

---

***“Alpha Immobiliare – Fondo Comune di Investimento Immobiliare  
di Tipo Chiuso”***

**RENDICONTO AL 30/06/2011**

- 
- **Relazione degli Amministratori**
  - **Situazione Patrimoniale**
  - **Sezione Reddittuale**
  - **Nota integrativa**
  - **Estratto relazione di stima degli Esperti Indipendenti**
  - **Elenco attività DM 228**

## **Relazione degli Amministratori al Rendiconto al 30 giugno 2011**

<b>1. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE</b>	2
A. SITUAZIONE ECONOMICA	2
B. IL MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI	10
<b>2. DATI DESCRITTIVI DEL FONDO</b>	13
A. IL FONDO ALPHA IN SINTESI	13
B. LA CORPORATE GOVERNANCE	14
C. LA STRUTTURA FINANZIARIA	18
<b>3. ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO E DELLE DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO</b>	19
A. L'ATTIVITÀ DI GESTIONE	19
B. POLITICHE DI INVESTIMENTO E DI DISINVESTIMENTO	22
C. PARTECIPAZIONI IN SOCIETÀ IMMOBILIARI	23
<b>4. EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA VERIFICATISI NEL SEMESTRE</b>	24
<b>5. LINEE STRATEGICHE CHE SI INTENDONO ADOTTARE PER IL FUTURO</b>	25
<b>6. ILLUSTRAZIONE DEI RAPPORTI INTRATTENUTI NEL SEMESTRE CON ALTRE SOCIETÀ DEL GRUPPO DI FIMIT SGR</b>	26
<b>7. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE</b>	26
<b>8. OPERATIVITÀ POSTA IN ESSERE SU STRUMENTI FINANZIARI E SU STRUMENTI DERIVATI</b>	27
<b>9. PERFORMANCE DEL FONDO, ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA SUL MERCATO E INDICATORI DI REDDITIVITÀ E FINANZIARI</b>	28
<b>10. PROVENTI POSTI IN DISTRIBUZIONE</b>	29
<b>11. ALTRE INFORMAZIONI</b>	31

## **1. Andamento del mercato immobiliare**

### **A. Situazione economica**

Prima di parlare della situazione del mercato immobiliare italiano bisogna dare uno sguardo alla situazione economica mondiale nel suo complesso per comprendere se e quanto si stia uscendo dalla profonda crisi mondiale che ha travolto le economie dal 2008 in poi.

Nel 2010 il prodotto mondiale è aumentato del 5%, in netta ripresa dopo la lieve contrazione del 2009 (-0,5%). La crescita è stata disomogenea tra le principali aree: contenuta nelle economie avanzate (+3%), assai più vigorosa in quelle emergenti e in via di sviluppo (+7,3%).

Nelle maggiori economie avanzate l'attività economica è ancora frenata dalle conseguenze della profonda recessione del biennio 2008-09, innescata dalla grave crisi finanziaria: alla fine dello scorso anno solo negli Stati Uniti il prodotto era rientrato ai livelli pre-crisi, mentre in Gran Bretagna, in Giappone e nell'area dell'euro l'attività economica restava al di sotto di quei livelli. Nei paesi emergenti e in via di sviluppo, nel complesso solo sfiorati dalla crisi finanziaria, la ripresa è stata molto rapida, in particolare in Cina e in India che, con un aumento del prodotto pari in media al 9,7%, hanno continuato a fornire il principale contributo alla crescita mondiale.

Le politiche monetarie delle maggiori economie avanzate hanno mantenuto un orientamento espansivo per tutto il 2010, lasciando i tassi di riferimento pressoché immutati su livelli straordinariamente bassi.

Nei primi mesi del 2011 è ripresa la crescita dell'inflazione, sospinta dall'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche e alimentari; in questo contesto, l'Eurosistema ha alzato in aprile il proprio tasso di riferimento. Nel Regno Unito e in diversi paesi dell'area Euro sono stati avviati piani di risanamento delle finanze pubbliche, ponendo così termine all'azione di stimolo volta a contrastare gli effetti della crisi finanziaria. Negli Stati Uniti e in Giappone prevalgono ancora misure di sostegno alla crescita, ma il rapido aumento del debito pubblico rende urgente la definizione di programmi di riduzione dei disavanzi.

Nel 2010 le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono migliorate. In diversi paesi avanzati, tra cui gli Stati Uniti, e nei principali paesi emergenti i corsi azionari sono aumentati, in un contesto di calo della volatilità; i premi per il rischio sulle obbligazioni emesse dalle imprese dei paesi industriali si sono ridotti, come pure i differenziali di rendimento sul debito sovrano delle economie emergenti. Le forti tensioni che alla fine di aprile dello scorso anno avevano investito i mercati dei titoli di Stato di alcuni paesi europei con gravi problemi nei conti pubblici, in primo luogo la Grecia, sono riaffiorate a più riprese nei mesi successivi, colpendo anche l'Irlanda e il

Portogallo, dove l'accumulo di significativi squilibri macroeconomici e del settore bancario si era riflesso sui bilanci pubblici<sup>1</sup>.

Purtroppo verso la fine di questo primo semestre la situazione dei mercati internazionali ha preso una nuova deriva negativa, causata da fattori oggettivi ma anche da mera speculazione, che è ancora in corso e che pertanto sarà oggetto di più approfondita analisi nella relazione trimestrale di settembre 2011.

Quello che si può ad oggi rilevare è che i paesi "sotto attacco" appartengono all'area Euro; infatti comparando gli squilibri di finanza pubblica agli attacchi speculativi si vede come ne siano vittime preferite i paesi facenti parte di tale area. Eclatanti sono i casi del Regno Unito e della Spagna: il debito pubblico è aumentato di più nel primo paese ma i mercati hanno individuato in Spagna un rischio di debito sovrano.

Il Regno Unito ha svalutato dopo la crisi e ha avuto quindi più crescita e più inflazione (che sono un bene per il debito); nulla di ciò è avvenuto in Spagna che ha tassi più alti e crescita più bassa. Non può svalutare perché è parte dell'UEM e non controlla la moneta in cui è emesso il suo debito. Per questo è stata considerata più a rischio.

Lo stesso ragionamento vale per l'Italia che senz'altro ha i suoi problemi (debito, crescita, politica) ma risente essenzialmente della debolezza dell'UEM i cui membri sono più vulnerabili ad attacchi speculativi di altri paesi in uguali condizioni. In sostanza sembra proprio che l'Unione monetaria abbia smesso di essere un *safeheaven*: per capire quanto questo processo sia reversibile bisognerà appunto attendere i prossimi mesi<sup>2</sup>.

Nel 2010 l'economia italiana è tornata a crescere a un ritmo contenuto (+1,3%), prossimo a quello medio dei dieci anni precedenti la recessione, confermando il ritardo rispetto al complesso dell'area Euro. Dall'avvio della ripresa ciclica, nell'estate del 2009, il PIL ha recuperato solo due dei sette punti percentuali persi nel corso della crisi globale. L'espansione dell'attività è stata trainata soprattutto dalle esportazioni, sospinte dalla forte ripresa del commercio mondiale, ma con un'intensità minore rispetto ai principali concorrenti europei, in particolare la Germania. Le vendite all'estero dell'Italia hanno risentito del basso peso delle economie attualmente più dinamiche, soprattutto dei paesi asiatici emergenti, tra i nostri mercati di sbocco. L'andamento meno sostenuto dei settori esportatori ha anche fornito minore impulso ai comparti manifatturieri a monte della catena produttiva. La ripresa della domanda nazionale è stata modesta. I consumi delle famiglie hanno ancora risentito della flessione del reddito disponibile reale e delle deboli prospettive del mercato del lavoro. La propensione al

---

<sup>1</sup> Banca d'Italia – Relazione annuale Maggio 2011

<sup>2</sup> Nomisma Il rapporto 2011

risparmio si è ridotta, proseguendo nella tendenza in atto da due decenni. Il saggio di risparmio delle famiglie italiane è ora sui livelli più bassi fra i maggiori paesi dell'area dell'euro<sup>3</sup>.

Nel primo trimestre del 2011 l'espansione del PIL è stata appena positiva, ampiamente inferiore a quella media dell'area. Le informazioni congiunturali prefigurano per i mesi successivi la prosecuzione della ripresa ciclica a un ritmo modesto. Nel 2010 i consumi delle famiglie italiane sono cresciuti moderatamente (+1% in volume) interrompendo la contrazione del biennio precedente.

La cautela nei comportamenti di spesa ha riflesso la debolezza del reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici, diminuito dello 0,5% in termini reali (-4,6% nel complesso dell'ultimo triennio). La modesta ripresa del reddito nominale (+1%, da -3,1% nel 2009) è stata più che compensata dall'inflazione. Includendo l'erosione del valore reale delle attività finanziarie nette riconducibile all'incremento dell'inflazione attesa, la flessione del reddito disponibile reale delle famiglie risulta più marcata (-1,6%).

Nel settore privato (famiglie e imprese), la propensione al risparmio rispetto al reddito nazionale è diminuita nel 2010 di mezzo punto percentuale.

Gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 2,5% nel 2010 (-15,2% nel complesso del biennio precedente). L'incremento riflette la ripresa degli acquisti di beni strumentali (macchinari, attrezzature, mezzi di trasporto e beni immateriali, +9,6%) parzialmente compensata dall'ulteriore contrazione della spesa in costruzioni (-3,7%). La propensione a investire (calcolata rispetto al PIL ai prezzi dell'anno precedente) è rimasta stabile al 19,3%, ancora inferiore di oltre un punto percentuale alla media dell'ultimo decennio. Gli investimenti al netto degli ammortamenti, nonostante l'incremento del 14,7% nel 2010, rimangono su livelli storicamente bassi, inferiori del 60% ai valori precedenti la recessione (di circa il 45% in Francia e in Germania). Dopo l'eccezionale contrazione subita nel 2009 (-18,4%), lo scorso anno le esportazioni italiane di beni e servizi sono cresciute del 9,1% in volume, sostenute da quelle di prodotti chimici e di mezzi di trasporto. Nei comparti di specializzazione dell'Italia, soprattutto nella meccanica, la dinamica è stata più modesta. L'espansione delle vendite all'estero è risultata più contenuta di quella del volume del commercio internazionale, tornato in un solo anno al di sopra dei livelli pre-crisi. Sulla base dei conti nazionali trimestrali, dal minimo della metà del 2009 le esportazioni italiane sono cresciute del 13% (recuperando meno della metà di quanto avevano perduto durante la recessione), contro circa il 22% in Germania e il 13% in Francia.

Per quello che concerne il settore immobiliare la ripresa degli investimenti in Europa, che ha contraddistinto il 2010 spingendo gli operatori del settore ad ipotizzare un risveglio del real estate, ha trovato parziale conferma nei primi mesi del 2011. Il volume complessivo, nel primo

---

<sup>3</sup> Banca d'Italia – Relazione annuale Maggio 2011

trimestre 2011, è stato di 26 miliardi di euro, un livello leggermente inferiore rispetto ai 30,8 miliardi di euro del quarto trimestre 2010 (fenomeno riconducibile al fatto che negli ultimi mesi dell'anno, tendenzialmente, il volume degli investimenti è più elevato rispetto ai primi), ma di gran lunga superiore all'analogo dato registrato nel primo trimestre 2010. I 26 miliardi di euro investiti nei primi tre mesi del 2011 sono riconducibili ai principali segmenti di mercato: uffici, retail e logistica. Se si considerano altri settori quali il residenziale, l'alberghiero, nonché i terreni, il dato cresce ulteriormente arrivando a sfiorare i 32 miliardi di euro.

	Volume degli investimenti immobiliari in Europa (€/mld)	
	I Trimestre 2011	Variazione I trimestre 2010/2011
Jones Lang Lasalle	26	32
CB Richard Ellis	26,7	26
Cushman & Wakefield	28,4	25

### Il mercato immobiliare italiano

“Ogni crisi ha la sua dose di ottimisti che a un certo punto dichiarano che il peggio è passato. La cosa interessante è che questo tipo di ottimismo solitamente è genuino: non è un tentativo di persuadere i mercati, ma riflette in generale un vero convincimento che la tempesta è finita”. Questo interessante passaggio, contenuto ne “La crisi è finita” di Nouriel Roubini e Stephen Mihm, invita ad essere particolarmente cauti nella lettura delle dinamiche post crisi per non rischiare di alimentare un ottimismo non supportato da elementi concreti. Se non vi sono dubbi che la prima parte della tempesta sia passata, producendo effetti sul settore immobiliare italiano, tutto sommato contenuti rispetto a quelli paventati, è altrettanto fuori discussione che il quadro risulti tuttora fragile e non si possano escludere ricadute.

Lo spauracchio di un *Double-Dip* appare tutt'altro che scongiurato, alla luce della per-durante debolezza della domanda sul fronte interno, e della percezione di rischiosità del contesto rispetto a quello internazionale. La debolezza della crescita economica, associata alla dimensione del debito pubblico e all'instabilità politica e normativa, pongono il nostro Paese in una condizione di retroguardia rispetto alla maggior parte delle economie occidentali. In tale contesto, la rigidità dei prezzi dimostrata nella fase recessiva e, più in generale, l'inefficienza del mercato nell'adattare i valori alla flessione e alla ricomposizione della domanda, unitamente alle asimmetrie informative che da sempre connotano il mercato italiano, rappresentano elementi di penalizzazione in un quadro continentale tornato ad essere altamente selettivo. Gli investitori stranieri, specie in una fase come l'attuale, tendono a privilegiare i mercati più solidi dal punto di vista delle prospettive economiche complessive, confermando la propria

diffidenza nei confronti dei contesti meno liquidi. Se, dopo la pesante contrazione che ha caratterizzato il biennio, i livelli di attività in Europa sono aumentati per il sesto quadrimestre consecutivo, non può non sfuggire il fatto che il nostro Paese continui ad avere un ruolo marginale a vantaggio, non solo dei mercati tradizionalmente di maggiore appeal, quali Regno Unito, Olanda e Francia, ma di realtà più solide dal punto di vista dei fondamentali economici (Germania e Svezia) e, in prospettiva, dei Paesi dell'Europa orientale se non addirittura della Spagna. Il mercato *corporate* italiano rimane, dunque, prevalentemente appannaggio degli investitori domestici, trovandosi a scontare le conseguenze dell'innalzamento del livello di rischiosità del contesto che, se non funge da deterrente già nella fase di selezione degli investimenti, viene comunque apprezzato in sede di definizione degli spread sui tassi di riferimento, rappresentando un ostacolo pressoché insormontabile alla chiusura delle operazioni.

Se sul fronte del mercato degli investimenti non si scorgono elementi che giustifichino professioni di ottimismo, anche su quello al dettaglio la situazione continua a permanere preoccupante<sup>4</sup>.

A pesare negativamente sulle prospettive immediate, più della percezione di rischiosità del contesto è, in questo caso, la distanza venutasi a creare tra le capacità di spesa della domanda potenziale e gli attuali valori di mercato. L'insolita e, per certi versi, forzosa distanza che separa le famiglie italiane e l'acquisto della casa è inequivocabile: la propensione all'investimento delle famiglie nel futuro prossimo è decisamente bassa.

Occorre segnalare che il calo del reddito disponibile in termini reali, in presenza di una moderata crescita della spesa, si è tradotto in una riduzione graduale della capacità (e non sempre della propensione) a risparmiare da parte delle famiglie italiane. Nel 2010, il tasso di risparmio delle famiglie è sceso ulteriormente rispetto ai livelli dei due principali partner europei (12% in Italia, contro il 15,5% in Francia e il 17% in Germania), proseguendo una tendenza di lungo periodo che ha contrassegnato, con poche soluzioni di continuità, gli ultimi due decenni.

Il monitoraggio della domanda creditizia restituisce l'immagine di una situazione in progressivo deterioramento, in ragione della debolezza del contesto e della crescita tendenziale dell'onerosità dei mutui. Ad incidere negativamente non sono solo gli interventi della BCE sui tassi per cercare di fronteggiare lo spettro inflattivo, quanto l'inevitabile innalzamento del costo del *funding* da parte delle banche italiane. L'improvvisa impennata dello spread tra BTP e Bund

---

<sup>4</sup> Nomisma- Osservatorio sul mercato immobiliare II-2011



e la minaccia di *downgrading* sulle emissioni, si inseriscono in un quadro già deteriorato, finendo per vanificare i benefici effetti sui costi degli aumenti di capitale appena realizzati<sup>5</sup>.

Alla luce della situazione descritta, non deve sorprendere la contrazione delle compravendite residenziali registrata nel primo trimestre del 2011.

È proseguito infatti nel 2010 il calo degli investimenti in costruzioni, caratterizzati, come in passato, da fluttuazioni cicliche più persistenti. Il lieve miglioramento registrato nel secondo semestre dell'anno è stato più accentuato per la componente residenziale, tornata a crescere per la prima volta dopo due anni. Nel complesso del 2010 si è arrestata la caduta delle compravendite di abitazioni (salite dello 0,4%, dopo un calo di oltre il 25% nel corso della recessione); i prezzi delle case sono risultati pressoché costanti in termini nominali.

Sulla base dell'inchiesta trimestrale condotta lo scorso aprile dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e l'Agenzia del Territorio presso un campione di circa 1.400 agenti immobiliari, nel primo trimestre del 2011 il quadro del mercato immobiliare si sarebbe indebolito. Nonostante la prosecuzione della tendenza positiva dei nuovi incarichi a vendere, si sono intensificati i segnali di diminuzione dei prezzi e sono risultate meno favorevoli le attese a breve termine degli agenti sulle condizioni del proprio mercato di riferimento. La moderazione ha interessato anche l'ottimismo circa le prospettive di medio periodo del mercato nazionale.

Alla ulteriore flessione degli investimenti del settore non residenziale (-5,4% nel 2010; -20,5% dal 2004) avrebbe contribuito la debolezza di quelli in opere pubbliche, frenati dagli stringenti vincoli di bilancio.

Ecco in sintesi gli andamenti dei singoli comparti dell'immobiliare.

	Abitazioni %		Uffici %		Negozi %	
	I Sem. 2010	I Sem. 2011	I Sem. 2010	I Sem. 2011	I Sem. 2010	I Sem. 2011
<b>Milano</b>	-0,4	-0,5	-0,2	-0,8	-0,3	-0,9
<b>Roma</b>	-0,7	-0,8	-0,7	-0,6	-0,4	-1
<b>Media 13 grandi città</b>	-1	-0,7	-1,2	-0,9	-0,8	-0,7

Nomisma - Osservatorio sul mercato immobiliare – Il Rapporto 2011

Le compravendite di immobili si sono ridimensionate a partire dal 2007 e, in quattro anni, calano di 483.000 unità (il 26,4% delle transazioni registrate nel 2008). Il 48% della flessione riguarda il

<sup>5</sup> Nomisma- IV rapporto sulla Finanza Immobiliare 2011 – Verso un nuovo profilo finanziario delle famiglie

mercato delle abitazioni, il 12% quello degli immobili per l'impresa e la restante quota del 40% è riconducibile a categorie "residue" (immobili pubblici e categorie speciali oltre ai box e garage). Dopo che nel 2010 si era registrata una certa stabilità delle quantità transitate sul mercato, ci si attendeva il protrarsi di tale tendenza anche nel 2011. Ma già nel primo trimestre si è rilevato un nuovo calo in tutti i segmenti: complessivamente le compravendite sono state poco meno di 300.000, il 3,6% in meno rispetto allo stesso periodo del 2010.

Per quanto riguarda i prezzi nel primo semestre dell'anno in corso, la curva dei prezzi degli immobili mantiene un'inclinazione negativa. La strutturale rigidità dei prezzi degli immobili in Italia nella fase recessiva, che può essere interpretata come una inefficienza del nostro mercato nell'adattare i valori alla flessione e alla ricomposizione della domanda, è espressa dalle ultime variazioni semestrali dell'ordine del -0,6% per le abitazioni usate (-0,7% per le abitazioni nel complesso), del -0,9% per gli uffici e del -0,7% per i negozi. Risale al secondo semestre del 2008 l'inversione di tendenza dei prezzi medi delle abitazioni nei 13 maggiori mercati italiani e, a distanza di 3 anni, il deprezzamento è stato del 7,3% in termini nominali e del 14% in termini reali. Nei segmenti degli immobili per l'impresa, uffici e negozi, l'inizio della fase di flessione dei prezzi è collocabile nel primo semestre del 2009 e, ad oggi, è stato accumulato un decremento rispettivamente del 6,5% e del 5,3% sui valori nominali (12% e 10% sui valori reali). Nei segmenti direzionale e commerciale la contrazione dei valori immobiliari, che generalmente è risultata più marcata nelle prime location, è stata la conseguenza di una mancata attivazione della domanda attesa e di un contestuale processo di razionalizzazione dell'offerta, che non pare destinato ad esaurirsi nel breve termine. Se i valori di mercato descrivono a tinte un po' sfumate l'attuale ciclo recessivo del mercato immobiliare italiano, l'indicatore delle quantità scambiate è più eloquente.

L'ultimo semestre del 2010 aveva lasciato intravedere qualche segnale di possibile ripresa, che si doveva rafforzare nei primi mesi del 2011, trascinata dal mercato residenziale: una domanda che risultava non essere più negativa, uno sconto sul prezzo richiesto in leggera contrazione e tempi medi di vendita stabili. Ma, a distanza di sei mesi, quei segnali non sono stati confermati, assumendo addirittura una connotazione negativa nel comparto abitativo e, peggiorativa, per uffici e negozi.

**Il mercato delle costruzioni:** dall'indagine rapida presso le imprese di costruzione condotta nello scorso mese di maggio dall'Ance, traspare come la situazione di difficoltà in cui versa il settore edile italiano sia ancora perdurante. Considerazione questa che trova riscontro osservando sia il dato a consuntivo 2010 (-6,4% in termini reali per gli investimenti in costruzioni nel complesso), sia le stime per il 2011, peggiorative rispetto alle previsioni formulate nell'autunno dello scorso anno

(-4%, contro la precedente previsione di una contrazione, per il 2011, del -2,4%), e sia le previsioni per il 2012 che, in assenza di misure che possano generare effetti immediati sulla produzione, dovrebbero connotarsi per una ulteriore riduzione del -3,2%<sup>6</sup>.

## **Residenziale**

**Prezzi delle abitazioni:** nel primo trimestre del 2011 la quota di agenti che hanno segnalato una diminuzione dei prezzi è aumentata, al 44,2% dal 40% del precedente trimestre. L'intensificarsi delle valutazioni negative è stato particolarmente pronunciato nelle regioni del Centro e del Sud.

**Compravendite:** la quota di agenzie che nei primi tre mesi dell'anno hanno venduto almeno un immobile si è collocata al 69,3%, 6 punti percentuali in meno rispetto alla precedente indagine; la flessione è risultata particolarmente pronunciata nelle regioni del Centro e, in misura minore, in quelle del meridione.

**Incarichi a vendere:** nel primo trimestre del 2011 il saldo tra risposte di aumento e di diminuzione (rispetto al periodo precedente) delle giacenze di incarichi a vendere è salito a 25,8 punti percentuali (16,6% nella precedente rilevazione), principalmente perché è salita la percentuale di operatori che giudicano in aumento il numero di incarichi ancora da evadere. Circa l'andamento dei nuovi incarichi, il saldo tra le quote di agenzie che segnalano un aumento e quelle che segnalano una diminuzione rispetto allo scorcio del 2010 si è ampliato a 20,8 punti percentuali (da 15,7%), quasi esclusivamente per effetto dell'incremento nelle aree non urbane. Tra le cause prevalenti di cessazione degli incarichi, sono cresciute sia quelle relative a offerte a un prezzo giudicato troppo basso dal venditore (55,4% contro 49,6%), sia quelle relative a ritiri dovuti a difficoltà nel reperimento del mutuo (49,6% contro 45,2%). E' rimasta pressoché stabile l'incidenza dell'assenza di proposte di acquisto a fronte di richieste del venditore ritenute troppo elevate (64,2% dei casi contro il 64,7% rilevato in gennaio).

**Trattative e tempi di vendita:** nel primo trimestre del 2011 il margine di riduzione dei prezzi di vendita è rimasto sostanzialmente invariato, al 12%. Si conferma appena superiore ai 7 mesi il tempo medio di completamento dell'incarico.

**Modalità di finanziamento degli acquisti:** la quota di acquisti di abitazioni effettuata con accensione di un mutuo ipotecario si è contratta di 2 punti percentuali rispetto alla scorsa

---

<sup>6</sup> Ance- Rapporto maggio 2011

indagine, scendendo al 70,6%). Il calo si è concentrato nelle aree non urbane, ed è risultato particolarmente marcato nel Nord Est e al Centro, dove ha superato i 3 punti percentuali.

**Le prospettive del mercato nazionale:** la quota di agenti che riportano un miglioramento delle prospettive a breve del mercato nazionale è diminuita al 10,7%. Il quadro per i prossimi due anni si è fatto più incerto, pur rimanendo complessivamente positivo: il saldo positivo tra le attese di miglioramento e peggioramento si è ridotto di circa 15 punti percentuali rispetto alla precedente indagine<sup>7</sup>.

### **Uffici**

Nei primi mesi del 2011 sembrano consolidarsi i segnali di ripresa del mercato direzionale in ambito europeo, nonostante il perdurare di un quadro di tensione dovuto al pericolo di tracollo di alcune economie, con inevitabili conseguenze per i mercati finanziari internazionali. La domanda per gli spazi direzionali, principalmente orientata verso immobili di elevata qualità, sembra finalmente in grado di avviare il processo di assorbimento dell'eccesso di offerta tuttora presente sul mercato. In Italia le due grandi città di riferimento per questo mercato, Milano e Roma non fanno eccezione rispetto al trend continentale, pur confermandosi mercati di dimensioni tutto sommato modeste. L'assorbimento è risultato, come detto, in crescita, anche se si è trattato in taluni casi di razionalizzazioni di spazi che non hanno consentito sostanziali miglioramenti del livello di *vacancy*, che si mantiene comunque su livelli elevati. Dal punto di vista dei valori non si segnalano significative variazioni rispetto alla fine del 2010.

## **B. Il mercato dei fondi immobiliari**

### **Nel mondo**

A livello mondiale, nonostante le difficoltà, il settore del risparmio gestito in immobili ha registrato un ulteriore ampliamento. Il patrimonio delle diverse forme di strumenti immobiliari (fondi quotati, non quotati, chiusi, aperti, *Reit*) è salito a 1.450 miliardi di euro, che rappresenta una crescita del 4,3% rispetto all'anno precedente. In generale i *Reit* hanno registrato un trend positivo, con volume di investimenti in aumento e rendimenti elevati in molti Paesi. Tuttavia l'andamento è

---

<sup>7</sup> Banca d'Italia – Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia condotto con Tecnoborsa e Agenzia del Territorio- Aprile 2011

stato differenziato nelle diverse aree geografiche. A fronte di una crescita moderata in Europa, emergono l'incremento consistente del Nord America, della Nuova Zelanda e, soprattutto, dei principali Paesi asiatici, sostenuti da una rapida crescita dell'economia e dell'industria immobiliare.

Il peso dei fondi immobiliari e dei *Reit* è rimasto invariato rispetto all'anno precedente ed il patrimonio totale appartiene per il 75% ai *Reit* e per il 25% ai fondi immobiliari.

Nell'ambito dei fondi, l'andamento incerto del mercato finanziari comporta il costante aumento dei fondi non quotati, pari al 19 % del totale, contro il sei per cento di quelli quotati. Solo in Svizzera i fondi devono essere tutti quotati, mentre in Italia, Olanda e Lussemburgo sono ammesse entrambe le tipologie. In Europa sono operativi oltre 1.100 strumenti di gestione, con un patrimonio complessivo pari a 605 miliardi di euro, in lieve aumento rispetto all'anno scorso. La quota maggiore appartiene ai fondi non quotati, seguiti a breve distanza dai *Reit*, mentre i fondi quotati rappresentano la minoranza.

Il 2010 ha mostrato una ripresa dei fondi immobiliari nella maggior parte dei Paesi europei. L'anno si è chiuso con 990 fondi operativi ed un patrimonio complessivo di oltre 310 miliardi di euro. Rispetto all'anno scorso operano 95 fondi in più e il patrimonio è cresciuto di circa il nove per cento. Dei 990 fondi, più del 70% non è quotato. Le previsioni raccolte per il 2011 nei vari Paesi, tra i principali operatori, sono di una crescita del 4,2%, dovuta sia all'aumento dei valori di bilancio che ad un flusso di raccolta positivo. Il numero di fondi dovrebbe aumentare in modo analogo rispetto al 2010. L'andamento del primo quadrimestre 2011 conferma il quadro previsivo.

Per quanto riguarda l'*asset allocation*, continua ad aumentare la percentuale di uffici, rappresentati quasi esclusivamente di spazi di classe A situati nelle aree di pregio delle grandi città. Il clima di perdurante incertezza economica ha comportato un'ulteriore diminuzione degli immobili industriali, che rappresentano poco più dell'otto per cento del patrimonio complessivo. Nuovamente in aumento, invece, gli immobili commerciali, che rappresentano il settore di specializzazione di un buon numero di fondi. Il residenziale è in lieve calo, ma è in aumento l'interesse per case per anziani, *social housing* e immobili sostenibili. Tuttavia, le quote destinate ai diversi settori sono suscettibili di errori, in quanto è in crescita il comparto dei centri integrati, composti da uffici, spazi commerciali e qualche residenza, ma che vengono contabilizzati dai fondi sotto un'unica voce. Dal punto di vista geografico, si conferma il rallentamento del processo di diversificazione al di fuori dell'Europa, soprattutto Stati Uniti, mentre crescono gli acquisti nell'ambito dell'Unione europea<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Scenari Immobiliari- I fondi immobiliari in Italia e all'estero – Rapporto 2011

**I fondi immobiliari in Italia**

Nel corso dell'ultimo semestre del 2010, il numero di fondi riservati è cresciuto ulteriormente fino a costituire all'incirca il 90% dell'offerta oggi disponibile pari a 296 fondi di cui 191 riservati, 98 speculativi e 27 *retail*. Secondo quanto pubblicato da Banca d'Italia, la quota di patrimonio netto posseduta dai fondi riservati dovrebbe attestarsi attorno al 78% contro circa il 22% dei fondi *retail*. Il patrimonio netto totale (al netto delle passività) stimato dei fondi autorizzati da Banca d'Italia dovrebbe aggirarsi sui 28,5 miliardi di euro. Nel 2010 il patrimonio netto è cresciuto a un ritmo più elevato rispetto all'anno precedente. Alla fine del 2010 erano 56 le SGR attive nella gestione dei fondi immobiliari (il 60% riconducibile a gruppi privati e il 40% a gruppi bancari, finanziari e assicurativi). Nel 2010 l'utile dei gestori di fondi immobiliari è cresciuto del 43% ma solo per le SGR di grandi dimensioni (26 SGR hanno chiuso l'anno in perdita)<sup>9</sup>.

Il 2011, in seguito agli interventi congiunti del Governo (art. 32 della L. 122/2010) e delle Autorità di Vigilanza (intervento Banca d'Italia-Consob del 29 luglio 2010), si prospettava come l'anno del riassetto dell'industria dei fondi immobiliari (dopo che nel secondo semestre 2010 l'incertezza normativa ne aveva quasi bloccato la crescita): si dovrà però attendere almeno la seconda parte dell'anno (e forse l'inizio del 2012) per comprendere se le nuove disposizioni (D.L. n. 70 del 13 maggio 2011) potranno regolamentare il mercato senza comportarne un drastico ridimensionamento.

Secondo le stime di Scenari Immobiliari l'obiettivo di un patrimonio complessivo a 100 miliardi nel 2015 è ancora raggiungibile: infatti si prevede che arriveranno al settore coloro che sono in fuga dai mercati finanziari e dagli investimenti alternativi al mattone. Il fondo diverrà poi sempre di più strumento di *asset management* a cui dovranno far ricorso sempre più banche, compagnie assicurative, casse previdenziali e gestori di patrimoni. Oltre a questo ci saranno le necessità di valorizzazione del patrimonio dello Stato e lo strumento fondo sarà imprescindibile, come già evidenziato nell'ultima manovra. Un altro settore in cui lo strumento fondo è ancora sotto utilizzato è quello dell'*housing* sociale ma la tendenza dovrà per forza di cose cambiare.

Alcune SGR hanno poi in cantiere anche nuovi prodotti destinati al pubblico dei risparmiatori.

Per quanto concerne i fondi quotati oltre alla tenuta del comparto e al miglioramento del *sentiment* il 2010 ha evidenziato la bassa rischiosità dei fondi del mattone dovuta essenzialmente a due fattori: la riduzione dell'indebitamento complessivo e la modesta svalutazione degli *asset*.

---

<sup>9</sup> Banca d'Italia – Relazione annuale maggio 2011

Per quanto riguarda le *performance* il ROE è in miglioramento: +1% rispetto al -3% del 2009; stabili l'IRR (tasso di rendimento interno del sottoscrittore che prende in considerazione i flussi di cassa rispetto al NAV e quindi il valore potenziale della quota) che è pari al 5% circa e il *gross yield* (redditività lorda degli immobili locati rispetto al costo storico di acquisto) pari al 7%. I fondi *retail* hanno avuto complessivamente anche un buon andamento sul mercato mostrando una bassa correlazione col mercato azionario. E' diminuito anche lo sconto medio sul NAV che è passato dal 35% al 31%. Il problema del comparto è che molti fondi si avvicinano a scadenza in un mercato ancora asfittico e a questo le SGR dovranno rispondere con manovre strategiche correttive<sup>10</sup>.

## 2. Dati descrittivi del Fondo

	Apporto (1/3/2001)	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	30/06/2011
Valore complessivo netto del fondo (Euro/mln)	259,688	367,024	399,778	386,257	390,974	390,010	394,774	402,859	393,513	408,405	410,291	405,203
Numero quote	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875
Valore unitario delle quote (Euro)	2.500	3.533	3.849	3.718	3.764	3.755	3.800	3.878	3.788	3.932	3.950	3.901
Prezzo quotazione borsa (Euro)	-	-	2.365	2.450	2.905	3.081	3.070	3.660	1.950	2.400	2.316	2.248
Debiti bancari (Euro/mln)	-	-	46,422	62,945	64,377	70,201	53,952	74,604	88,502	116,692	95,339	83,366
Utile d'esercizio (Euro/mln)	-	-	32,753	26,160	40,917	28,754	30,960	31,573	3,685	19,857	13,260	1,789
Proventi distribuiti <sup>(*)</sup> (Euro/mln)	-	-	39,680	23,684	28,534	26,239	25,081	19,466	5,630	10,886	12,330	-
Rimborsi (Euro/mln)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimonio immobiliare (Euro/mln)	246,701	320,849	391,850	434,925	445,504	440,529	428,722	446,038	467,006	475,967	453,251	434,230
LTV (%)	0%	0%	12%	14%	14%	16%	13%	17%	19%	25%	21%	19%
Numero immobili	27	26	24	24	23	21	19	19	20	20	18	17
Destinazioni d'uso prevalenti	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale
Mq lordi	417.156	415.767	431.686	442.555	372.716	364.164	313.404	312.891	321.829	321.829	312.848	298.623

(\*) Trattasi di proventi distribuiti maturati nel periodo.

### A. Il Fondo Alpha in sintesi

"Alpha Immobiliare – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo Chiuso" (di seguito, "Fondo Alpha" o "Fondo") è il primo fondo ad apporto pubblico di Fimit SGR, nato attraverso il conferimento di immobili appartenenti al patrimonio dell'INPDAP.

Il Fondo ha avviato la propria attività il 1° marzo 2001 mediante il conferimento di 27 immobili con prevalente destinazione ad uso ufficio, situati a Roma (16), Milano e provincia (9) e Bologna e provincia (2), per circa 400.000 mq di superficie complessiva, inclusi accessori e parti annesse, per un valore complessivo di circa 247 milioni di euro.

<sup>10</sup> Scenari Immobiliari – Presentazione rapporto fondi immobiliari 2011

## **B. La Corporate Governance**

Sulla scorta di quanto previsto dalle disposizioni del codice civile e del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (recante il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, "TUF"), la SGR adotta un sistema di governo societario improntato alla trasparenza delle attività gestionali poste in essere in relazione ai fondi chiusi immobiliari dalla stessa istituiti e gestiti ed alla prevenzione di eventuali situazioni di potenziale conflitto di interessi, anche mediante l'adozione di appositi presidi organizzativi e procedurali.

L'Assemblea degli Azionisti in data 23 marzo 2010 ha designato undici Consiglieri di Amministrazione, di cui cinque Amministratori Indipendenti. Attualmente, a seguito delle dimissioni di un Amministratore Indipendente (altresì componente del Comitato Esecutivo e del Comitato di Supervisione dei Rischi e dei Controlli, di cui si dirà di seguito), il Consiglio di Amministrazione è composto da dieci membri.

Ai sensi dello Statuto della Fimit SGR, si considera indipendente l'Amministratore non munito di deleghe operative nella SGR, il quale contemporaneamente: (a) non intrattiene significativi rapporti di affari o professionali, né ha o ha avuto un rapporto di lavoro subordinato con la SGR, con società controllanti o con società da questa controllate, ad essa collegate o sottoposte a comune controllo, né con gli Amministratori muniti di deleghe (Amministratori Esecutivi); (b) non fa parte del nucleo familiare degli Amministratori Esecutivi o dell'azionista o di uno degli azionisti dell'eventuale gruppo di controllo, dovendosi intendere per nucleo familiare quello costituito dal coniuge non separato legalmente, dai parenti ed affini entro il quarto grado; (c) non è titolare, direttamente o indirettamente, di partecipazioni superiori al 5% del capitale con diritto di voto della SGR, né aderisce a patti parasociali aventi ad oggetto o per effetto l'esercizio del controllo sulla SGR.

Inoltre, gli Amministratori Indipendenti devono essere in possesso degli ulteriori requisiti di professionalità stabiliti nel Regolamento Interno degli Amministratori Indipendenti, approvato, da ultimo, con delibera consiliare del 13 maggio 2010. La sussistenza in capo agli Amministratori Indipendenti dei requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza richiesti ai sensi delle disposizioni normative tempo per tempo vigenti, dallo Statuto e dal predetto Regolamento Interno è effettuata dal Consiglio di Amministrazione entro trenta giorni dalla loro nomina. Gli Amministratori Indipendenti sono altresì tenuti a sottoscrivere annualmente una dichiarazione relativa alla permanenza dei requisiti di indipendenza e comunque si impegnano a comunicarne immediatamente il venir meno.

Il Regolamento Interno degli Amministratori Indipendenti prevede che questi per un anno dalla cessazione della carica non possano intrattenere significativi rapporti di affari o professionali, né avere un rapporto di lavoro subordinato con la SGR, con società controllanti o con società da



questa controllate, ad essa collegate o sottoposte a comune controllo, né con gli Amministratori Esecutivi.

Ai sensi dello Statuto, tale Regolamento definisce altresì in maniera puntuale le attribuzioni rimesse alla competenza degli Amministratori Indipendenti, anche alla luce dei principi raccomandati nel "Protocollo di Autonomia per le Società di Gestione del Risparmio" adottato da Assogestioni - Associazione italiana del risparmio gestito (il "Protocollo Assogestioni"), recepito dalla Fimit SGR, che ha adottato un Protocollo di Autonomia, modificato, da ultimo, con delibera consiliare assunta in data 11 dicembre 2008, anche al fine di tener conto delle disposizioni del Regolamento della Banca d'Italia e della Consob approvato con delibera del 29 ottobre 2007 (il "Regolamento Congiunto"). In merito, si specifica che Assogestioni, lo scorso febbraio, ha diffuso il "Protocollo di Autonomia per la Gestione dei Conflitti di Interessi" (il "Nuovo Protocollo"), che sostituisce il Protocollo Assogestioni e cui la Fimit SGR lo scorso 16 giugno ha deliberato di aderire integralmente. Peraltro, come si dirà meglio nel prosieguo, essendo al momento *in itinere* l'operazione di fusione per incorporazione di First Atlantic Real Estate SGR S.p.A. ("FARE") in Fimit, le modalità formali di adozione del Nuovo Protocollo sono state demandate ad un momento successivo al compimento della fusione.

Agli Amministratori Indipendenti sono demandati compiti attinenti alla prevenzione di eventuali situazioni di potenziale conflitto di interessi.

Gli Amministratori Indipendenti, infatti: (i) esprimono un parere sull'adeguatezza del contenuto e sulla rispondenza all'interesse dei clienti delle convenzioni aventi significativa incidenza sui patrimoni gestiti; (ii) esprimono un parere sulle operazioni, presentate al Consiglio di Amministrazione, che si caratterizzano per la presenza di un potenziale conflitto di interessi, così come definito dalla Parte V, Titolo II, Capo II del Regolamento Congiunto; (iii) esprimono un parere sulle operazioni aventi ad oggetto il conferimento o la cessione ai fondi gestiti dalla Fimit di beni appartenenti ai soci della SGR o alle società facenti parte del gruppo rilevante della SGR, ove esistente, nonché sulle operazioni aventi ad oggetto la cessione di beni di proprietà dei patrimoni gestiti ai soggetti indicati; (iv) esprimono un parere sulle proposte di investimento in ordine alle quali sussista un contemporaneo interesse da parte di due o più fondi gestiti dalla SGR; (v) esprimono un parere in ordine alle ipotesi di coinvestimento da parte di due o più fondi gestiti dalla SGR.

I pareri resi dagli Amministratori Indipendenti non hanno carattere vincolante ma obbligano il Consiglio di Amministrazione a motivare le ragioni della decisione contraria eventualmente presa, previo parere del Collegio Sindacale.

Gli Amministratori Indipendenti, inoltre, possono proporre al Consiglio di Amministrazione di avvalersi, a spese della SGR, di consulenti esterni privi di ogni significativa relazione con la SGR

e/o le eventuali società controllanti e/o ad essa collegate ovvero con gli Amministratori Indipendenti stessi per lo studio e la valutazione obiettiva di particolari questioni, per le quali gli Amministratori Indipendenti siano privi di specifica competenza professionale.

La presenza nella struttura di governo societario di Amministratori Indipendenti e le relative attribuzioni contribuiscono ad accentuare i profili di trasparenza insiti nella conduzione della SGR e ad incrementare l'oggettività dei processi decisionali.

Nella seduta del 13 maggio 2010, il Consiglio di Amministrazione ha istituito, al suo interno, un Comitato Esecutivo, inizialmente composto da quattro membri, e ha approvato il relativo Regolamento Interno. In data 4 agosto 2010, il Consiglio di Amministrazione ha incrementato da quattro a cinque il numero dei componenti del Comitato Esecutivo e, nella riunione del 7 ottobre, ha modificato il relativo Regolamento Interno al fine di tener conto di tale nuova composizione. Attualmente, a seguito delle sopra richiamate dimissioni, il Comitato Esecutivo risulta composto da 4 membri.

Nella citata riunione del 13 maggio, il Consiglio di Amministrazione ha altresì istituito un comitato, denominato "Comitato di Supervisione dei Rischi e dei Controlli", composto da tre Amministratori Indipendenti in possesso degli specifici requisiti di professionalità previsti nel relativo Regolamento Interno approvato dal Consiglio di Amministrazione, ulteriori rispetto a quelli individuati, in via generale, per gli esponenti aziendali dalla normativa di settore. A tale Comitato, il cui Regolamento Interno è stato approvato da ultimo nella riunione consiliare del 24 febbraio 2011, è rimesso il compito di individuare i presidi per la gestione di eventuali situazioni di potenziale conflitto con l'interesse dei partecipanti ai fondi gestiti dalla SGR nonché di sovrintendere all'attuazione degli indirizzi e delle politiche in materia di gestione dei rischi, controllo di conformità e revisione interna determinati dal Consiglio di Amministrazione. Il Comitato riferisce al Consiglio di Amministrazione sulle attività svolte con periodicità almeno semestrale, formulando altresì, ove del caso, le proprie raccomandazioni. A seguito delle sopra richiamate dimissioni, il Consiglio di Amministrazione ha nominato un Amministratore Indipendente quale componente del Comitato, che attualmente risulta, pertanto, composto da 3 membri.

Fimit ha adottato, da ultimo con delibera consiliare del 17 maggio 2010, un Codice Etico ed un Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del D.Lgs. 8 giugno 2001, n. 231 – recante la *"Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'art. 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300"* – volto a prevenire la commissione dei reati contemplati dal Decreto stesso nonché ad esimere la SGR dalla responsabilità derivante dalla eventuale commissione, nel suo

interesse o a suo vantaggio, di reati da parte di soggetti che fanno parte dell'organizzazione aziendale.

La SGR ha altresì istituito un Organismo di Vigilanza caratterizzato da requisiti di autonomia ed indipendenza, professionalità e continuità di azione – attualmente composto da tre membri – cui è affidato il compito di vigilare sull'osservanza delle prescrizioni del Modello nonché di curarne l'aggiornamento.

La SGR, inoltre, ha adottato un "Codice Interno di Comportamento e Regolamento sulle Operazioni Personali dei Soggetti Rilevanti" ("Codice"), che si pone in linea di continuità con il codice di comportamento precedentemente adottato da Fimit ai sensi del Regolamento Consob in materia di intermediari n. 11522 del 1° luglio 1998 (abrogato, a far data dal 2 novembre 2007, a seguito dell'entrata in vigore della delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007). Il Codice definisce, tra l'altro, le regole di condotta applicabili ai componenti degli organi amministrativi e di controllo, ai dipendenti ed ai collaboratori della Società, nonché le sanzioni applicabili nell'ipotesi di violazione dello stesso. Il Codice appare altresì funzionale ad assolvere ai più generali obblighi di adottare, applicare e mantenere procedure idonee a garantire l'adempimento degli obblighi di correttezza e trasparenza nella prestazione di ciascuno dei servizi prestati dalla SGR nonché di adottare procedure idonee a mantenere la riservatezza delle informazioni ricevute nell'ambito della prestazione dei predetti servizi, avuto riguardo alla natura delle stesse.

Il Codice contempla, inoltre, previsioni volte ad evitare il verificarsi di situazioni di potenziale conflitto di interessi, statuendo uno specifico obbligo di astensione e di informativa in capo ai soggetti che, nell'esercizio della funzione di gestione, abbiano in relazione a determinate scelte di investimento, afferenti tanto beni immobili quanto strumenti finanziari, un interesse personale in potenziale conflitto con l'interesse dei patrimoni gestiti.

Il Codice detta altresì una specifica regolamentazione in materia di operazioni personali poste in essere dai cosiddetti "Soggetti Rilevanti", in conformità con l'articolo 18 del Regolamento Congiunto.

Infine, la SGR, anche allo scopo di minimizzare i rischi connessi con il compimento di operazioni in conflitto di interessi, sottopone le opportunità di investimento che giungono alla Società o individuate sul mercato alla valutazione dell'organo amministrativo che determina l'allocazione degli investimenti tra i vari fondi gestiti nel rispetto delle relative previsioni regolamentari ed applicando specifici criteri di attribuzione.

In aggiunta alle strutture di *corporate governance* applicabili alle società di gestione del risparmio in virtù delle disposizioni codicistiche e del TUF ed a quelle sopra specificamente

riportate, si evidenzia che il Consiglio di Amministrazione della Fimit SGR ha ritenuto opportuno avvalersi di un ulteriore presidio a tutela degli investitori in relazione al Fondo Alpha, mediante l'istituzione di un Comitato Investimenti avente funzione consultiva, composto da cinque membri designati dal Consiglio di Amministrazione della Fimit SGR tra soggetti esterni alla Società e dotati di comprovata esperienza nel settore immobiliare e/o finanziario. Le spese inerenti al funzionamento del Comitato Investimenti sono a carico della SGR.

Il Comitato Investimenti si configura come un organismo dotato di funzioni consultive, competente ad analizzare, valutare ed esprimere il proprio parere obbligatorio, ma non vincolante, in ordine ad alcune proposte di investimento e disinvestimento al medesimo sottoposte nell'interesse del Fondo Alpha e dei partecipanti allo stesso, svolgendo altresì uno specifico ruolo nell'individuazione e gestione delle situazioni di potenziale conflitto di interessi, anche meramente potenziali.

Segnatamente, il Comitato Investimenti è chiamato a pronunciarsi in ordine alle: a) proposte di investimento/disinvestimento immobiliare e mobiliare di importo superiore a 5 milioni di euro; b) proposte di investimento/disinvestimento immobiliare che configurino situazioni di conflitto d'interesse ai sensi della normativa vigente; c) proposte di investimento/disinvestimento immobiliare che abbiano come controparte altri fondi gestiti dalla Fimit SGR; d) proposte di coinvestimento con altri fondi gestiti dalla Società.

Il Comitato Investimenti, nel formulare i propri pareri non vincolanti, tiene conto della qualità e della validità economica degli investimenti e disinvestimenti proposti e del rispetto della politica di investimento risultante dal regolamento di gestione del Fondo.

La Società comunica ai partecipanti del Fondo Alpha ogni informazione prevista dal regolamento di gestione e dalla vigente normativa di settore con le modalità ivi previste.

Nell'ambito della Fimit SGR opera la funzione Relazioni Esterne, cui è demandata la cura dei rapporti con gli investitori e del processo di comunicazione ed informazione nei confronti del pubblico. Tale funzione, in specie, si pone come referente dei partecipanti al Fondo, riscontrandone le richieste di informazioni, se del caso, anche provvedendo ad inoltrarle ai responsabili delle altre funzioni aziendali eventualmente interessati.

### **C. La Struttura finanziaria**

Il Fondo possiede attualmente 5 contratti di finanziamento:

- i. un finanziamento ipotecario di 50 milioni di euro, concesso da Unicredit S.p.A. (ex UniCredit MedioCredito Centrale S.p.A.) in data 1° maggio 2003 e scadenza 1° febbraio 2013,

con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Via Casal Lumbroso n. 77; il debito residuo al 30 giugno 2011 è di 11.024.975 euro;

ii. un finanziamento ipotecario di 13,5 milioni di euro, concesso da Aereal Bank AG in data 15 giugno 2003 e scadenza il 15 giugno 2019, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Via Tor Cervara n. 285; il debito residuo al 30 giugno 2011 è di 7.612.464 euro;

iii. un finanziamento ipotecario di 20 milioni di euro, concesso da Barclays Bank PLC in data 27 febbraio 2009 e scadenza il 28 febbraio 2014, con ipoteca sugli immobili siti in Roma, Via Cavour n. 5 e Via Capitan Bavastro n. 92; il debito residuo al 30 giugno 2011 è di 12.000.000 euro;

iv. un finanziamento ipotecario di 9,950 milioni di euro, concesso da Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A. in data 30 aprile 2009 e scadenza il 31 marzo 2014, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Via Ippolito Nievo nn. 25-38; il debito residuo al 30 giugno 2011 è di 7.901.456 euro;

v. un finanziamento ipotecario di 70 milioni di euro, concesso da Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. in data 21 luglio 2009 e scadenza il 21 luglio 2012, con ipoteca su diversi immobili di proprietà del Fondo; il debito residuo al 30 giugno 2011 è di 44.827.130 euro.

Su tutti i finanziamenti, il Fondo ha in essere posizioni su operazioni in derivati (opzioni CAP) al fine di coprirsi dai rischi connessi ad eventuali oscillazioni dei tassi di riferimento dei finanziamenti in essere. Le caratteristiche di tali derivati sono illustrate nel §8 "Operatività posta in essere su strumenti finanziari e su strumenti derivati".

Alla data del 30 giugno 2011, la leva finanziaria utilizzata dal Fondo ammonta al 19,20% del valore di mercato dei beni immobili alla stessa data. Si evidenzia che tale percentuale è ampiamente al di sotto del livello massimo consentito dalla vigente normativa (60% del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari, più un ulteriore 20% del valore degli altri beni).

La liquidità disponibile alla data del 30 giugno 2011 è di 19,514 milioni di euro (al 31 dicembre 2010 era di 14,169 milioni di euro).

### **3. Illustrazione dell'attività di gestione del Fondo e delle direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento**

#### **A. L'attività di gestione**

La gestione ordinaria del Fondo Alpha Immobiliare nel corso del primo semestre dell'anno 2011 è stata caratterizzata dalle attività di seguito descritte.

**Contratti di locazione**

Continua l'attività di razionalizzazione dei contratti in essere, di stipula di nuovi contratti in scadenza e di unificazione di più contratti in capo allo stesso conduttore.

Nel corso del primo semestre dell'anno 2011 sono giunte al Fondo ulteriori richieste di recesso, da parte di conduttori afferenti al settore privato attualmente insediati negli immobili direzionali di Roma, ed in particolare dell'*Hinterland* della città di Milano. Le motivazioni sono essenzialmente di carattere economico (riduzione del costo locativo, razionalizzazione degli ambienti di lavoro con decremento degli addetti e delle consistenze). Molte aziende che hanno comunicato disdetta intendono trasferire le proprie attività in immobili di minore pregio per caratteristiche e localizzazione (e talvolta in edifici di proprietà dei gruppi societari di appartenenza), per conseguire una contrazione dei canoni di locazione e degli oneri accessori gravanti su di essi. Per le disdette pervenute in accordo ai termini contrattuali (fine del primo / secondo sessennio) sono state proposte la rinegoziazione del contratto di locazione allineando il canone alle effettive condizioni di mercato (qualora precedentemente *overrented*), e la concessione di incentivi in forma di periodi *rent free* oppure l'applicazione di canoni a "scalettatura" progressiva nel tempo.

Al 30 giugno 2011, la superficie locabile lorda totale degli immobili in portafoglio ammonta a 298.623 mq, di cui 225.606 mq locati. Risulta, quindi, messo a reddito il 75,6% delle consistenze degli immobili del Fondo. Al 31 dicembre 2010, invece, la superficie locabile lorda totale degli immobili in portafoglio era di 312.848 mq, di cui 236.770 mq locati. A tale data, risultava a reddito il 75,7% delle superfici. La differenza di superficie complessiva è dovuta alla vendita dell'edificio sito a Basiglio (MI) e denominato "Palazzi Volta e Galilei", occorsa nel primo semestre dell'anno 2011. Rispetto alla situazione rilevata in occasione del rendiconto al 31 dicembre 2010, a parità di immobili detenuti la percentuale di consistenze locate è sostanzialmente immutata.

Alla data del 30 giugno 2011, risultano vigenti n. 87 posizioni locative (comprendenti sia contratti di locazione che indennità di occupazione), di cui 74 riferite a conduttori privati e 13 afferenti alla Pubblica Amministrazione. Nel corso del primo semestre dell'anno 2011, sono cessati 9 contratti (di cui 4 ascrivibili all'immobile oggetto di vendita) e ne sono stati stipulati 3 nuovi. I rapporti locativi con la Pubblica Amministrazione generano una quota parte del 62,5% sul complessivo dei canoni di locazione alla data del 30 giugno 2011.

L'importo dei canoni di competenza del primo semestre dell'anno 2011 ammonta a 15,142 milioni di euro, mentre il valore contrattuale annuo delle posizioni in essere alla data del 30 giugno 2011 risulta di 29,683 milioni di euro.

### **Crediti verso locatari**

Alla data del 30 giugno 2011, l'importo dei crediti verso conduttori per fatture emesse, al netto delle fatture da emettere, è di circa 19,117 milioni di euro, facendo rilevare un decremento del 5,25% rispetto al dato rilevato in sede di rendiconto al 31 dicembre 2010, pari a circa 20,176 milioni di euro. I crediti per fatture emesse e scadute da oltre 30 giorni sono pari a 16,333 milioni di euro. Di tale importo, circa 13,619 milioni di euro – pari al 83,4% del totale – è ascrivibile ai conduttori pubblici e di questi, per la maggior parte, al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Alla data del 30 giugno 2011, risultano avviate azioni giudiziali per un ammontare complessivo di circa 32,796 milioni di euro, a fronte delle quali sono stati recuperati 22,644 milioni di euro circa, corrispondenti al 69% dell'importo totale oggetto di azione legale di recupero. L'esposizione creditizia verso i conduttori del Fondo rimane elevata. Si conferma, quale componente principale, l'andamento crescente della morosità dei conduttori pubblici, mentre si rileva il ritardo nei tempi di pagamento del canone anche da parte di un numero crescente di conduttori privati, che continuano a risentire della ancora non favorevole situazione economica.

Per contrarre i tempi di pagamento dei crediti insoluti, il Fondo conferma il sistematico ricorso alle procedure giudiziali di recupero della morosità, sia per la quasi totalità dei conduttori afferenti alla pubblica Amministrazione, che per un numero crescente di società private.

Per quanto riguarda i dati analitici relativi alla situazione creditoria del Fondo si rinvia a quanto riportato nella Nota Integrativa a commento della sottovoce G6 "Crediti verso locatari".

### **Manutenzioni Straordinarie (Capex)**

Nel corso del primo semestre dell'anno 2011 sono proseguite le opere di manutenzione straordinaria e di messa a norma e miglioria degli edifici, in linea con il piano degli interventi di adeguamento funzionale e normativo previsti in *budget* nel Documento di Programmazione Finanziaria del Fondo relativo all'anno 2011. Il totale dei costi capitalizzati, per opere e lavori eseguiti, nel corso del semestre è stato di 1,166 milioni di euro circa. I fabbricati che hanno comportato maggior oneri di spesa sono stati quelli siti in Roma, in Via del Giorgione nn. 59-63 ed in Vicolo del Casal Lumbroso n. 17.

## **B. Politiche di investimento e di disinvestimento**

Nel primo semestre dell'anno 2011 è proseguita l'attività di analisi, di valutazione e di studio di opportunità di investimento con l'obiettivo di migliorare l'*asset allocation* e le *performance* del Fondo, mentre non sono stati effettuati investimenti.

Nel corso del primo semestre dell'anno 2011 è stato dismesso l'immobile sito in Basiglio (MI), Via Sforza, denominato "Palazzi Volta e Galilei", ceduto in data 29 giugno 2011 al prezzo di 18.000.000 euro. L'acquirente è Mediolanum Vita S.p.A. (del Gruppo Mediolanum). Tale vendita ha generato una minusvalenza nel periodo di 1.030.499 euro ed una plusvalenza di 1.437.463 euro rispetto al costo storico dell'immobile comprensivo delle capex sostenute ed al netto degli ammortamenti contabilizzati fino al 31 dicembre 2001.

Pertanto, gli immobili di proprietà del Fondo Alpha Immobiliare al 30 giugno 2011 sono 17, oltre alla partecipazione nella Da Vinci S.r.l..

Nel corso dell'esercizio sono proseguite le attività per la riqualificazione del complesso sito a Roma, in Via Colombo n. 44 e Via Capitan Bavastro n. 174, finalizzate al rinnovo del contratto locazione con l'attuale conduttore, il Ministero dell'Ambiente, della Tutela del Territorio e del Mare, insediato in regime di indennità di occupazione. Si rammenta che nel mese di maggio 2011, il complesso era stato candidato all'indagine di mercato immobiliare promossa dal Ministero per la propria sede. L'offerta consegnata dalla SGR è attualmente all'esame del Ministero e degli Enti preposti.

Per quanto concerne il complesso sito a Roma in Vicolo del Casal Lumbroso n. 77, liberato dal Ministero dell'Interno a seguito della soppressione della Scuola di Polizia, si ricorda che è in itinere il programma di riqualificazione e cambio di destinazione d'uso. In particolare, si rammenta che nello scorso mese di novembre 2010 è stato presentato un apposito Piano di Recupero alle autorità comunali. Attualmente sono in corso di attuazione le conferenze degli Enti preposti, per la verifica degli intenti progettuali.

In merito al centro commerciale "Raffaello" sito in Roma, Via Longoni n. 3, già rilasciato dal conduttore alla fine dell'anno 2009, proseguono le attività volte alla rivitalizzazione commerciale tramite la ricerca di un format più idoneo ed il reperimento di potenziali conduttori. In parallelo, sono stati avviati alcuni contatti per la dismissione, mentre è in avanzato stato di definizione il programma di cambio di destinazione d'uso, svolto mediante l'ausilio di consulenze specialistiche. In particolare, al Comune di Roma è stato recentemente presentato il piano di recupero per la trasformazione delle consistenze dell'immobile, e del limitrofo edificio di Via Longoni n. 95, ad uso residenziale.



Si specifica, infine, che il Documento di Programmazione del Fondo per l'anno 2011, prevede il disinvestimento di ulteriori immobili di proprietà.

### **C. Partecipazioni in società immobiliari**

Si rammenta che il Fondo detiene una partecipazione di controllo nella società Da Vinci S.r.l., per una quota pari al 25%. La società è stata costituita nel mese di aprile 2007, ed è partecipata in quote paritetiche da quattro fondi gestiti dalla SGR. È proprietaria di un lotto sito nel Comune di Roma, lungo l'autostrada Roma – Fiumicino presso l'ingresso Est della Nuova Fiera di Roma, dove è stato realizzato ed è operativo il complesso direzionale "Da Vinci Business Park".

La commercializzazione del complesso è attualmente affidata in via esclusiva all'advisor Cushman & Wakefield, che dal mese di luglio 2011 agisce in co – agency con la società Bnp Paribas Real Estate Advisory. Le attività hanno consentito di locare parte delle consistenze a due aziende di respiro internazionale, che hanno apprezzato l'elevato livello qualitativo e prestazionale dell'immobile.

Si ricorda infatti che nel mese di dicembre 2009 è stato sottoscritto un contratto di locazione avente ad oggetto uffici per una superficie totale di più di 4.000 mq, oltre a magazzini e posteggi coperti e scoperti, per una durata di sei più sei anni. Il conduttore, attivo nel leasing di flotte aziendali, ha avviato l'operatività degli uffici nel mese di luglio 2010. Inoltre, nel successivo mese di settembre 2010 è stato sottoscritto un ulteriore rapporto locativo per una superficie di circa 1.000 mq oltre a pertinenze, prevedente una durata di sei più sei anni, con decorrenza onerosa a far data dal mese di gennaio 2011. Il conduttore è una importante azienda del settore automotive. Infine, è in avanzata fase di definizione la locazione di circa 3.000 mq con un primario gruppo multinazionale.

Si informa che nel mese di maggio 2011 sono state finalizzate le intese con un importante operatore della ristorazione interaziendale per l'esercizio delle attività nel padiglione centrale di servizio, compreso tra i due corpi di fabbrica principali. L'operatività del ristorante è prevista dal mese di ottobre 2011.

Sono attualmente in atto numerose trattative volte alla locazione delle residue consistenze del complesso, che ha partecipato a numerosi bandi di ricerca, promossi da alcuni soggetti grandi fruitori di spazi.

Il complesso direzionale è sostanzialmente ultimato, sono in atto limitate lavorazioni di sistemazione delle aree esterne a verde e carrabili, mentre sono in corso di completamento le finiture e dotazioni tecniche del padiglione servizi, in vista dell'imminente consegna al gestore del ristorante interaziendale.

#### **4. Eventi di particolare importanza verificatisi nel semestre**

Nel mese di febbraio 2011 è stato approvato il Documento di Programmazione del Fondo.

**\* \* \***

In data 28 febbraio 2011 il Consiglio di Amministrazione ha approvato il rendiconto di gestione del Fondo al 31 dicembre 2010 ed ha deliberato la distribuzione dei proventi maturati nell'esercizio 2010, per un ammontare complessivo di 6.876.525 euro, corrispondenti a 66,20 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione; tale somma corrisponde alla totalità dei proventi distribuibili nell'esercizio, al netto dei proventi posti in distribuzione per il primo semestre 2010 (5.453.437 euro).

In ottemperanza agli obblighi previsti, la SGR ha redatto e successivamente pubblicato un Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2011, secondo le previsioni dell'art. 154-ter, comma 5, del TUF, applicabile ai fondi comuni di investimento immobiliari di tipo chiuso quotati su un mercato regolamentato ai sensi dell'art. 103, comma 3, del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/1999, e successive modifiche e integrazioni.

**\* \* \***

Si ricorda che a seguito dell'approvazione del Consiglio di Amministrazione del 13 ottobre 2010, la FIMIT SGR ha stipulato con la società INGENIUM REAL ESTATE S.p.A. un accordo quadro per i Servizi di facility e property management, di project management e legali immobiliari; parte integrante dell'accordo quadro è anche il Service Level Agreement stipulato con l'*outsourcer*, che ha la finalità di regolare i livelli di servizio minimi da garantire con riferimento ad ognuna delle attività esternalizzate. La durata di tali accordi è triennale, con decorrenza 1° novembre 2010 con possibilità di recesso in qualunque momento con preavviso di sei mesi e previsione di meccanismi di risoluzione ed applicazione di penali, al ricorrere delle ipotesi ivi previste, tra cui anche il mancato rispetto dei livelli di servizio concordati.

### **Modifiche al regolamento di gestione del Fondo**

Il Decreto Ministeriale 5 ottobre 2010, n. 197 (il "D.M. 197/2010") – che ha modificato il Decreto Ministeriale 24 maggio 1999, n. 228, recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento – ha reso necessario apportare talune modifiche ai regolamenti di gestione dei fondi immobiliari della SGR, tra cui quello del Fondo Alpha, al fine di uniformare le previsioni in essi contenute alla normativa vigente.

Nello specifico, in data 8 marzo 2011, il Consiglio di Amministrazione ha, tra l'altro, apportato al Regolamento di gestione del Fondo Alpha dette modifiche, aventi ad oggetto, più in particolare, il c.d. "periodo di grazia": il D.M. 197/2010 richiede che il regolamento di gestione del Fondo preveda i casi in cui è possibile avvalersi del periodo di grazia; al ricorrere di detti casi, la SGR potrà adesso deliberare il ricorso alla proroga per lo smobilizzo degli investimenti, dandone notizia alla Banca d'Italia ed alla Consob e senza dover richiedere una autorizzazione in proposito (come accadeva in passato).

Dette modifiche, in base alle previsioni del D.M. 197/2010, hanno efficacia dalla data di pubblicazione (10 marzo 2011).

Si fa presente, inoltre, che il Consiglio di Amministrazione, nella medesima riunione dell'8 marzo 2011, ha approvato ulteriori modifiche del regolamento di gestione del Fondo Alpha, al fine di esplicitare la possibilità che il Fondo investa in diritti derivanti da contratti di *leasing* immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori. Tali modifiche sono state approvate dalla Banca d'Italia con Provvedimento n. 0465066/11 del 30 maggio 2011 e hanno efficacia dalla data della relativa pubblicazione (10 giugno 2011).

### **5. Linee strategiche che si intendono adottare per il futuro**

L'obiettivo che il Fondo si prefigge è quello di massimizzare il rendimento per i titolari delle quote, da realizzarsi eventualmente attraverso forme di investimento diversificate nel comparto immobiliare e dando luogo ad una politica commerciale più incisiva, anche in considerazione delle perduranti condizioni di mercato "riflessivo". Le strategie di vendita, aggiornate in sede di approvazione del Documento di Programmazione del Fondo Alpha per l'anno 2011, prevedono una tempistica volta a dotare il Fondo della liquidità da destinare alla riduzione dell'esposizione finanziaria ed alla distribuzione dei proventi.

Gli indirizzi di gestione di riferimento sono i seguenti:

- a) ottimizzazione del patrimonio immobiliare esistente, per la valorizzazione e la massimizzazione dei rendimenti;

- b) disinvestimenti immobiliari orientati sia verso immobili critici (sfitti oppure a rischio recesso), giunti a maturità locativa e manutentiva, o che possano garantire interessanti ritorni economici di breve periodo, pur mantenendo la diversificazione del patrimonio;
- c) riduzione dell'esposizione verso la Pubblica Amministrazione, sia in termini di recupero della morosità sia con riguardo alle situazioni di permanenza in regime di indennità di occupazione;
- d) eventuali investimenti immobiliari, anche attraverso veicoli societari, e/o sviluppo di attività immobiliari innovative con l'obiettivo di sfruttare eventuali fasi "riflessive del mercato";
- e) eventuale utilizzo della leva finanziaria, entro i limiti imposti dalla normativa vigente;
- f) eventuali investimenti in strumenti finanziari;
- g) alleanze con operatori di settore per eventuali operazioni di sviluppo.

Le politiche di medio-lungo periodo saranno orientate:

1. ad una gestione che permetta una distribuzione sistematica dei proventi ai portatori delle quote;
2. ad una pianificazione di *asset management* che operi con un orizzonte temporale anche inferiore agli anni residui procedendo, se del caso, a rimborsi anticipati cogliendo i picchi di mercato/opportunità.

#### **6. Illustrazione dei rapporti intrattenuti nel semestre con altre società del Gruppo di Fimit SGR**

Fimit SGR non appartiene ad alcun gruppo bancario o industriale ai sensi dell'art. 2359 comma 1, n. 1, cod. civ. e degli artt. 29 e 60 del D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) e, pertanto, si caratterizza quale società di gestione del risparmio indipendente.

#### **7. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre**

In data 4 agosto 2011 il Fondo ha finalizzato l'acquisizione di n. 100 quote di Classe A del Fondo Conero per un valore di 10 milioni di euro, come deliberato dal Consiglio di Amministrazione della Fimit in data 25 luglio 2011. Il Fondo Conero, Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso riservato a investitori qualificati, è gestito da First Atlantic SGR ed ha una durata di 12 anni. Al Fondo è stato trasferito mediante apporto in natura un portafoglio di 135 immobili strumentali (filiali bancarie e sedi) utilizzati da Banca Marche, principalmente ubicati nel centro Italia. Gli immobili, il cui valore di mercato è pari a circa 270 milioni di euro, sono stati apportati

al Fondo con uno sconto portafoglio in linea con le *best practice* di mercato (circa il 10%). Contestualmente all'apporto, gli immobili sono stati concessi in locazione a Banca Marche sulla base di contratti di locazione a lungo termine.

Il Fondo Alpha, al fine di realizzare l'investimento, ha sottoscritto un contratto di finanziamento ipotecario con Banca IMI S.p.A., per un importo di 10 milioni di euro.

Oltre a quanto descritto, non si sono verificati ulteriori eventi significativi successivamente alla data di chiusura del primo semestre 2011.

## **8. Operatività posta in essere su strumenti finanziari e su strumenti derivati**

### Strumenti Finanziari

L'unico investimento in strumenti finanziari<sup>11</sup> effettuato dal Fondo dall'avvio dell'operatività è avvenuto nell'anno 2004. In particolare, si rammenta che sono state sottoscritte, in data 29 giugno 2004, a seguito di apposita delibera consiliare del 17 giugno 2004, n. 28 quote del fondo comune di investimento immobiliare riservato ad investitori qualificati "Fondo Cloe" gestito da Prelios SGR S.p.A. (già "Pirelli & C. Real Estate SGR S.p.A."), per un importo complessivo di 7 milioni di euro. Il valore della quota al 30 giugno 2011 è stato adeguato a quello risultante dal rendiconto del fondo alla medesima data.

### Strumenti derivati

I derivati in essere, alla data del presente Rendiconto, sono i seguenti:

- in data 3 marzo 2009, è stata acquistata un'opzione CAP, da Barclays Bank PLC a fronte del finanziamento concesso al Fondo dalla stessa, con scadenza 28 febbraio 2014 e nozionale ammontante a 18 milioni di euro, ad un *cap rate* del 2,50%, con il pagamento di un premio *up front* di 270 mila euro e con decorrenza dal 31 agosto 2009;
- in data 3 settembre 2009, è stata acquistata un'opzione CAP da Intesa Sanpaolo S.p.A. a fronte del finanziamento concesso dalla stessa, con scadenza 21 luglio 2012 e nozionale ammontante a 50 milioni di euro, ad un *cap rate* del 2,50%, con il pagamento di un premio *up front* di 430 mila euro e con decorrenza dal 31 dicembre 2009;
- in data 30 ottobre 2009, è stata acquistata un'opzione CAP, da Intesa Sanpaolo S.p.A. a fronte del finanziamento concesso al Fondo da Depfa Bank AG (ora Aareal Bank AG), con

---

<sup>11</sup> Non si considera qui la partecipazione nella "Da Vinci S.r.l." in quanto riferibile all'attività immobiliare

scadenza 15 giugno 2019 e nozionale ammontante a 8.405.758 euro del valore nominale del finanziamento, ad un *cap rate* del 3%, con il pagamento di un premio *up front* di 405 mila euro e con decorrenza dal 15 giugno 2010;

- in data 30 ottobre 2009 è stata acquistata un'opzione CAP, da Intesa Sanpaolo S.p.A. a fronte del finanziamento concesso al Fondo da MCC S.p.A. (ora UniCredit S.p.A.), con scadenza 1° febbraio 2013 e nozionale pari a 18.474.115 euro del valore nominale del finanziamento, ad un *cap rate* del 3%, con il pagamento di un premio *up front* pari a 85 mila euro e con decorrenza dal 1° febbraio 2010;
- in data 30 ottobre 2009 è stata acquistata un'opzione CAP, da Banca Intermobiliare S.p.A. a fronte del finanziamento concesso al Fondo dalla stessa, con scadenza 31 marzo 2014 e nozionale pari al 100% del valore nominale del finanziamento (9.950.000 euro), ad un *cap rate* del 3%, con il pagamento di un premio *up front* pari a 105 mila euro e con decorrenza dal 31 dicembre 2009.

Si evidenzia che, a seguito delle operazioni sopra descritte, il rischio tasso riconducibile ai finanziamenti ipotecari passivi in essere sottoscritti dal Fondo è stato sostanzialmente calmierato.

#### **9. Performance del Fondo, andamento del valore della quota sul mercato e indicatori di redditività e finanziari**

Per quanto riguarda le *performance* del Fondo e l'andamento del valore della quota si fa rinvio alla Nota Integrativa e, più precisamente, alla Parte A §§ da 1 a 3. Si riportano in questa sede alcune informazioni sintetiche.

Dalla data di apporto, ossia dal 1° marzo 2001, alla data del presente Rendiconto, il valore complessivo netto (NAV) del Fondo si è incrementato passando da 259.687.500 euro a 405.202.835 euro (410.290.822 euro al 31 dicembre 2010). Il valore unitario della quota è passato da 2.500,000 euro a 3.900,870 euro (3.949,851 euro al 31 dicembre 2010) con un incremento del 56,03% (57,99% al 31 dicembre 2010); considerando le distribuzioni dei proventi effettuate sino alla data del 30 giugno 2011, per un totale di 1.843,85 euro a quota, che hanno inciso per il 73,75% rispetto al valore iniziale della quota (2.500 euro), l'incremento di valore realizzato è pari al 129,79% (129,10% al 31 dicembre 2010).

Il Tasso Interno di Rendimento, calcolato sulla base del valore iniziale del Fondo, dei flussi di cassa in uscita e del NAV al 30 giugno 2011, risulta pari al 10,84% mentre lo stesso tasso di rendimento calcolato sul valore di collocamento della quota (2.600 euro) è del 12,65%.

Si evidenziano alcuni ratios elaborati sulla base dei dati del Rendiconto che esprimono, in modo sintetico ma significativo, la struttura patrimoniale del Fondo e l'andamento economico dello stesso.

Indicatore	Descrizione	Valore
ROE	Utile del periodo/NAV inizio periodo	0,44%
ROA	Risultato gestione immobiliare/valore immobili <sup>12</sup>	2,41%
Dividend yield	Provento <sup>13</sup> /prezzo della quota al 30/06/2011	2,00%
Price/earning	Prezzo della quota al 30/06/2011/utile al 30/06/2011 per quota	130,56
Leverage	Finanziamenti/valore immobili	19,20%
Livello di impiego asset immobiliari	Valore immobili/ totale attività	86,38%
Valore medio beni immobili	Valore immobili/n. immobili	25,543 mln

### 10. Proventi posti in distribuzione

Ai sensi del paragrafo 3.1 del Regolamento del Fondo: "sono considerati proventi della gestione del Fondo gli utili, al netto della differenza tra plusvalenze e minusvalenze non realizzate rispetto ai valori di acquisizione dei beni immobili, dei diritti reali di godimento su beni immobili e delle partecipazioni detenute dal Fondo, risultanti dal rendiconto di gestione del Fondo che la Società di Gestione deve redigere secondo quanto previsto al successivo paragrafo 13.1. Al suddetto fine, le plusvalenze non realizzate sono calcolate al netto delle relative imposte stanziate".

<sup>12</sup> Media aritmetica del valore degli immobili 31/12/2010 – 30/06/2011

<sup>13</sup> Proventi unitari maturati al 30 giugno 2011: 45 euro

In base a quanto sopra esposto, con l'approvazione del presente Rendiconto, si potrà porre in distribuzione un ammontare complessivo di 4.674.375 euro, corrispondente a 45 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione; tale somma corrisponde alla totalità dei proventi maturati al 30 giugno 2011, al netto dei dovuti arrotondamenti. Le modalità di calcolo dell'importo di cui sopra risultano dalla seguente tabella:

Totale Utili cumulati dall'inizio dell'operatività del Fondo al 31 dicembre 2010	335.256.716
Utile al 30 giugno 2011	1.788.538
Plusvalenze non realizzate su beni immobili e partecipazioni immobiliari dall'inizio dell'operatività del Fondo al 30 giugno 2011	138.478.787
Plusvalenze nette non realizzate su strumenti finanziari dall'inizio dell'operatività del Fondo al 30 giugno 2011	2.361.581
Utili distribuiti dall'inizio dell'operatività del Fondo al 30 giugno 2011	191.529.919
Proventi distribuibili nel primo semestre	4.674.968
Proventi posti in distribuzione post arrotondamento	4.674.375
Provento <i>pro-quota</i> posto in distribuzione	45

I proventi distribuiti saranno assoggettati ad una ritenuta del 20% applicata dall'intermediario finanziario presso cui sono depositate le quote del Fondo al momento della distribuzione. A partire dal 1° gennaio 2006, infatti, la ritenuta (a seconda dei casi a titolo d'imposta o d'acconto) è applicata non più dalla SGR che ha istituito il fondo bensì dagli intermediari finanziari residenti presso i quali le quote sono state depositate che aderiscono direttamente o indirettamente ai sistemi di deposito accentrato (si tratta, in genere, di banche, sim, società fiduciarie, ecc.) nonché dai soggetti non residenti aderenti a detto sistema di deposito accentrato ovvero a sistemi esteri di deposito accentrato aderenti al medesimo sistema.

L'aliquota della ritenuta è stata elevata dal 12,50% al 20% a partire dal periodo d'imposta in corso alla data di entrata in vigore del Decreto Legge n. 112 del 25 giugno 2008, convertito nella legge n. 133 del 6 agosto 2008, che ha introdotto, con l'art. 82, commi 17 e ss., importanti novità riguardo al trattamento fiscale dei fondi di investimento immobiliare.

Si ricorda che, nel corso del semestre, il Fondo ha dismesso un immobile generando proventi distribuibili assoggettati a ritenuta. Al riguardo, si segnala che il Fondo dispone ancora di un *plafond*, ammontante a 102,9 milioni di euro, di proventi distribuibili in esenzione da ritenuta



fiscale alla fonte in quanto riferiti – in base ad un criterio di individuazione analitico – agli esercizi chiusi fino al 31 dicembre 2003 e rientranti, quindi, nel regime transitorio previsto dal D.L. n.269/03, per evitare una doppia imposizione sui medesimi proventi (prima in capo al fondo, in base alla disciplina vigente ante D.L. n. 269/03 e poi in capo ai partecipanti in base al nuovo regime).

Si segnala, inoltre, che il 31 maggio 2010 è stato emanato il Decreto Legge n. 78 – poi convertito, con modificazioni, nella Legge 30 luglio 2011, n. 122 – che all'art. 32 è intervenuto profondamente sulla disciplina regolamentare e fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi; nel testo attualmente in vigore si prevede, in particolare, l'abrogazione del regime di esenzione da ritenuta alla fonte del 20% per i proventi dei fondi distribuiti ai così detti soggetti "white list" (nei confronti dei quali quindi troveranno applicazione le regole ordinarie) o ove più favorevoli le convenzioni contro le doppie imposizioni. Per ulteriori dettagli si veda quanto descritto nel paragrafo 11. *Altre informazioni*.

## **11. Altre informazioni**

### **Fusione per incorporazione di First Atlantic Real Estate SGR in Fimit**

Al fine di rispondere al meglio al mutamento in atto nel mercato e all'intensificazione della competizione, Fimit ha intrapreso, già a partire dai primi mesi del 2010, colloqui con FARE, primaria SGR immobiliare italiana per masse in gestione, finalizzati ad approfondire la possibilità di una fusione tra le due entità.

Tali colloqui sono proseguiti per l'intero esercizio e si sono infine concretizzati, lo scorso 26 gennaio, con la firma di un Accordo Quadro, in cui si è prevista la fusione per incorporazione di FARE in Fimit, attribuendo alla società incorporante la denominazione sociale di "IDeA FIMIT - Società di Gestione del Risparmio Società per Azioni".

I consigli di amministrazione di Fimit e FARE hanno approvato, rispettivamente in data 26 e 27 gennaio 2011, il progetto di fusione.

Dall'unione delle due società, nascerà la prima SGR immobiliare italiana indipendente, con oltre 8 miliardi di euro di masse in gestione e 19 fondi gestiti, di cui 5 quotati e commissioni aggregate per il 2010 pari a circa 57 milioni di euro, che si posizionerà come uno dei principali interlocutori presso investitori istituzionali italiani e internazionali nella promozione, istituzione e gestione di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi.

L'operazione rafforza il posizionamento strategico delle due entità e le loro relazioni con gli investitori istituzionali in Italia, creando le condizioni per un futuro sviluppo dell'attività anche sui

mercati esteri e consentendo l'ottenimento di economie di scala e sinergie nella gestione dei fondi immobiliari.

Contestualmente alla fusione, verranno perfezionate le seguenti operazioni:

- acquisto da parte di DEA CAPITAL S.p.A. da FEIDOS S.p.A. di una partecipazione pari al 58,31% del capitale di IFIM, società che detiene esclusivamente una partecipazione del 17,15% ante fusione in Fimit SGR;
- acquisto da parte di IFIM della partecipazione detenuta in Fimit dal fondo LBREP III FIMIT Srl ("LBREP"), pari al 18% ante fusione del capitale della SGR.

Congiuntamente, le controllate di DEA CAPITAL, FARE HOLDING (70%) e IFIM (58,31%), deterranno una quota pari al 61,30% della Nuova SGR. Il capitale restante sarà essenzialmente suddiviso tra i soci INPDAP, ENPALS, ENASARCO e INARCASSA. Al riguardo, si informa che, in data 25 marzo 2011, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha dato il nulla osta all'operazione di fusione di FARE in Fimit e successivamente, in data 21 luglio 2011, è pervenuto altresì il nulla osta da parte di Banca d'Italia alla suddetta operazione. Il progetto di fusione, da ultimo, è stato approvato da parte delle assemblee degli azionisti di Fimit e FARE in data 26 luglio 2011.

### **Riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi**

Con l'introduzione della nuova disciplina fiscale in materia di fondi immobiliari chiusi, a seguito delle modifiche apportate dall'art. 8, comma 9 del Decreto Legge n. 70 del 13 Maggio 2011 intervenuto sull'art. 32 del Decreto Legge 78 del 31 Maggio 2010, viene mantenuto il regime fiscale attualmente vigente che prevede l'applicazione di una ritenuta del 20% per le distribuzioni di proventi per i fondi esclusivamente partecipati da investitori istituzionali cosiddetti "qualificati", indicati nel comma 3 dell'art. 32 del Decreto Legge n. 78 del 31 Maggio 2010, e per i partecipanti che al termine del periodo d'imposta detengono quote di partecipazione al patrimonio del fondo non superiori al 5%.

Nel caso di partecipanti al fondo cosiddetti "non qualificati" diversi da quelli di cui sopra, che detengono quote di partecipazione al patrimonio del fondo superiori al 5%, i redditi conseguiti dal fondo saranno imputati pro quota a quest'ultimi per trasparenza, indipendentemente dalla loro percezione e su tali redditi non troverà applicazione la ritenuta del 20% di cui all'art. 7 del Decreto Legge 351 del 2001. Detta ritenuta, invece, si renderà applicabile a titolo di imposta al momento della corresponsione dei proventi nei confronti dei partecipanti del fondo non

residenti, indipendentemente dalla quota di partecipazione dagli stessi detenuta, fatta salva l'eventuale applicabilità delle convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni.

Si segnala, inoltre, che l'art. 8, comma 9 del Decreto Legge n. 70 del 13 Maggio 2011, modificando l'art. 32 del Decreto Legge n. 78 del 31 Maggio 2010, pur preservando la nuova definizione regolamentare di fondo già introdotta dalla previgente versione del citato art. 32 e , è intervenuto profondamente su altri temi relativi alla disciplina fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliari chiusi, ed in particolare:

(i) prevede che i partecipanti "non qualificati" residenti e non residenti, che alla data del 31 dicembre 2010 detenevano una quota di partecipazione al patrimonio del fondo superiore al 5%, dovranno corrispondere un'imposta sostitutiva del 5% del valore medio delle quote detenute nel periodo d'imposta e risultante dai prospetti periodici redatti nel periodo d'imposta 2010;

(ii) prevede la facoltà, per i fondi che alla data del 31 Dicembre 2010 presentavano un assetto partecipativo diverso da quello indicato nel comma 3 dell'art. 32 del Decreto Legge n. 78 del 2010 e nei quali almeno un partecipante deteneva quote per un ammontare superiore al 5%, di deliberare entro la data del 31 Dicembre 2011 la liquidazione del fondo (secondo la specifica procedura e il regime fiscale previsto dalla norma) e prelevare un'imposta sostitutiva del 7% sul valore netto del fondo risultante al 31 dicembre 2010. In quest'ultimo caso, viene prevista anche un'imposta sostitutiva annuale del 7% sui risultati conseguiti dal 1° Gennaio 2011 e fino alla conclusione della liquidazione (che deve essere conclusa nel termine massimo di cinque anni);

(iii) introduce un regime per attenuare fenomeni di doppia imposizione rispetto alle predette imposte sostitutive;

(iv) prevede l'abrogazione del regime di esenzione da ritenuta alla fonte del 20% per i proventi dei fondi distribuiti ai così detti soggetti "white list" (nei confronti dei quali quindi troveranno applicazione le regole ordinarie). Per tali soggetti esteri (residenti in un paese "white list") sarà comunque possibile applicare, ove più favorevole, l'aliquota prevista dalla relativa Convenzione contro le doppie imposizioni, una volta acquisita, da parte della SGR, idonea documentazione. Il regime di esenzione da ritenuta viene confermato, invece, a determinate condizioni, per i proventi percepiti da fondi pensione ed OICR esteri istituiti in Stati o territori inclusi nella c.d. "white list", nonché da enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e da banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato.

Va infine sottolineato che il provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate attuativo delle disposizioni di riforma previste, a tutt'oggi, non è stato ancora emanato; da ciò consegue

che le effettive implicazioni della riforma in commento, sotto il profilo fiscale del Fondo (e della SGR) potranno essere valutate soltanto allorquando sarà varato il provvedimento attuativo in questione.

### **Evoluzione della disciplina in materia di approvazione dei regolamenti e delle operazioni di fusione dei fondi riservati agli investitori qualificati**

La Banca d'Italia con nota n. 05061101/11 del 13 giugno 2011, ricevuta dalla Fimit lo scorso 16 giugno, avente ad oggetto il "Decreto Legge del 13 maggio 2011 (cd. "decreto sviluppo)". Evoluzione della disciplina in materia di approvazione dei regolamenti dei fondi riservati e speculativi" (la "Nota") ha comunicato alla SGR, tra l'altro, che – in considerazione dell'entrata in vigore del citato decreto sviluppo (avvenuta il 14 maggio 2011) ed ai conseguenti effetti scaturenti dalle modifiche che hanno interessato l'art. 37 del TUF – non sono più soggetti al preventivo benestare della Banca d'Italia, con effetto immediato dalla data di entrata in vigore del decreto sviluppo stesso, tra l'altro, le operazioni di fusione ed i regolamenti di gestione (e le relative modifiche) dei fondi riservati agli investitori qualificati.

Sulla scorta di quanto riportato nella Nota, dunque, con riferimento alle materie sopra indicate non è più necessario l'avvio di un procedimento amministrativo innanzi alla Banca d'Italia come in passato, ma è sufficiente una mera trasmissione all'Organo di Vigilanza del testo in formato cartaceo ed elettronico del regolamento di gestione e della delibera di approvazione dell'Organo Amministrativo, da effettuarsi entro 10 giorni dalla relativa assunzione.

Ai fondi riservati agli investitori qualificati continuano invece ad applicarsi le regole in materia di attività di investimento previste nel Titolo V, Capitolo III, Sezioni V e VI del Provvedimento Banca d'Italia del 14 aprile 2005. Ne consegue, tra l'altro, che per derogare ai limiti alla concentrazione dei rischi previsti in via ordinaria per gli OICR dal citato Provvedimento, i fondi riservati agli investitori qualificati devono prevedere espressamente limiti diversi nei propri regolamenti di gestione.

A seguito dell'entrata in vigore del Decreto Ministeriale 5 ottobre 2010, n. 197 (il "DM 197/2010"), che ha modificato il Decreto Ministeriale 24 maggio 1999, n. 228, recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento, in data 8 marzo 2011 il Consiglio di Amministrazione ha approvato "in via generale" talune modifiche al regolamento di gestione del Fondo in modo da allineare l'articolato alle previsioni del DM 197/2010 in tema di periodo di grazia e di assemblea dei partecipanti.

**Commissione Variabile Finale**

Come più dettagliatamente illustrato alla Parte D "Altre informazioni" della Nota Integrativa a cui si rimanda, ai sensi del Regolamento del Fondo, al momento della liquidazione dello stesso, alla SGR spetterà una Commissione Variabile Finale.

Le modalità di calcolo della suddetta commissione si basano sulla determinazione del cosiddetto "Rendimento complessivo in eccesso del Fondo", ossia la differenza tra il "Risultato Complessivo del Fondo"<sup>14</sup> e il Valore Iniziale del Fondo<sup>15</sup>. Alla SGR verrà riconosciuta una commissione pari al 20% del Rendimento complessivo in eccesso del Fondo, se e solo se questo ultimo avrà un valore positivo.

Come riportato nella Parte D "Altre informazioni" della Nota Integrativa, il Consiglio di Amministrazione ha introdotto una modifica al regime della Commissione Variabile Finale. Pur lasciando la relativa metodologia di calcolo invariata, si è previsto che questa venga integrata con l'inserimento di un limite massimo quantitativo (20% del "Rendimento in Eccesso Alternativo" del Fondo) ancorato alla dinamica dell'indice BTP per tutta la durata del Fondo. In particolare, ai fini della definizione del suddetto "cap", i flussi per l'investitore (proventi e rimborsi di capitale) ed il valore iniziale del Fondo, saranno capitalizzati utilizzando, anno per anno, il *benchmark* relativo.

L'importo della Commissione Variabile Finale, seppur in presenza del suddetto *cap*, potrebbe risultare anche significativo; esso dipenderà principalmente dal livello che il tasso *benchmark* avrà raggiunto nell'anno antecedente la liquidazione del Fondo, oltre che dai risultati che il Fondo potrà ottenere nel corso della sua durata e dall'effettivo valore di liquidazione finale che dipenderà in massima parte dall'andamento del mercato immobiliare.

Al riguardo, si precisa che l'effettiva sussistenza ovvero l'entità della Commissione Variabile Finale saranno verificabili solo al momento della liquidazione del Fondo. Infatti, almeno un dato di riferimento necessario per il calcolo della Commissione Variabile Finale è allo stato non calcolabile e non stimabile: è dunque impossibile, o comunque aleatorio, stimare in anticipo il tasso *benchmark* relativo.

Pertanto, come precisato nella Nota Integrativa, Parte D "Altre informazioni", essendo l'ammontare dell'onere non suscettibile di alcuna stima attendibile, l'applicazione dei corretti principi contabili non consente di effettuare alcun accantonamento nel Rendiconto in quanto

---

<sup>14</sup> Dato dalla sommatoria dell'ammontare netto del fondo liquidato e dei proventi distribuiti e dei rimborsi parziali pro-quota eventualmente effettuati nel corso del tempo, capitalizzati secondo il regime di capitalizzazione composta al tasso *benchmark*, pari alla variazione dell'indice BTP MTS + 0,75% relativo ai dodici mesi antecedenti l'integrale smobilizzo dell'attivo netto del Fondo.

<sup>15</sup> Ossia il valore di Apporto, anch'esso capitalizzato al tasso *benchmark*.

l'importo derivante dall'applicazione del metodo "alternativo" ("cap") costituisce esclusivamente il valore del limite massimo della commissione.

Tuttavia, con l'introduzione nel Regolamento di gestione del limite alla Commissione sopra descritto è possibile, sulla base dei dati disponibili al 30 giugno 2011, dare un'indicazione, esclusivamente a scopo informativo, su quale sarebbe il limite massimo della Commissione Variabile Finale; il limite massimo stimato della suddetta Commissione Variabile Finale spettante alla SGR sarebbe pari a circa 42,2 milioni di euro.

### **Esperti Indipendenti**

#### *Linee Guida Assogestioni in materia di rapporti tra le SGR e gli Esperti Indipendenti*

In data 27 maggio 2010 è stato pubblicato da Assogestioni il documento contenente le Linee Guida concernenti il rapporto tra le società di gestione del risparmio istitutrici di fondi comuni di investimento immobiliare e gli esperti indipendenti nell'attività di valutazione di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

Le Linee Guida costituiscono strumenti di autodisciplina che hanno la finalità di fornire indicazioni circa le modalità che le società possono seguire nel corretto adempimento della disciplina normativa e regolamentare di riferimento. In dettaglio, esse individuano i principali momenti in cui si articola il rapporto fra le SGR istitutrici di fondi immobiliari e gli esperti indipendenti nella valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari, e partecipazioni in società immobiliari, nel contesto del più ampio processo decisionale di investimento delle SGR medesime.

Ferme restando le previsioni normative e regolamentari, le Linee Guida perseguono altresì la finalità di garantire la tracciabilità e l'efficacia dei processi informativi e decisionali, nonché l'uniformità e la condivisione dei principi di selezione e di conferimento dell'incarico agli esperti indipendenti, anche al fine di meglio definire i ruoli, le funzioni e lo scambio di dati e informazioni fra gli esponenti aziendali, i soggetti preposti alle funzioni di gestione del rischio e controllo di conformità alle norme e gli esperti indipendenti medesimi.

La Società, in data 17 febbraio 2011, ha aderito alle Linee Guida adeguando ai principi ivi sanciti le proprie disposizioni interne in materia.

*Comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010 "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento"*

Il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato, in data 17 febbraio 2011, l'aggiornamento delle disposizioni interne in tema di gestione dei rapporti con gli Esperti Indipendenti e valutazione di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società

immobiliari. Tale deliberazione è stata acquisita al fine di adeguare la governance della SGR ai contenuti della comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010 "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento".

Le disposizioni interne vigenti disciplinano, tra le altre:

- i criteri per la selezione degli esperti indipendenti, le modalità per il rinnovo degli incarichi e per la commisurazione del compenso;
- le modalità operative per l'identificazione e la gestione di eventuali situazioni di conflitto di interessi;
- i compiti delle funzioni aziendali, sia operative sia di controllo, da svolgersi nell'ambito del processo di valutazione;
- le modalità di coordinamento e i flussi informativi tra le funzioni operative e di controllo, nonché nei confronti degli esperti indipendenti;
- gli standard documentali e le modalità di attestazione delle attività svolte e di raccolta e archiviazione della documentazione trasmessa e ricevuta dagli esperti indipendenti;
- gli obblighi di reporting nei confronti degli organi aziendali;
- la descrizione dei presidi organizzativi e di controllo per la verifica nel continuo della corretta applicazione da parte degli esperti indipendenti dei criteri di valutazione dei beni.

In linea con le disposizioni interne sopra menzionate, di seguito si evidenziano i principali presidi organizzativi, procedurali e di controllo adottati dalla SGR al fine di garantire il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli esperti indipendenti dei Fondi gestiti da FIMIT SGR S.p.A.:

- collazione, verifica e consegna dei dati inerenti il patrimonio immobiliare dei Fondi gestiti agli esperti indipendenti da parte dei Team di Gestione dei Fondi;
- analisi della relazione di stima da parte dei Team di gestione e dei relativi Responsabili, volta ad accertare la congruenza dei dati ivi contenuti con quelli trasmessi, l'adeguatezza del processo valutativo seguito dagli Esperti Indipendenti, la coerenza dei criteri di valutazione utilizzati con quelli previsti dalla normativa vigente e dal mandato ricevuto, la correttezza nell'elaborazione dei dati e la coerenza delle assunzioni di stima;
- verifica delle relazioni di stima e della correttezza del metodo di valutazione applicato da parte del Risk Manager, nonché della coerenza, nel tempo, dei criteri

di valutazione con gli obiettivi per cui le valutazioni sono state predisposte, con i principi definiti dalla normativa di riferimento;

- accertamento dell'adeguatezza del processo valutativo e delle metodologie utilizzate ed approvazione della relazione di stima da parte del Consiglio di Amministrazione, sulla base delle note redatte dal Direttore Asset Management e presentate dall'Amministratore Delegato.

*Incarichi assegnati agli Esperti Indipendenti dei Fondi Gestiti*

Si segnala che l'incarico di Esperto Indipendente del Fondo Alpha è affidato a Scenari Immobiliari S.r.l.. Alla stessa società, nel corso del primo semestre dell'anno 2011, non sono stati conferiti ulteriori incarichi.

\* \* \*

Il presente Rendiconto al 30 giugno 2011 si compone complessivamente di n. 85 pagine oltre all'estratto della Relazione di Stima degli Esperti Indipendenti e all'elenco, in ordine decrescente di valore, dei beni di cui all'art. 4, comma 2 del Decreto Ministeriale n. 228/1999, redatto ai sensi dell'art. 75 comma 1, lettera b) del Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 ("Regolamento Intermediari").

Per Il Consiglio d'Amministrazione

Il Presidente

Avv. Paolo Crescimbeni



**RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/11**  
**Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso**

**STATO PATRIMONIALE**

	Situazione al 30/06/11		Situazione al 31/12/10	
<b>ATTIVITA'</b>	<b>Valore complessivo</b>	<b>% attivo</b>	<b>Valore complessivo</b>	<b>% attivo</b>
<b>A. A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>5.647.406</b>	<b>1,12%</b>	<b>6.221.022</b>	<b>1,20%</b>
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>	<b>5.647.406</b>	<b>1,12%</b>	<b>6.221.022</b>	<b>1,20%</b>
A1. Partecipazioni di controllo	0	0,00%	428.937	0,08%
A2. Partecipazioni non di controllo	-	0,00%	-	0,00%
A3. Altri titoli di capitale	-	0,00%	-	0,00%
A4. Titoli di debito	-	0,00%	-	0,00%
A5. Parti di O.I.C.R.	5.647.406	1,12%	5.792.085	1,12%
<b>Strumenti finanziari quotati</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
A6. Titoli di capitale	-	0,00%	-	0,00%
A7. Titoli di debito	-	0,00%	-	0,00%
A8. Parti di O.I.C.R.	-	0,00%	-	0,00%
<b>Strumenti finanziari derivati</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
A9. Margini presso org. di comp. e garanzia	-	0,00%	-	0,00%
A10. Opzioni, premi o altri strum. Finanziari derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
A11. Opzioni, premi o altri strum. Finanziari derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>434.229.886</b>	<b>86,38%</b>	<b>453.251.289</b>	<b>87,87%</b>
B1. Immobili dati in locazione	370.622.505	73,73%	389.442.721	75,50%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	0,00%	-	0,00%
B3. Altri immobili	63.607.381	12,65%	63.808.568	12,37%
B4. Diritti reali immobiliari	-	0,00%	-	0,00%
<b>C. CREDITI</b>	<b>23.157.718</b>	<b>4,61%</b>	<b>21.180.632</b>	<b>4,11%</b>
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	0,00%	-	0,00%
C2. Altri	23.157.718	4,61%	21.180.632	4,11%
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>12</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
D1. a vista	12	0,00%	-	0,00%
D2. altri	-	0,00%	-	0,00%
<b>E. ALTRI BENI</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
E1. Altri beni	-	0,00%	-	0,00%
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>19.514.096</b>	<b>3,88%</b>	<b>14.168.658</b>	<b>2,75%</b>
F1. Liquidità disponibile	19.514.096	3,88%	14.168.658	2,75%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>20.112.700</b>	<b>4,01%</b>	<b>21.021.982</b>	<b>4,07%</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	0,00%	-	0,00%
G2. Ratei e risconti attivi	1.270.193	0,25%	1.071.683	0,21%
G3. Risparmio di imposta	-	0,00%	-	0,00%
G4. Altre	665.962	0,13%	577.640	0,11%
G5. Credito Iva	-	0,00%	-	0,00%
G6. Crediti verso i locatari	18.176.545	3,63%	19.372.659	3,75%
crediti lordi	23.705.645	4,72%	25.281.364	4,90%
fondo svalutazione crediti	-5.529.100	-1,09%	-5.908.705	-1,15%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>502.661.818</b>	<b>100,00%</b>	<b>515.843.583</b>	<b>100,00%</b>

**RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/11**  
**Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso**

**STATO PATRIMONIALE**

	Situazione al 30/06/11		Situazione al 31/12/10	
<b>PASSIVITA' E NETTO</b>	<b>Valore complessivo</b>	<b>% passivo</b>	<b>Valore complessivo</b>	<b>% passivo</b>
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>83.366.100</b>	<b>85,54%</b>	<b>95.338.702</b>	<b>90,32%</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	83.366.025	85,54%	95.338.653	90,32%
H2. Pronti contro termine passivi e op. assimilate	-	0,00%	-	0,00%
H3. Altri	75	0,00%	49	0,00%
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
I1. Opzioni, premi o altri strum. Fin. Derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
I2. Opzioni, premi o altri strumenti fin. Derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
<b>L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
L1. Proventi da distribuire	-	0,00%	-	0,00%
L2. Altri debiti verso i partecipanti	-	0,00%	-	0,00%
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>14.092.883</b>	<b>14,46%</b>	<b>10.214.059</b>	<b>9,68%</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	40.327	0,04%	40.292	0,04%
M2. Debiti di imposta	3.458.358	3,55%	3.312.597	3,14%
M3. Ratei e risconti passivi	825.050	0,85%	886.597	0,84%
M4. Altre	5.167.218	5,30%	5.366.442	5,08%
M5. Fondo Svalutazione Partecipazioni	4.036.116	4,14%	-	0,00%
M6. Debiti per cauzioni ricevute	565.814	0,58%	608.131	0,58%
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>97.458.983</b>	<b>100,00%</b>	<b>105.552.761</b>	<b>100,00%</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>405.202.835</b>		<b>410.290.822</b>	
<b>Numero complessivo delle quote in circolazione</b>	<b>103.875</b>		<b>103.875</b>	
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>3.900,870</b>		<b>3.949,851</b>	
<b>Proventi distribuiti per quota (1)</b>	<b>1.843,850</b>		<b>1.777,650</b>	
<b>Rimborsi distribuiti per quota (1)</b>	<b>0,000</b>		<b>0,000</b>	

(1) Si tratta degli importi effettivamente distribuiti dall'avvio dell'operatività del Fondo a titolo di provento e di rimborso parziale di quote. Il Valore complessivo netto del Fondo e quello unitario delle quote in circolazione sono al netto di detti importi.

**RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/11**  
**Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso**

**SEZIONE REDDITUALE**

		Situazione al 30/06/11	Situazione al 31/12/10
<b>A.</b>	<b>STRUMENTI FINANZIARI</b>		
	<b>Strumenti finanziari non quotati</b>		
A1.	PARTECIPAZIONI	- 4.465.053	- 923.163
A1.1	dividendi e altri proventi	-	-
A1.2	utili/perdite da realizzi	-	-
A1.3	plus/minusvalenze	- 4.465.053	- 923.163
A2.	ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	- 12.421	61.498
A2.1	interessi, dividendi e altri proventi	132.258	529.317
A2.2	utili/perdite da realizzi	-	-
A2.3	plus/minusvalenze	- 144.679	- 467.819
	<b>Strumenti finanziari quotati</b>		
A3.	STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	-	-
A3.1	interessi, dividendi e altri proventi	-	-
A3.2	utili/perdite da realizzi	-	-
A3.3	plus/minusvalenze	-	-
	<b>Strumenti finanziari derivati</b>		
A4.	STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-	-
A4.1	di copertura	-	-
A4.2	non di copertura	-	-
	<b>Risultato gestione strumenti finanziari ( A )</b>	<b>- 4.477.474</b>	<b>- 861.665</b>
<b>B.</b>	<b>IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>		
B1.	CANONI DI LOCAZIONE ALTRI PROVENTI	16.739.418	32.914.861
B1.a	canoni di locazione	15.142.128	30.221.199
B1.b	altri proventi	1.597.290	2.693.662
B2.	UTILI/PERDITE DA REALIZZI	- 1.030.499	-
B3.	PLUS/MINUSVALENZE	- 1.156.484	- 1.219.974
B4.	ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	- 2.865.689	- 5.539.904
B4.a	oneri non ripetibili	- 477.767	- 935.215
B4.b	oneri ripetibili	- 2.374.646	- 4.581.056
B4.c	interessi su depositi cauzionali	- 4.216	- 6.185
B4.d	altri oneri gestione immobiliare	- 9.060	- 17.448
B5.	AMMORTAMENTI	-	-
B6.	SPESE ICI	- 998.086	- 2.034.570
	<b>Risultato gestione beni immobili ( B )</b>	<b>10.688.660</b>	<b>24.120.413</b>
<b>C.</b>	<b>CREDITI</b>		
C1.	interessi attivi e proventi assimilati	877.087	1.672.923
C2.	incrementi/decrementi di valore	- 117.091	- 2.519.868
	<b>Risultato gestione crediti ( C )</b>	<b>759.996</b>	<b>- 846.945</b>
<b>D.</b>	<b>DEPOSITI BANCARI</b>		
D1.	interessi attivi e proventi assimilati	-	-
	<b>Risultato gestione depositi bancari ( D )</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>E.</b>	<b>ALTRI BENI (da specificare)</b>		
E1.	Proventi	-	-
E2.	Utile/perdita da realizzi	-	-
E3.	Plusvalenze/minusvalenze	-	-
	<b>Risultato gestione altri beni ( E )</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/11**  
**Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso**

**SEZIONE REDDITUALE**

		Situazione al 30/06/11	Situazione al 31/12/10
<b>Risultato Gestione Investimenti (A+B+C+D+E)</b>		<b>6.971.182</b>	<b>22.411.803</b>
<b>F.</b>	<b>RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>		
F1.	OPERAZIONI DI COPERTURA	-	-
F1.1	Risultati realizzati	-	-
F1.2	Risultati non realizzati	-	-
F2.	OPERAZIONI NON DI COPERTURA	-	-
F2.1	Risultati realizzati	-	-
F2.2	Risultati non realizzati	-	-
F3.	LIQUIDITA'	-	-
F3.1	Risultati realizzati	-	-
F3.2	Risultati non realizzati	-	-
<b>Risultato gestione cambi ( F )</b>		<b>-</b>	<b>-</b>
<b>G.</b>	<b>ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE</b>		
G1.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PCT E ASSIMILATE	-	-
G2.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI	-	-
<b>Risultato altre operazioni di gestione ( G )</b>		<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Risultato Lordo della Gestione Caratteristica (RGI + F + G)</b>		<b>6.971.182</b>	<b>22.411.803</b>
<b>H.</b>	<b>ONERI FINANZIARI</b>		
H1.	INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	-	-
H1.1	su finanziamenti ipotecari	1.627.189	2.828.517
H1.2	su altri finanziamenti	-	-
H2.	ALTRI ONERI FINANZIARI	55.628	427.985
<b>Oneri finanziari ( H )</b>		<b>1.682.817</b>	<b>3.256.502</b>
<b>Risultato Netto della Gestione Caratteristica (RLGC + H)</b>		<b>5.288.365</b>	<b>19.155.301</b>
<b>I.</b>	<b>ONERI DI GESTIONE</b>		
I1.	Provvigione di gestione SGR	2.150.757	4.297.781
I2.	Commissioni banca depositaria	40.327	80.583
I3.	Oneri per esperti indipendenti	27.000	57.000
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	46.890	58.217
I5.	Altri oneri di gestione	1.282.972	1.455.799
I6.	Spese di quotazione	33.259	68.600
<b>Totale oneri di gestione ( I )</b>		<b>3.581.205</b>	<b>6.017.980</b>
<b>L.</b>	<b>ALTRI RICAVI ED ONERI</b>		
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	86.271	97.075
L2.	Altri ricavi	35.766	116.454
L3.	Altri oneri	40.659	90.602
<b>Totale altri ricavi ed oneri ( L )</b>		<b>81.378</b>	<b>122.927</b>
<b>Risultato della Gestione Prima delle Imposte (RNGC + I + L)</b>		<b>1.788.538</b>	<b>13.260.248</b>
<b>M.</b>	<b>IMPOSTE</b>		
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-	-
M2.	Risparmio d'imposta	-	-
M3.	Altre imposte	-	-
<b>Totale imposte ( M )</b>		<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Utile/perdita dell'esercizio (RGPI + M)</b>		<b>1.788.538</b>	<b>13.260.248</b>

**Nota Integrativa**  
**al Rendiconto al 30 giugno 2011**

<b>Parte A – Andamento del valore della quota</b>	<b>2</b>
<b>Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto</b>	<b>8</b>
SEZIONE I – Criteri di valutazione	8
SEZIONE II – Le attività	11
SEZIONE III – Le passività	23
SEZIONE IV – Il valore complessivo netto	27
SEZIONE V – Altri dati patrimoniali	28
<b>Parte C – Il risultato economico del semestre</b>	<b>29</b>
SEZIONE I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari	29
SEZIONE II – Beni immobili	30
SEZIONE III – Crediti	32
SEZIONE IV – Depositi bancari	32
SEZIONE V – Altri beni	32
SEZIONE VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari	33
SEZIONE VII – Oneri di gestione	33
SEZIONE VIII – Altri ricavi e oneri	37
SEZIONE IX – Imposte	37
<b>Parte D – Altre informazioni</b>	<b>37</b>

**Parte A – Andamento del valore della quota****1. Valore della quota alla fine di ciascun esercizio a partire dalla data di istituzione del Fondo**

Il Fondo Alpha Immobiliare (di seguito, il “Fondo Alpha” o “Fondo”) ha avviato la propria attività il 1° marzo 2001. Il valore della quota risultante alla fine di ciascun periodo ed alla data del presente Rendiconto risulta dalla seguente tabella.

<b>Periodo di riferimento</b>	<b>Valore complessivo netto del Fondo</b>	<b>Numero quote</b>	<b>Valore unitario delle quote</b>
Valore iniziale del Fondo	259.687.500	103.875	2.500,000
Rendiconto al 31/12/2001	367.024.425	103.875	3.533,328
Rendiconto al 31/12/2002	399.777.640	103.875	3.848,642
Rendiconto al 31/12/2003	386.257.019	103.875	3.718,479
Rendiconto al 31/12/2004	390.973.891	103.875	3.763,888
Rendiconto al 31/12/2005	390.009.648	103.875	3.754,606
Rendiconto al 31/12/2006	394.773.621	103.875	3.800,468
Rendiconto al 31/12/2007	402.859.079	103.875	3.878,306
Rendiconto al 31/12/2008	393.513.054	103.875	3.788,333
Rendiconto al 31/12/2009	408.404.887	103.875	3.931,696
Rendiconto al 31/12/2010	410.290.822	103.875	3.949,851
Rendiconto al 30/06/2011	405.202.835	103.875	3.900,870

**2. Riferimenti sui principali eventi che hanno influito sul valore della quota nell'arco del semestre**

Il valore complessivo netto (“NAV”) del Fondo è diminuito nell'arco del semestre di 5.087.987 euro, pari all'utile del semestre (1.788.538 euro) al netto dei proventi posti in distribuzione nel mese di marzo (6.876.525 euro); conseguentemente, il valore della quota è diminuito di 48,981 euro (1,24%) e la stessa ammonta a 3.900,870 euro.

Il risultato del semestre risulta influenzato dai seguenti principali fattori:

- canoni di locazione ed altri proventi per 16.739.418 euro;
- minusvalenze al netto delle plusvalenze da valutazione degli immobili per 1.156.484 euro;
- minusvalenze da realizzo per la vendita di immobili per 1.030.499 euro;
- risultato negativo della gestione degli strumenti finanziari per 4.477.474 euro;
- oneri per la gestione di beni immobili e spese ICI per 3.863.775 euro;
- risultato positivo della gestione dei crediti per 759.996 euro;
- oneri finanziari per 1.682.817 euro;
- oneri di gestione per 3.581.205 euro;
- altri ricavi al netto degli altri oneri per 81.378 euro.

### 3. Raffronto delle variazioni del valore della quota con l'andamento del benchmark nel corso del semestre

Le oscillazioni registrate dal valore della quota vengono confrontate, ai sensi dell'art. 9.1.1.2 del Regolamento del Fondo, con l'andamento del *benchmark* di riferimento costituito dall'indice di capitalizzazione lorda dei Buoni del Tesoro Poliennali rilevato da MTS S.p.A. (già indice Bankitalia), maggiorato dello 0,75% annuo (al 30 giugno 2011 è stata considerata la maggiorazione semestrale pari allo 0,375%).

Nel periodo 31 dicembre 2010 – 30 giugno 2011 l'indice ha registrato un incremento del 1,671% (valore al 31 dicembre 2010: 482,92 valore al 30 giugno 2011: 490,99). Il *benchmark* di riferimento, quindi, ha evidenziato un aumento del 2,046%.

Per un raffronto omogeneo tra le due grandezze, occorre considerare l'incidenza della distribuzione dei proventi unitari nel corso del semestre.

Le risultanze del confronto vengono riportate nella seguente tabella.

Data di riferimento	Valore unitario della quota	Valore dell'indice BTP MTS
31 dicembre 2010	3.949,851	482,92
30 giugno 2011	3.900,870	490,99
Variazione % del semestre	-1,240%	1,671%
Incidenza % distribuzione proventi	1,676%	-

Maggiorazione dell'indice BTP	-	0,375%
Variazione quota - benchmark	0,436%	2,046%

La minore variazione della quota rispetto a quella del benchmark risulta pari a 1,610%.

#### 4. Illustrazione dell'andamento delle quotazioni di mercato nel corso del semestre

Il Fondo Alpha è quotato sul mercato di Borsa Italiana S.p.A. dal 4 luglio 2002, primo fondo immobiliare ad apporto pubblico in Italia. Il fondo è oggi quotato sul segmento MIV – Mercato Telematico degli *Investment Vehicles*.

Nel primo semestre 2011 si è verificato un andamento sul mercato di Borsa Italiana S.p.A. in discesa: il fondo ha aperto il semestre il 3 gennaio con una quotazione di euro 2.395 per ciascuna quota e lo ha chiuso a quota 2.248 euro (- 6%); da ricordare che il 21 marzo 2011 il fondo ha staccato un provento pari a euro 66,20 per quota.

Il fondo ha scambiato mediamente 29 quote ogni giorno in linea con i volumi dello scorso anno. Lo sconto sul NAV al 30 giugno 2011 è pari al 43%, in salita di 5 punti percentuali rispetto a quello al 31 dicembre 2010.

#### 5. L'ammontare complessivo e unitario dei proventi posti in distribuzione

Il paragrafo 3 del Regolamento del Fondo illustra le modalità di distribuzione ai titolari delle quote dei proventi conseguiti dal Fondo. Sono considerati proventi "gli utili, al netto della differenza tra plusvalenze e minusvalenze non realizzate rispetto ai valori di acquisizione dei beni immobili, dei diritti reali di godimento su beni immobili e delle partecipazioni detenute dal Fondo, risultanti dal rendiconto della gestione del Fondo [...]". I proventi medesimi sono distribuiti agli aventi diritto con cadenza annuale, fatte salve le eccezioni riportate alle lettere b), c) e d) del paragrafo 3.2 del Regolamento.

In particolare, i proventi vengono distribuiti in misura non inferiore all'80% degli stessi, fatta salva diversa determinazione del Consiglio di Amministrazione.

Nel mese di marzo 2011 il Fondo ha distribuito i proventi relativi al secondo semestre 2010, per un ammontare complessivo di 6.876.525 euro, sulla base del Rendiconto al 31 dicembre 2010, corrispondenti a 66,20 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione.



Complessivamente i partecipanti al Fondo Alpha, dall'inizio dell'avvio dell'operatività dello stesso alla data del presente Rendiconto, hanno beneficiato di proventi unitari per 1.843,85 euro corrispondenti a complessivi 191.529.918,75 euro.

In occasione dell'approvazione del presente Rendiconto semestrale, il Fondo potrà procedere alla distribuzione di un ammontare complessivo di 4.674.375 euro, corrispondente a 45,00 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione; tale somma corrisponde alla totalità dei proventi, al netto dei dovuti arrotondamenti, maturati e distribuibili al 30 giugno 2011.

#### **6. Riferimenti di natura sia qualitativa che quantitativa in ordine ai rischi assunti nel semestre**

Per quanto riguarda la valutazione e misurazione del rischio, la funzione di *Risk Management* è affidata in *outsourcing* alla GDP AM SIM S.p.A..

Il *Risk Manager* ha il compito di identificare, misurare e monitorare tutti i rischi di natura immobiliare, finanziaria e di tipo operativo inerenti ai fondi gestiti, nonché quelli propri della SGR, essenzialmente di tipo operativo e reputazionale.

La missione operativa consiste nel:

- identificare:
  - all'interno delle categorie di rischio specifiche del settore immobiliare e dei suoi processi (investimento, gestione, disinvestimento) i rischi a cui sono esposti i patrimoni gestiti;
  - i rischi legati ai mercati finanziari;
  - i rischi operativi derivanti dall'attività tipica della SGR che si riflettono sui fondi gestiti;
- definire le metodologie di misurazione dei rischi più adatte al *business* della gestione dei fondi immobiliari;
- proporre all'Alta Direzione limiti di accettazione dei rischi assunti per ciascun portafoglio o fondo gestito;
- monitorare l'esposizione al rischio e l'andamento dei rischi assunti proponendo ove necessario all'Alta Direzione:
  - misure di contenimento e riduzione del danno al manifestarsi del rischio;
  - misure correttive in caso di superamento dei limiti.

Inoltre, la funzione di *Risk Management* è responsabile dello svolgimento delle seguenti attività:

- predisporre flussi informativi necessari al controllo delle esposizioni ai rischi finanziari dei patrimoni gestiti e alla rilevazione delle anomalie riscontrate nell'operatività;
- verificare a livello di fondo, la coerenza delle scelte di investimento e dei risultati attesi con i profili di rischio-rendimento definiti dal Consiglio di Amministrazione;
- effettuare il monitoraggio dei fondi gestiti relativamente al rispetto delle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio;
- predisporre il *reporting* nei confronti del Consiglio di Amministrazione, dell'Alta Direzione e dei responsabili delle strutture operative circa l'evoluzione dei rischi, l'analisi delle *performance* e le violazioni dei limiti operativi fissati;
- presiede al funzionamento del processo di *risk management* prevedendo periodiche revisioni dello stesso;
- interfacciare con le funzioni della SGR per le rispettive competenze in tema di rischio.

Oltre alle attività poste in essere dal *Risk Manager* si pongono in evidenza gli ulteriori seguenti aspetti.

Per quanto riguarda il monitoraggio sull'andamento e sulle attività del Fondo, il Documento di Programmazione del Fondo (recante anche il relativo *business plan*), approvato annualmente dal Consiglio di Amministrazione, fornisce un quadro d'insieme completo delle attività di gestione e permette un controllo sistematico sul raggiungimento degli obiettivi di breve termine nonché la possibilità di una pianificazione più dettagliata e di ampio respiro.

Per ciò che concerne lo stato degli immobili, la pianificazione delle opere, il monitoraggio sullo stato d'avanzamento delle stesse, il controllo sui costi e la verifica del completamento dei lavori appaltati sono svolte dalla funzione Pianificazione e Controllo di Gestione, in collaborazione con la Direzione Asset Management della SGR.

Per la copertura dei rischi sui fabbricati, la polizza "globale", stipulata con una primaria compagnia assicurativa, garantisce il valore del patrimonio immobiliare del Fondo.

Il "rischio" locativo è misurato secondo indici di sffianza monitorati costantemente mediante la predisposizione di *report* mensili, mentre i potenziali conduttori vengono valutati secondo la loro solidità patrimoniale e solvibilità.

Il rischio di credito è monitorato mensilmente attraverso la redazione di un *report* dettagliato su cui si basano le azioni di recupero in via giudiziale ed extragiudiziale. Allo stesso tempo, viene

redatto un *report* sull'*ageing* dei crediti, che evidenzia i crediti secondo la data di generazione e che consente di monitorare e gestire le posizioni morose. Le posizioni che presentano rischio di inesigibilità sono coperte da un congruo fondo di svalutazione crediti allo scopo di evitare eventuali ricadute economiche negli esercizi successivi.

La SGR gestisce i processi di investimento relativi ai Fondi gestiti nel rispetto delle procedure interne volte a prevenire situazioni di potenziale conflitto di interesse. In particolare, la SGR è dotata, tra l'altro, di una procedura interna dedicata alle strategie di investimento immobiliare, una al disinvestimento ed una alla allocazione ed effettuazione degli investimenti. A fini di completezza si riportano, di seguito, i passaggi più significativi relativi alle singole procedure.

La definizione delle strategie generali di investimento dei Fondi gestiti è di competenza del Consiglio di Amministrazione. In particolare, il Consiglio approva le linee strategiche di gestione ed il *budget* di ogni fondo gestito. In quest'ultimo documento è stabilita l'entità degli investimenti immobiliari-obiettivo da effettuare nel semestre, in coerenza con le linee strategiche di gestione e con le politiche di investimento stabilite nei regolamenti di ciascun fondo.

L'allocazione degli investimenti sui Fondi gestiti, nonché l'effettuazione degli investimenti e dei disinvestimenti avviene nel rispetto delle apposite procedure interne approvate dal Consiglio di Amministrazione della SGR.

Si rammentano, infine, i controlli posti in essere su tutta l'attività della SGR e dei Fondi gestiti dalle funzioni di *Compliance* e di Revisione Interna che – a seguito di verifiche periodiche effettuate nell'ambito dei Piani Annuali delle attività approvati dal Consiglio di Amministrazione – relazionano periodicamente all'Alta Direzione.

In merito, si specifica che in data 10 maggio 2010, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato l'internalizzazione della funzione di Revisione Interna.

**Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto****SEZIONE I – Criteri di valutazione**

Nella redazione del Rendiconto sono stati applicati i principi contabili di generale accettazione per i fondi comuni d'investimento immobiliare chiusi, i prospetti contabili ed i criteri di valutazione previsti dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 ("Provvedimento"), con particolare riferimento ai principi generali di prudenza e sostanziale costanza nel tempo dei criteri utilizzati. I criteri di valutazione sono di seguito riepilogati.

**Partecipazioni**

I criteri di valutazione delle partecipazioni di fondi chiusi in società non quotate sono regolati al Titolo V, Capitolo 4, Sezione II, Paragrafo 2.4 del Provvedimento.

Ai fini della compilazione della voce "A1" del Rendiconto, per "partecipazione" si intende la detenzione con finalità di stabile investimento di titoli di capitale con diritti di voto nel capitale di società.

**Partecipazioni di controllo in società immobiliari**

Alle partecipazioni di controllo in società immobiliari (paragrafo 2.4.5 del Provvedimento), la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili, va attribuito di regola un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo risultante dall'ultimo bilancio (o situazione contabile infrannuale) approvato.

Il patrimonio netto è determinato applicando ai beni immobili e ai diritti reali immobiliari i criteri di valutazione previsti dal Provvedimento nella sezione "Beni immobili".

Seguendo tale criterio, per la valutazione della partecipazione detenuta dal Fondo nella "Da Vinci S.r.l.", si è fatto riferimento alla situazione contabile al 30 giugno 2011 della partecipata approvata dal relativo consiglio di amministrazione in data 29 luglio 2011 ed alla valutazione del complesso immobiliare di proprietà della controllata.

Per quanto riguarda la partecipazione nella "Da Vinci S.r.l.", con capitale sociale di 100 mila euro, costituita in data 11 aprile 2007, partecipata in quote paritetiche da quattro Fondi gestiti dalla SGR, il Fondo, pur detenendo una quota di partecipazione del 25%, considera tale

partecipazione tra quelle di controllo, in virtù del combinato disposto dell'articolo 1, numero 4<sup>1</sup> delle "definizioni" nel Titolo I del Provvedimento e del comma 2, numero 3), lettera b) dell'articolo 23 del Testo Unico Bancario.

La norma recita:

*"Il controllo si considera esistente nella forma dell'influenza dominante, salvo prova contraria, allorché ricorra una delle seguenti situazioni:*

*[...]*

*3) sussistenza di rapporti, anche tra i soci, di carattere finanziario ed organizzativo, idonei a conseguire uno dei seguenti effetti:*

*[...]*

*b) il coordinamento della gestione dell'impresa con quella di altre imprese ai fini del perseguimento di uno scopo comune".*

Per la partecipazione detenuta dal Fondo nella "Da Vinci S.r.l." si è pertanto proceduto ad adeguare il valore alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo risultante dall'ultima situazione contabile approvata determinato applicando ai beni immobili i criteri di valutazione indicati nel § "Immobili".

### **Parti di OICR**

Le quote di OICR non ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati sono valutate sulla base dell'ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tenere conto di eventuali elementi oggettivi di valutazione relativi a fatti verificatisi dopo la determinazione dell'ultimo valore reso noto al pubblico.

### **Immobili**

Il valore degli immobili rispecchia le risultanze della relazione di stima redatta dagli Esperti Indipendenti ai sensi dell'art. 17, Titolo VI, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, nonché di quanto previsto al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafi 2 ("Criteri di valutazione") e 4 ("Esperti Indipendenti") del Provvedimento.

I metodi utilizzati nella relazione di stima, in funzione dell'immobile oggetto di stima, sono i seguenti:

---

<sup>1</sup> Le definizioni del Provvedimento Banca d'Italia riportano: "controllo" il rapporto di controllo indicato nell'articolo 23 del Testo Unico Bancario.

- Il metodo dei Flussi di Cassa Attualizzati (*Discounted Cash Flow*): la stima viene basata sull'analisi dei flussi di cassa, positivi e negativi, generabili dall'immobile in un periodo medio o medio-lungo (10, 15 o 20 anni). Il valore immobiliare viene poi desunto dall'attualizzazione dei costi e ricavi, in base ad un tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche del bene.
- Il metodo della trasformazione: si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa (*Discounted Cash Flow*), positivi e negativi, generabili da una determinata operazione immobiliare in un periodo che copre tutte le fasi dell'intervento: dall'avvio dei lavori di costruzione e/o trasformazione, alla fine delle attività di commercializzazione.

Occorre porre in evidenza, peraltro, che il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di discostarsi dalla stima degli Esperti Indipendenti relativamente alla valutazione del complesso immobiliare sito nell'area edificabile di proprietà della "Da Vinci S.r.l.", società controllata pariteticamente da quattro fondi gestiti dalla SGR.

Tale investimento ha la caratteristica di essere stato effettuato coinvolgendo più Fondi dalla SGR gestiti e, quindi, sottoposto alla valutazione degli Esperti Indipendenti di ciascun Fondo. Poiché non si è ritenuto opportuno proporre per i singoli Fondi gestiti valori di mercato distinti e differenti riferiti a ciascuna delle relazioni di stima elaborate dai diversi Esperti Indipendenti, si è valutata la possibilità di individuare un valore "unico" di riferimento.

Tale scelta è coerente con quanto già stabilito in occasione della valutazione dell'immobile al 31 dicembre 2010 per tutti i fondi coinvolti; nella presente valutazione il Consiglio di Amministrazione della SGR ha utilizzato la media aritmetica dei valori stimati da ciascun Esperto Indipendente dei Fondi gestiti interessati dal coinvestimento.

### **Crediti e altre attività**

I crediti sono iscritti al valore di presumibile realizzo, determinato mediante l'istituzione di un fondo svalutazione crediti ritenuto congruo a coprire il rischio di inesigibilità degli stessi.

I ratei e risconti attivi sono stati contabilizzati in base al criterio della competenza temporale.

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

### **Depositi bancari**

I depositi bancari a vista sono valutati al valore nominale.

### **Posizione netta di liquidità**

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

**Finanziamenti ricevuti**

I finanziamenti ricevuti sono esposti al loro valore nominale; per i finanziamenti con rimborso rateizzato, si fa riferimento al debito residuo in linea capitale.

**Altre passività**

I ratei e i risconti passivi sono stati contabilizzati in base al criterio della competenza temporale. I debiti e le altre passività sono iscritti al loro valore nominale, rappresentativo del valore di presumibile estinzione.

**Strumenti finanziari derivati**

Gli strumenti finanziari derivati con finalità di copertura di passività del Fondo, valutate al valore nominale (contratto di finanziamento), sono valutati al costo essendo assicurata la coerenza valutativa tra lo strumento di copertura e la passività coperta.

**Ricavi e costi**

I ricavi ed i costi sono stati contabilizzati secondo il principio dell'effettiva competenza economica e dell'inerenza all'attività del Fondo.

**SEZIONE II – Le attività**

La struttura dell'Attivo, posta a confronto con quella del semestre precedente, risulta dalla seguente tabella, che evidenzia una ripartizione degli asset sostanzialmente stabile.

<b>ATTIVITA'</b>	<b>30/06/2011</b>	<b>31/12/2010</b>
A. Strumenti finanziari	1,12%	1,20%
B. Immobili e diritti reali immobiliari	86,38%	87,87%
C. Crediti	4,61%	4,11%
F. Posizione netta di liquidità	3,88%	2,75%
G. Altre attività	4,01%	4,07%
<b>Totale attività</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

**II.1 Strumenti finanziari non quotati**Sottovoce A1 "Partecipazioni di controllo"

La sottovoce A1 "Partecipazioni di controllo", relativa alla quota del 25% del capitale sociale che il Fondo Alpha detiene nella "Da Vinci S.r.l." presenta un saldo pari a zero euro per effetto della minusvalenza da valutazione della partecipazione rilevata al 30 giugno 2011, che ammonta a 4.465.053 euro. Il valore della partecipazione al 31 dicembre 2010 era pari a 428.937 euro per cui al 30 giugno 2011 è stato rilevato, al passivo dello stato patrimoniale, un fondo svalutazione partecipazioni pari a 4.036.116 euro.

Si riportano di seguito le informazioni richieste dal Provvedimento.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

<b>Società: Da Vinci S.r.l. con sede in Roma, Via Crescenzo n. 14</b>					
<b>Attività esercitata: settore edilizio</b>					
<b>Titoli nel portafoglio del Fondo</b>	<b>Quantità</b>	<b>% del totale titoli emessi</b>	<b>Costo d'acquisto <sup>(1)</sup></b>	<b>Valore al 30/06/2011</b>	<b>Valore al 31/12/2010</b>
1) Titoli di capitale con diritto di voto	1	25%	8.835.000	-4.036.116 <sup>(2)</sup>	428.937

(1) di cui 8.810.000 costituiscono versamenti a fondo perduto.

(2) Tali valori sono iscritti tra le altre passività alla voce M5 "Fondo Svalutazione Partecipazioni".

B) Dati di bilancio dell'emittente

<b>Dati Patrimoniali</b>	<b>Situazione Contabile al 30/06/2011</b>	<b>Bilancio al 31/12/2010</b>
1) Totale attività	170.204.207	179.556.057
2) Partecipazioni	-	-
3) Immobili	139.872.106	149.918.966
4) Indebitamento a breve termine	186.344.633	1.519.597
5) Indebitamento a medio/lungo termine	-	176.320.713
6) Patrimonio netto	-16.144.464	1.715.747



Dati Redditali	Situazione Contabile al 30/06/2011	Bilancio al 31/12/2010	Situazione Contabile al 30/06/2010
1) Fatturato	642.305	329.667	45.500
2) Margine operativo lordo	-11.215.756	9.352.880	1.023.947
3) Risultato operativo	-11.394.768	8.993.987	861.367
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-6.465.370	- 11.854.271	-5.385.572
5) Saldo proventi/oneri straordinari	-74	- 409.839	-4.021
6) Risultato prima delle imposte	-17.860.212	- 3.270.123	-4.528.226
7) Utile (perdita) netto	-17.860.212	- 3.692.653	-4.567.236
8) Ammortamenti del semestre	- 179.012	- 358.893	-162.580

### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

Come già specificato, il Fondo è tenuto a valutare le proprie partecipazioni di controllo in società immobiliari in base al valore pari alla frazione di patrimonio netto di propria pertinenza. Quest'ultimo deve essere eventualmente rettificato sulla base delle valutazioni degli immobili di proprietà della società controllata effettuata dagli Esperti Indipendenti.

Acquisto quote (a)	Versamento soci a fondo perduto (b)	Svalutazione (c)	Valore al 30/06/2011 (a+b-c)
25.000	8.810.000	12.871.116	-4.036.116

Si precisa che, per l'adeguamento del valore della partecipazione al 30 giugno 2011, è stato effettuato il confronto tra il costo di acquisto della stessa (pari a 8.835.000 euro comprensivo del versamento soci a fondo perduto) e la frazione di patrimonio netto della società al 30 giugno 2011 di pertinenza del Fondo (25%, pari ad un importo negativo di 4.036.116 euro). La differenza ha determinato un valore negativo 12.871.116 euro, che esprime la svalutazione complessiva della partecipazione dalla data di acquisto al 30 giugno 2011. Con riferimento al complesso immobiliare della partecipata, non si sono resi necessari ulteriori adeguamenti, in quanto l'iscrizione degli stessi all'interno della situazione contabile infrannuale della società al 30 giugno 2011 riflette i valori determinati dagli Esperti Indipendenti dei quattro fondi partecipanti al coinvestimento (si rimanda, per maggiori dettagli, a quanto descritto nella parte relativa ai criteri di valutazione dei beni immobili).

La svalutazione maturata nel corso del primo semestre 2011 relativa alla quota di proprietà del Fondo ammonta a 4.465.053 euro, data dalla differenza tra il valore della partecipazione al 31 dicembre 2010 (428.937 euro) e quello al 30 giugno 2011 (- 4.036.116 euro).

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

Il bene immobile detenuto dalla "Da Vinci S.r.l." è il complesso immobiliare presso l'area edificabile lotto "Nuova Fiera di Roma", sito in località Ponte Galeria, Roma.

E) Descrizione dell'operazione

In data 8 gennaio 2007 è stata perfezionata, mediante la stipula dell'atto di acquisto, l'operazione di investimento di un'area edificabile sita nel centro direzionale in corso di sviluppo presso la "Nuova Fiera di Roma", al fine di procedere all'edificazione di un complesso immobiliare a destinazione terziaria.

L'investimento, a cui hanno partecipato più Fondi gestiti dalla SGR, ha comportato per il Fondo Alpha un esborso monetario iniziale di 19.174.420 euro più IVA (pari al 25% dell'intero valore).

In data 26 luglio 2007 è stato stipulato l'atto di cessione del lotto edificabile da parte dei Fondi proprietari alla "Da Vinci S.r.l."

Il trasferimento dell'area alla "Da Vinci S.r.l." è stato effettuato per un controvalore di 76,7 milioni di euro, oltre IVA. La quota di competenza del Fondo, pari al 25%, è stata di 19,175 milioni di euro, oltre IVA (corrispettivo lordo di 23,010 milioni di euro).

Il prezzo di compravendita dell'area è stato corrisposto con le seguenti modalità per ciascuno dei soci:

- rinuncia al proprio credito per 8.810.000 euro, con imputazione della somma al patrimonio della società;
- dilazione del credito residuo di 15.300.000 euro per un periodo di tempo pari a 48 mesi, al tasso di interesse dell'11% annuo.

La "Da Vinci S.r.l.", al fine di sviluppare il progetto di cui sopra, ha stipulato un contratto di finanziamento con un istituto bancario di primaria importanza.

I soci, per garantire e adempiere alle obbligazioni assunte dalla società, hanno stipulato un accordo di contribuzione in base al quale si sono impegnati a conferire equity per un ammontare massimo complessivo di 17.000.000 euro, fino alla data del 30 giugno 2010, e 11.000.000 euro successivamente nel caso in cui quest'ultima non sia in grado di far fronte agli impegni di pagamento assunti ("contribuzioni obbligatorie"). Inoltre, è prevista la possibilità di contribuzioni "volontarie" da parte dei singoli soci anche oltre gli importi sopra descritti e per finalità diverse.

In data 4 novembre 2010 è stata effettuata una modifica all'accordo di contribuzione in base al quale i termini degli impegni da parte dei soci a conferire equity per un ammontare massimo complessivo di 17.000.000 euro sono stati differiti al 30 dicembre 2010 o sino alla data di effettivo completamento dei lavori di costruzione del complesso immobiliare sito nell'area edificabile di proprietà della Da Vinci, anche laddove essa fosse successiva al 30 dicembre 2010.

I soci hanno concordato che gli impegni per le contribuzioni obbligatorie saranno assunti in proporzione alla relativa partecipazione al capitale della società di cui sopra e senza vincolo di solidarietà nei confronti della società, la quale avrà diritto di richiedere a ciascuno dei soci l'adempimento di tale obbligo.

Alla data del presente Rendiconto sono in fase di chiusura le attività volte al prolungamento della scadenza del contratto di finanziamento sottoscritto nel 2007, originariamente prevista per il 29 luglio 2011.

Si rammenta infine che il Consiglio di Amministrazione della Da Vinci S.r.l., riunitosi il 29 luglio 2011, ha deliberato di procedere ad una ricapitalizzazione della Società di importo complessivamente pari a 18 milioni di euro, da assumere da parte dei Soci in proporzione alle rispettive quote di partecipazione e da effettuarsi mediante rinuncia dei crediti per finanziamenti.

Si evidenzia inoltre che, i Soci della Da Vinci S.r.l., in data 25 luglio 2011 hanno deliberato di procedere alla concessione di un contributo a fondo perduto per un importo complessivo di 5 milioni di euro, ognuno per la propria quota di partecipazione al capitale. Una prima *tranche* di tale versamento in conto capitale, pari complessivamente a 2.500.000 euro, è stata già versata dai Soci il 27 luglio mentre la restante parte del versamento in conto capitale sarà erogata entro

e non oltre il 31 dicembre 2011 e comunque in considerazione delle necessità finanziarie della Società.

#### Sottovoce A5 "Parti di OICR"

A seguito della delibera del Consiglio di Amministrazione del 17 giugno 2004, il Fondo Alpha, in data 29 giugno 2004, ha sottoscritto 28 quote ad un prezzo unitario di 250 mila euro di "Prelios SGR Office Fund – Cloe", fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso, riservato ad investitori qualificati, per un investimento totale di 7 milioni di euro.

Il valore delle quote al 30 giugno 2011 è appostato tra gli "Strumenti finanziari non quotati" alla sottovoce A5 "Parti di OICR" per un importo di 5.647.406 euro.

Il valore iscritto al 30 giugno 2011 corrisponde alla valutazione delle singole quote, pari a 201.693,058 euro, che costituisce l'ultimo valore reso noto al pubblico, ossia quello risultante dal rendiconto del Fondo Cloe al 30 giugno 2011, contro un valore di 206.860,169 euro iscritto al 31 dicembre 2010.

Con riferimento al paese di residenza dell'emittente nonché al paese verso il quale sono prevalentemente indirizzati gli investimenti del suddetto Fondo, si riporta la seguente tabella.

Strumenti finanziari non quotati	Paese di residenza dell'emittente e verso il quale sono indirizzati gli investimenti			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Parti di OICR				
- chiusi	5.647.406	-	-	-
<b>Totale</b>	<b>5.647.406</b>	-	-	-

**II.2 Strumenti finanziari quotati**

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2011.

**II.3 Strumenti finanziari derivati**

I contratti derivati in essere non producono effetti patrimoniali sulla voce in esame in quanto trattasi di strumenti derivati con finalità di copertura di passività del Fondo valutate al valore nominale (contratti di finanziamento).

**II.4 Beni Immobili e diritti reali immobiliari**

Il totale della voce in esame, di 434.229.886 euro, è rappresentato dalla voce B.1 "Immobili dati in locazione" per 370.622.505 euro e dalla voce B.3 "Altri immobili" per 63.607.381 euro, che accoglie il valore degli immobili presenti nel portafoglio del Fondo non locati alla data del 30 giugno 2011.

La variazione nel corso del semestre della consistenza del portafoglio immobiliare risulta dalla seguente tabella.

Valore degli immobili al 31/12/2010	453.251.289
Acquisti del semestre	-
Vendite del semestre	-19.030.499
Costi capitalizzati	1.165.580
Svalutazione netta del semestre	-1.156.484
<b>Valore degli immobili al 30/06/2011</b>	<b>434.229.886</b>

La voce "Vendite del semestre" si riferisce alla dismissione dell'immobile sito nel Comune di Basiglio, Via Sforza, Palazzi Volta, Galilei ; tale cessione ha generato perdite da realizzo per 1.030.499 euro in quanto il valore della vendita, di 18.000.000 euro, avvenuta nel corso del primo semestre 2011, era inferiore al valore al 31 dicembre 2010 oltre le capitalizzazioni realizzate sull'immobile nel corso del semestre. Per ulteriori dettagli dell'operazione si rinvia al §3. della Relazione degli Amministratori "Illustrazione dell'attività di gestione del Fondo e delle direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento".

Cespiti disinvestiti	Quantità mq	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati C	Oneri sostenuti D	Risultato dell'investimento A-B+C-D
		Data	Valore B		Data	Ricavo di vendita A			
Via Sforza - Palazzi Volta/Gallei (Basiglio)	14.225	01/03/2001	16.885.225	18.880.221,00	29/06/2011	18.000.000	26.479.174	6.028.088	21.565.861

La voce "Costi capitalizzati" è relativa a quelle opere effettuate sul patrimonio al fine di migliorare e valorizzare lo stato degli immobili sia per la loro messa a norma sia per incrementare il ritorno economico atteso.

La svalutazione del patrimonio è la conseguenza dell'adeguamento ai valori di libero mercato degli immobili in portafoglio.

La tabella che segue evidenzia la redditività degli immobili per fasce di scadenza contrattuale.

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei contratti	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria (a)	Locazione finanziaria (b)	Importo totale (a + b)	%
Fino al 31.12.2012[1]	106.540.414	4.308.385	-	4.308.385	29,68%
Tra 1.1.2013 e 31.12.2014	96.368.880	4.034.802	-	4.034.802	27,79%
Tra 1.1.2015 e 31.12.2016	97.107.065	3.593.825	-	3.593.825	24,75%
Tra 1.1.2017 e 31.12.2018	29.330.763	1.168.892	-	1.168.892	8,05%
Tra 1.1.2019 e 31.12.2020	33.043.255	1.097.150	-	1.097.150	7,56%
Oltre 31.12.2020	8.232.128	314.553	-	314.553	2,17%
<b>A) Totale beni immobili locati</b>	<b>370.622.505</b>	<b>14.517.607</b>	<b>-</b>	<b>14.517.607</b>	<b>100,00%</b>
<b>B) Totale beni immobili non locati</b>	<b>63.607.381</b>	<b>28.507</b>	<b>-</b>	<b>28.507</b>	
<b>Totale</b>	<b>434.229.886</b>	<b>14.546.114</b>	<b>-</b>	<b>14.546.114</b>	

[1] Nella prima fascia di scadenza contrattuale sono ricomprese le posizioni relative alle indennità di occupazione.

Per ogni immobile valutato dall'Esperto Indipendente si è provveduto a definire la fascia media di scadenza e a classificarla nella relativa categoria.

Si precisa che l'importo dei canoni di locazione, indicati nella tabella, si riferisce alla quota di competenza del semestre relativamente agli immobili in portafoglio alla data del presente Rendiconto.

L'importo dei canoni degli immobili disinvestiti ammonta a 596.014 euro. Pertanto, l'importo complessivo dei canoni di locazione di competenza del semestre ammonta a 15.142.128 euro.

L'elenco dei beni immobili detenuti dal Fondo alla data del 30 giugno 2011 è allegato alla presente Nota Integrativa.

## **II.5 Crediti**

La sottovoce C2 "Altri" esposta nel Rendiconto per complessivi 23.157.718 euro si riferisce all'importo erogato alla società partecipata "Da Vinci S.r.l.":

- (i) per 14.200.000 euro al "credito dilazionato" secondo quanto previsto nel contratto di compravendita dell'area edificabile stipulato in data 26 luglio 2007, il cui rimborso è previsto in un'unica soluzione decorsi 48 mesi dalla data dell'atto sopra citato e la cui remunerazione è al tasso di interesse dell'11%, nonché agli interessi maturati sullo stesso di 6.141.014 euro, di cui 774.581 euro di competenza del primo semestre 2011;
- (ii) per 2.499.627 euro, all'importo corrisposto a titolo di contribuzione obbligatoria e volontaria alla società di cui sopra, ai sensi rispettivamente degli art. 2 e 5 dell'accordo di contribuzione stipulato in data 26 luglio 2007, remunerato al tasso di interesse dell'11%, e agli interessi maturati sul credito medesimo che ammontano complessivamente a 317.077 euro, di cui 102.505 euro di competenza del primo semestre 2011.

## **II.6 Depositi bancari**

La presente voce, rimborsabile con preavviso inferiore a 24 ore, esposta nel Rendiconto, per un totale di 12 euro, è la risultante del deposito bancario acceso presso Veneto Banca S.p.A., la cui remunerazione è pari ad un tasso fisso dell'1,15%.

Consistenze a fine esercizio

	Durata dei depositi				Totale
	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso inferiore a 24 ore	Depositi rimborsabili con preavviso da 1 a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza da 15 giorni a 6 mesi	Depositi a termine con scadenza da 6 a 12 mesi	
Veneto Banca S.p.A.	12	-	-	-	12
<b>Totali</b>	<b>12</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>12</b>

Flussi registrati nel semestre

	Durata dei depositi				Totale
	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso inferiore a 24 ore	Depositi rimborsabili con preavviso da 1 a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza da 15 giorni a 6 mesi	Depositi a termine con scadenza da 6 a 12 mesi	
Veneto Banca S.p.A.					
- versamenti	100				<b>100</b>
- prelevamenti	-88				<b>-88</b>
<b>Totali</b>					
<b>- versamenti</b>	<b>100</b>				<b>100</b>
<b>- prelevamenti</b>	<b>- 88</b>				<b>- 88</b>



**II.7 Altri beni**

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2011.

**II.8 Posizione netta di liquidità**

La presente voce esposta nel Rendiconto, per un totale di 19.514.096 euro, risulta interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile" ed è la risultante dei saldi al 30 giugno 2011, eventualmente incrementati delle competenze nette del semestre, dei conti rubricati al Fondo Alpha, accesi presso la banca depositaria, State Street Bank S.p.A., e del conto corrente "split" acceso presso Intesa SanPaolo S.p.A., ai soli fini di effettuare tramite Monte Titoli la distribuzione dei proventi ed i rimborsi pro quota.

C/C "gestione liquidità" State Street Bank S.p.A.	1.849.119
C/C "immobile Via Cavour Via C. Bavastro" State Str. B. S.p.A.	7.391.118
C/C "gestione immobiliare" State Street Bank S.p.A.	1.533.675
C/C "operativo finanziamento Intesa" State Street Bank S.p.A.	735.786
C/C "vendite finanziamento Intesa" State Street Bank S.p.A.	7.827.780
C/C "Ippolito Nievo" State Street Bank S.p.A.	171.444
C/C "immobile Tor Cervara" State Street Bank S.p.A.	2.857
C/C "immobile Casal Lumbroso" State Street Bank S.p.A.	190
C/C "split" Intesa SanPaolo S.p.A.	2.127
<b>Totale sottovoce F1</b>	<b>19.514.096</b>

I conti rubricati "Ippolito Nievo", "Casal Lumbroso", "Tor Cervara", "Cavour – Capitan Bavastro", "Vendite finanziamento Intesa" e "C/Operativo finanziamento Intesa" sono vincolati a seguito della concessione dei finanziamenti ipotecari da parte degli istituti di credito come descritti nel §.III.1 "Finanziamenti ricevuti". In particolare, i canoni di locazione dei suddetti immobili<sup>2</sup> affluiscono su tali conti correnti a seguito della cessione in garanzia del credito a favore degli istituti. Il Fondo, pagate le rate in scadenza, può disporre della liquidità eccedente.

<sup>2</sup> Si ricorda che per l'immobile di Vicolo di Casal Lumbroso n. 77 il conduttore ha provveduto al rilascio e riconsegna del medesimo in data 30/4/2007

Il Fondo potrà utilizzare le somme a disposizione sui conti "Ippolito Nievo" e "C/Operativo Intesa" esclusivamente per effettuare, ad ogni data di scadenza degli interessi, i pagamenti secondo l'ordine di priorità che, in via generale, si elencano:

- Imposte e Tasse
- Premi Assicurativi
- Commissioni maturate e spese dovute ai sensi della documentazione finanziaria degli importi dovuti alla Controparte *Hedging* ai sensi degli Accordi di *Hedging*
- pagamento degli interessi
- il pagamento delle somme dovute in linea capitale
- rimborsi anticipati obbligatori
- commissioni della SGR e della banca depositaria.

Ogni importo che residui a credito dai suddetti conti successivamente agli impieghi può essere trasferito sul "Gestione Liquidità" a condizione che vengano rispettati gli indici finanziari previsti dai contratti di finanziamento.

Sul conto "Vendite finanziamento Intesa" dovranno essere versati i proventi derivanti dalla vendita degli immobili oggetto del contratto di finanziamento limitatamente ad un ammontare pari agli importi da destinarsi a rimborso anticipato.

La remunerazione sui conti correnti bancari è pari alla media mensile tasso Euribor 1 mese/365, diminuito dello 0,175%.

## **II.9 Altre attività**

La presente voce, di 20.112.700 euro, ha registrato al 30 giugno 2011, rispetto all'esercizio precedente, un decremento di 909.282 euro. Tale voce è così composta:

- sottovoce G2 "Ratei e risconti attivi", di 1.270.193 euro, è composta per 808.228 euro da risconti attivi sui premi pagati per gli accordi di *hedging* (CAP) stipulati al fine di coprire o ridurre il rischio di tasso sui finanziamenti concessi, per 257.319 euro da risconti attivi sulle spese assicurative sostenute a fronte della polizza "globale fabbricati" e per 204.646 euro da risconti attivi di diversa natura.

- sottovoce G4 "Altre", di 665.962 euro, è così composta:

Crediti per fatture emesse ai clienti	191.309
Fornitori c/anticipi	188.189
Crediti verso Fornitori	102.696
Nota di credito da ricevere	86.712
Crediti diversi	33.765
Depositi cauzionali su utenze	22.479
Crediti v/UniCredit Banca di Roma	15.052
Depositi cauzionali a garanzia	13.304
Professionisti c/anticipi	6.798
Cassa Assegni	4.362
Ritenute su Professionisti c/anticipi	1.296
<b>Totale</b>	<b>665.962</b>

- sottovoce G6 "Crediti verso locatari", di 18.176.545 euro. La composizione della sottovoce al 30 giugno 2011 è la seguente:

Crediti per fatture emesse	19.117.944
Crediti per fatture da emettere	4.587.701
Fondo svalutazione crediti	-5.529.100
<b>Totale crediti verso locatari</b>	<b>18.176.545</b>

Il fondo svalutazione crediti è stato calcolato in modo analitico anche in relazione allo stato del contenzioso seguito dagli studi legali incaricati, sulla base dell'effettivo rischio di inesigibilità dei crediti iscritti al 30 giugno 2011 nonché di un ulteriore accantonamento forfetario a fronte dei crediti per fatture da emettere. La consistenza del fondo ammonta al 23,32% del valore nominale dei crediti.

### **SEZIONE III – Le passività**

La struttura del Passivo, posta a confronto con quella del semestre precedente, risulta dalla seguente tabella.

<b>PASSIVITA'</b>	<b>30/06/2011</b>	<b>31/12/2010</b>
H. Finanziamenti ricevuti	85,54%	90,32%
M. Altre passività	14,46%	9,68%
<b>Totale passivo</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

### III.1. Finanziamenti ricevuti

Tale voce, di complessivi 83.366.100 euro, accoglie essenzialmente:

- (i) finanziamento n. 1029071600 di originari 15.493.707 euro, concesso da Depfa Bank AG (ora Aareal Bank AG) al precedente proprietario dell'immobile sito in Roma, Via di Tor Cervara e accollato al Fondo in sede di acquisto dell'immobile per un debito di 13.549.119 euro, con scadenza il 15 giugno 2019; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 7.612.464 euro;
- (ii) finanziamento n. 109164 concesso da MCC S.p.A. (ora UniCredit S.p.A.) in data 1° maggio 2003, di 50 milioni di euro con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Vicolo di Casal Lumbroso e scadenza il 1° febbraio 2013; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 11.024.975 euro;
- (iii) finanziamento n. 16838 di 20 milioni di euro, concesso da Barclays Bank PLC in data 27 febbraio 2009 e scadenza 28 febbraio 2014, con ipoteca sugli immobili siti in Roma, Via Cavour n. 5 e Via Capitano Bavastro n. 92; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 12.000.000 euro;
- (iv) finanziamento n. 2001 di 70 milioni di euro, concesso da Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. in data 21 luglio 2009 e scadenza 21 luglio 2012, con ipoteca su immobili diversi di proprietà del Fondo; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 44.827.130 euro;
- (v) finanziamento n. 1/634 di 9,950 milioni di euro, concesso da Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A. in data 30 aprile 2009 e scadenza il 31 marzo 2014, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Via Ippolito Nievo nn. 25-38; al 30 giugno 2011 il debito residuo ammonta a 7.901.456 euro.

A fronte del rischio tasso relativo a tali finanziamenti, il Fondo ha attualmente in essere 5 strumenti finanziari derivati aventi finalità di copertura:

- un contratto Cap stipulato con Barclays a copertura del relativo contratto di finanziamento; al 30 giugno 2011 il nozionale di riferimento dello strumento è di 12.000.000 euro ed il valore di mercato è di 28.584 euro;

- un contratto Cap stipulato con Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A. a copertura del relativo contratto di finanziamento; al 30 giugno 2011 il nozionale di riferimento dello strumento è pari a 7.901.456 euro ed il valore di mercato pari a 15.125 euro;
- un contratto Cap stipulato con Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. a copertura del relativo contratto di finanziamento; al 30 giugno 2011 il nozionale di riferimento dello strumento è pari a 39.285.714 euro ed il valore di mercato pari a 10.579 euro;
- un contratto Cap stipulato con Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. a copertura del contratto di finanziamento stipulato con MCC S.p.A. (ora UniCredit S.p.A.); al 30 giugno 2011 il nozionale di riferimento è pari a 11.011.301 euro ed il valore di mercato pari a 2.315 euro;
- un contratto Cap stipulato con Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. a copertura del contratto di finanziamento stipulato con Depfa Bank AG (ora Aareal Bank AG); al 30 giugno 2011 il nozionale di riferimento è pari a 7.604.806 euro ed il valore di mercato pari a 180.977 euro.

### **III.2. Strumenti finanziari derivati**

Per la voce in esame si rinvia a quanto riportato nel paragrafo II.3 "Strumenti finanziari derivati" dell'attivo.

### **III.3. Debiti verso i partecipanti**

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2011.

### **III.4. Altre passività**

La voce M "Altre passività", ammontante a complessivi 14.092.883 euro, risulta aumentata rispetto al 31 dicembre 2010 di 3.878.824 euro. Tale incremento è essenzialmente riconducibile alla minusvalenza dovuta alla svalutazione della partecipazione nella società partecipata "Da Vinci Srl".

La voce risulta ripartita nelle seguenti sottovoci:

- nella sottovoce M1 "Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati" viene iscritta la commissione variabile annuale, spettante alla SGR e la commissione da corrispondere alla banca depositaria. La prima viene liquidata in sede di approvazione del rendiconto annuale secondo le modalità stabilite dal paragrafo 9.1.1.2 del Regolamento del Fondo. Per il rendiconto al 31 dicembre 2010 il calcolo che determina l'importo della commissione

variabile annuale risultava essere negativo e pertanto alla SGR non è stata corrisposta alcuna commissione variabile annuale relativa all'esercizio 2010; mentre la commissione da riconoscere alla Banca depositaria risulta pari a 40.327 euro.

- sottovoce M2 "Debiti d'imposta", così composta:

IVA in sospensione ("differita")	2.796.266
Erario c/IVA	660.406
Ritenute su lavoro autonomo	1.686
<b>Totale</b>	<b>3.458.358</b>

- sottovoce M3 "Ratei e risconti passivi", rappresentata da:

Risconti passivi su canoni di locazione	658.601
Ratei passivi su finanziamenti ipotecari	166.449
<b>Totale</b>	<b>825.050</b>

- sottovoce M4 "Altre", così composta:

Debiti verso fornitori	4.256.234
Note credito da emettere	355.629
Debiti diversi	287.884
Fondo interessi su depositi cauzionali	149.122
Debiti verso Clienti	118.349
<b>Totale</b>	<b>5.167.218</b>

I debiti verso i fornitori, suddivisi tra debiti per fatture ricevute per 1.137.400 euro e per fatture da ricevere per 3.118.834 euro, sono relativi a prestazioni di servizi (manutenzioni, progettazioni, utenze, ecc.) ed acquisizione di beni relativi al patrimonio immobiliare, nonché a spese a fronte di consulenze o servizi professionali (spese legali, notarili, di revisione, degli esperti indipendenti, ecc.).

La voce "Debiti diversi" accoglie gli importi incassati e non attribuiti.

- La sottovoce M5 "Fondo svalutazione partecipazioni", di 4.036.116 euro, si riferisce alla svalutazione rispetto al costo della partecipazione nella Società "Da Vinci Srl" cui si è fatto riferimento nella Sezione II, lettera A) "Strumenti finanziari non quotati" della presente nota integrativa.
- sottovoce M6 "Debiti per cauzioni ricevute" accoglie i depositi cauzionali versati al Fondo per 565.814 euro sia da parte dell'INPDAP, successivamente all'atto di conferimento, sia da parte dei locatari, a fronte dei nuovi contratti di locazione stipulati.

#### SEZIONE IV – Il valore complessivo netto

Si illustrano di seguito le componenti che hanno determinato la variazione della consistenza del valore complessivo netto del Fondo tra l'avvio dell'operatività e la data del presente Rendiconto secondo il seguente prospetto.

#### PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITA' (1/3/2001) FINO AL 30/06/2011

	Importo	% importo iniziale
<b>Importo iniziale del fondo (quote emesse per prezzo di emissione)</b>	<b>259.687.500</b>	<b>100,00%</b>
Totale versamenti effettuati (leggi: valore degli apporti)	259.687.500	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-12.871.115	-4,96%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	6.330.786	2,44%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	459.376.089	176,90%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti	-1.310.497	-0,51%
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	71.343	0,03%
H. Oneri finanziari complessivi	-26.505.989	-10,21%
I. Oneri di gestione complessivi	-78.890.515	-30,38%
L. Altri ricavi ed oneri complessivi	2.826.732	1,09%
M. Imposte complessive	-11.981.579	-4,61%
Rimborsi di quote effettuati	-	-
Proventi complessivi distribuiti	-191.529.920	-73,75%
Valore totale prodotto dalla gestione al lordo delle imposte	349.026.834	134,40%
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 30/06/2011</b>	<b>405.202.835</b>	<b>156,03%</b>
Totale importi da richiamare	-	-
<b>TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO</b>	<b>10,84%</b>	

Il tasso di rendimento interno del Fondo è stato calcolato in base al valore del Fondo alla data del Rendiconto, a quello iniziale e ai flussi di cassa (proventi distribuiti) intervenuti fino alla data del Rendiconto.

#### **SEZIONE V – Altri dati patrimoniali**

1. Il Fondo ha assunto impegni a fronte di cinque accordi di *hedging* (acquisto di opzioni CAP), al fine di fare fronte al rischio tasso sui finanziamenti stipulati, di cui si è fatto cenno nella Relazione degli Amministratori al §8 "Operatività posta in essere su strumenti finanziari e su strumenti derivati" e nella Sezione III.1 dello Stato Patrimoniale "Finanziamenti ricevuti".
2. Il Fondo non detiene attività e/o passività in valuta diversa dall'euro o beni immobili situati in Paesi diversi da quelli dell'U.E.M.
3. Per quanto riguarda le garanzie a favore del Fondo si evidenzia:
  - l'importo complessivo di 2.391.403 euro relativo a polizze fideiussorie rilasciate dai conduttori a titolo di garanzia sui contratti di locazione;
  - l'ammontare di 751.036 euro relativo a polizze fideiussorie rilasciate al Fondo, a garanzia del buon esito dei lavori commissionati.
4. Le ipoteche gravanti sugli immobili di proprietà del Fondo a fronte dei finanziamenti sopra illustrati ammontano a 100 milioni di euro per il finanziamento Unicredit S.p.A., a 38,7 milioni di euro per il finanziamento Areal Bank AG, a 19,9 milioni di euro per il finanziamento Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A., a 40 milioni di euro per il finanziamento Barclays Bank PLC ed a 140 milioni di euro per il finanziamento Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. (ora Banca Imi S.p.A.).



**Parte C – Il risultato economico del semestre****SEZIONE I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari**

Nella voce A.1.3 è iscritta la minusvalenza di 4.465.053 euro relativa alla svalutazione del valore della partecipazione nella "Da Vinci S.r.l.".

Nella voce A.2.3 è iscritta la minusvalenza di 144.679 euro, derivante dall'adeguamento al valore di mercato al 30 giugno 2011 del valore delle quote detenute nel Fondo "Fondo – Cloe" che, come previsto dal Provvedimento, sono state adeguate con l'ultimo valore noto al pubblico, cioè quello risultante dal rendiconto del fondo al 30 giugno 2011.

<b>Risultato complessivo delle operazioni su</b>	<b>Utile/perdita da realizzati</b>	<b>di cui: per variazioni dei tassi di cambio</b>	<b>Plus/ minusvalenze</b>	<b>di cui: per variazioni dei tassi di cambio</b>
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. di controllo	-	-	-4.465.053	-
2. non di controllo	-	-	-	-
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. altri titoli di capitale	-	-	-	-
2. titoli di debito	-	-	-	-
3. parti di OICR	-	-	-144.679	-
C. Strumenti finanziari quotati				
1. titoli di debito	-	-	-	-
2. titoli di capitale	-	-	-	-
3. parti di OICR	-	-	-	-

Nel corso del primo semestre 2011, come evidenziato nella tabella a seguire, sono stati percepiti proventi per euro 132.258 dal Fondo Cloe.

<b>Data pagamento provento</b>	<b>Descrizione</b>	<b>Provento unitario</b>	<b>Proventi complessivi</b>
25-febbraio-11	Proventi Fondo Cloe 12/10	4.723,50	132.258

**SEZIONE II – Beni immobili**

Nella seguente tabella si evince il risultato economico della gestione del patrimonio immobiliare diviso per tipologia di immobili. Il risultato di 10.688.660 euro deriva da canoni di locazione per 15.142.128 euro, da altri proventi per 1.597.290 euro, da minusvalenze nette per adeguamento del valore del patrimonio a quello di libero mercato per l'importo di 1.156.484 euro, dalla minusvalenza da realizzo per la vendita dell'immobile sito in Basiglio, Via Sforza di 1.030.499 euro, dagli oneri della gestione immobiliare pari complessivamente a 2.865.689 euro e dalle spese per ICI per 998.086 euro.

	<b>Immobili uso commerciale</b>	<b>Immobili uso logistico</b>	<b>Immobili uso ufficio</b>	<b>Altre tipologie</b>	<b>Totale</b>
<b>1. Proventi</b>	<b>45.143</b>	<b>1.628.073</b>	<b>15.062.452</b>	<b>3.750</b>	<b>16.739.418</b>
1.1 canoni loc. non finanziaria	24.758	1.607.070	13.506.550	3.750	<b>15.142.128</b>
1.2 canoni loc. finanziaria	-	-	-	-	-
1.3 altri proventi	20.385	21.003	1.555.902		<b>1.597.290</b>
<b>2.Utile/perdita da realizzi</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-1.030.499</b>		<b>-1.030.499</b>
2.1 beni immobili	-	-	-1.030.499	-	<b>-1.030.499</b>
2.2 diritti reali immobiliari	-	-	-	-	-
<b>3. Plusvalenze/ minusvalenze da valutazione</b>	<b>-401.187</b>	<b>-406.340</b>	<b>-188.986</b>	<b>-159.971</b>	<b>-1.156.484</b>

3.1 beni immobili	-401.187	-406.340	-188.986	-159.971	<b>-1.156.484</b>
- plusvalenze da valutazione	-		1.543.956	-	<b>1.543.956</b>
- minusvalenze da valutazione	-401.187	-406.340	-1.732.942	-159.971	<b>-2.700.440</b>
3.2 diritti reali immobiliari	-	-	-	-	-
<b>4. Oneri per la gestione di beni immobili</b>	<b>-146.622</b>	<b>-50.874</b>	<b>-2.317.522</b>	<b>-350.671</b>	<b>-2.865.689</b>
<b>5. Ammortamenti</b>	-	-	-	-	-
<b>6. Spese ICI</b>	<b>-79.514</b>	<b>-110.709</b>	<b>-726.018</b>	<b>-81.845</b>	<b>-998.086</b>
<b>Totale gestione beni immobili</b>	<b>-582.180</b>	<b>1.060.150</b>	<b>10.799.427</b>	<b>-588.737</b>	<b>10.688.660</b>

Gli oneri della gestione immobiliare, complessivamente di 2.865.689 euro, sono così ripartiti:

Oneri ripetibili ai conduttori	2.374.646
Oneri a carico della proprietà	477.767
Altri oneri della gestione immobiliare	9.060
Interessi su depositi cauzionali	4.216
<b>Totale oneri gestione di beni immobili</b>	<b>2.865.689</b>

Gli oneri ripetibili si riferiscono a costi sostenuti dal Fondo ma che vengono successivamente addebitati ai conduttori, sulla base dei consuntivi che vengono approvati a fine esercizio.

Gli oneri a carico della proprietà sono quelli sostenuti per la manutenzione degli immobili e per gli oneri condominiali di 450.175 euro, e per le spese dell'imposta di registro, di 27.592 euro.

L'imposta di registro sui contratti di locazione assoggettati, come da Decreto Legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito, con modificazioni, nella Legge 4 agosto 2006, n. 248, anche ad IVA, è stata contabilizzata in parte tra gli oneri ripetibili ed in parte tra gli oneri a carico della proprietà.

Gli altri oneri della gestione immobiliare comprendono le spese condominiali in contestazione per 9.060 euro mentre la voce "interessi sui depositi cauzionali" di 4.216 euro rappresenta l'importo degli interessi passivi maturato nel corso del semestre sui depositi cauzionali.

La voce B.6, di 998.086 euro, accoglie l'importo versato nel semestre per l'imposta comunale sugli immobili di proprietà.

### **SEZIONE III – Crediti**

La voce Crediti ha un saldo positivo di 759.996 euro ed è la risultante delle seguenti voci:

- sottovoce C1 "Interessi attivi e proventi assimilati" la quale accoglie, nella sottovoce C1, gli interessi attivi maturati nel semestre calcolati sul credito nei riguardi della società controllata "Da Vinci S.r.l.", di 877.087 euro;
- sottovoce C2 "Incrementi e decrementi di valore", per un importo negativo di 117.091 euro, che si riferisce al decremento del fondo svalutazione crediti verso locatari rilevato nel semestre, per un importo di 344.114 euro ed alle perdite su crediti per un importo di 461.205 euro.

### **SEZIONE IV – Depositi bancari**

Al 30 giugno 2011 la voce Depositi Bancari non risulta movimentata dagli interessi attivi maturati nel semestre per effetto della limitata giacenza media di periodo.

### **SEZIONE V – Altri beni**

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2011.

**SEZIONE VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari**

La voce H. "Oneri finanziari", di complessivi 1.682.817 euro, accoglie i costi relativi agli interessi su finanziamenti ipotecari, per 1.465.142 euro, il premio di competenza per i contratti derivati di tipo CAP stipulati per 162.047 euro, le commissioni di mancato utilizzo inerenti la concessione del finanziamento Banca Imi S.p.A. di 30.628 euro e dall'imposta sostitutiva sul finanziamento Banca IMI di 25.000 euro.

I tassi passivi applicati sono rispettivamente:

- Finanziamento UniCredit S.p.A.: Euribor 3 mesi + 0,80%
- Finanziamento Aareal Bank: Euribor 6 mesi + 1,00%
- Finanziamento Barclays Bank PLC: Euribor 6 mesi + 1,50%
- Finanziamento Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A.: Euribor 3 mesi + 1,50%
- Finanziamento Intesa Sanpaolo S.p.A.: Euribor 6 mesi + 2,00%

**SEZIONE VII – Oneri di gestione**

La sezione del Rendiconto relativa agli "Oneri di gestione", per un totale di 3.581.205 euro risulta così ripartita:

11 - Provvigione di gestione SGR	2.150.757
12 - Commissioni banca depositaria	40.327
13 - Oneri per Esperti Indipendenti	27.000
14 - Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	46.890
15 - Altri oneri di gestione:	1.282.972
- spese <i>facility manager</i>	345.769
- spese professionali	319.010
- provvigioni <i>property manager</i>	291.224
- spese assicurative	191.062
- spese di intermediazione immobiliare	93.328
- spese di revisione del Rendiconto	23.398
- IVA indetraibile pro-rata	9.484
- spese e comm. bancarie, monte titoli e intermediari finanziari	3.818
- spese peritali	3.000

- spese per contributi di vigilanza	2.875
- spese generali	4
16 - Spese di quotazione:	33.259
- Specialist	26.959
- Borsa Italiana S.p.A.	6.300
<b>Totale Oneri di Gestione</b>	<b>3.581.205</b>

- la sottovoce I1 "Provvigioni di gestione SGR" per complessivi 2.150.757 euro, accoglie il costo a carico del Fondo derivante dalle commissioni di gestione a favore della SGR. Il paragrafo 9.1.1.1 del Regolamento del Fondo prevede una commissione fissa dell'1,6% annuo "del valore complessivo netto del Fondo quale risulta dal rendiconto annuale, determinato al netto delle plusvalenze non realizzate rispetto ai valori di acquisizione dei beni immobili, dei diritti reali di godimento sui beni immobili e delle partecipazioni detenute dal Fondo, senza tener conto degli ammortamenti eventualmente effettuati";
- per quanto riguarda le commissioni da corrispondere a favore della banca depositaria, il compenso da riconoscere è così ripartito:
  - 0,028% su base annua per la "commissione di controllo" calcolata sul valore complessivo netto del Fondo determinato secondo i criteri fissati dal Regolamento del Fondo indicati per la commissione fissa a favore della SGR;
  - 0,002% su base annua per la "commissione di custodia" calcolata con i medesimi criteri sopra menzionati;
- gli oneri per gli Esperti Indipendenti, di cui alla sottovoce I3, costituiscono il corrispettivo dovuto alla "Scenari Immobiliari – Istituto Indipendente di Studi e Ricerche S.r.l." per le valutazioni effettuate sul patrimonio immobiliare alla data del 30 giugno 2011;
- per quanto riguarda la sottovoce I5 "Altri oneri di gestione", la stessa è costituita prevalentemente da:
  - oneri derivanti dalla gestione tecnico-amministrativa del patrimonio immobiliare da parte della Ingenium RE S.p.A.;
  - dalle spese sostenute per il servizio di *facility management* fornito dalla medesima Ingenium RE S.p.A.;
  - dalle spese assicurative relative alla polizza "globale fabbricati" stipulata con la compagnia Toro Assicurazioni S.p.A.;
  - dalle spese professionali relative prevalentemente ad oneri legali e notarili;
  - dalle spese per la revisione contabile del Rendiconto semestrale del Fondo;

- dalle spese per consulenze tecniche inerenti il patrimonio immobiliare del Fondo;
- dalle spese per intermediazioni immobiliare in occasione di operazioni di vendita;
- la sottovoce I6 "Spese di quotazione", pari 33.259 euro accoglie per 26.959 euro l'onere a carico del Fondo per il contratto di specialista siglato con Intermonte SIM S.p.A, e per 6.300 euro le spese riacdebitate nel semestre dalla SGR connesse alla quotazione del Fondo stesso.

## SEZIONE VII.1 – Costi sostenuti nel semestre

	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia euro)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% su valore del finanziamento	Importo (migliaia euro)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% su valore del finanziamento
<b>Oneri di gestione</b>								
1) Provvigioni di gestione	<b>2.151</b>	<b>0,53%</b>	0,43%		-	0,00%	0,00%	
Provvigioni di base	2.151	0,53%	0,43%		-	0,00%	0,00%	
Provvigioni di incentivo	-	0,00%	0,00%		-	0,00%	0,00%	
2) TER degli OICR in cui il fondo investe	-	0,00%			-	0,00%		
3) Compenso della banca depositaria	<b>40</b>	<b>0,01%</b>	0,01%		-	0,00%	0,00%	
- di cui eventualmente compenso per il calcolo del valore della quota	-	0,00%	0,00%		-	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del fondo	<b>23</b>	<b>0,01%</b>			-	0,00%		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo		0,00%	0,00%		-	0,00%	0,00%	
6) Compenso spettante agli Esperti Indipendenti	<b>27</b>	<b>0,01%</b>	0,01%		-	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	<b>3.112</b>	<b>0,76%</b>	0,62%		-	0,00%	0,00%	
- spese di gestione e manutenzione	2.284	0,56%			-	0,00%		
- spese <i>property manager</i>	291	0,07%			-	0,00%		
- spese per <i>facility manager</i>	346	0,08%			-	0,00%		
- spese assicurative	191	0,05%			-	0,00%		
- spese di consulenze tecniche	-	0,00%			-	0,00%		
8) Spese legali e giudiziarie	<b>122</b>	<b>0,03%</b>			-	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	<b>47</b>	<b>0,01%</b>			-	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo	<b>460</b>	<b>0,11%</b>			-	0,00%		
- spese professionali	198	0,05%			-	0,00%		
- spese generali	-	0,00%			-	0,00%		
- spese e commissioni bancarie, MT,IF	4	0,00%			-	0,00%		
- interessi passivi su c/c	-	0,00%			-	0,00%		
- spese intermediazione imm.	93	0,02%			-	0,00%		
- spese peritali	3	0,00%			-	0,00%		
- IVA indetraibile pro-rata	9	0,00%			-	0,00%		
- contributo di vigilanza	3	0,00%			-	0,00%		
- spese due diligence	-	0,00%			-	0,00%		
- spese quotazione	33	0,01%			-	0,00%		
- decrementi di valore su crediti	117	0,03%			-	0,00%		
- spese di attività informatica	-	0,00%			-	0,00%		
<b>Total Expense Ratio (TER)</b> (somma da 1 a 10)	<b>5.982</b>	<b>1,47%</b>			-	0,00%		
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari di cui: - su titoli azionari - su titoli di debito - su derivati - altri (da specificare)	-				-			
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	1.683			2,02%	-			0,00%
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo	-	0,00%			-	0,00%		
<b>TOTALE SPESE</b> (somma da 1 a 13)	<b>7.665</b>	<b>1,88%</b>			-	0,00%		

(\*) Calcolato come media del periodo



**SEZIONE VIII – Altri ricavi e oneri**

La voce L del Rendiconto risulta così ripartita:

<b>L1. Interessi attivi su disponibilità liquide</b>	<b>86.271</b>
<b>L2. Altri ricavi</b>	<b>35.766</b>
- sopravvenienze, abbuoni e arrotondamenti attivi	35.226
- interessi attivi e proventi diversi	540
<b>L3. Altri oneri</b>	<b>-40.659</b>
- sopravvenienze, abbuoni ed interessi passivi altri	-40.659
<b>Totale altri ricavi ed oneri</b>	<b>81.378</b>

**SEZIONE IX – Imposte**

Tale voce non risulta movimentata.

Si ricorda che l'art.6 del Decreto Legge 25 settembre 2001 n. 351, convertito con modificazioni nella Legge 23 novembre 2001 n. 410, e successive modifiche, disciplina il regime di tassazione del Fondo ai fini delle imposte sui redditi. Tale disposizione prevede che i fondi immobiliari non siano soggetti alle imposte sui redditi (IRPEF ed IRES) e all'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP).

**Parte D – Altre informazioni**

1. Ai sensi del vigente Regolamento del Fondo (paragrafo 9.1.1.2), al momento della liquidazione del Fondo, qualora se ne verificassero le condizioni, alla SGR spetterà una commissione variabile finale.

Le modalità di calcolo della suddetta commissione si basano sui seguenti elementi:

- il tasso *benchmark*, pari alla variazione dell'indice BTP MTS + 0,75% relativo ai dodici mesi antecedenti l'integrale smobilizzo dell'attivo netto del Fondo;
- il risultato complessivo del Fondo, dato dalla sommatoria dell'ammontare netto del Fondo liquidato e dei proventi distribuiti e dei rimborsi parziali *pro-quota*

eventualmente effettuati nel corso del tempo, capitalizzati secondo il regime di capitalizzazione composta al tasso *benchmark*;

- il valore iniziale del Fondo, ovvero il valore di apporto, anch'esso capitalizzato al tasso *benchmark*;
- il rendimento complessivo in eccesso del Fondo, ovvero la differenza tra il risultato complessivo del Fondo e il valore iniziale del Fondo, come sopra definiti.

Alla SGR verrà riconosciuta una commissione del 20% del rendimento complessivo in eccesso del Fondo, se e solo se questo ultimo avrà un valore positivo.

La Banca d'Italia, con provvedimento del 22 giugno 2007, ha autorizzato una modifica del Regolamento di gestione, proposto dalla SGR nell'interesse dei partecipanti, atta ad integrare il calcolo della commissione variabile finale spettante alla SGR con l'inserimento di un limite massimo quantitativo ancorato alla dinamica dell'indice BTP per tutta la durata del Fondo. In particolare, ai fini della determinazione del suddetto limite o "cap", la Commissione Variabile Finale non potrà eccedere l'importo dato da:

- il *benchmark* di ciascun esercizio;
- il risultato complessivo alternativo del Fondo, dato dalla sommatoria dell'ammontare netto del Fondo liquidato e dei proventi distribuiti e dei rimborsi parziali pro-quota eventualmente effettuati nel corso del tempo, capitalizzati secondo il regime di capitalizzazione composta al tasso *benchmark*;
- Il valore iniziale del Fondo, ovvero il valore di apporto, anch'esso capitalizzato al tasso *benchmark*;
- il 20% del rendimento in eccesso alternativo del Fondo.

Alla data della liquidazione del Fondo la commissione variabile finale potrà essere pari a zero ovvero assumere dimensioni anche significative, in funzione soprattutto del livello che il tasso *benchmark* avrà raggiunto nell'anno antecedente la liquidazione del Fondo oltre che degli effettivi risultati che anno per anno il Fondo potrà ottenere e dell'effettivo valore di liquidazione finale che dipenderà dall'andamento del mercato immobiliare.

Al riguardo, si precisa che l'effettiva sussistenza ovvero l'entità della commissione variabile finale saranno verificabili solo al momento della liquidazione del Fondo. Infatti, almeno un dato di riferimento necessario per il calcolo della commissione variabile finale è allo stato non calcolabile e non stimabile: è infatti impossibile, o comunque aleatorio, stimare il tasso *benchmark* secondo le metodologie sopra accennate.

Pertanto, essendo l'ammontare dell'onere non suscettibile di alcuna stima attendibile, l'applicazione dei corretti principi contabili non consente di effettuare alcun accantonamento, al fine di non alterare l'attendibilità dei dati del Rendiconto. Dunque, il NAV al 30 giugno 2011, come è avvenuto nei rendiconti precedenti, non include alcun accantonamento relativo alla commissione variabile finale.

Tuttavia, con l'introduzione nel Regolamento di gestione del Fondo del limite alla commissione sopra descritto è ora possibile, sulla base dei dati disponibili al 30 giugno 2011, dare un'indicazione, esclusivamente a scopo informativo, su quale sarebbe il limite massimo della Commissione Variabile Finale; il limite massimo stimato della suddetta Commissione Variabile Finale spettante alla SGR sarebbe di 42,247 milioni di euro.

2. Il Fondo ha sottoscritto degli accordi di *hedging* per la copertura del rischio di tasso sui finanziamenti bancari contratti. Per maggiori dettagli in merito, si rinvia a quanto descritto nel §8 "Operatività posta in essere su strumenti finanziari e strumenti derivati" della Relazione degli Amministratori e nella Sezione III.1 dello Stato Patrimoniale "Finanziamenti ricevuti" della presente Nota Integrativa.
3. Non ci sono state utilità a favore della SGR oltre a quelle relative alle commissioni di gestione (es: *soft commission*)<sup>3</sup>.
4. Non sono stati accesi finanziamenti finalizzati al rimborso anticipato di quote.
5. Non sono state effettuate operazioni immobiliari con soci della SGR, con soggetti appartenenti al gruppo di questi ultimi o società facenti parte del gruppo della SGR.

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

Avv. Paolo Crescimbeni

---

<sup>3</sup> Non si considerano tali, infatti, i riaddebiti delle spese vive effettuate dalla SGR quali i costi per l'attività di *property management*

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO														
Reddittività dei beni locati														
N	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno / Epoca di costruzione	Superficie lorda (mq)	Superficie locata (mq)	Canone / indennità al 30/06/2011	Canone / indennità comp. 1 Sem. 2011 (***)	Canone annuo medio per mq	Tipo contratto	Range scadenza contratto	Tipologia conduttore	Valore storico <sup>1</sup>	Ipoteche <sup>2</sup>	
<b>LAZIO</b>														
1	Intero Immobile Roma Via Capitan Bavastro 92/94	Ufficio	1974	12.876	12.876	2.041.253	1.020.627	158,54	Affitto	Tra 1.1.2013 e 31.12.2014	Pubblica Amministrazione	13.736.756	12.000.000	Barclays (*)
2	Intero Immobile Roma Via Capitan Bavastro 174	Ufficio	1969	9.818	9.818	1.530.473	751.819	155,89	Indennità di occupazione	Fino al 31.12.2012	Pubblica Amministrazione	9.243.683		
3	Intero Immobile Roma Via Cristoforo Colombo 44	Ufficio	1966	32.051	32.051	4.442.751	2.181.956	138,61	Indennità di occupazione	Fino al 31.12.2012	Pubblica Amministrazione	29.078.058		
4	Intero Immobile Roma Via N. Parboni 6 / Via I. Nievo	Ufficio	1976	11.804	11.804	2.056.219	1.015.725	174,19	Indennità di occupazione	Fino al 31.12.2012	Pubblica Amministrazione	14.305.204	7.901.456	BIM
5	Intero Immobile Roma Via Lamaro 51	Ufficio	1990	11.675	8.357	1.332.997	658.972	159,51	Affitto	Tra 1.1.2017 e 31.12.2018	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	14.824.875	44.827.130	IMI (**)
6	Intero Immobile Roma Via Longoni 92	Ufficio	1981	12.153	12.153	718.991	358.885	59,16	Indennità di occupazione	Fino al 31.12.2012	Pubblica Amministrazione	2.956.132		
7	Intero Immobile Roma Via Longoni 3	Commerciale	1989	20.602	-	-	24.757	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero	14.191.630	44.827.130	IMI (**)
8	Intero Immobile Roma Via Casilina 3	Ufficio	1971	12.223	12.223	1.843.649	921.824	150,83	Affitto	Tra 1.1.2015 e 31.12.2016	Pubblica Amministrazione	10.487.363	44.827.130	IMI (**)
9	Intero Immobile Roma Via Cavour 5 / Via Turati	Ufficio	fine XIX sec.	17.702	17.702	3.491.752	1.726.644	197,25	Affitto	Tra 1.1.2013 e 31.12.2014	Pubblica Amministrazione	21.792.648	12.000.000	Barclays (*)
10	Intero Immobile Roma Via del Giorione 59/63	Ufficio	1969	20.929	17.882	3.111.204	1.557.218	173,99	Affitto	Tra 1.1.2015 e 31.12.2016	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	29.177.500	44.827.130	IMI (**)
11	Intero Immobile Roma Vicolo Casal Lumbroso 77	Altre	1986	35.699	-	-	3.750	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero (ex Pubbl. Amm.)	76.061.168	11.024.975	MCC
12	Intero Immobile Roma Via di Tor Cervara 285/C	Logistico	1968	25.403	25.403	2.590.955	1.097.150	102,00	Affitto	Tra 1.1.2019 e 31.12.2020	Impresa commerciale	30.033.060	7.612.464	AAReal
<b>LOMBARDIA</b>														
13	Intero Immobile Milano Via Crespi 12	Ufficio	1986	8.681	6.317	765.072	370.755	121,11	Affitto	Tra 1.1.2015 e 31.12.2016	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	7.522.884		IMI (**)
14	Intero Immobile Agrate Brianza Via Colleoni	Ufficio	1986	14.817	10.602	1.330.721	744.027	125,52	Affitto	Tra 1.1.2015 e 31.12.2016	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	15.060.128	44.827.130	IMI (**)
15	Intero Immobile Assago Milanofiori Palazzo 5B	Ufficio	1991	6.575	6.458	636.250	314.552	98,51	Affitto	Oltre 31.12.2020	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	6.082.689	44.827.130	IMI (**)
16	Intero Immobile Melzo Via C. Colombo 24	Logistico	1974	26.544	26.544	1.036.359	509.920	39,04	Affitto	Tra 1.1.2017 e 31.12.2018	Impresa logistica	9.000.172	44.827.130	IMI (**)
<b>EMILIA ROMAGNA</b>														
17	Intero Immobile Bologna Via Aldo Moro	Ufficio	1984	19.073	15.417	2.754.063	1.287.532	178,64	Affitto	Tra 1.1.2013 e 31.12.2014	Pubblica Amministrazione	15.938.901	44.827.130	IMI (**)
				<b>298.623</b>	<b>225.606</b>	<b>29.682.708</b>	<b>14.546.114</b>					<b>319.492.853</b>		

1 Il valore storico comprende anche eventuali oneri e spese incrementative patrimonializzati;

2 Gli importi si riferiscono al debito residuo sul finanziamento contratto, allocato sui singoli immobili;

(\*) Con riferimento agli immobili Via Capitan Bavastro 92/94 e Via Cavour 5 l'importo del debito residuo sul finanziamento ipotecario ammonta complessivamente a euro 12.000.000,00;

(\*\*) Per gli immobili indicati il debito residuo sul finanziamento ipotecario ammonta complessivamente a euro 44.827.130,00;

(\*\*\*) All'importo vanno aggiunti i canoni degli immobili venduti nel corso del semestre, pari a 596.013 euro.

**Prospetto dei beni immobili conferiti, acquistati e ceduti dal Fondo**

**Immobili Acquistati**

<b>Data</b>	<b>Oggetto</b>	<b>Importo</b>	<b>Controparte</b>	<b>Gruppo di appartenenza</b>
29-giu-11	Via Sforza - Palazzi Volta e Galilei (Basiglio)	18.000.000	Mediolanum Vita S.p.A.	Gruppo Mediolanum

**SCENARI IMMOBILIARI®**

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

**RELAZIONE DI STIMA  
17 IMMOBILI DEL  
“FONDO ALPHA”  
ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2011**

*Luglio 2011*

SEDE LEGALE: PIAZZA FRANCESCO MOROSINI, 12 – 00136 ROMA  
SEDE OPERATIVA: VIA VERZIERE, 11 – 20122 MILANO – TEL. 02/36564523 – FAX 02/36564791  
VIA LORENZO MAGALOTTI, 15 – 00197 ROMA – TEL. 06/8558802 R.A. – FAX 06/84241536  
VIA BERTINI, 3/A – 20154 MILANO - TEL. 02/33100705 – FAX 02/33103099

## ***Indice***

### ***INTRODUZIONE***

<i>1. Premessa</i>	<i>pag. 1</i>
<i>2. Andamento del mercato immobiliare</i>	<i>2</i>
<i>3. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione degli immobili</i>	<i>8</i>
<i>4. Metodologie utilizzate nella valutazione degli immobili</i>	<i>10</i>
<i>5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate</i>	<i>13</i>
<i>6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi</i>	<i>14</i>
<i>7. Limiti della presente relazione</i>	<i>15</i>
<i>8. Conclusioni</i>	<i>16</i>

### ***ALLEGATI***

**SPETTABILE**  
**FIMIT SGR SPA**  
Via Crescenzo, 14  
00193 - Roma

Milano, 15 luglio 2011

### ***1. Premessa***

In relazione all'incarico ricevuto da **FIMIT SGR SPA**, *Scenari Immobiliari* ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni atte a determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 30 giugno 2011, dei seguenti asset:

<b>N</b>	<b>Comune</b>	<b>Indirizzo</b>
1	Roma	Via Capitan Bavastro 92/94
2	Roma	Via Capitan Bavastro 174
3	Roma	Via Cristoforo Colombo 44
4	Roma	Via I. Nievo, 25/38 - Via N. Parboni
5	Roma	Via Vincenzo Lamaro, 41/61
6	Roma	Via Emilio Longoni, 95/123
7	Roma	Via Emilio Longoni, 3/7
8	Roma	Via Casilina, 1/3/5
9	Roma	Via Cavour, 5 e Via Turati, 38/40
10	Roma	Via Giorgione, 59/63
11	Roma	Vicolo del Casal Lumbroso, 77
12	Roma	Via di Tor Cervara, 285/C
13	Milano	Via Gaetano Crespi, 12
14	Agrate Brianza	Via Colleoni, 13/15/17/19 - Centro Direzionale Colleoni, Edificio Orione
15	Assago	Milanofiori - Strada 3, Fabbricato A1 B - Lotto C
16	Melzo	Via Cristoforo Colombo 24
17	Bologna	"Fiera District" - Viale Aldo Moro, 28/44/68/70



## ***2. Andamento del mercato immobiliare***

### **LO SCENARIO INTERNAZIONALE**

La ripresa mondiale è ancora lenta e complessa, ostacolata dalla debolezza della maggior parte delle economie dei Paesi sviluppati. Le misure studiate dai governi nella prima fase della crisi hanno contribuito alla stabilizzazione dei mercati finanziari, ma alcune economie presentano importanti problemi strutturali, quali il deterioramento del mercato immobiliare, la debolezza del sistema bancario, la crescente disoccupazione, il calo della domanda di beni di consumo, il forte debito pubblico.

Alla debolezza economica dei Paesi sviluppati si contrappone la crescita di molte nazioni emergenti, soprattutto Cina, India ed altri Paesi asiatici, ma anche Russia ed alcune nazioni dell'America Latina, caratterizzate da una rapida crescita economica e da ottime prospettive di sviluppo del settore immobiliare. Questi Paesi cominciano ad attirare una quota consistente degli investimenti complessivi e modificano gradualmente la geografia economica ed immobiliare mondiale.

Nel 2011 il Pil dovrebbe aumentare di circa l'1,7 per cento nell'Unione europea e del 2,3 per cento nell'area dell'euro, mentre l'inflazione dovrebbe sfiorare il tre per cento nell'Unione europea e il 2,1 per cento nell'area dell'euro.

In Europa le conseguenze della crisi economica globale continuano a farsi sentire in numerosi ambiti, con perdite in termini di attività economica, un notevole aumento della disoccupazione, un calo della produttività ed un grave indebolimento delle finanze pubbliche. Secondo le previsioni, alla fine del 2012 undici Stati membri dovrebbero trovarsi ancora a livelli di produzione inferiori a quelli pre-crisi. La ripresa dei consumi privati e degli investimenti è ostacolata dalle incertezze del mercato del lavoro.

Il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei, che nel 2010 aveva registrato una lieve crescita dopo un vero e proprio crollo nel corso dell'anno precedente, dovrebbe chiudere il 2011 con un aumento intorno all'1,5 per cento, lievemente superiore rispetto alle previsioni effettuate alla fine dell'anno scorso. Il trend sarà più positivo a livello Eu27, con un aumento previsto intorno al tre per cento.

La crisi economica ha determinato cambiamenti strutturali nella maggior parte dei mercati residenziali, il cui andamento è profondamente diverso a seconda delle aree geografiche e dei segmenti. Per alcuni Paesi, quali Germania, Francia, Svizzera, Paesi nordici, il 2011 si è aperto all'insegna della ripresa. Altri sono ancora in difficoltà, come Irlanda, Spagna, Grecia, Portogallo, e altri ancora stanno vivendo un vero e proprio boom, come la Turchia. Altri, come Italia e Gran Bretagna, sono stabili.

La ripresa è guidata dai prezzi ed è strettamente legata all'andamento dei tassi di interesse. In molti Paesi l'ostacolo principale è costituito dalle difficoltà di accesso al credito. L'attività edilizia ha registrato un brusco arresto durante la crisi e questo comporta gravi squilibri soprattutto nelle località già caratterizzate da carenza di offerta.

L'andamento del settore terziario/uffici è strettamente correlato alla situazione economica. Il mercato europeo mostra una doppia velocità, con crescita vistosa in Germania e nei Paesi del nord Europa, a fronte di una perdurante situazione critica in Grecia, Spagna, Portogallo e Irlanda. Nel complesso l'aumento dei canoni è stato modesto: si calcola una media intorno al cinque per cento in dodici mesi, con un'accentuazione del divario tra immobili di pregio e gli altri. Il volume di transazioni è cresciuto di circa il trenta per cento, grazie soprattutto all'intensa attività registrata nei Paesi dell'Europa orientale. La vacancy rate ha cominciato a diminuire a partire dagli ultimi mesi del 2010, assestandosi lievemente al di sotto del dieci per cento nell'Europa occidentale e intorno al 14 per cento nell'Europa centro-orientale. L'attività edilizia continua ad essere limitata e molti mercati mostrano una notevole carenza di spazi di qualità, mentre si registra un diffuso eccesso di offerta con riferimento agli immobili di classe C.

Anche nel settore commerciale il trend è estremamente diversificato. Alcune società sono fallite, altre hanno ridimensionato la propria attività e altre ancora sono in fase di ripresa. L'offerta è aumentata in molti mercati, anche perché le società sono meno disposte rispetto al passato a pagare cifre elevate per accaparrarsi le localizzazioni migliori in considerazione dei profitti incerti. La domanda è più selettiva e lo spostamento da un mercato dominato all'acquisto ad uno dominato dalla locazione ha comportato una generalizzata pressione sui canoni. Se nel settore uffici c'è una netta distinzione tra spazi primari e secondari, è meno netta nel comparto commerciale. L'inaccessibilità delle localizzazioni di pregio, infatti, ha reso appetibili immobili situati in zone meno pregiate con canoni accessibili. Dunque il mercato secondario ha registrato una performance migliore rispetto a quello primario. Fanno eccezione gli immobili trofeo nelle principali città, che rappresentano un mercato a parte.

Il peggio sembra passato per la maggior parte dei mercati industriali europei. L'attività produttiva e distributiva associata alla logistica sono i principali driver della domanda di spazi industriali. La crescita più significativa è data dalle società operative nei settori di importazione ed esportazione. La domanda sta riprendendo a velocità differenziate. La vacancy rate si è stabilizzata nella maggior parte dei mercati logistici, in considerazione dell'aumento della domanda accompagnato da una scarsa attività edilizia speculativa. Per la seconda parte del 2011 si attendono un maggior equilibrio tra offerta e domanda, una ripresa dell'attività edilizia speculativa solo nei mercati più dinamici, e comunque in presenza di una domanda preesistente, una stabilizzazione dei canoni per gli immobili di seconda mano a fronte di un aumento degli spazi nuovi realizzati su misura.

Il comparto del risparmio gestito continua ad essere in crescita. Il patrimonio detenuto dalle diverse forme di fondi nel mondo è aumentato del 4,3 per cento nel 2010 e dovrebbe crescere di un ulteriore 8 per cento entro la fine del 2011. Il rendimento è estremamente diversificato tra le diverse aree geografiche e le diverse società, ma alcuni Paesi, tra cui l'Italia, hanno mostrato una performance in crescita.

Il patrimonio dei fondi immobiliari a livello europeo ha superato i 310 miliardi di euro, con un aumento dell'8,8 per cento in un anno. Andamento positivo anche per i Reit europei (più 2,5 per cento), che capitalizzano a fine 2010 oltre 113,8 mld di euro. Andamenti positivi per fondi e Reit nella prima metà del 2011.

## LO SCENARIO ITALIANO: UN QUADRO D'INSIEME

Nel corso del 2010 l'economia italiana è cresciuta dell'1,3 per cento, meno della media europea e in linea con il decennio precedente la recessione. Nel primo semestre del 2011 l'andamento del Pil è allineato all'anno precedente. L'espansione dell'attività è stata trainata dalle esportazioni, mentre la ripresa della domanda nazionale è stata modesta. I consumi delle famiglie risentono del calo del reddito disponibile, anche per un aumento del tasso di disoccupazione. La propensione al risparmio è calata, collocandosi tra i livelli più bassi in Europa.

Nel comparto delle costruzioni è continuata la fase recessiva, anche se attenuata rispetto all'anno precedente. Il settore dei fondi immobiliari, pur arrivando a 43,5 miliardi euro di patrimonio a fine 2010 è stato bloccato dai cambiamenti normativi previsti da dl 78, di cui si è in attesa dei regolamenti attuativi.

La debolezza del sistema economico e la rigidità del sistema del credito (alle famiglie e alle imprese) hanno determinato la sostanziale stabilità del mercato immobiliare italiano. Il fatturato complessivo del 2010 si è chiuso sui 111,3 miliardi di euro, con un incremento dell'1,5 per cento sull'anno precedente. Le proiezioni a fine anno, sulla base dell'andamento riscontrato nel primo semestre, indicano un fatturato a 113,7 miliardi di euro. Si tratta di un incremento del 2,2 per cento in un anno, leggermente inferiore rispetto alle attese di fine 2010 a dimostrazione della debolezza del quadro complessivo economico e finanziario, delle imprese e delle famiglie.

Nel settore residenziale c'è stato un lieve incremento delle compravendite, con prezzi calati nella prima parte dell'anno e poi stabilizzati. Le prospettive per il 2011 (confermate nel primo semestre) sono di stabilità complessiva di prezzi e canoni. Il fatturato previsto sale a 93 miliardi di euro con un incremento dell'1,6 per cento.

Il settore turistico è caratterizzato da un leggero miglioramento del mercato degli alberghi e un deciso incremento degli scambi di seconde case, soprattutto nelle zone più pregiate. La previsione è di un incremento del fatturato dell'11,8 per cento a livello nazionale a fine anno.

Dopo una leggera discesa del mercato (soprattutto negli scambi) nel corso del 2010, si sono notati miglioramenti nel comparto terziario nella prima parte del corrente anno. La domanda è più consistente e si orienta verso spazi di classe A o comunque di immobili ben posizionati e di qualità. Per fine anno si stima un fatturato di circa 7,1 miliardi di euro con un più 2,9 per cento.

Il comparto industriale, dopo tre anni di cali consistenti, ha iniziato il 2011 con un aumento degli scambi nel settore della logistica e con quotazioni in discesa ulteriore. Per fine anno si stima un fatturato a 3,7 miliardi di euro, che significa un aumento dell'8,8 per cento.

Continua l'andamento positivo del settore commerciale, dove a fianco di una debolezza della Gdo c'è una ripresa di scambi nel retail, nelle zone migliori.. Questo porta il

fatturato a fine 2011 a superare gli otto miliardi di euro, con un più 2,6 per cento in un anno.

## **IL MERCATO RESIDENZIALE**

Il mercato della casa si è stabilizzato verso il basso, intorno alle 600mila compravendite e la prima parte del corrente anno conferma questa tendenza. Il livello medio dei prezzi si è consolidato nel corso del primo semestre dell'anno e non sono previsti incrementi a breve.

La pressione della domanda sul mercato rimane consistente, soprattutto nelle fasce dei lavoratori immigrati e dei giovani che vorrebbero abitare fuori dal nucleo familiare. Il divario tra capacità di spesa delle famiglie più deboli e il prezzo di accesso al bene casa rende assai critica questa progettualità. Il sistema del credito è tornato agli anni novanta con una percentuale di mutuo sul valore del bene non superiore al 50 per cento. Venendo a mancare sul mercato residenziale il segmento di famiglie a reddito medio basso (segmento che ha sostenuto il mercato negli anni di forte crescita) il ridimensionamento è inevitabile.

Nella capitale il mercato della casa è stato più vivace della media nazionale con un fatturato aumentato del 7.9 per cento nel corso del 2010. Nel primo semestre l'andamento degli scambi è stato in aumento, in tutte le zone.

Si riducono i tempi di vendita nelle nuove iniziative periferiche (dopo due anni di forti rallentamenti) e nelle zone centrali aumenta la domanda sia da parte di italiani che di stranieri.

Mercato stabile invece a Milano nei prezzi con lieve calo degli scambi. L'offerta di nuovo è diminuita e si attendono in esecuzione i nuovi progetti, anche legati al tema dell'Expo.

Leggero calo degli scambi anche a Torino, dove sono diminuite anche le quotazioni medie. Si avvertono però i primi segnali positivi dati dall'Alta velocità nelle zone interessate dalle stazioni.

Positivo il mercato della casa a Napoli, con aumento degli scambi in tutte le zone urbane ma con quotazioni stazionarie o in discesa.

## **IL MERCATO TERZIARIO**

Il mercato degli uffici tra la fine del 2010 e la prima parte del 2011 ha superato la situazione più difficile della crisi. I numeri complessivi indicano un miglioramento negli scambi e pur in un quadro di stabilità, incrementi dei canoni in alcune zone.

La realtà del mercato è molto diversificata. Mentre a Milano e Roma il mercato ha ripreso a crescere negli scambi soprattutto nei distretti centrali e terziari, nelle altre città ci sono pochi movimenti. Nei capoluoghi medi e piccoli invece mercato praticamente fermo, salvo attività della pubblica amministrazione locale o nazionale.

La domanda cerca immobili di classe A, ben posizionati, ma non è disponibile a pagare "premi" rispetto ai valori medi di zona. Questo porta al recupero da classe C a B. Il

sostanziale blocco di attività dei fondi immobiliari e degli investitori esteri ha frenato le nuove iniziative e ha tolto liquidità all'intero sistema terziario. I pochi interventi pubblici non hanno compensato l'assenza di i privati. La situazione dovrebbe migliorare nella seconda parte del 2011.

A Milano si sono scambiati nel 2010 oltre 360mila mq, con un incremento del 13 per cento sull'anno precedente. In aumento i canoni nelle zone centrali con stabilità nelle altre. Nella capitale invece si sono superati i 230mila mq scambiati con un aumento del 14,3 per cento, con un forte sviluppo nelle zone centrali. Aumenti sia dei canoni che dei prezzi, anche se in linea con l'inflazione.

## **IL MERCATO DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI**

Il panorama della distribuzione continua ad essere caratterizzato da continue e profonde trasformazioni. Il driver di cambiamento è l'innovazione. Si assiste, da parte dei grandi gruppi, ad una rivalutazione dei format di prossimità, proposti in maniera innovativa, con mix di colori, dotati di un'accurata esposizione, ambientazioni gradevoli e continuo rinnovo dello stock. L'offerta cerca di creare un sistema di relazioni tra consumatore e venditore più vicino a quello tradizionale. Vengono creati così centri commerciali di prossimità, con mix di offerta e tipo di servizio simile a quello di un centro commerciale tradizionale ma con dimensioni contenute e collocato sotto casa.

Il mercato immobiliare commerciale in Italia, in questa prima metà dell'anno, si è mantenuto moderatamente positivo. Le transazioni tendono a concentrarsi soprattutto sulle grandi superfici o sui centri commerciali. Le piccole e medie superfici, invece, hanno una quota minoritaria.

Si avverte un maggiore interesse da parte degli investitori, soprattutto internazionali, che si focalizzano prevalentemente su shopping center performanti. Fanno ben sperare in un andamento positivo del comparto i numerosi progetti in corso di realizzazione (2011-2015): ben 85 iniziative sparse sul territorio nazionale per un totale complessivo di oltre 2,3 milioni di Gla. Di queste, tre sono state già aperte nel corso del primo semestre dell'anno: Retail Park Fiume Veneto (Pn) per complessivi 15mila mq di Gla; Centro commerciale Punta di Ferro (Fc), di 21mila di Gla; infine, Centro Sicilia di Misterbianco (Ct), di 100mila mq di Gla.

Per quanto riguarda la piccola distribuzione, si registra un maggior interesse da parte dei gruppi di franchising, mentre si tende a lasciare le prime location più costose soprattutto da parte delle grandi firme laddove livello dei canoni ed introiti non sono allineati.

## **IL MERCATO DEGLI IMMOBILI PER LA LOGISTICA**

Il trend dei servizi logistici si conferma positivo nel corso del primo semestre 2011. La domanda è sostenuta, sul versante della produzione industriale (cresciuta del 2,4 per cento nei primi quattro mesi dell'anno, rispetto allo stesso periodo del 2010) dall'aumento della fabbricazione di macchine e attrezzature (più 14,4 per cento) e di gomma e materie plastiche (più 9 per cento). Meno influente invece la produzione di

computer e prodotti elettronici che ha avuto un andamento negativo (meno 6,9 per cento). Sul lato della movimentazione delle merci, il comparto è stimolato dall'aumento delle esportazioni cresciute del 18,4 per cento nel primo trimestre 2011, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Inoltre, si registra un leggero incremento della terziarizzazione dei servizi logistici da parte delle aziende produttrici anche di piccole dimensioni. Infine, si assiste ad una riorganizzazione della propria rete da parte di alcuni operatori, che di fronte alla necessità di ridurre i costi, diminuiscono lo spazio utilizzato (o in alternativa si collocano in centri più grandi, ma multiclienti) e si spostano verso aree economicamente più vantaggiose.

Il mercato immobiliare della logistica della penisola nei primi sei mesi dell'anno, mantiene l'andamento positivo che ha caratterizzato il 2010, sebbene il clima generale di incertezza induca operatori ed investitori alla cautela.

Il capannone più richiesto è quello con una dimensione media tra 10mila e 20mila mq, preferibilmente realizzato su misura (build to suit), oppure altamente flessibile. L'immobile, quindi, deve possedere quelle caratteristiche (dotazione strutturale ed infrastrutturale) che lo rendano appetibile a più operatori logistici e riduca al massimo il rischio di sfitto. Inoltre, molta attenzione è rivolta al risparmio energetico ed al recupero delle acque piovane. L'offerta qualitativamente elevata è in continua diminuzione, con conseguente diminuzione della vacancy rate.

## FATTURATO MERCATO IMMOBILIARE ITALIA

	2010		2011°	
	Mln di euro	Var. %	Mln di euro	Var. %
Residenziale	91.500	2,2	93.000	1,6
Turistico	1.700	-5,6	1.900	11,8
Terziario	6.900	-2,8	7.100	2,9
Industriale	3.400	-8,1	3.700	8,8
Commerciale	7.800	2,6	8.000	2,6
<b>TOTALE</b>	<b>111.300</b>	<b>1,5</b>	<b>113.700</b>	<b>2,2</b>

° PREVISIONE

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

### ***3. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione degli immobili***

Nella stima del valore corrente di mercato degli immobili si è fatto riferimento ai principi contenuti nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Punto 2.5 del Regolamento Banca d'Italia del 14 aprile 2005, che recita:

#### *2.5 Beni immobili*

*Ciascun bene immobile detenuto dal fondo è oggetto di singola valutazione. Più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria; tale circostanza è opportunamente illustrata dagli amministratori nella relazione semestrale e nel rendiconto di gestione del fondo.*

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

*Sono caratteristiche di tipo intrinseco quelle attinenti alla materialità del bene (qualità della costruzione, stato di conservazione, ubicazione, ecc.), di tipo estrinseco quelle rivolventi 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.*



## ***4. Metodologia utilizzata nelle valutazioni degli immobili***

### Metodo del Discounted Cash Flow (Flussi di Cassa Attualizzati)

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

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:

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

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

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

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

- alla prima scadenza del contratto, viene effettuata una verifica ponendo a confronto il canone di locazione in essere con i canoni correnti di mercato: se l'importo del canone in essere è minore o uguale, la locazione viene considerata costante (salvo adeguamento indice Istat) fino alla seconda scadenza, momento in cui il canone, in ogni caso, viene adeguato al mercato; le unità immobiliari rimaste libere vengono quindi riaffittate a valori locativi correnti; se invece alla prima scadenza il canone di locazione in essere è maggiore di quello di mercato, si ipotizza direttamente l'adeguamento al mercato, considerando probabile una rinegoziazione favorevole al conduttore;

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

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

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

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

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

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

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

### Metodo della trasformazione

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono:

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

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

- ricavi, ottenibili dalla vendita del prodotto finito
- costi suddivisi tra quelli di costruzione, spese generali, costi di commercializzazione e management, oneri amministrativi.

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

Nel modello DCF non viene considerato l'aspetto fiscale.

Una volta definito il modello sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà determinato mediante attualizzazione dei flussi di cassa sulla base di un tasso che viene determinato ponendo a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati mobiliari.

Questo tasso viene individuato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

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

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

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

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

- Euribor 6 mesi;
- spread.

### Superfici e processo di ragguaglio

Sulla scorta delle informazioni fornite dal committente relative alle consistenze distinte per destinazione d'uso si è ritenuto opportuno effettuare sulle superfici accessorie un processo di ragguaglio in modo tale da equipararle in termini di valore alla destinazione d'uso principale. Le superfici al lordo dei tramezzi e delle strutture interne sono state ragguagliate utilizzando i seguenti parametri:

- Archivi/depositi al 60%
- Posti auto coperti al 60%
- Posti auto scoperti al 35%
- Locali tecnici allo 0%

## ***5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate***

Il portafoglio immobiliare del fondo Alpha è composto quasi esclusivamente da immobili a reddito, cioè da beni che ogni anno generano un flusso di cassa positivo a fronte di costi inerenti spese di manutenzione, tasse e property.

In tal caso, in linea con le direttive emanata da Banca d'Italia, il valore di mercato può essere determinato tenendo conto del reddito riveniente dal contratto in relazione alla data di scadenza del contratto medesimo, alle eventuali clausole di revisione del canone e alle ipotesi di revisione dello stesso.

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

L'utilizzo di questo metodo è ritenuto corretto quando è possibile definire, su un arco temporale medio-lungo, i benefici economici attesi in termini di flussi di cassa netti, da attualizzare ad un tasso che è possibile determinare ponendo a confronto investimenti finanziari e investimenti immobiliari, giungendo a misurare il rischio insito nel bene specifico visto come investimento.

Per un solo bene le cui caratteristiche intrinseche ed estrinseche guidano la valutazione verso uno scenario di valorizzazione e riconversione del cespite si è ritenuto opportuno utilizzare il metodo della trasformazione. Tale metodologia si basa come la precedente sull'attualizzazione dei flussi di cassa derivanti non dalla gestione del bene ma bensì dai costi di riconversione e dai ricavi generati dalla vendita del bene.

## **6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi**

Per la valutazione degli immobili non si è realizzata (come da incarico) una due diligence tecnica, ma è stata utilizzata la documentazione fornita direttamente dai soggetti proprietari, e precisamente:

- *regolamento del fondo*
- *documentazione relativa ai singoli immobili (due diligence)*
- *planimetrie*
- *database con estremi dei contratti di locazione in essere al 30 giugno 2011*
- *copia dei contratti di locazione in essere*
- *elenco analitico della superficie attualmente non locata*
- *elenco dei contenziosi con i conduttori e del dettaglio crediti nei confronti dei conduttori riconducibili alla Pubblica Amministrazione*
- *elenco delle eventuali morosità attuali*
- *elenco delle spese (manutenzione od altro) già deliberate a carico della proprietà (estratto costi di manutenzione straordinaria da BP Alpha)*
- *contratto di gestione amministrativa*
- *contratto di gestione tecnica*
- *tabella ICI*
- *estremi del contratto di assicurazione in capo al Fondo immobiliare*

I soggetti responsabili dei diversi processi di valutazione sono: Maurizio Sinigagliesi, Giuseppe Montagna, Franco Breglia, Francesco Stenta.

Il team di lavoro è così composto:

Dott. Andrea Masseroni, parte finanziaria

Ing. Marcello Bruni, Ing. Mauro Peditto, Dott. Ernesto Trotta, Arch. Ida De Angelis, Arch. Andrea Aiello, dott. Massimiliano De Cesaris, parte tecnico-immobiliare.

## **7. Limiti della presente relazione**

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

- a) non sono stati effettuati collaudi statici o di funzionamento degli impianti sugli immobili esistenti, né analisi per la presenza di eventuali sostanze nocive nei terreni o nei manufatti, né verifiche sulla presenza di sorgenti di campi elettromagnetici dannosi per la salute;
- b) i valori di riferimento (prezzi e canoni di mercato) sono stati attinti dal mercato immobiliare, sulla base di rilevazioni dirette, utilizzando i principali prezzari a disposizione oltre che la *Bancadati-ScenariImmobiliari*;
- c) il computo delle superfici e la determinazione dei canoni di locazione in essere sono stati effettuati sulla base della documentazione fornitaci dalla proprietà;
- d) nel corso dei sopralluoghi è stata effettuata solo una verifica sommaria sia della corrispondenza tra destinazioni ed uso effettivo delle superfici che dello stato di conservazione e di manutenzione degli immobili;
- e) le certificazioni urbanistiche, catastali, di provenienza e le altre documentazioni fornite dalla proprietà sono state assunte come veritiere.

Per quanto riguarda le ispezioni fisiche, si è ritenuto opportuno effettuare i sopralluoghi ai seguenti immobili.

Roma	Via Capitan Bavastro 92/94
Roma	Via Capitan Bavastro 174
Roma	Via Emilio Longoni, 95/123
Roma	Via Emilio Longoni, 3/7
Melzo	Via Cristoforo Colombo 24
Roma	Da Vinci Business Center

I sopralluoghi sono stati effettuati il 17 e il 20 giugno 2011 a cura del dott. Massimiliano De Cesaris e dell'arch. Ida De Angelis.

# SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

SPETTABILE

FIMIT SGR SPA

Via Crescenzo, 14


00193 - Roma

Milano, 15 luglio 2011

In relazione all'incarico ricevuto da **FIMIT SGR SPA**, Vi comunichiamo il Valore di Mercato, stimato alla data del 30 giugno 2011, degli asset presenti nel Fondo Immobiliare "Alpha":

N	Comune	Indirizzo	Valore al 30.06.2011 (€)
1	Roma	Via Capitan Bavastro 92/94	
2	Roma	Via Capitan Bavastro 174	
3	Roma	Via Cristoforo Colombo 44	
4	Roma	Via I. Nievo, 25/38 - Via N. Parboni	
5	Roma	Via Vincenzo Lamaro, 41/61	
6	Roma	Via Emilio Longoni, 95/123	
7	Roma	Via Emilio Longoni, 3/7	
8	Roma	Via Casilina, 1/3/5	
9	Roma	Via Cavour, 5 e Via Turati, 38/40	
10	Roma	Via Giorgione, 59/63	
11	Roma	Vicolo del Casal Lumbroso, 77	
12	Roma	Via di Tor Cervara, 285/C	
13	Milano	Via Gaetano Crespi, 12	
14	Agrate Brianza	Via Colleoni, 13/15/17/19 - Centro Direzionale Colleoni, Edificio Orione	
15	Assago	Milanofiori - Strada 3, Fabbricato A1 B - Lotto C	
16	Melzo	Via Cristoforo Colombo 24	
17	Bologna	"Fiera District" - Viale Aldo Moro, 28/44/68/70	
<b>TOTALE</b>			<b>434.229.886</b>

Milano, 15 luglio 2011

  
Maurizio Sinigaglia

**Stima del valore di mercato  
di un complesso immobiliare  
situato a Roma denominato  
“Da Vinci Business Center”**



*Luglio 2011*



(Omissis)

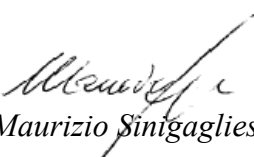
**10. Valore del bene**

Il valore di mercato del bene immobiliare, stimato al 30 giugno 2011 è pari a:

**Euro 139.401.425,00**

**(centotrentanovemilioni quattrocentounmilaquattrocentoventicinque/00)**

Milano, 12 luglio 2011

  
Maurizio Sinigaglia

**FONDO ALPHA - Valutazione al 30 GIUGNO 2011**

N	Indirizzo	Città	Regione	Destinazione d'uso prevalente	Valore al 30/06/2011
1	Roma Via Capitan Bavastro 92/94	Roma	Lazio	ufficio	
2	Roma Via Capitan Bavastro 174	Roma	Lazio	ufficio	
3	Roma Via Cristoforo Colombo 44	Roma	Lazio	ufficio	
4	Roma Via N. Parboni 6 / Via I. Nievo	Roma	Lazio	ufficio	
5	Roma Via Lamaro 51	Roma	Lazio	ufficio	
6	Roma Via Longoni 92	Roma	Lazio	ufficio	
7	Roma Via Longoni 3	Roma	Lazio	commerciale	
8	Roma Via Casilina 3	Roma	Lazio	ufficio	
9	Roma Via Cavour 5 / Via Turati	Roma	Lazio	ufficio	
10	Roma Via del Giorgione 59/63	Roma	Lazio	ufficio	
11	Roma Vicolo Casal Lumbroso 77	Roma	Lazio	altre	
12	Roma Via di Tor Cervara 285/C	Roma	Lazio	logistico	
13	Milano Via Crespi 12	Milano	Lombardia	ufficio	
14	Agrate Brianza Via Colleoni	Agrate Brianza	Lombardia	ufficio	
15	Assago Milanofiori Palazzo 5B	Assago	Lombardia	ufficio	
16	Melzo Via C. Colombo 24	Melzo	Lombardia	logistico	
17	Bologna Via Aldo Moro	Bologna	Emilia Romagna	ufficio	

<b>VALORE COMPLESSIVO DEL PORTAFOGLIO AL 30/06/2011</b>	<b>434.229.886</b>
---	--------------------

Nc	Centro Direzionale Da Vinci Center*	Roma	Lazio	ufficio	
----	-------------------------------------	------	-------	---------	--

\* di proprietà di "Da Vinci Srl" partecipata al 25% dal Fondo Alpha

<b>COINVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI AL 30/06/2011</b>	<b>34.850.356</b>
--	-------------------

<b>VALORE COMPLESSIVO DEL FONDO AL 30/06/2011</b>	<b>469.080.242</b>
---	--------------------

**Elenco dei beni di cui all'art. 4, comma 2, del DM 228/1999**

<b>Categoria</b>	<b>Bene</b>	<b>Localizzazione</b>
d	Via Cristoforo Colombo 44	Roma
d	Vicolo Casal Lumbroso	Roma
d	Via Cavour 5 / Via F. Turati 38/40	Roma
d	Via del Giorgione 59/63	Roma
d	Tor Cervara	Roma
d	"Fiera District" - Via Aldo Moro 28/44/68/70	Bologna
e	Crediti verso "Da Vinci S.r.l."	
d	Via Capitan Bavastro 92/94	Roma
d	Via Ippolito Nievo 25/38	Roma
d	Via Casilina 1/3	Roma
d	Centro Direzionale Colleoni - Edificio Orione (Agrate Brianza)	Agrate Brianza
d	Via Capitan Bavastro 174	Roma
d	Via Lamaro 41/65	Roma
d	Via Longoni 3/7	Roma
d	Via Cristoforo Colombo 24 (Melzo)	Melzo
d	Via Crespi 12	Milano
d	Quartiere Milanofiori Fabbricato A1 B - Lotto C (Assago)	Assago
d	Via Longoni 93/125	Roma
b	Quote del Fondo Immobiliare "Cloe"	

**Legenda**

- a) strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato
- b) strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato
- c) depositi bancari di denaro
- d) beni immobili, diritti immobiliari e partecipazioni in società immobiliari
- e) crediti e titoli rappresentativi di crediti
- f) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale