassa futuri e degli impegni assunti in occasione della vendita realizzate nel corso del 2017 al rimborso parziale pro quota per complessivi **Euro 1.500.010**.

Il rimborso parziale pro-quota per le n. 57.746,000 quote in circolazione ammonta ad **Euro 25,976**.

Ricavato lordo di vendita	Equity netto investito al 31.12.2017	% vendita al 31.12.2017	Equity rimborsato al 31.12.2017	Importo rimborsabile al 31.12.2017	Importo da rimborsare	% rimborsata	Residuo da rimborsare
Anno 2017 - Vendita unità immobiliari - Via Musei							
2.860.000,00	6.410.480,44	49,9%	748.924	2.448.989	848.610	34,7%	1.600.380
Anno 2017 - Vendita unità immobiliari - Via Toschi/Marchesana							
2.590.000,00	8.829.300,65	42,7%	1.890.027	1.879.866	651.400	34,7%	1.228.466
TOTALE RIMBORSO - DISINVESTIMENTI IMMOBILIARI				4.328.855	1.500.010	34,7%	2.828.845
VALORE PER QUOTA					25,976		

b. *Financing*

Al fine di poter proseguire con le attività di acquisizione di nuovi immobili e completare l'*asset allocation* strategica relativamente al FIA la SGR si è attivata per reperire sul mercato le risorse finanziarie necessarie per effettuare i nuovi investimenti ed ha stipulato in data 12 dicembre 2018 con MPS Capital Services Banca per le imprese S.P.A ("MPS") un contratto di finanziamento per complessivi Euro 85.000.000.

In data 17 maggio 2018, il Consiglio (subordinatamente al parere del Comitato Consultivo e con il voto favorevole dell'Amministratore Indipendente, atteso che MPS risultava essere un soggetto rilevante ai sensi della *Conflict Policy*), ha deliberato di approvare la prosecuzione delle negoziazioni con MPS al fine di ottenere un *termsheet binding* avente ad oggetto un finanziamento pari ad un massimo di Euro 85 milioni (il "*Termsheet*"). Il Comitato Consultivo, in data 21 maggio 2018, ha reso parere favorevole in merito alla predetta operazione di finanziamento.

Dando seguito alla delibera del Consiglio di Amministrazione, in data 31 maggio 2018, la SGR ha sottoscritto il *Termsheet* per conto del Fondo e, nell'assunto di procedere con la prima acquisizione da finanziare entro il mese di giugno 2018, sono state avviate negoziazioni volte a definire le condizioni e i termini della disciplina contrattuale e gli altri documenti finanziari.

L'originaria struttura del finanziamento, prevedeva, nelle more della stipula del contratto principale ("Linea Senior"), la possibilità di chiudere (in tempi più brevi) un finanziamento cosiddetto "Linea Bridge" da Euro 25 milioni, funzionale alla realizzazione del primo investimento, che sarebbe poi stato rifinanziato attraverso una "Linea Senior" in un secondo momento.

Per effetto della dilatazione delle tempistiche relative all'effettuazione del primo investimento (poi venuto meno), la struttura del finanziamento originariamente prevista ha subito delle modifiche, la SGR ha infatti deciso di procedere direttamente alla stipula della Linea Senior bypassando la fase intermedia del ricorso alla linea Bridge.

In data 12 dicembre 2018 la SGR ha pertanto stipulato per conto del FIA il contratto di finanziamento sopra descritto, di cui di seguito sono elencati i principali elementi:

- Scopo finanziamento:

importo massimo pari al minore tra (i) Euro 85.000.000 e (ii) il 45% del Valore di Libero Mercato degli Immobili (esclusa la componente residenziale), suddivisa in tre tranches:

- Tranche A: di importo fino ad Euro 20.000.000, finalizzata a finanziare una porzione del prezzo di acquisto dell'immobile di Milano, sito in via Bagutta, i *closing costs* e l'imposta sostitutiva relativa al primo utilizzo del Finanziamento;
- Tranche B: di importo fino ad Euro 49.300.000, finalizzata a finanziare l'acquisto degli ulteriori nuovi immobili e l'imposta sostitutiva relativa a ciascuna utilizzazione della Tranche B, suddivisa in due porzioni, una prima parte di

ammontare pari a Euro 30.000.000 e una seconda parte di ammontare pari a Euro 19.300.000 rispettivamente, erogabili al soddisfacimento di determinate condizioni sospensive.

- Tranche C: di importo fino a Euro 15.700.000, finalizzata a ripristinare la disponibilità di cassa del Fondo utilizzata parzialmente per acquistare l'immobile di Via Bagutta, nonché finanziare le capex per la ristrutturazione/ricomposizione, anche parziale, di tale immobile, il pagamento delle *Upfront fee* e l'imposta sostitutiva relativa a ciascuna utilizzazione della Tranche C. Tale Tranche è suddivisa in due porzioni, una parte di ammontare pari a Euro 7.700.000 liberamente erogabile anche attraverso diversi utilizzi ed una seconda parte di ammontare pari ad Euro 8.000.000 erogabile al soddisfacimento di determinate condizioni sospensive..
- Data Scadenza: Fino al 15 dicembre 2022 (la "Data di Scadenza Originaria"); ovvero, nel caso in cui il Beneficiario eserciti l'Opzione di Estensione del Finanziamento, fino a 15 dicembre 2024 (la "Data di Scadenza Prorogata").
- Periodo di Disponibilità:
 - con riferimento alla Tranche A fino al 31 gennaio 2019;
 - con riferimento alla Tranche B ed alla Tranche C, fino al 31 dicembre 2019.
- Extension option 2 anni, nel rispetto di determinate condizioni tra cui:
 - nessun Evento Rilevante;
 - LTV < 45%;
 - estensione durata Fondo e copertura Hedging;
 - rispetto ratios;
 - pagamento di una commissione di estensione pari 15 bps del finanziamento erogato e non ancora rimborsato a tale data.
- Covenant finanziari: per tutta la durata del finanziamento, il Fondo si impegna a mantenere:
 - LTV < 50%;
 - DYR (storico e prospettivo a 12 mesi) > 8%;
 - DSCR (storico e prospettivo a 12 mesi) > 1,3.

Contestualmente alla stipula del contratto di finanziamento, in data 12 dicembre 2018, è avvenuta l'erogazione integrale della Tranche A pari a Euro 20.000.000 utilizzata per finanziare in parte l'acquisto dell'immobile di Via Bagutta a Milano.

Si rimanda al paragrafo 9. "Operatività posta in essere su strumenti finanziari e derivati" per dettagli in merito alla strategia di Hedging prevista nel contratto rifinanziamento.

c. Accertamento agenzia delle Entrate

Si segnala che il Settore Controlli dell'Ufficio Grandi Contribuenti della Direzione Regionale delle Entrate del Lazio, organo appartenente all'Agenzia delle Entrate, dal 9 ottobre 2018 al 21 dicembre 2018 ha condotto a carico di Torre SGR SPA una verifica fiscale per il periodo d'imposta 2016 ai fini IRES, IRAP, IVA e ritenute fiscali, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 52 del DPR 26 ottobre 1972 n. 633 e dell'articolo 33 del DPR 29 settembre 1973 n. 600. Al termine della suddetta verifica, in data 21 dicembre 2018, è stato redatto e notificato alla Società un Processo Verbale di Constatazione (di seguito il "PVC").

Nel PVC è stata contestata una presunta parziale indebita detrazione dell'IVA (ai sensi dell'articolo 19 del DPR 633/72), per l'importo di Euro 4.654.540 oltre eventuali sanzioni previste dalla normativa applicabile, riguardante l'acquisto del Centro Commerciale di Reggello, effettuata nel 2016 dal Fondo di investimento immobiliare Opportunità Italia - OPI.

Tale rilievo risulta collegato a due Avvisi di rettifica e liquidazione, ai fini dell'imposta di registro, notificati il 9 febbraio 2018 dall'Agenzia delle Entrate di Firenze alla società venditrici ed alla società acquirente dei rami di azienda operanti in tale Centro

Commerciale, Tmall RE Srl, interamente posseduta da OPI, per i quali è stato instaurato un contenzioso tributario presso la Commissione Tributaria Provinciale di Firenze, il cui esito non è ancora noto.

Torre SGR SPA ha prontamente analizzato le argomentazioni contenute nel PVC con il supporto dei propri consulenti fiscali e ritiene che vi siano fondati argomenti difensivi idonei a dimostrare la correttezza del proprio operato, sia in relazione ai rilievi contenuti nel PVC che anche in relazione alla posizione della società Tmall RE Srl.

Pertanto, considerato lo stadio assolutamente iniziale della controversia, l'assenza di un avviso di accertamento e fondati argomenti difensivi, si ritiene che al momento non sussistano i presupposti per effettuare un accantonamento ad un fondo per rischi, stante l'assoluta impossibilità di effettuare una stima attendibile di questa passività potenziale, considerate le incertezze relative all'ammontare e al momento di sopravvenienza di un eventuale esborso.

7. Il patrimonio immobiliare e le partecipazioni in società immobiliari

Il patrimonio immobiliare alla data del 31 dicembre 2018 ammonta ad Euro 158.680.000 (Euro 123.170.000 al 31 dicembre 2017). Il valore della partecipazione nella società TMall RE ammonta ad Euro 2.363.829.

Di seguito è riportata una tabella con l'evoluzione del Valore del Patrimonio Immobiliare dal 31 dicembre 2014 al 31 dicembre 2018 e il valore della partecipazione.

Valore del patrimonio immobiliare alla fine di ciascun esercizio²

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 31 dicembre 2017	123.170.000
Valutazione al 31 dicembre 2018	158.680.000

Partecipazioni in società immobiliari

Società	Valutazione al 31 dicembre 2018	Valutazione al 31 dicembre 2017
TMALL RE	2.363.829	2.543.229
Totale	2.363.829	2.543.229

² 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.

8. Rapporti intrattenuti nell'arco dell'esercizio con altre società del gruppo di appartenenza della SGR

Torre non fa parte di alcun gruppo industriale o finanziario. 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 ed è soggetta al controllo congiunto di Fortezza RE S.à r.l. e UniCredit sulla base di un patto parasociale tra le stesse.

Fortezza RE S.à r.l. risulta ad oggi partecipata da diverse limited partnership che costituiscono altrettanti "comparti" del Fondo Fortress Investment Fund III facente capo a Fortress Investment Group LLC ("Fortress").

In data 22 dicembre 2017, la SGR ha ricevuto la comunicazione Banca d'Italia n. 1512644/17 del 22/12/2017 avente ad oggetto: "Torre SGR. Acquisizione indiretta di una partecipazione di controllo da parte di *SoftBank Group Corp.* Trasmissione del provvedimento", con cui l'Autorità di Vigilanza ha comunicato il nulla osta a seguito dell'"istanza ai sensi dell'art. 15 del TUF, presentata da *SoftBank Group Corp* per l'acquisizione indiretta di una partecipazione di controllo in Torre SGR S.p.A.

9. Operatività posta in essere su strumenti finanziari e derivati

Il contratto di finanziamento, stipulato in data 12 dicembre 2018 come rappresentato nel paragrafo 6 b) a cui si rimanda per dettagli, prevede la mitigazione del rischio di fluttuazione dei tassi di interesse, mediante la sottoscrizione di contratti derivati.

In base a quanto concordato nella Strategia di Hedging, la SGR per conto del FIA si impegna affinché il nozionale del finanziamento sia almeno pari al 70% dell'importo finanziato per tutta la durata del finanziamento, con eccezione della Tranche A il cui nozionale sarà pari al 100% dell'importo erogato.

La SGR per conto del Fondo, pertanto, al fine di coprire il rischio di fluttuazione dei tassi, procederà alla sottoscrizione di diversi contratti di derivati in funzione alle erogazioni delle varie tranches del finanziamento.

Per quanto sopra rappresentato, in data 23 gennaio 2019 la SGR ha sottoscritto per conto del FIA un contratto di *Interest Rate Swap Plain vanilla* con MPS Capital Services Banca per le imprese S.p.A. che prevede la copertura del nozionale al 100% del debito al 31 dicembre 2018 pari ad Euro 20.000.000.

I principali termini e condizioni sono i seguenti:

- Tasso annuo IRS: 0,19%
- Data effettiva: 30 giugno 2019 (fino a tale data, il tasso di interesse sarà rappresentato dall'EURIBOR 6M)
- Nozionale: 100% della tranche A (Euro 20.000.000)

Si evidenzia che alla luce delle disposizioni introdotte con Regolamento delegato (UE) 2016/2251 della Commissione del 04/10/2016 che integra il Regolamento EMIR, tra le tecniche di mitigazione del rischio per derivati OTC non standardizzati è stato introdotto l'obbligo di collateralizzazione del derivato OTC ad implementazione dell'art. 11 del Regolamento EMIR. Pertanto, a tal fine, la SGR per conto del Fondo ha concluso altresì un accordo denominato Credit Support Annex for Variation Margin ("CSA"). Ai sensi del CSA è prevista la creazione di un collaterale di cassa nel caso in cui il MTM del derivato dovesse superare un importo, concordato tra le parti, pari a 500 mila Euro.

10. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Non ci sono eventi di rilievo da segnalare avvenuti dopo il 31 dicembre 2018, oltre quelli già eventualmente 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 dalla relazione annuale di gestione del FIA ovvero dal documento contabile appositamente redatto dalla Società di Gestione*”. I Proventi sono distribuiti, di norma con cadenza annuale, ed 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.

Con riferimento ai proventi, regolata all'art. 16 del Regolamento del FIA, l'esercizio in esame registra proventi distribuibili per Euro 1.197.384. Di seguito una tabella riepilogativa:

Proventi anno 2018	
Utile/Perdita del periodo	4.091.016
Minusvalenze non realizzate su immobili	1.385.882
Plusvalenze non realizzate su immobili	(4.877.261)
Minus/Plus nette da valutazione realizzate	597.747
Totale 2018	1.197.384
Residuo proventi anni precedenti non distribuiti	684.371
Proventi distribuiti nel 2018	(684.371)
Provento massimo distribuibile 100%	1.197.384

Il Consiglio di Amministrazione della SGR, in data 28 febbraio 2019 in coerenza con il regolamento del FIA, e in linea con il Business Plan approvato, ha deliberato di distribuire proventi per un importo pari a euro **1.197.384**.

Il pagamento dei proventi per le n. 57.746,000 quote in circolazione ammonta ad **Euro 20,735**.

Con riferimento ai rimborsi parziali pro quota ai sensi dell'art. 28 “*la Società di Gestione può avvalersi della facoltà di effettuare, nell'interesse dei Partecipanti, rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti. In tal caso la Società di Gestione deve informare il mercato e i Partecipanti, mediante avviso pubblicato ai sensi del paragrafo 6.3, in merito ai disinvestimenti effettuati*”.

Il Consiglio di Amministrazione della SGR, in data 28 febbraio 2019 inoltre ha stabilito, sulla base della liquidità disponibile, delle previsioni dei flussi di cassa futuri e degli impegni assunti in occasione della vendita realizzate nel corso del 2018 al rimborso parziale pro quota per complessivi **Euro 2.580.670**.

Il rimborso parziale pro-quota per le n. 57.746,000 quote in circolazione ammonta ad **Euro 44,690**.

Ricavato lordo di vendita	Equity netto investito al 31.12.2018	% vendita al 31.12.2018	Equity rimborsato al 31.12.2018	Importo rimborsabile al 31.12.2018	Importo da rimborsare	% rimborsata	Residuo da rimborsare
Anno 2018 - Vendita unità immobiliari - Via Musei							
1.489.500,00	6.410.480,44	71,4%	1.597.534	2.980.766	1.511.044	50,7%	1.469.722
Anno 2018 - Vendita unità immobiliari - Via Toschi/Marchesana							
1.493.000,00	8.829.300,65	52,7%	2.541.427	2.110.001	1.069.626	50,7%	1.040.375
Totale Rimborso - Investimenti Immobiliari				5.090.767	2.580.670	50,7%	2.510.097
Valore per quota					44,690		

12. 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. 69 pagine, oltre all'estratto della Relazione di stima degli Esperti Indipendenti.

Per il Consiglio di Amministrazione

L'Amministratore Delegato

Michele Stella

Roma, 28 febbraio 2019

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: 4.168 mq
Data di acquisto	30 luglio 2014
Venditore	Ciosso S.r.l.
Prezzo di acquisto	Euro 19.200.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.
Valutazione al 31.12.2017	Euro 17.170.000
Valutazione al 31.12.2018	Euro 16.185.000
Conduttori	Multitenant
Canone Complessivo	Euro 840.148

Aggiornamento

Proseguono le attività di promozione e commercializzazione per la vendita frazionata delle unità immobiliari della parte residenziale. La variazione di valore è riconducibile principalmente alle vendite avvenute nel corso dell'esercizio.

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 6.870 mq
Data di acquisto	30 luglio 2014
Venditore	Ciosso S.r.l.
Prezzo di acquisto	Euro 21.800.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione
Valutazione al 31.12.2017	Euro 21.950.000
Valutazione al 31.12.2018	Euro 20.725.000
Conduttori	Multitenant
Canone Complessivo	Euro 921.808

Aggiornamento

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

La variazione di valore è riconducibile principalmente alle vendite avvenute nel corso dell'esercizio.

Immobile sito 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: 2.180 mq

Data di acquisto

8 maggio 2015

Venditore

Panam S.r.l.

Prezzo di acquisto

Euro 11.000.000

Valutazione al 31.12.2017

Euro 10.950.000

Valutazione al 31.12.2018**Euro 10.200.000****Conduttori**

Agenzia del Demanio – in utilizzo alla DIA (Direzione Investigativa Antimafia)

Canone Complessivo

Euro 664.504

Aggiornamento

Non sono intercorsi nell'esercizio 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: 669 mq
Data di acquisto	26 giugno 2015
Venditore	Ratti S.r.l.
Prezzo di acquisto	Euro 6.000.000
Valutazione al 31.12.2017	Euro 6.450.000
Valutazione al 31.12.2018	Euro 6.600.000
Conduttori	Clavature 15 S.r.l.
Canone Complessivo	Euro 365.040

Aggiornamento

Non sono intercorsi nell'esercizio particolari aggiornamenti da evidenziare.

Complesso Immobiliare 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: 3.029 mq
Data di acquisto	3 febbraio 2016
Venditore	Mall RE Invest S.r.l
Prezzo di acquisto	Euro 34.146.740
Valutazione al 31.12.2017	Euro 35.650.000
Valutazione al 31.12.2018	Euro 36.770.000
Conduttori	TMall RE S.r.l.
Canone Complessivo	Euro 2.031.622

Aggiornamento

Nel 2018 sono state sviluppate tre nuove unità commerciali indipendenti derivanti da cubatura edificabile residua relativa all'area sita in via Panciatichi.

Complesso immobiliare 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: 3.247 mq
Data di acquisto	3 febbraio 2016
Venditore	The Castle S.r.l.
Prezzo di acquisto	Euro 20.610.260
Valutazione al 31.12.2017	Euro 22.050.000
Valutazione al 31.12.2018	Euro 23.300.000
Conduttori	TMall RE S.r.l.
Canone Complessivo	Euro 1.280.937

Aggiornamento

Non sono intercorsi nell'esercizio particolari aggiornamenti da evidenziare.

Immobile sito 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 commerciale ad uso alberghiero

Consistenza

Superficie Lorda: 4.829 mq

Data di acquisto

31 maggio 2017

Venditore

Star 89 S.r.l.

Prezzo di acquisto

Euro 8.300.000

Valutazione al 31.12.2017

Euro 8.950.000

Valutazione al 31.12.2018**Euro 8.750.000****Conduttori**

Star Gestioni S.r.l.

Canone Complessivo

Euro 461.840

Aggiornamento

Non sono intercorsi nel periodo particolari aggiornamenti da evidenziare.

Immobile sito nel centro di Milano**Via Bagutta 20****Localizzazione**

L'immobile oggetto di stima è situato nel centro di Milano in via Bagutta 20, all'interno della prestigiosa area commerciale del Quadrilatero della Moda ed in prossimità di Piazza San Babila. L'immobile si trova inoltre a breve distanza da Corso Venezia, una delle principali vie di accesso al centro, ed a poche centinaia di metri dal Duomo.

Descrizione

L'immobile si sviluppa su sette piani fuori terra, con annessi due piani interrati. L'attuale destinazione è integralmente terziaria, con ipotesi di parziale riconversione in retail delle porzioni inferiori.

Anno di costruzione

1949

Tipologia

Destinazione terziaria

Consistenza

Superficie Lorda: 3.037 mq

Data di acquisto

12 dicembre 2018

Venditore

Castello SGR

Prezzo di acquisto

€ 34.000.000

Valutazione al 31.12.2018**€ 36.150.000****Conduttori**

Vacant

Canone Complessivo

Vacant

Aggiornamento

Non sono intercorsi particolari aggiornamenti da evidenziare dalla data di acquisto alla data di chiusura dell'esercizio.

Relazione annuale di gestione del FIA Immobiliare di tipo chiuso
FONDO OPPORTUNITA' ITALIA AL 31.12.2018

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 31/12/2018		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati	2.363.829	1,36%	2.543.229	1,68%
A1. Partecipazioni di controllo	2.363.829	1,36%	2.543.229	1,68%
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR				
Strumenti finanziari quotati	-	-	-	-
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
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	158.680.000	91,33%	123.170.000	81,59%
B1. Immobili dati in locazione	122.530.000	70,52%	123.170.000	81,59%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili	36.150.000	20,81%	-	-
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 LIQUIDITÀ	11.222.612	6,46%	23.441.348	15,53%
F1. Liquidità disponibile	11.222.612	6,46%	23.441.348	15,53%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITÀ	1.480.752	0,85%	1.797.865	1,20%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	40.077	0,02%	70.161	0,05%
G3. Risparmio di imposta	93.251	0,05%	74.087	0,05%
G4. Altre	33.561	0,02%	31.626	0,03%
G5. Crediti verso Locatari*	1.313.863	0,76%	1.621.991	1,07%
G5.A Crediti lordi	1.437.674	0,83%	1.621.991	1,07%
G5.B Fondo svalutazione crediti	(123.811)	-0,07%	-	0,00%
TOTALE ATTIVITÀ	173.747.193	100,00%	150.952.442	100,00%

(*) Al 31 dicembre 2017 è stata effettuata una riclassifica da G4 a G5 per omogeneità di confronto con l'esercizio corrente

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 31/12/2018	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	20.000.000	-
H1. Finanziamenti ipotecari	20.000.000	
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 PASSIVITÀ	2.327.077	1.438.961
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	385.266	256.969
M2. Debiti di imposta	95.796	11.357
M3. Ratei e risconti passivi	948.375	27.116
M4. Altre	897.640	1.143.519
TOTALE PASSIVITÀ	22.327.077	1.438.961
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	151.420.116	149.513.481
Numero delle quote in circolazione	57.746,000	57.746,000
Valore unitario delle quote	2.622,175	2.589,157
Rimborsi e proventi distribuiti per quota**	83,526	45,699

(**) trattasi dei rimborsi e proventi distribuiti per quota dall'avvio dell'operatività del FIA

IMPORTI DA RICHIAMARE - RIMBORSI EFFETTUATI

	31/12/18	31/12/17
Importi da richiamare		
Valore unitario da richiamare		
Rimborsi effettuati	4.138.961	2.638.951
Valore unitario delle quote rimborsate	71,675	45,699

**Relazione annuale di gestione del FIA Immobiliare di tipo chiuso
FONDO OPPORTUNITA' ITALIA AL 31.12.2018**

SEZIONE REDDITUALE

	Relazione al 31/12/2018		Relazione dell'esercizio precedente	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati		(179.400)		(91.685)
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 dividendi e altri proventi			-	
A1.2 utili/perdite da realizzi			(91.685)	
A1.3 plus/minusvalenze	(179.400)			
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		-		(211.644)
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili/perdite da realizzi			(211.644)	
A3.3 plus/minusvalenze				
Strumenti finanziari derivati		-		-
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura			-	
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari		(179.400)		(303.329)
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	6.607.898		6.318.314	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	177.586		1.103.651	
B3. PLUS/MINUSVALENZE	3.491.379		2.270.389	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	(1.075.479)		(572.689)	
B5. AMMORTAMENTI	-		-	
B6. IMU, TASI E ALTRE IMPOSTE INDIRETTE	(899.459)		(353.288)	
Risultato gestione beni immobili		8.301.925		8.766.377
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		8.122.525		8.463.048

	Relazione al 31/12/2018		Relazione dell'esercizio precedente	
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. LIQUIDITÀ				
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		8.122.525		8.463.048
H. ONERI FINANZIARI		(1.058.357)		-
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	(29.611)			
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	(1.028.746)			
Risultato netto della gestione caratteristica		7.064.168		8.463.048
I. ONERI DI GESTIONE		(2.682.631)		(2.475.543)
I1. Provvigione di gestione SGR	(2.073.264)		(2.103.050)	
I2. Costo per il calcolo del valore della quota	(35.140)		(35.645)	
I3. Commissioni depositario	(36.140)		(36.645)	
I4. Oneri per esperti indipendenti	(22.150)		(28.250)	
I5. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	(9.412)		(37.395)	
I6. Altri oneri di gestione*	(458.864)		(196.231)	
I7. Spese di quotazione*	(47.661)		(38.327)	
L. ALTRI RICAVI ED ONERI		(290.521)		(186.867)
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	745		-	
L2. Altri ricavi	25.854		678	
L3. Altri oneri*	(317.120)		(187.545)	
Risultato della gestione prima delle imposte		4.091.016		5.800.638
M. IMPOSTE		-		-
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte				
Utile/perdita dell'esercizio		4.091.016		5.800.638

(*) Al 31 dicembre 2017 è stata effettuata una riclassifica tra le voci I6 e I7, una riclassifica tra I6 e L3 per omogeneità di confronto con l'esercizio corrente

NOTA INTEGRATIVA**INDICE****PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA****PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO**

Sezione I	Criteri di valutazione
Sezione II	Le attività
Sezione III	Le passività
Sezione IV	Il valore complessivo netto
Sezione V	Altri dati patrimoniali

PARTE C - IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

Sezione I	Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari
Sezione II	Beni immobili
Sezione III	Crediti
Sezione IV	Depositi bancari
Sezione V	Altri beni
Sezione VI	Altre operazioni di gestione e oneri finanziari
Sezione VII	Oneri di gestione
Sezione VIII	Altri ricavi e oneri
Sezione IX	Imposte

PARTE D - ALTRE INFORMAZIONI

La relazione annuale di gestione al 31 dicembre 2018 (di seguito la "**Relazione**") del FIA immobiliare chiuso Opportunità Italia (di seguito il "**FIA**" o "**OPI**"), istituito e gestito da Torre SGR S.p.A. ("**Torre SGR**" o "**SGR**") ed è redatta in osservanza di quanto disposto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e sue successive modifiche recante il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio".

La Relazione si compone della Situazione Patrimoniale, della Sezione Reddituale, della presente Nota Integrativa ed è corredata della Relazione degli amministratori. Sia il comparativo patrimoniale sia quello economico sono stati effettuati con i dati della relazione di gestione al 31 dicembre 2017.

Essa è redatta in unità di Euro, se non diversamente specificato.

In particolare, vengono utilizzate le cifre decimali per indicare il valore della quota ed i proventi di gestione pro-quota che possono essere posti in distribuzione.

Parte A – Andamento del valore della quota

1. Valore della quota

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

Data relazione	Valore complessivo netto del FIA	N° quote	Valore unitario quote
Avvio operatività 27/01/2014	144.365.000	57.746	2.500,000
31/12/2014	144.096.778	57.746	2.495,355
31/12/2015	141.431.234	57.746	2.449,195
31/12/2016	144.461.767	57.746	2.501,676
31/12/2017	149.513.481	57.746	2.589,157
31/12/2018	151.420.116	57.746	2.622,175

2. Principali eventi che hanno influito sul valore della quota nell'arco dell'esercizio

Il NAV da Euro 149.513.481 al 31 dicembre 2017 è passato ad Euro 151.420.116 al 31 dicembre 2018; tale aumento, pari ad Euro - 1.906.635, è l'effetto combinato del risultato positivo dell'esercizio pari ad Euro 4.091.016, al netto del rimborso parziale di *equity* effettuato il 14 marzo 2018 pari ad Euro 1.500.010 e al pagamento dei proventi distribuiti alla stessa data pari ad Euro 684.371.

NAV al 31/12/2017	149.513.481
Richiamo Impegni	
Rimborso parziale Pro quota	(1.500.010)
Distribuzione proventi	(684.371)
Risultato di esercizio	4.091.016
NAV al 31/12/2018	151.420.116

Per quanto riguarda le componenti che hanno determinato il risultato di esercizio, si evidenzia che la gestione degli strumenti finanziari ha avuto un impatto negativo pari ad Euro 179.400, la gestione corrente dei beni immobili ha generato un risultato positivo

per Euro 8.301.925, gli oneri finanziari sono risultati pari ad Euro 1.058.357, gli oneri di gestione sono risultati pari ad Euro 2.682.631, e gli altri oneri al netto degli altri ricavi ammontano ad Euro 290.521.

L'utile della gestione immobiliare è il risultato combinato dei canoni e altri proventi immobiliari per Euro 6.607.898, utili da realizzo per Euro 177.586, plusvalenze nette da valutazione per Euro 3.491.379 ed oneri immobiliari e imposte per complessivi Euro 1.974.938.

3. Fattori che hanno determinato il differente valore tra le diverse classi di quote

Alla data della Relazione le quote emesse sono relative ad un'unica classe.

4. Raffronto delle variazioni del valore della quota con l'andamento del benchmark nel corso dell'esercizio

Il regolamento del FIA prevede all'art. 16.1 b) una commissione variabile finale, spettante alla SGR al momento della liquidazione del FIA stesso. Alla data della Relazione non risulta maturato alcun importo da accantonare.

5. Illustrazione dell'andamento delle quotazioni di mercato nel corso dell'esercizio

Si rinvia al paragrafo 2 della relazione degli amministratori.

6. Ammontare complessivo ed unitario dei proventi posti in distribuzione

Le modalità di calcolo dei proventi di gestione distribuibili sono regolati dall'art. 15 del Regolamento del FIA. Per maggiori dettagli si rimanda a quanto indicato nel paragrafo 11 della Relazione degli Amministratori.

7. Emissioni e rimborsi di quote

Le modalità dei rimborsi parziali pro quota del FIA è disciplinato dall'art. 28 del Regolamento. Si rinvia a quanto descritto nella Relazione degli Amministratori al paragrafo 11.

8. Informazioni di natura qualitativa e quantitativa in ordine ai rischi assunti nell'esercizio

Torre SGR è dotata di una struttura organizzativa che prevede una Funzione di gestione del rischio autonoma ed indipendente, conformemente alla normativa vigente ed in particolare al Regolamento Congiunto Banca D'Italia - Consob del 29/10/2007, alla Direttiva 2011/61/UE, al Regolamento Delegato UE 231/2013 e Regolamento Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 19-01-2015 e successivi aggiornamenti.

In tale ottica la SGR ha implementato un sistema di Risk Management coerente con le attività svolte e si è dotata di policy, modelli e procedure specifiche per l'individuazione, la misurazione e la gestione dei rischi dei FIA gestiti, nonché il monitoraggio dei rischi ai quali la stessa SGR è esposta.

Più in particolare, la Risk policy prevede le seguenti principali attività:

- individua le tipologie di rischio specifiche di ciascun FIA (e.g. mercato, tasso di interesse, credito, liquidità) e della SGR (tra cui i rischi operativi);
- definisce le metodologie di stima e monitoraggio dei rischi identificati, curandone l'evoluzione;
- verifica nel continuo l'esposizione al rischio cui è soggetta la SGR e i FIA gestiti;
- monitora il rispetto del profilo di rischio e dei limiti di investimento imposti dalla normativa e dai regolamenti di gestione dei FIA;

- nel processo di investimento/disinvestimento immobiliare, analizza la conformità dell'operazione con le politiche di gestione nel rispetto dei limiti del FIA;
- partecipa al processo di pianificazione finanziaria dei FIA mediante la verifica della sostenibilità dei business plan, attuando prove di stress sulle variabili ritenute sensibili avuto riguardo alle caratteristiche del FIA.

In aggiunta a quanto descritto, si riportano nel seguito i principali fattori di rischio individuati per il FIA.

Rischio di mercato

Consiste nel rischio che il Valore Unitario della Quota del FIA subisca una diminuzione in seguito alle oscillazioni del valore degli attivi. Tale rischio è legato al concetto che le attività in cui investe il FIA sono esposte a fattori esterni, quali, a titolo non esaustivo, evoluzione macroeconomica nazionale ed internazionale, andamento dei valori e/o errate previsioni sullo sviluppo del mercato immobiliare, tipologia-caratteristiche dell'immobile e/o del progetto di sviluppo immobiliare e fattori legati a situazioni locali e all'assetto del territorio. Inoltre, tali fattori possono incrementare il proprio impatto per effetto di necessità contingenti, dettate anche da situazioni temporali, quali, a titolo non esaustivo, si cita la fase di liquidazione.

Nell'ambito del processo di pianificazione finanziaria dei FIA, la Funzione monitora il rischio di mercato mediante opportune analisi sui business plan dei FIA gestiti, attuando specifiche prove di stress in condizioni di mercato eccezionali.

Rischio di tasso di interesse

Rappresenta il rischio di variazione dei tassi d'interesse che può avere delle ripercussioni sui contratti di finanziamento (ove accesi) ed in particolare sugli interessi passivi e sui differenziali che il Fondo è tenuto a riconoscere agli istituti di credito. Al fine di minimizzare quest'ultimo rischio la SGR monitora l'andamento dei tassi di riferimento e valuta eventuali operazioni di copertura, decisa di volta in volta in base alle caratteristiche del finanziamento.

Rischio connesso all'utilizzo della leva finanziaria

Oltre al costante monitoraggio dei limiti regolamentari del FIA, in merito alla gestione finanziaria, la SGR monitora costantemente la leva finanziaria ed il grado di indebitamento dei singoli fondi, al fine di verificare il rispetto dei limiti di indebitamento previsti dalla normativa in vigore e dal regolamento di gestione.

Rischio di liquidità

Consiste nel rischio che il FIA non riesca a mantenere un livello di liquidità adeguato alle obbligazioni assunte, anche per effetto delle variazioni del mercato immobiliare, della stabilità dei ricavi, della liquidabilità degli asset, del prezzo o del valore delle attività e della loro sensibilità ad altri rischi o fattori di mercato.

La SGR monitora le poste liquide dei fondi e valuta la loro capacità prospettica di far fronte agli impieghi a breve, a medio e a lungo termine attraverso l'analisi dei documenti programmatici. Vengono inoltre effettuate prove di stress tenendo conto delle specificità del FIA e del contesto di riferimento.

Rischio di credito

Rappresenta il rischio che un debitore (in particolare un locatario) possa essere inadempiente, anche solo in parte, ai propri impegni contrattuali in essere nei confronti del FIA, generando inefficienze in termini di flussi di cassa (nel breve periodo) e di redditività (nel lungo). Inoltre, si può sostanziare nel rischio derivante dall'investimento della liquidità (es. partecipazioni) e sottostante la possibilità che una controparte finanziata (es. sottoscrittori o società partecipate) non adempia ai propri impegni programmati.

Al fine di minimizzare tale rischio la SGR valuta il grado di affidabilità dei conduttori e ha posto in essere procedure di monitoraggio del pagamento dei canoni ed effettua periodicamente analisi sui conduttori, ponendo attenzione ai principali casi di morosità. Se

ritenuto, può valutare di richiedere ai conduttori opportune garanzie e, qualora necessario, provvede a svalutare il credito sulla base delle informazioni disponibili in merito alla recuperabilità dello stesso.

Rischio di concentrazione

Rappresenta il rischio derivante da una esposizione in un numero ristretto di attività immobiliari appartenenti alla medesima area geografica (o allo stesso settore economico) o da una contenuta diversificazione di controparti conduttrici (in special modo se operano nello stesso settore economico o nella stessa area geografica).

Nell'ambito della gestione del FIA, la SGR monitora la concentrazione geografica e settoriale degli investimenti immobiliari e, se rilevante, delle controparti.

Rischio di valutazione

Il rischio relativo alla difficoltà di valutazione degli immobili in considerazione del fatto che non sussistono univoci criteri di generale accettazione per determinazione del valore corrente dei beni immobili e, nelle operazioni di investimento / disinvestimento o nelle fasi di liquidazioni, possono emergere differenze tra il prezzo convenuto ed il valore di bilancio.

La SGR si avvale di Esperti Indipendenti dotati di adeguate strutture organizzative e di elevati livelli di professionalità per ottenere una valutazione dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari. Inoltre, la struttura organizzativa è dotata di una specifica Funzione di Valutazione degli asset con l'obiettivo di effettuare un controllo (o "una valutazione") indipendente dei patrimoni immobiliari dei FIA gestiti in occasione della predisposizione delle periodiche relazioni di gestione e in ogni occasione che la valutazione sia prevista dalle norme.

Rischi operativi e legali

Risultano dalle attività legate all'operatività della SGR nella gestione del FIA e/o dalle attività legate alla gestione immobiliare e possono scaturire da fattori contingenti e/o specifici, quali, ad esempio, errori nelle procedure, inefficienze nei sistemi, errori umani o eventi esterni, compresi i rischi legali, normativi e ambientali.

Al fine di mitigare i rischi in esame, la SGR si è dotata di specifiche policy e procedure interne.

Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto

Sezione I - Criteri di valutazione

Criteri di valutazione

Nella redazione della Relazione sono stati applicati i principi contabili accettati per i fondi comuni d'investimento immobiliare chiusi, i prospetti contabili ed i criteri di valutazione previsti dal Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successivi aggiornamenti, con particolare riferimento ai principi generali di prudenza e sostanziale costanza nel tempo dei criteri utilizzati.

La Relazione di gestione è stata redatta nel presupposto della continuità gestionale del Fondo, prendendo a riferimento un arco temporale di almeno 12 mesi.

I criteri di valutazione sono di seguito riepilogati.

Partecipazioni di controllo in società immobiliari

Le partecipazioni di controllo in società immobiliari, sono iscritte al costo di acquisto inclusivo di eventuali oneri accessori e sono successivamente valutate ad un valore pari alla frazione di pertinenza del patrimonio netto rettificato della partecipata. Il patrimonio

netto è determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari risultanti dall'ultimo bilancio approvato della partecipata i criteri di valutazione previsti per la valutazione dei beni immobili direttamente di proprietà del FIA. Le altre poste attive e passive del bilancio della partecipata non sono di norma oggetto di nuova valutazione. Le eventuali rivalutazioni o svalutazioni dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari determinano una variazione del patrimonio netto contabile della partecipata. Tale variazione, rispetto al patrimonio netto contabile è considerata al netto degli eventuali effetti fiscali. Ai fini valutativi sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti dalla data di approvazione del bilancio della partecipata e la data di valutazione.

Beni immobili

Il valore degli immobili rispecchia le risultanze della relazione di stima redatta dagli Esperti Indipendenti ai sensi dell'art. 16, Titolo VI, del D.M. 05 marzo 2015, n.30, nonché di quanto previsto al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafi 2 ("Criteri di valutazione") e 4 ("Esperti Indipendenti") del Provvedimento.

Ciascun bene immobile detenuto dal FIA 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 nella relazione annuale di gestione del FIA.

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, condurre le trattative e definire le condizioni del contratto;
- i termini dell'operazione riflettano le condizioni esistenti nel mercato immobiliare del luogo in cui il cespite è ubicato al momento della valutazione;
- l'acquirente non abbia per l'operazione uno specifico interesse legato a fattori non economicamente rilevanti per il mercato.

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

1. ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e 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 rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;

3. sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno. Per gli immobili dati in locazione con facoltà di acquisto, il valore corrente è determinato, per la durata del contratto, attualizzando i canoni di locazione ed 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.

In merito alla metodologia e ai criteri di valutazione utilizzati da parte dell'esperto indipendente del FIA e approvati dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 28 febbraio 2019, si evidenzia che gli immobili detenuti sono stati valutati tramite metodi e principi comunemente adottati dalle best practices di settore. Più in dettaglio, sono stati utilizzati i seguenti criteri di valutazione:

- Market Comparison Approach (Sintetico Comparativo): la stima del cespite è effettuata mediante comparazione con immobili recentemente compravenduti o attualmente in vendita – comparabili sotto il profilo tipologico, edilizio e posizionale – a cui vengono applicate rettifiche ritenute adeguate in relazione alle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene oggetto di valutazione ed ad ogni altro fattore ritenuto pertinente.
- Metodo finanziario – reddituale (DCF): tale criterio estimativo si basa sui flussi di cassa netti generabili entro un periodo di tempo, in quanto l'assunto alla base dell'approccio reddituale consiste nel fatto che un acquirente razionale non è disposto a pagare per l'acquisto del bene un costo superiore al valore attuale dei benefici che il bene sarà in grado di produrre in futuro. Il valore del cespite, quindi, è funzione dei benefici economici che verranno da questo generati.

Si rinvia a quanto esposto nell'estratto della valutazione di stima allegato alla Relazione per informazioni di dettaglio sui singoli immobili.

Rispetto alla valutazione al 31 dicembre 2017 non si sono rilevati cambiamenti nell'utilizzo dei metodi valutativi adottati dall'Esperto Indipendente del FIA.

Liquidità

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

Altre attività

Le altre attività sono state valutate in base al presumibile valore di realizzo.

I ratei e risconti attivi sono stati contabilizzati per garantire il rispetto del criterio della competenza temporale nella rilevazione delle poste di Conto Economico.

Altre passività

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

Costi e Ricavi

I costi e i ricavi sono contabilizzati in base al principio della competenza economica, dell'inerenza all'attività svolta dal FIA ed in base alle norme stabilite dal Regolamento del FIA.

Sezione II – Le attività

Nella tabella seguente si riporta la struttura dell'Attivo rappresentata per tipologia di investimento, posta a confronto con quella al 31 dicembre 2017.

ATTIVITA'	31/12/2018	IN PERCENTUALE (%)	31/12/2017	IN PERCENTUALE (%)
A.STRUMENTI FINANZIARI	2.363.829	1,36%	2.543.229	1,68%
B.IMMOBILI E DIRITTI REALI	158.680.000	91,33%	123.170.000	81,59%
F.POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	11.222.612	6,46%	23.441.348	15,53%
G.ALTRA ATTIVITA'	1.480.752	0,85%	1.797.865	1,20%
TOTALE ATTIVITA'	173.747.193	100,00%	150.952.442	100,00%

Per quanto riguarda le indicazioni sulla ripartizione degli investimenti immobiliari del FIA (asset allocation per destinazione d'uso degli immobili e per aree geografiche), si rinvia a quanto riportato al paragrafo 5 della Relazione degli Amministratori.

II.1 Strumenti finanziari non quotati

A1. Partecipazioni di controllo

A1.1 Tmall RE S.r.l.

Il FIA detiene l'intero capitale sociale della società Tmall RE S.r.l.; la partecipazione è detenuta da OPI dalla data di costituzione della stessa, come da rogito notarile redatto dall'Avv. Rita Abbate in data 27 gennaio 2016. La società ha sede legale in Milano Piazzale Cadorna 6. L'attività sociale consiste nell'acquisto, nella vendita, nella locazione di immobili con destinazione commerciale, gestione di aziende commerciali e di strutture ricettive, sia in forma diretta che indiretta, per tramite di contratti di affitto di azienda o rami d'azienda, attività di costruzione, valorizzazione, acquisto, alienazione e di gestione di immobili e/o diretti immobiliari reali. La società inoltre, nei limiti previsti dalle vigenti disposizioni di legge, può compiere operazioni commerciali, mobiliari, immobiliari e finanziarie aventi pertinenza con l'oggetto sociale, nonché svolgere ogni altra attività strumentale che sia utile al raggiungimento degli scopi sociali.

Si forniscono le informazioni relative alla sopracitata partecipazione.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del FIA	quantità	% del totale titoli emessi	costo di acquisto (*)	valore alla data della relazione	valore alla data della relazione precedente
1) titoli di capitale con diritto di voto	100.000	100%	2.650.000	2.363.829	2.543.229
2) titoli di capitale senza diritto di voto	-	-	-	-	-
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente	-	-	-	-	-
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente	-	-	-	-	-
5) altri strumenti finanziari	-	-	-	-	-

(*) Include anche i versamenti in conto capitale

Il valore della partecipazione alla data della Relazione è determinato sulla base del valore del patrimonio netto della Tmall RE S.r.l. alla data del 31 dicembre 2018.

B) Dati di bilancio di Tmall RE S.r.l.

In data 21 febbraio 2019 il Consiglio di Amministrazione di Tmall RE ha approvato il progetto di bilancio annuale al 31 dicembre 2018, nel quale si evidenzia una perdita di Euro 179.398 principalmente attribuibile all'accantonamento per svalutazione crediti.

DATI PATRIMONIALI	Ultimo Esercizio 31/12/2018	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) totale attività	4.033.871	4.023.407	2.356.842
2) partecipazioni			
3) immobili			
4) indebitamento a breve termine	1.670.042	1.480.178	271.928
5) indebitamento a medio lungo termine			
6) patrimonio netto	2.363.829	2.543.229	2.084.914

DATI REDDITUALI	Ultimo Esercizio 31/12/2018	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente
1) fatturato (*)	4.316.570	4.081.095	3.313.916
2) margine operativo lordo	57.838	(40.250)	35.102
3) risultato operativo	(237.418)	(132.676)	(48.595)
4) saldo proventi/oneri finanziari	8	14	(9)
5) saldo proventi/oneri straordinari			
6) risultato prima delle imposte	(237.410)	(132.662)	(48.604)
7) imposte sul reddito d'esercizio	(58.012)	(40.977)	(33.517)
8) utile (perdita) netto	(179.398)	(91.685)	(15.087)
9) ammortamenti dell'esercizio	(295.256)	(92.426)	(83.697)

(*) Si fa riferimento al valore della produzione

C) Criteria di valutazione

In riferimento ai criteri e parametri utilizzati per la valutazione si rimanda a quanto descritto nella Sezione I – “Criteria di valutazione”.

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti immobiliari detenuti

Tmall RE non è proprietaria di beni immobili e diritti reali immobiliari. La società è titolare di licenze commerciali per la gestione del centro commerciale.

II.2 Strumenti finanziari quotati

Alla data del 31 dicembre 2018 il FIA non detiene strumenti finanziari quotati.

II.3 Strumenti finanziari derivati

Alla data del 31 dicembre 2018 il FIA non detiene strumenti finanziari derivati.

II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Si fa presente che nella sottovoce B1 “Immobili dati in locazione” è stato allocato il valore degli immobili del FIA, che comprende anche il valore della porzione residenziale destinati alla vendita degli immobili siti in Bologna che per prevalenza sono stati inseriti in tale sottovoce.

Nella sottovoce B3 “Altri immobili” è stato allocato il valore dell’immobile di Via Bagutta al 31 dicembre 2018 non locato.

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

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superfici e lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico	Ipoteche (**)	Ulteriori informazioni
					Canone €/m ² (*)	Tipo di contratto	Scadenza contratto	Locatario			
1	Bologna - Immobile Via de' Musei (Palazzo Salimbeni)	Commerciale	1926	2.027	414,5 €/ m ²	Affitto multitenant	Varie	Multitenant	19.200.000	1.941.157	-
2	Bologna - Immobile Via de' Toschi (Palazzo Mainetti Sanmarchi)	Commerciale	1926	2.201	418,8 €/ m ²	Affitto multitenant	Varie	Multitenant	21.800.000	1.927.629	-
3	Roma - Immobile Via Sicilia 194	Uffici	1956	2.180	304,9 €/ m ²	Affitto	29/12/2022	Agenzia del Demanio	11.000.000	1.386.540	-
4	Bologna - Immobile Via Clavature 15	Commerciale	1926	669	545,7 €/ m ²	Affitto	25/06/2024	Clavature 15 S.r.l.	6.000.000	886.033	-
5	Reggello - Via Panciatichi 18 (ex Mall RE Invest)	Commerciale	2015	3.029	757,0 €/ m ²	Affitto	02/02/2028	TMall RE	34.146.740	4.903.619	-
6	Reggello - Via Aretina (ex The Castle)	Commerciale	2015	3.247	417,8 €/ m ²	Affitto	02/02/2028	TMall RE	20.610.260	3.172.134	-
7	Milano - Via Mecenate	Hotel	2015	4.829	105,6 €/ m ²	Affitto	30/05/2053	TMall RE	8.300.000	1.183.632	-
8	Milano - Via Bagutta	Uffici	1949	3.037	0,0	Vacant			34.000.000	4.599.256	-
Totali									155.057.000	20.000.000	

(*) 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.

(**) Il finanziamento stipulato è stato allocato solo sulla parte commerciale degli asset

Prospetto dei cespiti disinvestiti dal FIA dall'avvio dell'operatività al 31 dicembre 2018

Cespiti disinvestiti	Superficie Lorda	Quantità (Mq)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati (c)	Oneri sostenuti (d)	Risultato di investimento (e) (b-a)+(c-d)
			Data	Costo acquisto (*) (a)		Data	Ricavo di vendita (b)			
Bologna - via de Toschi		699	30/7/14	1.700.189	1.700.189	31/10/14	3.500.000	26.593	6.144	1.820.260
Bologna - via de Toschi		64	30/7/14	314.252	311.462	13/10/15	190.000	13.765	14.074	(124.561)
Bologna - via de Toschi		68	30/7/14	198.898	212.066	18/9/17	270.000	24.207	16.492	78.817
Bologna - via de Toschi		509	30/7/14	1.498.631	1.597.811	13/10/17	1.750.000	189.194	128.512	312.051
Bologna - via de Toschi		123	30/7/14	370.799	394.684	19/12/17	570.000	64.545	28.398	235.348
Bologna - via de Musei		266	30/7/14	764.847	756.326	14/12/16	950.000	78.616	35.700	228.069
Bologna - via de Musei		513	30/7/14	1.834.457	1.863.914	30/9/17	2.490.000	250.100	177.960	727.683
Bologna - via de Musei		92	30/7/14	277.063	281.506	29/12/17	370.000	63.018	33.396	122.559
Bologna - via de Musei		67	30/7/14	256.224	256.128	9/2/18	377.500	324.956	159.999	286.233
Bologna - via de Toschi		66	30/7/14	262.291	261.234	30/3/18	223.000	126.746	62.112	25.344
Bologna - via de Toschi		68	30/7/14	270.561	275.552	18/5/18	260.000	133.693	65.516	57.615
Bologna - via de Toschi		68	30/7/14	272.361	287.279	18/5/18	310.000	139.383	68.305	108.717
Bologna - via de Toschi		141	30/7/14	568.325	615.125	6/7/18	700.000	306.315	123.693	314.296
Bologna - via de Musei		96	30/7/14	369.905	399.214	9/10/18	345.000	521.553	233.136	263.512
Bologna - via de Musei		97	30/7/14	372.215	456.612	9/10/18	350.000	596.619	266.690	307.714
Bologna - via de Musei		113	30/7/14	433.032	615.930	11/10/18	417.000	804.893	359.789	429.072
Totale				9.764.050	10.285.033		13.072.500	3.664.196	1.779.916	5.192.730

(*) Costo di acquisto più costi capitalizzati

Informazioni sulla redditività dei beni immobili

Fasce di scadenza dei contratti di locazione	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria a	Locazione finanziaria b	Importo totale c=a+b	% (1)
fino a 1 anno	-	-	-	-	0%
da oltre 1 a 3 anni	22.785.000	779.587	-	779.587	12%
da oltre 3 a 5 anni	54.225.000	3.127.059	-	3.127.059	48%
da oltre 5 a 7 anni	36.770.000	2.197.412	-	2.197.412	33%
da oltre 7 a 9 anni	-	-	-	-	0%
Oltre 9 anni	8.750.000	461.840	-	461.840	7%
A) Totale beni immobili locati	122.530.000	6.565.899	-	6.565.899	100%
B) Totale beni immobili non locati	36.150.000				

(1) Percentuale sull'importo totale dei canoni

II.5 Crediti

Il FIA non è titolare di Crediti al 31 dicembre 2018.

II.6 Depositi bancari

Il FIA non dispone al 31 dicembre 2018 di depositi bancari.

II.7 Altri beni

Il FIA non dispone al 31 dicembre 2018 di altri beni.

II.8 Posizione netta di liquidità

La presente voce esposta nella Relazione, per un totale di Euro 11.222.612, risulta interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile". Alla luce dei tassi negativi applicati sulle disponibilità di cassa depositate sui conti correnti presso Société Générale Securities Services (SGSS), si evidenzia che nel corso del 2018 la SGR per conto del FIA ha acceso un nuovo conto corrente presso Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.a. (MPS) da utilizzare come conto di deposito della liquidità disponibile in modo da evitare il pagamento di interessi negativi.

Descrizione	31/12/2018
SGSS BANCA - 26401 c. canoni	2.803.202
SGSS c/c Libero 29744	417.937
SGSS c/c Proventi 29743	346
MPS CC 2816249	8.000.654
SGSS - 29931 c/c Variation Margin	473
Totale	11.222.612

II.9 Altre attività

La presente voce, pari a Euro 1.480.752 al 31 dicembre 2018 è composta dalle sottovoci elencate nella tabella seguente.

Voce	Descrizione	31/12/2018
G1.	Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-
G2.	Ratei e risconti attivi	40.077
G3.	Risparmio di imposta	93.251
G4.	Altre	33.561
G5.	Crediti verso Locatari	1.313.863
Totale		1.480.752

Nella sottovoce G3 viene riportato il credito verso l'Erario pari ad Euro 93.251 relativo alla liquidazione Iva del mese di dicembre.

Il dettaglio della sottovoce G4 è di seguito riportato:

Descrizione	31/12/2018
Depositi cauzionali utenze	467
Fatture da emettere	28.094
Crediti diversi	5.000
Totale	33.561

La sottovoce G5 Crediti v/Locatari pari a Euro 1.313.863 rappresenta il credito verso gli inquilini per canoni di locazione al netto del fondo svalutazione crediti pari ad Euro 123.811. Si rappresenta che l'importo più rilevante si riferisce al credito verso la società Tmall RE S.r.l. pari ad Euro 1.151.192, tale importo verrà incassato entro il primo trimestre del 2019.

SEZIONE III – LE PASSIVITÀ

III.1 Finanziamenti ricevuti

Tale voce, pari ad Euro 20.000.000 rappresenta l'erogazione integrale della Tranche A relativa al finanziamento concesso da MPS in data 12 dicembre 2018 come meglio descritto nella Relazione degli Amministratori paragrafo 6.b.

III.2 Pronti contro termine passivi, operazioni assimilate e quelle di prestito titoli

Alla data di chiusura della Relazione il FIA non presenta operazioni della specie.

III.3 Strumenti finanziari derivati

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2018.

III.4 Debiti verso i partecipanti

Alla data della Relazione il FIA non presenta debiti verso i partecipanti.

III.5 Altre passività

La voce M "Altre passività" ammonta a complessivi Euro 2.327.077. La tabella riportata di seguito fornisce la composizione delle relative sottovoci.

Voce	Descrizione	31/12/2018
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	385.266
M2.	Debiti di imposta	95.796
M3.	Ratei e risconti passivi	948.375
M4.	Altre	897.640
Totale		2.327.077

Il dettaglio della sottovoce M1 è di seguito riportato:

Descrizione	31/12/2018
Provvigioni ed oneri Società di gestione	349.126
Provvigioni ed oneri Banca Depositaria	36.140
Totale	385.266

Il dettaglio della sottovoce M2 è di seguito riportato:

Descrizione	31/12/2018
Erario c/ritenute d'acconto	95.796
Totale	95.796

Il dettaglio della sottovoce M3 è di seguito riportato:

Descrizione	31/12/2018
Ratei passivi	84
Ratei passivi su finanziamenti	948.291
Totale	948.375

I Ratei passivi su finanziamenti rappresentano le quote delle commissioni e interessi legati al finanziamento MPS di competenza del periodo che verranno pagate posticipatamente.

Il dettaglio della sottovoce M4 è di seguito riportato:

Descrizione	31/12/2018
Debiti diversi	52.694
Debiti per fatture da ricevere	210.134
Depositi cauzionali passivi	26.100
Anticipi da clienti	14.590
Caparra vendita immobile	20.000
Altri Debiti verso Sgr	10.985
Debiti verso fornitori	563.137
Totale	897.640

Le voci debiti verso fornitori e debiti per fatture da ricevere per un totale di Euro 773.271 sono relative principalmente a i) spese per consulenze per Euro 245.689, ii) per servizi professionali per Euro 101.429 (spese legali, notarili, di revisione, degli Esperti Indipendenti, ecc.) ed iii) a opere di ristrutturazione eseguite sugli immobili di proprietà del FIA per Euro 426.152.

Sezione IV – Il valore complessivo netto

Si illustrano di seguito le componenti che hanno determinato la variazione della consistenza del valore complessivo netto del FIA tra l'avvio dell'operatività e la data della Relazione.

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO OPPORTUNITA' ITALIA DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITA' - FINO AL 31 DICEMBRE 2018		
	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL COMPARTO (quote emesse x prezzo di emissione)	144.365.000	
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	144.365.000	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	(286.171)	-0,20%
A2. Risultato Complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	(816.176)	-0,57%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	27.005.441	18,71%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti		
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari		
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni		
F. Risultato complessivo della gestione cambi		
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione		
H. Oneri finanziari complessivi	(1.058.357)	
I. Oneri di gestione complessivi	(11.999.469)	-8,31%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	(966.821)	-0,67%
M. Imposte complessive		
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	(4.138.961)	-2,86%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	(684.371)	
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	7.739.486	5,36%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2018	151.420.116	104,89%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE		1,64%

Sezione V – Altri dati patrimoniali

V.1 Impegni assunti dal FIA a fronte di strumenti finanziari derivati e altre operazioni a termine

Alla data della presente Relazione non vi sono fattispecie rientranti nella seguente categoria.

V.2 Ammontare delle attività e passività nei confronti di altre società del Gruppo di appartenenza della SGR

Torre non fa parte di alcun gruppo industriale o finanziario. 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 ed è soggetta al controllo congiunto di Fortezza RE S.à r.l. e UniCredit sulla base di un patto parasociale tra le stesse.

Fortezza RE S.à.r.l. risulta ad oggi partecipata da diverse limited partnership che costituiscono altrettanti “comparti” del Fondo Fortress Investment Fund III facente capo a Fortress Investment Group LLC (“Fortress”).

In data 22 dicembre 2017, la SGR ha ricevuto la comunicazione Banca d'Italia n. 1512644/17 del 22/12/2017 avente ad oggetto: “Torre SGR. Acquisizione indiretta di una partecipazione di controllo da parte di SoftBank Group Corp. Trasmissione del provvedimento”. L'Autorità di Vigilanza ha comunicato il nulla osta a seguito dell'istanza ai sensi dell'art. 15 del TUF, presentata da SoftBank Group Corp (“Softbank”) per l'acquisizione indiretta di una partecipazione di controllo in Torre SGR S.p.A. nell'ambito dell'operazione di acquisto di Fortress, soggetto attualmente al vertice della catena partecipativa di controllo della SGR (“l'Operazione”).

Successivamente, in data 5 gennaio 2018, è pervenuta a Torre da parte di Softbank la notifica relativa al perfezionamento dell'Operazione con la rappresentazione della nuova catena di controllo.

V.3 Investimenti in valuta estera

Il FIA non detiene attività o passività denominate in valute diverse dall'Euro o beni immobili situati in paesi diversi da quelli dell'Unione Monetaria Europea.

V.4 Plusvalenze in sospensione di imposta

Al 31 dicembre 2018 non sono presenti plusvalenze in regime di sospensione di imposta ai sensi dell'art. 15, comma 2 della L. 86/1994.

V.5 Garanzie ricevute

Al 31 dicembre 2018 il FIA ha ricevuto dai conduttori degli immobili fideiussioni per Euro 740.196.

V.6 Ipoteche che incidono sugli immobili

Al 31 dicembre 2018 insistono ipoteche sugli immobili del FIA per un importo complessivo pari a Euro 170.000.000.

Parte C – Il risultato economico dell'esercizio

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

Il risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari è mostrato nella tabella seguente.

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/perdita da realizzi	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate	-	-	(179.400)	-
1. di controllo	-	-	(179.400)	-
2. non di controllo	-	-	-	-
B. Strumenti finanziari non quotati	-	-	-	-
1. Altri titoli di capitale	-	-	-	-
2. Titoli di debito	-	-	-	-
3. Parti di OICR	-	-	-	-
C. Strumenti finanziari quotati	-	-	-	-
1. Titoli di debito	-	-	-	-
2. Titoli di capitale	-	-	-	-
3. Parti di OICR	-	-	-	-

Sottovoce A.1. Sono indicate le minusvalenze nette da valutazione relative alla partecipazione nella Tmall RE S.r.l. pari ad Euro 179.400.

Sottovoce A.2. Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2018.

Sottovoce A.3. Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2018.

Sottovoce A.4. Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2018.

Sezione II – Beni immobili

Il risultato economico positivo della gestione del patrimonio immobiliare di Euro 8.301.925 è dettagliato nella seguente tabella.

Risultato economico dell'esercizio su beni immobili					
	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri
1. PROVENTI	-	5.480.835	-	-	1.127.063
1.1 Canoni di locazione non finanziaria	-	5.475.536	-	-	1.125.579
1.2 Canoni di locazione finanziaria	-	-	-	-	-
1.3 Altri proventi	-	5.300	-	-	1.484
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI	-	177.586	-	-	-
2.1 Beni Immobili	-	177.586	-	-	-
2.2 Diritti reali immobiliari	-	-	-	-	-
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE	-	2.332.379	-	-	1.159.000
3.1 Beni Immobili	-	2.332.379	-	-	1.159.000
3.2 Diritti reali immobiliari	-	-	-	-	-
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-	(400.508)	-	-	(674.971)
5. AMMORTAMENTI	-	-	-	-	-
6. IMU, TASI E ALTRE IMPOSTE INDIRECTE	-	(145.629)	-	-	(753.830)
TOTALE GESTIONE BENI IMMOBILI	-	7.444.663	-	-	857.262

Sezione III – Crediti

Nel corso dell'esercizio il FIA non ha detenuto crediti di alcuna natura.

Sezione IV – Depositi bancari

Tale tipologia di investimento non è stata utilizzata nel corso dell'esercizio.

Sezione V – Altri Beni

Nel corso dell'esercizio non si sono registrate componenti economiche afferenti a tale voce.

Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari*VI.1 Risultato della gestione cambi*

Nel corso dell'esercizio non vi sono state operazioni che abbiano dato origine alla rilevazione di componenti reddituali relative alla gestione cambi.

VI.2 Risultato delle operazioni pronti contro termine, prestito titoli ed assimilate

Nel corso dell'esercizio non vi sono state operazioni che abbiano dato origine alla rilevazione di componenti reddituali relativi a operazioni di Pronti contro Termine e assimilati.

VI.3 Interessi passivi su finanziamenti ricevuti

Nel corso dell'esercizio sono maturati interessi passivi sul finanziamento ipotecario MPS per Euro 29.611.

VI.4 Altri oneri finanziari

Nel corso dell'esercizio il FIA ha sostenuto oneri finanziari pari ad Euro 1.028.746.

Sezione VII – Oneri di Gestione

La voce "Oneri di gestione", pari a Euro 2.682.631 è dettagliata nella seguente tabella:

Descrizione	31/12/2018
Provvigione di gestione SGR	(2.073.264)
Costo per il calcolo del valore della quota	(35.140)
Commissioni del depositario	(36.140)
Oneri per esperti indipendenti	(22.150)
Spese pubblicazione prospetti ed informativa al pubblico	(9.412)
Altri oneri di gestione	(458.864)
Spese di quotazione	(47.661)
TOTALE ONERI DI GESTIONE	(2.682.631)

Le voci principali sono:

- sottovoce I1 "Provvigioni di gestione SGR" per complessivi Euro 2.073.264, che accoglie il costo a carico del FIA derivante dalle commissioni di gestione a favore della SGR calcolate con le modalità previste dal regolamento di gestione (cfr. art. 16.1 a) del Regolamento) a cui è stato scorporato il valore del costo sostenuto per il calcolo del valore della quota pari ad Euro 35.140.
- sottovoce I6 "Altri Oneri di gestione" per un totale pari ad Euro 458.864, che è costituita prevalentemente dagli oneri per spese professionali e notarili sostenuti dal FIA nel corso dell'esercizio.

VII.1 Costi sostenuti nell'esercizio

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento
1) Provvigioni di gestione	2.073	1,38%	1,19%					
* provvigioni di base	2.073		0,02%					
2) Costo per il calcolo del valore della quota	35	0,02%						
3) Costi ricorrenti degli OICR in cui il fondo investe	-	-						
4) Compenso del depositario	36	0,02%	0,02%					
5) Spese di revisione del Fondo	32	0,02%						
6) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	-	-	-					
7) Compenso spettante agli esperti indipendenti	22	0,01%	0,01%					
8) Oneri di gestione degli immobili	1.975	1,31%	1,14%					
9) Spese legali e giudiziarie	-	-						
10) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	9	0,01%						
11) Altri oneri gravanti sul fondo								
- spese varie	93	0,06%						
- spese notariali	33	0,02%						
- spese legali	264	0,18%						
- altre consulenze	67	0,04%						
- consulenze fiscali	18	0,01%						
COSTI RICORRENTI TOTALI	4.658	3,10%						
12) Provvigioni di incentivo	-	-						
13) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari	-							
di cui:	-							
su titoli azionari	-							
su titoli di debito	-							
su derivati	-							
altri (da specificare)	-							
14) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	1.058			5,29%				
15) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	-	-						
TOTALE SPESE	5.716	3,80%						

(*) Calcolato come media del periodo

Provvigioni di base

La voce "provvigioni di base" si riferisce alla commissione di gestione (commissione fissa) e alla commissione variabile finale (commissione variabile) e sono calcolate come segue.

La commissione di gestione (di seguito, la "Commissione di Gestione") a favore della Società di Gestione pari all'1,50% su base annua *pro rata temporis* giornaliero del Valore Complessivo Netto del FIA, quale risulta dalla relazione di gestione annuale del FIA, al netto delle plusvalenze non realizzate rispetto al costo storico dei beni non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. La Commissione di Gestione include il costo sostenuto per il calcolo del Valore Unitario delle Quote, pari al massimo allo 0,025% annuo del Valore Complessivo Netto del Fondo, al netto delle plusvalenze non realizzate. La Commissione di Gestione viene calcolata in via provvisoria all'inizio dell'esercizio di riferimento sulla base del Valore Complessivo Netto del FIA risultante dalla più recente relazione di gestione annuale del FIA e viene corrisposta alla Società di Gestione con cadenza mensile, con valuta ultimo giorno lavorativo di ciascun mese, a partire dal mese in cui si procede al richiamo degli impegni, nella misura di 1/12 dell'importo annuo spettante. Alla data di approvazione della relazione di gestione annuale dell'esercizio di riferimento si determina, sulla base del Valore Complessivo Netto del FIA risultante da detta relazione, il compenso da corrispondere in via provvisoria per l'anno seguente ed il conguaglio rispetto agli importi erogati allo stesso titolo nel corso dell'esercizio di riferimento: le somme dovute alla SGR sono prelevate dal patrimonio del FIA; le somme dovute dalla SGR sono trattenute dalle rate successive della Commissione di Gestione, sino a concorrenza dell'importo da restituire. Per il primo esercizio del FIA, il compenso è pari all'1,50% del valore nominale complessivo delle quote in circolazione al termine del richiamo degli impegni di cui all'articolo 27, salvo conguaglio successivo; la Commissione di Gestione è dovuta sino alla chiusura della procedura di liquidazione del FIA di cui all'articolo 32. Fermo restando che nel caso di investimento in parti di OICR promossi o gestiti dalla stessa SGR o da altre SGR del gruppo di appartenenza (di seguito "OICR Collegati") non sono a carico del FIA eventuali commissioni di sottoscrizione e rimborso,

dal compenso della SGR è dedotta la remunerazione complessiva che il gestore degli OICR Collegati percepisce pro rata temporis giornaliero (provvigione di gestione, provvigione di incentivo, ecc.) in conformità alle disposizioni normative pro tempore vigenti.

VII.2 Provvigioni di incentivo

La provvigione di incentivo o commissione variabile a favore della Società di Gestione, corrisposta alla SGR all'atto della liquidazione del FIA (di seguito, la "Commissione Variabile Finale"), così calcolata:

- (1) si calcola la somma (il cui risultato è di seguito definito il "Risultato Complessivo del FIA"):
 - (i) dell'ammontare dell'attivo netto del FIA liquidato e (ii) dei Proventi distribuiti ai sensi dell'articolo 15 e dei rimborsi parziali di Quote a fronte di disinvestimenti effettuati ai sensi dell'articolo 28; tali voci vengono capitalizzate secondo il regime di capitalizzazione composta su base annuale ad un tasso pari al 5% (cinque per cento), che esprime il tasso interno di rendimento obiettivo del FIA, dalla data di pagamento di ciascuna di tali somme alla data di liquidazione del FIA;
 - (2) si calcola il "Valore Iniziale del FIA" pari alla somma di tutti gli importi versati dai Partecipanti capitalizzati secondo il regime di capitalizzazione composta su base annuale ad un tasso pari al 5% (cinque per cento), che esprime il tasso interno di rendimento obiettivo del FIA, fra la data di esecuzione dei versamenti e la data della delibera di liquidazione del FIA;
 - (3) si calcola la differenza tra il Risultato Complessivo del FIA ed il Valore Iniziale del FIA, capitalizzato ai sensi del precedente punto (2) (di seguito, il "Rendimento Complessivo in Eccesso");
 - (4) la SGR ha diritto a percepire un ammontare pari al 15% (quindici per cento) del Rendimento Complessivo in Eccesso;
- Si evidenzia che al 31 dicembre 2018 non si registra alcuna commissione di incentivo.

VII.3 Remunerazioni

La remunerazione totale corrisposta nell'esercizio 2018 dalla SGR al personale (ivi compreso l'Amministratore Delegato/Direttore Generale) è ammontata ad Euro 2.165.980 di cui Euro 1.684.280 riferita alla componente fissa ed Euro 481.700 alla componente variabile (questa riferita al sistema incentivante dell'anno 2017) per un totale di n. 36 beneficiari; il FIA non ha corrisposto *carried interest*.

La remunerazione totale del personale coinvolto nella gestione e attribuibile al FIA è ammontata ad Euro 188.566, di cui Euro 146.630 riferita alla componente fissa ed Euro 41.936 alla componente variabile.

La remunerazione totale delle categorie di "personale più rilevante", come individuate ai sensi del Regolamento congiunto, allegato 2, par. 3, è risultata la seguente:

- vertice aziendale o persone che riportano al vertice aziendale: Euro 783.908
- responsabili delle funzioni di controllo: Euro 342.117
- altri risk-takers: Euro 266.101
- altri responsabili di funzione: Euro 135.018

La proporzione della remunerazione totale del personale attribuibile al FIA rispetto al totale della remunerazione della SGR risulta del 8,7% ed è riferita a n. 29 beneficiari.

Si evidenzia che la remunerazione totale del personale coinvolto nella gestione e attribuibile al FIA e la proporzione della remunerazione totale del personale attribuibile al FIA rispetto al totale della remunerazione della SGR sono state calcolate sulla base di una stima dell'impegno di ciascun dipendente della SGR a favore del FIA nel corso dell'esercizio e della complessità del FIA rispetto agli altri gestiti dalla SGR stessa.

La componente fissa della remunerazione è calcolata secondo gli accordi contrattuali con i beneficiari e in relazione a quanto previsto dal CCNL applicato di volta in volta vigente. La componente variabile viene determinata sulla base delle politiche di

remunerazione approvate annualmente dall'assemblea dei soci della SGR e del sistema di remunerazione approvato anch'esso annualmente dal Consiglio di Amministrazione. Il riesame effettuato dal Consiglio di Amministrazione non ha evidenziato irregolarità.

Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

La voce si compone come di seguito esposto.

ALTRI RICAVI ED ONERI	31/12/2018
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide:	745
Interessi Attivi su disp. Liquide	745
L2. Altri ricavi:	25.854
Arrotondamenti attivi	1
Sopravvenienze attive	25.853
L3. Altri oneri:	(317.120)
Interessi passivi su conti corrente	(72.498)
Spese e commissioni bancarie	(3.267)
IVA indetraibile	(152.607)
Sopravvenienze passive	(38.647)
Arrotondamenti passivi	(1)
Sanzioni	(100)
Altri oneri	(50.000)
Totale altri ricavi e oneri	(290.521)

Sezione IX– Imposte

Nel presente esercizio tale voce non risulta essere movimentata.

Regime tributario del FIA

Imposte sui redditi

Dal 1 gennaio 2004, in seguito alle modifiche al regime tributario introdotte dagli art. 31 e 41-bis del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, i FIA immobiliari non sono soggetti alle imposte sui redditi ed all'IRAP.

Ai FIA immobiliari non si applicano inoltre le ritenute previste sugli interessi dei depositi e conti correnti bancari e postali, sulle operazioni di riporto, pronti contro termine e prestito titoli, sui dividendi e sugli altri redditi di capitale, quali interessi su obbligazioni.

Imposte indirette e I.V.A.

Ai sensi dell'art. 8 del D.L. 351/2001, la SGR è soggetto passivo I.V.A. relativamente alle cessioni di beni e alle prestazioni di servizi attinenti alle operazioni del FIA. La determinazione e la liquidazione dell'imposta avviene separatamente rispetto a quella dovuta per l'attività della SGR, mentre il versamento viene effettuato cumulativamente per la SGR e i FIA dalla stessa gestiti. Il suddetto art. 8 prevede, inoltre, alcune agevolazioni in relazione ai crediti I.V.A. generatisi in capo al FIA.

La conversione in legge del D.L.g.s n.223/06, ha introdotto diverse modifiche al meccanismo di imposizione indiretta relativa alle operazioni di compravendita e locazione (anche finanziaria) di immobili, applicabili anche ai FIA immobiliari.

In via generale, la nuova *ratio* consiste nell'applicazione di un regime di esenzione, fatte salve particolari ipotesi in cui è obbligatorio applicare l'imposta sul valore aggiunto con le aliquote di legge ed altre in cui è lasciata la facoltà, al soggetto attivo, di esercitare o meno l'opzione per l'applicazione del tributo. Restano comunque applicabili in tutti i casi di cessione e/o locazione di immobili le imposte di registro in misura fissa e/o proporzionali, indipendentemente dal regime I.V.A. applicato.

Il c.d. "Decreto Sviluppo" (decreto legge n.83/2012 – di seguito "Decreto") entrato in vigore il 26 giugno 2012 e convertito con legge il 7 agosto 2012 ha, *inter alia*, riformato il regime IVA delle locazioni e delle cessioni immobiliari (novellando l'art.10, comma 1, n.8, 8

bis e 8 ter del DPR n.633/1972). Per quanto concerne più specificamente le locazioni di fabbricati strumentali, le nuove norme hanno previsto la possibilità generalizzata di assoggettare ad IVA i relativi canoni mediante opzione espressamente manifestata nel contratto di locazione. In assenza di tale opzione, la locazione di fabbricati strumentali è sempre esente IVA.

Il Decreto ha altresì esteso l'applicazione di tale regime fiscale (ossia di "esenzione IVA" fatta salva l'espressa opzione per l'IVA in contratto) anche alle locazioni di fabbricati abitativi effettuate dalle imprese costruttrici / ristrutturatrici ed alle locazioni di fabbricati abitativi destinati ad alloggi sociali.

Tra le altre novità di rilievo introdotte dal Decreto in tema di fiscalità immobiliare devono inoltre ricordarsi:

- ✓ il regime di imponibilità IVA su opzione applicabile alle cessioni di fabbricati abitativi effettuate dall'impresa costruttrice (o ristrutturatrice) dopo 5 anni dall'ultimazione dei lavori³; qualora l'acquirente sia soggetto IVA, l'applicazione dell'IVA avviene, in tali circostanze, con il meccanismo del c.d. *reverse charge*;
- ✓ il regime di imponibilità IVA (non *ex lege* ma su opzione) applicabile alle cessioni di fabbricati strumentali effettuati da imprese (diverse dall'impresa costruttrice / ristrutturatrice); in caso di opzione, l'applicazione dell'IVA avviene con il meccanismo del c.d. *reverse charge*.

Conferimenti

Alle plusvalenze realizzate all'atto di conferimento (apporto) di immobili ai FIA immobiliari può applicarsi, in luogo della tassazione ordinaria, un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP con l'aliquota del 20%.

Tassazione dei partecipanti

Sui proventi di cui all'art 44, comma 1, lettera g) del testo unico delle imposte sui redditi, derivanti dalla partecipazione ai FIA immobiliari, la SGR (o l'intermediario qualora le quote siano immesse in un sistema di deposito accentrato) opera una ritenuta del 26⁴ per cento (aliquota elevata dal decreto legge n. 112/2008).

Sono pertanto ritenuti imponibili ai fini della ritenuta:

- l'ammontare dei proventi distribuiti riferibili a ciascuna quota risultanti dai prospetti periodici redatti dalla SGR;
- la differenza tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote e il costo di sottoscrizione o acquisto documentato dal partecipante.

La ritenuta è a titolo di acconto per i percipienti che esercitano attività d'impresa, mentre è a titolo d'imposta per gli altri soggetti.

Essa non è operata sui proventi percepiti dai FIA di previdenza complementare e dagli OICR istituiti in Italia, inoltre su quelli percepiti dagli stessi soggetti esteri istituiti e residenti in Paesi che consentano un adeguato scambio di informazioni (i cosiddetti Paesi "*white list*").

³ Fino al 26 giugno u.s., tali cessioni erano *ex lege* esenti IVA

⁴ Si segnala che, per effetto delle modifiche apportate dall'art. 3, comma 12, del decreto legge 66/2014, convertito nella legge 89/2014, l'aliquota del 26% si applica (in luogo della previgente misura del 20%) a decorrere dal 1° luglio 2014.

In particolare, come chiarito dall'Agenzia delle Entrate con la Circolare n. 19/E del 27 giugno 2014, la misura della nuova aliquota si applica:

- "sulla parte dei proventi distribuiti in costanza di partecipazione all'organismo di investimento dal 1° luglio 2014. A tal fine, rileva la data di messa in pagamento dei proventi a prescindere dalla data della delibera di distribuzione";
- "sui proventi di ogni tipo realizzati a decorrere dal 1° luglio 2014 in sede di rimborso, cessione o liquidazione delle quote o azioni. In tal senso, detti proventi si considerano realizzati alla data di regolamento dell'operazione".

Inoltre, sulla base del regime transitorio contenuto nel medesimo comma 12 dell'art. 3 del decreto, sui proventi realizzati a decorrere dal 1° luglio 2014, se riferibili ad importi maturati fino al 30 giugno 2014, continua ad applicarsi l'aliquota nella misura del 20 per cento. Il regime transitorio si applica sia ai redditi di capitale che ai redditi diversi di natura finanziaria.

La Circolare ha chiarito tuttavia che la distribuzione dei proventi periodici non usufruisce del regime transitorio (rileva unicamente la data di messa in pagamento, cosicché si applica la ritenuta nella misura del 26% sull'intero ammontare dei proventi la cui data di messa in pagamento risulta successiva al 30 giugno 2014), che trova applicazione pertanto in caso di realizzo di un provento (reddito di capitale o plusvalenza) in sede di rimborso, cessione o liquidazione delle quote o azioni.

Ai fini dell'individuazione dei proventi maturati al 30 giugno 2014, cui è riconosciuta l'applicazione dell'aliquota del 20 per cento, occorre verificare la riconducibilità degli stessi al numero delle quote o azioni possedute a tale data, secondo i criteri forniti dalla medesima Circolare.

A seguito dell'emanazione del decreto legge n. 78/2010 si è ristretto il novero dei soggetti esteri esentati dall'applicazione della ritenuta; precedentemente infatti l'esenzione era estesa a tutti i soggetti residenti in Paesi "white list".

Ai redditi conseguiti attraverso la negoziazione delle quote si applica l'ordinario regime fiscale previsto dall'art. 67, comma 1, lettera c -ter) del TUIR, ovvero un'imposta sostitutiva del 26,00% sul capital gain a decorrere dal 1 gennaio 2012.

Per le altre novità fiscali riguardanti i FIA immobiliari introdotte dall'art. 32 del decreto legge n. 78/2010 si evidenzia quanto segue:

1. la modifica del regime di tassazione, ai fini delle imposte dirette, dei partecipanti ai FIA immobiliari in funzione della loro natura e dell'entità della partecipazione dai medesimi detenuta. In particolare, mantengono l'attuale regime di tassazione, a prescindere dalla quota di partecipazione, i seguenti "soggetti istituzionali": lo Stato e gli enti pubblici, gli OICR, le forme di previdenza complementare ed enti di previdenza obbligatoria, le imprese di assicurazione limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche, gli intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale residenti e costituiti all'estero in paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni volto ad individuare i beneficiari effettivi del reddito sempreché inclusi nella "white list" nonché gli enti che perseguano le finalità previste dalle legge sulle fondazioni bancarie, le società residenti che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche, le società o i veicoli contrattuali partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti appena indicati;
2. il mantenimento dell'attuale regime di tassazione anche per i partecipanti "non istituzionali" che detengano una partecipazione inferiore al 5% nel FIA;
3. l'introduzione a decorrere dal periodo di imposta 2011 della modalità di tassazione "per trasparenza" e, quindi, a prescindere dalla percezione dei proventi, per i soggetti diversi da quelli indicati al punto 2 che detengano una partecipazione, diretta o indiretta, superiore al 5% del patrimonio del FIA, calcolata tenendo conto anche dei familiari e dei rapporti di correlazione;
4. la tassazione con aliquota del 26% dei proventi percepiti da soggetti non residenti, diversi da quelli indicati al punto 2, che detengano una partecipazione superiore al 5% del patrimonio del FIA, restando salva la possibilità di applicare un'aliquota ridotta sulla base delle Convenzioni contro le doppie imposizioni stipulate dall'Italia con altri paesi;
5. l'obbligo per i partecipanti di attestare alla società di gestione del FIA, o all'intermediario abilitato nel caso di FIA quotati, la percentuale di possesso delle quote alla data di chiusura di ciascun periodo d'imposta.

Imposta di bollo

Stante quanto disposto dall'art.13 comma 2-ter del D.P.R. n.642/1972, e dal decreto ministeriale del 24 maggio 2012 attuativo della riforma operata in materia dal decreto legge 201/2011 e successive modificazioni e integrazioni⁵, va ricordato che le comunicazioni periodiche alla clientela⁶ relative a prodotti finanziari (ivi incluse quelle relative a quote di FIA immobiliari) sono generalmente soggette ad imposta di bollo.

Il comma 581, art. 1, L. 147/2013 (Legge di Stabilità per il 2014) ha stabilito che a decorrere dal 2014 sale dall'1,5 al 2 per mille l'aliquota dell'imposta di bollo sulle comunicazioni periodiche alla clientela relative a prodotti finanziari, compresi i depositi bancari e

⁵ L'Agenzia delle Entrate ha recentemente fornito, con la Circolare n.48 del 21 dicembre 2012, alcuni chiarimenti per la corretta applicazione delle nuove disposizioni normative in materia di imposta di bollo.

⁶ Ai sensi dell'art.1 comma 1, lett.b) del sopra citato decreto ministeriale del 24 maggio 2012, per la nozione di "cliente" occorre far riferimento alla definizione contenuta nel Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 9 febbraio 2011 n.38 (in materia di "Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti") che è stato successivamente sostituito da un nuovo Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia pubblicato in data 20 giugno 2012.

postali, anche se rappresentati da certificati. Viene abolita la soglia minima di imposta prima fissata a 34,20 Euro mentre aumenta la soglia massima dell'imposta dovuta per i quotisti diversi dalle persone fisiche, che sale da 4.500 a 14.000 Euro.

Assenza di norme circa il trattamento fiscale da adottare per i fondi immobiliari messi in liquidazione, ai sensi dell'articolo 32, comma 5 del D.L. 78/2010, che al 31 dicembre 2016 non sono stati ancora liquidati

Il comma 5 dell'articolo 32 del decreto legge 31 maggio 2010 n. 78, prevedeva che la società di gestione del risparmio, previa deliberazione dell'assemblea dei partecipanti, poteva deliberare entro il 31 dicembre 2011 lo scioglimento del fondo che alla data del 31 dicembre 2010 non era partecipato integralmente da investitori istituzionali e nel quale almeno un partecipante, diverso da quelli soggettivamente indicati nel comma 3 del medesimo articolo 32, deteneva una quota superiore al 5 per cento del patrimonio del fondo.

La disposizione in esame si rendeva applicabile alle liquidazioni dei fondi deliberate dal 1° gennaio 2011 ed entro la predetta data del 31 dicembre 2011. La liquidazione doveva essere terminata nel termine massimo di cinque anni dalla data di liquidazione, ovvero entro e non oltre il 31 dicembre 2016.

Per le liquidazioni deliberate al di fuori del suddetto intervallo temporale la norma stabiliva che si applicavano le ordinarie disposizioni in materia di imposte dirette ed indirette. Nello specifico i fondi acquisivano una soggettività fiscale autonoma ai fini dell'IRES, dell'IRAP e dell'IVA.

La norma in questione, tuttavia, non ha disciplinato il trattamento fiscale da applicare al fondo immobiliare nel caso in cui la liquidazione non fosse terminata entro i 5 anni, ovvero entro il 31 dicembre 2016. Inoltre, non è stato regolamentato neanche il trattamento fiscale che i quotisti dovranno adottare in relazione alla partecipazione nei suddetti fondi immobiliari.

Sul trattamento fiscale da adottare sia per il fondo immobiliare in liquidazione che per i quotisti, si auspica un chiarimento interpretativo da parte dell'Agenzia delle Entrate, che possa colmare il vuoto normativo.

Le informazioni sopra riportate relative alle imposte costituiscono una mera sintesi della normativa vigente alla data di redazione della Relazione, che non impegna Torre SGR.

Parte D - Altre Informazioni

Informazioni relative agli incarichi affidati agli Esperti Indipendenti, ai sensi del paragrafo 4, della comunicazione congiunta Banca d'Italia – Consob, relativa al processo di valutazione dei beni immobili dei FIA immobiliari del 25 agosto 2010.

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, Axia RE S.p.A.

FIA	ESPERTO INDIPENDENTE	DATA DI CONFERIMENTO DELL'INCARICO **	DATA PRIMA VALUTAZIONE	DURATA DEL CONTRATTO	CORRISPETTIVO
Opportunità Italia	Axia.RE S.p.A.	28/11/2017	dic-17	Tre anni dalla prima valutazione	Prima valutazione tra €2.000 e € 1.000 in base alla dimensione dell'immobile Relazione semestrale al 30.06 e al 31.12 tra € 1.000 e € 500 in base alla dimensione dell'immobile Giudizio di congruità in caso di cessione tra € 1.000 e € 500 in base alla dimensione dell'immobile

(**) data di conferimento da parte del Consiglio di Amministrazione

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
Pioneer Re Star	21/02/2017	dic-16	Tre anni dalla prima valutazione
San Leonardo	21/02/2017	dic-16	Tre anni dalla prima valutazione
Torre RE Fund II - Comparto B	21/02/2017	giu-17	Tre anni dalla prima valutazione
Torre RE Fund I	27/06/18	giu-18	Tre anni dalla prima valutazione
Torre RE Fund III value added comparto A	28/11/2017	dic-17	Tre anni dalla prima valutazione
Torre RE Fund III value added comparto B	28/11/2017	dic-17	Tre anni dalla prima valutazione

(**) data di conferimento da parte del Consiglio di Amministrazione

a. 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.

b. Altre informazioni ulteriori

- Non ci sono state utilità a favore della SGR oltre a quelle relative alle commissioni di gestione (es: soft commission).
- Non sono stati stipulati prestiti per finanziare eventuali operazioni di rimborso anticipato delle quote del Fondo.
- Non si è verificato alcun cambiamento rilevante ai sensi dell'art. 106 del Regolamento delegato (UE) 231/13.
- Le eventuali operazioni riguardanti i beni immobili sono state descritte nella Relazione degli amministratori o in nota integrativa.
- Non sono stati stipulati accordi in esclusiva per l'attività di property e facility management con soggetti che abbiano conferito o venduto beni al fondo.
- Non è previsto l'utilizzo del Prime Broker.
- Il FIA non detiene asset oggetto di meccanismi speciali a causa della loro natura illiquida.
- Con riferimento a quanto previsto nell'art. 109 (3) del Regolamento delegato (UE) 231/13 si evidenzia che, alla data di chiusura della presente Relazione di gestione il NAV del FIA è positivo, il livello di leva finanziaria utilizzata, calcolato con il metodo degli impegni risulta e pari a 1,15 mentre lo stesso calcolato con il metodo lordo risulta pari a 1,07.
- La SGR non si è avvalsa di consulenti esterni per l'attività di investimento.

Per il Consiglio di Amministrazione

L'Amministratore Delegato

Michele Stella

Roma, 28 febbraio 2019

Allegato

ESTRATTO DELLA RELAZIONE DI STIMA DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI



AXIA RE

Reliability Transparency Independence

RELAZIONE DI STIMA

*Determinazione del Valore di Mercato al 31/12/2018
del patrimonio immobiliare appartenente al Fondo immobiliare "Opportunità Italia"*

Indice

EXECUTIVE SUMMARY	3
RELAZIONE DI STIMA	5
<i>Destinatari e Scopo della Valutazione</i>	6
<i>Conformità agli Standard Valutativi</i>	6
<i>Definizioni</i>	7
<i>Dati e Materiale Utilizzato</i>	8
<i>Assunzioni e Limitazioni</i>	11
<i>Assunzioni speciali</i>	12
<i>Criteri di valutazione</i>	15
<i>Market Value</i>	17
<i>Team di progetto</i>	18
<i>Riservatezza dei dati</i>	19

ALLEGATI:

Allegato 1 - Metodologie Estimative e Variabili Finanziarie

Allegato 2 - Andamento del Mercato Immobiliare

Allegato 3 - Schede Descrittive dei Singoli Asset

Allegato 4 - Incarico

EXECUTIVE SUMMARY

EXECUTIVE SUMMARY

Perimetro di Valutazione

Il portafoglio immobiliare oggetto della presente valutazione è composto da 19 Asset ubicati sul territorio italiano.

Destinazione d'Uso Prevalente

La destinazione d'uso principale è retail e direzionale.

Metodologia Valutativa Utilizzata

- Market Comparison Approach (Sintetico Comparativo)
- Metodo finanziario – reddituale (DCF)

Data di Redazione del Presente Documento

Il presente report è stato redatto in data **30 Gennaio 2019**

Data di Valutazione

La presente valutazione si riferisce alla data del **31 Dicembre 2018**

Market Value (MV)

Sulla base delle analisi svolte e delle assunzioni espresse nella presente relazione di stima, si ritiene congruo stimare il valore di mercato dei beni che compongono il portafoglio immobiliare oggetto di valutazione, pari a:

€ 158.680.000,00

(€ centocinquantottomilioniseicentottantamila,00)

RELAZIONE DI STIMA

RELAZIONE DI STIMA

Destinatari e Scopo della Valutazione

AxiA.RE S.p.A., in conformità all'incarico di Esperto Indipendente da Voi conferito ai sensi del DM n. 30 del 05 marzo 2015, ha effettuato la valutazione dei beni immobili in cui è investito il patrimonio del Fondo Comune di Investimento Immobiliare denominato "Opportunità Italia" e gestito da " Torre SGR " (di seguito in breve il "Cliente"), al fine di determinarne il Valore di Mercato alla data del 31/12/2018.

La valutazione è stata effettuata sulla base della seguente ipotesi:

- Compravendita di ciascun immobile per singola unità (unit by unit), nella situazione locativa indicataci dal Cliente.

Conformità agli Standard Valutativi

Le valutazioni sono state redatte in conformità con gli standard professionali di valutazione RICS, pubblicati dalla Royal Institution of Chartered Surveyors, comprensivi degli standard internazionali dell'International Valuation Standard Council (IVSC).

Le valutazioni sono state inoltre predisposte in osservanza delle prescrizioni delle Autorità competenti in merito ai criteri di valutazione dei Fondi Immobiliari. Ai sensi e per gli effetti della vigente normativa in materia si fa riferimento alle seguenti prescrizioni e ss.mm.ii:

- Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58);
- Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 5 marzo 2015, n. 30, in particolare per quanto attiene il possesso dei requisiti richiesti agli "Esperti Indipendenti" di cui all'articolo 16, commi 7, 8 e 9;
- Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, titolo V, capitolo IV, sezione II;

- Regolamento congiunto Banca d'Italia e CONSOB adottato con provvedimento 29 ottobre 2007;
- Comunicazione congiunta di Banca d'Italia e CONSOB del 29 luglio 2010;
- Principi e Linee Guida di Assogestioni in materia di valutazioni immobiliari.

Definizioni

Si richiamano di seguito le definizioni utilizzate nella predisposizione della presente relazione di stima:

- Valutazione: un'opinione sul valore di un'attività o di una passività in base a criteri concordati e dichiarati, a una data specificata. Salvo limitazioni concordate nell'ambito dei termini dell'incarico, tale valutazione sarà espressa a seguito di un sopralluogo e di ulteriori opportune indagini e ricerche, tenuto conto della natura del bene e dello scopo della valutazione (RICS - Standard globali di valutazione, ed. Italiana, Giugno 2017).
- Immobile: bene immobile (terreni, fabbricati, impianti fissi e opere edili esterne) oggetto della valutazione, con espressa esclusione di ogni altro e diverso bene, compresi beni mobili e beni immateriali.
- Valore di Mercato: l'ammontare stimato a cui un'attività o una passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni (RICS - Standard globali di valutazione, ed. Italiana, Giugno 2017).
- Superficie lorda (espressa in mq) è misurata al filo esterno dei muri perimetrali del fabbricato, alla mezzera delle murature confinanti verso terzi.

Dati e Materiale Utilizzato

La valutazione immobiliare è stata predisposta sulla base delle seguenti informazioni:

1. Dati e documenti relativi al patrimonio immobiliare ricevuti dalla proprietà:

Le valutazioni effettuate da AxiA.RE S.p.A. sono state predisposte sulla base della documentazione tecnica fornita dal Cliente, senza effettuare alcuna ulteriore verifica.

Riportiamo di seguito la sintesi della documentazione ricevuta dal Cliente:

- Documentazione catastale;
- Consistenze e planimetrie stato As Is – Stato di Progetto;
- Contratti di locazione;
- Rent Roll aggiornata al 31-12-2018 con dettaglio di eventuali rinnovi e/o disdette;
- Situazione compromessi e vendite;
- Calcolo IMU - TASI;
- Spese Assicurazione globale fabbricati;
- CAPEX effettuate / previsionali e indicazione delle tempistiche di ristrutturazione;
- Brochure commerciale.

La valutazione dell'Asset di Via Bagutta è stata predisposta sulla base della documentazione fornita in occasione della valutazione pre-acquisitiva svolta nel mese di Novembre 2018.

2. Sopralluoghi dei beni immobiliari effettuati da personale tecnico di AxiA.RE

S.p.A. al fine di acquisire le informazioni necessarie per la valutazione del portafoglio immobiliare, con particolare attenzione ai seguenti aspetti:

- caratteristiche estrinseche, location e appetibilità commerciale dell'immobile;
- caratteristiche intrinseche e classe di appartenenza dell'edificio;
- stato manutentivo.

Si riporta di seguito la tipologia di analisi effettuata in ragione degli accordi intercorsi con il Cliente:

Id	Comune	Indirizzo	Mese	Tipologia di Sopralluogo
CASTLE1	REGGELLO	VIA ARETINA - BLOCCO 1 NIKE EX THE CASTLE	Settembre 2018	Interno / Esterno
CASTLE2	REGGELLO	VIA ARETINA - BLOCCO 2 PLURITENANT EX THE CASTLE	Settembre 2018	Interno / Esterno
MALL1	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 1 DIESEL EX THE MALL	Settembre 2018	Interno / Esterno
MALL2	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 2 PAUL&SHARK SANTIONI EX THE MALL	Settembre 2018	Interno / Esterno
MALL3	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 3 PLURITENANT EX THE MALL	Settembre 2018	Interno / Esterno
MALL4	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 4 KORS EX THE MALL	Settembre 2018	Interno / Esterno
MALL5	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 5 CANALI EX THE MALL	Settembre 2018	Interno / Esterno
MALL6	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 6 PLURITENANT EX THE MALL	Settembre 2018	Interno / Esterno
OPI/ROMA/03/01	ROMA	VIA SICILIA 194	Settembre 2018	Interno / Esterno
OPI/07/MI/MECENATE/01	MILANO	VIA MECENATE 89	Settembre 2018	Interno / Esterno
OPI/MUSEI/01/01	BOLOGNA	VIA DE' MUSEI	Settembre 2018	Interno / Esterno
OPI/TOSCHI/02/01	BOLOGNA	VIA DE' TOSCHI 7/9	Settembre 2018	Interno / Esterno
OPI/04/CLAVATURE/01	BOLOGNA	VIA CLAVATURE	Settembre 2018	Interno / Esterno
OPI/MUSEI/01/01	BOLOGNA	VIA DE' MUSEI	Settembre 2018	Esterno
OPI/TOSCHI/02/01	BOLOGNA	VIA DE' TOSCHI	Settembre 2018	Esterno
MALL 7	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 7 - KIKO	Settembre 2018	Interno / Esterno
MALL 8	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 8 - TWIN SET	Settembre 2018	Interno / Esterno
MALL 9	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 9 - OFFICINE CREATIVE	Settembre 2018	Interno / Esterno
-	MILANO	VIA BAGUTTA 20	Ottobre 2018	Interno / Esterno

* I sopralluoghi sono stati svolti in occasione della DD svolta nel mese di Settembre 2018.

** Il sopralluogo dell'immobile di Via Bagutta è stato effettuato in occasione della valutazione pre-acquisitiva svolta nel mese di Novembre 2018.

4. **Analisi del mercato immobiliare** di zona relativo al singolo bene immobile (contesto urbano-edilizio e destinazioni d'uso prevalenti, richieste e prezzi di vendita in funzione della tipologia immobiliare, canoni di locazione, tassi di rendimento dei cespiti locati, tassi d'assorbimento del prodotto, qualità dei conduttori/investitori locali).

5. **Elaborazioni tecnico-finanziarie in applicazione del metodo di stima ritenuto il più idoneo** per l'elaborazione del più probabile valore di mercato dei beni che compongono il Fondo Immobiliare in oggetto.

Assunzioni e Limitazioni

Le valutazioni effettuate da AxiA.RE S.p.A. sono state predisposte in ragione delle assunzioni e limitazioni di seguito riportate:

- Gli immobili sono stati valutati in ragione della situazione di fatto, di diritto e locativa definita dal Cliente alla data della presente valutazione;
- La valutazione ha presupposto che i beni siano pienamente conformi alle legislazioni vigenti (regolarità edilizia, sicurezza e prevenzione incendi), fatto salvo nei casi espressamente indicati dal Cliente;
- Il valore di mercato è stato determinato nel presupposto del massimo e migliore utilizzo (highest and best use analysis), considerando tra tutti gli usi tecnicamente possibili, legalmente consentiti e finanziariamente fattibili soltanto quelli potenzialmente in grado di esprimere il massimo valore;
- Per gli asset residenziali di Bologna via De Toschi e via De Musei, come richiesto dal Cliente, è stato indicato un valore di mercato al nuovo e un valore allo stato "as is", ovvero "al grezzo";
- Le analisi urbanistiche, qualora previste, sono compiutamente riportate all'interno dell'allegato descrittivo delle schede di valutazione;
- Le indicazioni derivanti dalle indagini di mercato effettuate sono a nostro parere rappresentative della situazione di mercato alla data della presente valutazione. Ciononostante, non possiamo escludere che esistano alcuni segmenti di domanda e/o offerta propri di alcune delle attività esaminate e tali da modificare, anche se in maniera minore, i riferimenti del mercato immobiliare analizzato;
- Le superfici alle quali applicare i valori unitari (€/mq), ovvero canoni unitari (€/mq/anno), sono state ricavate dai dati forniti dal Cliente. Per il computo del valore dell'intero patrimonio immobiliare, in relazione alle specifiche attività funzionali in essi esercitate, AXIA.RE S.p.A. ha definito una superficie "commerciale ponderata" mediante opportuni coefficienti di apprezzamento o deprezzamento di comune utilizzo nel mercato immobiliare di riferimento;

- Il grado di manutenzione e conservazione degli immobili oggetto della nostra analisi è stato dedotto dalla combinazione dei dati forniti dal Cliente e dell'esperienza dei tecnici incaricati di effettuare il sopralluogo;
- Non sono state condotte verifiche sulla corrispondenza delle planimetrie con lo stato dei luoghi;
- Non sono state condotte verifiche circa i titoli di proprietà e la rispondenza dell'immobile alle vigenti normative amministrative, di sicurezza, di igiene e ambientali e si è data per certa la presenza di tutte le necessarie autorizzazioni amministrative;
- Non sono state effettuate verifiche della struttura degli immobili;
- Nessun aspetto legale, fiscale o finanziario è stato preso in considerazione, fatto salvo quanto specificatamente illustrato nella Relazione di Stima e relativi allegati;
- Non ha eseguito alcuna analisi del suolo, né ha analizzato i diritti di Proprietà e di sfruttamento dei gas e dei minerali presenti nel sottosuolo;
- Non sono state ricercate e verificate da AXIA.RE S.p.A. eventuali problematiche ambientali;
- Il modello valutativo non tiene conto dell'IVA e dell'imposizione fiscale.

Assunzioni speciali

In condivisione con il Cliente e, come da valutazione pre-acquisitiva svolta nel mese di Novembre 2018, la valutazione dell'Asset di Via Bagutta è stata condotta assumendo la fattibilità della trasformazione parziale dell'Asset (piani Terra e -1) da Uffici a Commerciale/Showroom. Si è assunta la fattibilità amministrativa/burocratica e tecnica per quanto concerne i criteri di regolarità edilizia, urbanistica e di staticità dell'Asset (considerando che da progetto si prevede lo spostamento di solai sul fronte strada e la realizzazione di aperture/vetrine a tutt'altezza, l'eliminazione dell'attuale piano cortile e la sua copertura in vetro).

Composizione del Portafoglio Immobiliare

Il portafoglio immobiliare oggetto della presente valutazione è composto da 19 Asset a destinazione d'uso prevalentemente retail ubicati lungo il territorio nazionale.

Id	Comune	Indirizzo	Destinazione d'uso prevalente	Superficie Lorda
CASTLE1	REGGELLO	VIA ARETINA - BLOCCO 1 NIKE EX THE CASTLE	RETAIL	1.564
CASTLE2	REGGELLO	VIA ARETINA - BLOCCO 2 PLURITENANT EX THE CASTLE	RETAIL	2.121
MALL1	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 1 DIESEL EX THE MALL	RETAIL	379
MALL2	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 2 PAUL&SHARK SANTIONI EX THE MALL	RETAIL	435
MALL3	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 3 PLURITENANT EX THE MALL	RETAIL	442
MALL4	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 4 KORS EX THE MALL	RETAIL	475
MALL5	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 5 CANALI EX THE MALL	RETAIL	363
MALL6	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 6 PLURITENANT EX THE MALL	RETAIL	615
OPI/ROMA/03/01	ROMA	VIA SICILIA 194	OFFICE	2.180
OPI/07/MI/MECENATE/01	MILANO	VIA MECENATE 89	HOTEL	4.829
OPI/MUSEI/01/01	BOLOGNA	VIA DE' MUSEI	RETAIL	2.669
OPI/TOSCHI/02/01	BOLOGNA	VIA DE' TOSCHI 7/9	RETAIL	3.866
OPI/04/CLAVATURE/01	BOLOGNA	VIA CLAVATURE	RETAIL	1.014
OPI/MUSEI/01/01	BOLOGNA	VIA DE' MUSEI	RESIDENZIALE	494
OPI/TOSCHI/02/01	BOLOGNA	VIA DE' TOSCHI	RESIDENZIALE	1.596
MALL 7	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 7 - KIKO	RETAIL	97
MALL 8	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 8 - TWIN SET	RETAIL	154
MALL 9	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 9 - OFFICINE CREATIVE	RETAIL	69
-	MILANO	VIA BAGUTTA 20	OFFICE	3.037

* Le superfici sono state recepite dalla DD svolta nel mese di Settembre 2018 ad eccezione delle superfici degli asset a destinazione residenziale di Bologna Via de' Musei e Via de' Toschi fornite dalla Committenza.

Rispetto alla precedente Valutazione semestrale si segnala che nel corso del II° Semestre 2018 si è perfezionato l'acquisto dell'Asset di Via Bagutta a Milano, sottoposto nel mese di Novembre 2018 a valutazione pre-acquisitiva.

Criteri di valutazione

AxiA.RE S.p.A. ha adottato metodi e principi di generale accettazione, ricorrendo in particolare ai criteri di valutazione definiti nell'allegato "Metodologie Estimative e Variabili Finanziarie" oltre alle considerazioni valutative di dettaglio riportate nelle "Schede Descrittive dei Singoli Asset".

Si riporta di seguito l'indicazione sintetica del criterio di valutazione adottato per ogni singolo immobile che compone il portafoglio immobiliare in oggetto:

Id	Comune	Indirizzo	Destinazione d'uso prevalente	Metodologia valutativa
CASTLE1	REGGELLO	VIA ARETINA - BLOCCO 1 NIKE EX THE CASTLE	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
CASTLE2	REGGELLO	VIA ARETINA - BLOCCO 2 PLURITENANT EX THE CASTLE	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
MALL1	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 1 DIESEL EX THE MALL	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
MALL2	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 2 PAUL&SHARK SANTONI EX THE MALL	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
MALL3	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 3 PLURITENANT EX THE MALL	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
MALL4	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 4 KORS EX THE MALL	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
MALL5	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 5 CANALI EX THE MALL	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
MALL6	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 6 PLURITENANT EX THE MALL	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
OPI/ROMA/03/01	ROMA	VIA SICILIA 194	OFFICE	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
OPI/07/MI/MECENATE/01	MILANO	VIA MECENATE 89	HOTEL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
OPI/MUSEI/01/01	BOLOGNA	VIA DE' MUSEI	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
OPI/TOSCHI/02/01	BOLOGNA	VIA DE' TOSCHI 7/9	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
OPI/04/CLAVATURE/01	BOLOGNA	VIA CLAVATURE	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
OPI/MUSEI/01/01	BOLOGNA	VIA DE' MUSEI	RESIDENZIALE	Sintetico Comparativo
OPI/TOSCHI/02/01	BOLOGNA	VIA DE' TOSCHI	RESIDENZIALE	Sintetico Comparativo
MALL 7	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 7 - KIKO	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
MALL 8	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 8 - TWIN SET	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
MALL 9	REGGELLO	VIA PANCIATICHI - BLOCCO 9 - OFFICINE CREATIVE	RETAIL	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)
-	MILANO	VIA BAGUTTA 20	OFFICE	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)

In ragione della natura degli asset sono stati adottati, rispettivamente, i seguenti procedimenti valutativi:

- Per gli asset locati a destinazione commerciale, direzionale e alberghiera, il valore è stato determinato attraverso il Metodo Finanziario Reddituale;
- Per gli asset a destinazione residenziale è stato adottato il procedimento sintetico comparativo.

Il Metodo Finanziario Reddituale: prende in considerazione due diversi approcci metodologici:

- I. Capitalizzazione Diretta: si basa sulla capitalizzazione, ad un tasso dedotto dal mercato immobiliare, dei redditi netti futuri generati dalla proprietà.
- II. Metodo dei Flussi di Cassa Attualizzati (DCF, Discounted Cash-Flow), basato:
 - a) sulla determinazione, per un periodo di n anni, dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà;
 - b) sulla determinazione del Valore di Mercato della proprietà mediante la capitalizzazione in perpetuità, alla fine di tale periodo, del reddito netto;
 - c) sull'attualizzazione alla data della Valutazione dei redditi netti (flussi di cassa).

Il procedimento comparativo giunge alla stima del cespite mediante comparazione con immobili recentemente compravenduti o attualmente in vendita, comparabili sotto il profilo tipologico, edilizio e posizionale. Il valore del bene immobile viene quindi ad essere determinato tenendo conto dei prezzi di vendita o dei canoni di locazione, risultato di un'approfondita indagine di mercato, a cui vengono applicate rettifiche ritenute adeguate in relazione alle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene oggetto di valutazione e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente.

Market Value

Sulla base delle analisi svolte e delle assunzioni espresse nella presente relazione, si ritiene congruo stimare il valore di mercato relativo alla piena proprietà dei beni di cui è composto il portafoglio del Fondo Immobiliare alla data del **31 Dicembre 2018**, come segue:

Id	Comune	Indirizzo	Superficie Comm.le 30/06/2018 (mq)	Superficie Comm.le 31/12/2018 (mq)	Market Value 31/12/2018	Market Value 30/06/2018	Delta (€)	Delta %
CASTLE1	REGGELLO	VIA ARETINA - BLOCCO 1 NIKE EX THE CASTLE	1.117	1.251	€ 11.400.000	€ 10.600.000	800.000	7,55%
CASTLE2	REGGELLO	VIA ARETINA - BLOCCO 2 PLURITENANT EX THE CASTLE	1.468	1.560	€ 11.900.000	€ 11.400.000	500.000	4,39%
MALL1	REGGELLO	VIA PANCIATICH I - BLOCCO 1 DIESEL EX THE MALL	314	312	€ 5.800.000	€ 5.900.000	-100.000	-1,69%
MALL2	REGGELLO	VIA PANCIATICH I - BLOCCO 2 PAUL&SHARK SANTONI EX THE MALL	384	329	€ 5.550.000	€ 5.850.000	-300.000	-5,13%
MALL3	REGGELLO	VIA PANCIATICH I - BLOCCO 3 PLURITENANT EX THE MALL	385	361	€ 5.700.000	€ 5.900.000	-200.000	-3,39%
MALL4	REGGELLO	VIA PANCIATICH I - BLOCCO 4 KORS EX THE MALL	437	384	€ 6.700.000	€ 7.250.000	-550.000	-7,59%
MALL5	REGGELLO	VIA PANCIATICH I - BLOCCO 5 CANALI EX THE MALL	274	275	€ 4.500.000	€ 4.550.000	-50.000	-1,10%
MALL6	REGGELLO	VIA PANCIATICH I - BLOCCO 6 PLURITENANT EX THE MALL	456	452	€ 6.250.000	€ 6.200.000	50.000	0,81%
OPI/ROMA/03/01	ROMA	VIA SICILIA 194	1.852	1.686	€ 10.200.000	€ 10.950.000	-750.000	-6,85%
OPI/07/MI/MECENATE/01	MILANO	VIA MECENATE 89	4.600	2.701	€ 8.750.000	€ 8.600.000	150.000	1,74%
OPI/MUSEI/01/01	BOLOGNA	VIA DE' MUSEI	1.812	1.868	€ 14.350.000	€ 13.800.000	550.000	3,99%
OPI/TOSCHI/02/01	BOLOGNA	VIA DE' TOSCHI 7/9	2.421	2.488	€ 14.350.000	€ 13.600.000	750.000	5,51%
OPI/04/CLAVATURE/01	BOLOGNA	VIA CLAVATURE	559	582	€ 6.600.000	€ 6.350.000	250.000	3,94%
OPI/MUSEI/01/01	BOLOGNA	VIA DE' MUSEI	799	494	€ 1.835.000	€ 2.955.000	-1.120.000	-37,90%
OPI/TOSCHI/02/01	BOLOGNA	VIA DE' TOSCHI	1.764	1.446	€ 6.375.000	€ 6.850.000	-475.000	-6,93%
MALL 7	REGGELLO	VIA PANCIATICH I - BLOCCO 7 - KIKO	80	89	€ 730.000	€ 680.000	50.000	7,35%
MALL 8	REGGELLO	VIA PANCIATICH I - BLOCCO 8 - TWIN SET	80	132	€ 1.080.000	€ 680.000	400.000	58,82%
MALL 9	REGGELLO	VIA PANCIATICH I - BLOCCO 9 - OFFICINE CREATIVE	41	57	€ 460.000	€ 350.000	110.000	31,43%
-	MILANO	VIA BAGUTTA 20	-	2.188	€ 36.150.000	-	-	-
					158.680.000 €	122.465.000 €	36.215.000	29,57%

Il Valore di Mercato indicato è dato dalla sommatoria delle proprietà individuali di cui si compone il Fondo Immobiliare. Nell'ambito della valutazione non è stato considerato alcuno sconto / premio derivante dalla commercializzazione in blocco delle proprietà valutate, qualora non specificatamente indicato "Schede Descrittive dei Singoli Asset".

Per maggiori dettagli si rimanda espressamente alla lettura delle "Schede Descrittive dei Singoli Asset" che formano parte integrante della presente relazione di stima.

Team di progetto

La presente relazione di stima è stata elaborata da:

- Arch. Piercarlo Rolando, MRICS Registered Valuer
Amministratore Delegato e persona fisica deputata nel concreto allo svolgimento dell'incarico conferito ad AxiA.RE S.p.A.

- Dott. Massimo Berton
Head Office Milano AxiA.RE S.p.A.

- Arch. Gaia Plachesi
Project Manager AxiA.RE S.p.A.

- Ufficio Studi Gabetti S.p.A.
Research and Market Analysis

Ai sensi dell'art. 16, comma 5, del D.M. 30/2015, si precisa che alla data odierna:

- non sussistono circostanze che possano pregiudicare l'indipendenza dell'incarico di valutazione e che comportino il sorgere di potenziali conflitti di interesse;
- sono rispettati i requisiti previsti dai commi 8 e 9 dell'art. 16 del D.M. 30/2015;
- i soggetti coinvolti nella valutazione ed i firmatari della presente non versano in situazioni di incompatibilità indicate dai commi 11 e 16 dell'art. 16 del D.M. 30/2015, né versano in una situazione di conflitto di interessi rilevante in relazione ai beni da valutare.

Riservatezza dei dati

La presente relazione è stata predisposta esclusivamente a favore del Cliente ed in funzione dello scopo dell'incarico eseguito ai sensi del DM 30 del 05 marzo 2015. Si declinano pertanto responsabilità nei confronti di terzi.

Le informazioni contenute nella presente relazione di stima sono trasmettibili a terzi previo consenso scritto di AxiA.RE S.p.A., fatti salvi gli usi di legge e regolamentari.

AXIA.RE S.p.A.


Piercarlo Rolando
Amministratore Delegato

Iscritto all'Ordine degli Architetti
della Provincia di Cuneo
al Numero 437



AXIA.RE

Reliability Transparency Independence

AxiA.RE S.p.A.

Via Lentasio, 7 - 20122 Milano (MI)

Via Ezio, 49 - 00192 Roma (RM)

P.I. 09587170961 - info@axiare.it - www.axiare.it
