

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

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30/06/2012



IDeA FIMIT_{sgr}

IDeA FIMIT SGR S.p.A.

info@ideafimit.it — www.ideafimit.it

Sede Legale
Via Crescenzo 14
00193 Roma
T. (+39) 06 681631
F. (+39) 06 68192090

Sede Milano
Via Boito 10
20121 Milano
T. (+39) 02 725171
F. (+39) 02 72021939

C.S. € 16.757.556,96
R.E.A. n. 898431
PIVA e C.F. 05553101006
Società iscritta al n. 68
Albo S.G.R. Banca d'Italia

- **Nota illustrativa**
 - **Situazione Patrimoniale**
 - **Sezione Reddittuale**
 - **Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo**
 - **Estratto relazione di stima degli Esperti indipendenti**
-

**Nota illustrativa alla
Relazione semestrale al 30 giugno 2012**

NOTA ILLUSTRATIVA	2
1. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE	2
2. DATI DESCRITTIVI DEL FONDO	9
A. IL FONDO ALPHA IN SINTESI	9
B. ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA	10
C. ANDAMENTO DELLE QUOTAZIONI DI MERCATO NEL CORSO DEL SEMESTRE	12
D. LA CORPORATE GOVERNANCE	12
3. ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO E DELLE DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO	17
A. L'ATTIVITÀ DI GESTIONE	17
B. POLITICHE DI INVESTIMENTO E DI DISINVESTIMENTO	18
C. PARTECIPAZIONI	19
D. STRUMENTI FINANZIARI	20
4. EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA VERIFICATISI NEL SEMESTRE	20
5. LINEE STRATEGICHE CHE SI INTENDONO ADOTTARE PER IL FUTURO	21
6. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE	22
7. LA GESTIONE FINANZIARIA	22
A. FINANZIAMENTI	22
B. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	24
8. ALTRE INFORMAZIONI	24

Nota illustrativa

La Relazione semestrale del Fondo “Alpha Immobiliare” - Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo Chiuso (di seguito “Alpha” o il “Fondo”) è redatta in osservanza del Provvedimento Banca d’Italia dell’8 maggio 2012 recante il “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio”. Essa si compone di una Situazione patrimoniale, della Sezione reddituale e della presente Nota illustrativa.

Sono stati applicati i principi contabili di generale accettazione per i fondi comuni d’investimento immobiliari chiusi, mentre per quanto riguarda i criteri di valutazione si è fatto riferimento a quelli previsti dal suddetto Provvedimento.

1. Andamento del mercato immobiliare**Lo scenario macroeconomico**

Nel corso del secondo trimestre 2012, l’attività economica su scala internazionale è tornata ad indebolirsi, dopo alcuni timidi segni di ripresa registrati a inizio anno. Come emerge dall’aggiornamento di luglio del *World Economic Outlook* pubblicato dal Fondo Monetario Internazionale, il peggioramento delle prospettive economiche è da imputare, da un lato, al riemergere delle tensioni sui mercati finanziari e sui titoli di stato dei paesi periferici dell’area Euro, dall’altro, ad un progressivo rallentamento del ritmo di crescita economica dei maggiori paesi in via di sviluppo.

Nei paesi avanzati si è assistito ad un ulteriore indebolimento del mercato del lavoro, con incremento della disoccupazione, specialmente nella fascia giovane della popolazione. Il rallentamento della crescita dei paesi in via di sviluppo, con particolare riferimento a Brasile, Cina e India, deriva, dalla diminuzione della domanda non solo proveniente dai paesi avanzati, ma anche interna, in conseguenza delle politiche monetarie restrittive messe in atto nell’ultimo anno. Le economie emergenti sono state anche colpite da un incremento dell’avversione al rischio da parte degli investitori internazionali, che ha determinato un declino dei mercati azionari ma anche deflusso dei capitali e svalutazione delle relative valute.

Le prospettive di crescita globale si sono dunque indebolite, sebbene persistano evidenti differenze tra quelle dei paesi avanzati e quelle dei paesi emergenti.

La seguente tabella mostra le stime di luglio di crescita del PIL mondiale per il prossimo biennio del Fondo Monetario Internazionale, con evidenza delle differenze rispetto alle stime di aprile.

Crescita del PIL a livello mondiale
Variazioni percentuali

	Dati consuntivi		Stime luglio 2012		Differenza da stime aprile 2012	
	2010	2011	2012	2013	2012	2013
Mondo	5,3	3,9	3,5	3,9	-0,1	-0,2
Paesi avanzati	3,2	1,6	1,4	1,9	0,0	-0,2
Giappone	4,4	-0,7	2,4	1,5	0,4	-0,2
Regno Unito	2,1	0,7	0,2	1,4	-0,6	-0,6
Stati Uniti	3,0	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1
Area Euro	1,9	1,5	-0,3	0,7	0,0	-0,2
Paesi Emergenti	7,5	6,2	5,6	5,9	-0,1	-0,2
Russia	4,3	4,3	4,0	3,9	0,0	-0,1
Cina	10,4	9,2	8,0	8,5	-0,2	-0,3
India	10,8	7,1	6,1	6,5	-0,7	-0,7
Brasile	7,5	2,7	2,5	4,6	-0,6	0,5

Fonte: FMI, *World Economic Outlook* - aggiornamento luglio 2012

In conseguenza di quanto esposto, in uno scenario di aspettative di inflazione riviste al ribasso per i prossimi mesi, nei principali Paesi avanzati le politiche monetarie sono divenute sempre più espansive. Per ciò che concerne l'Area Euro, il PIL è rimasto stabile tra il quarto trimestre del 2011 e il primo del 2012, dopo una contrazione dello 0,3% tra il terzo trimestre 2011 e il quarto trimestre 2012. Nel secondo trimestre 2012, secondo la Banca Centrale Europea, il PIL in termini reali dovrebbe tornare ad indebolirsi. Tali condizioni di mercato, seppur ascrivibili in parte alla diminuzione della domanda estera, hanno riflesso prevalentemente la debole domanda interna, causata da una combinazione di fattori: l'effetto avverso della crisi del debito sovrano dell'Area Euro sulla fiducia dei consumatori e delle imprese, gli elevati costi petroliferi, le sfavorevoli condizioni di offerta di credito e un inasprimento delle politiche di bilancio di alcuni Paesi.

Nel primo trimestre 2012 il PIL su base congiunturale in Germania ha registrato una crescita dello 0,5%, è rimasto stazionario in Francia, mentre è diminuito dello 0,8% in Italia¹. Secondo le previsioni del Fondo Monetario Internazionale, il PIL italiano dovrebbe segnare a fine 2012 un calo pari all'1,9% rispetto al 2011, con uno scenario previsionale negativo anche per il 2013.

Per quanto riguarda i prezzi al consumo, secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione complessiva nell'Area Euro è scesa a maggio al 2,4%, il livello minimo da marzo 2011, principalmente

¹ Fonte: ISTAT, Conti Economici Trimestrali, I Trimestre 2012.

per effetto della riduzione del tasso tendenziale di crescita della componente energetica. Le prospettive per la rimanente parte del 2012 sono di una persistenza del tasso al di sopra del 2%.

In Italia la dinamica negativa del PIL è influenzata da un lieve calo delle esportazioni e dall'attuale debolezza della domanda interna, derivante dall'atteggiamento cauto delle famiglie italiane e dalla riduzione del reddito reale disponibile. Nel mese di giugno l'indice nazionale dei prezzi al consumo ha registrato un aumento del 3,3% rispetto a giugno 2011 (era 3,2% a maggio), riflettendo principalmente gli effetti del rincaro a livello annuale dei beni energetici (tuttavia in flessione su base mensile a giugno) e delle imposte indirette.

Il mercato immobiliare Italiano

Gli ultimi dati forniti dall'Osservatorio sul Mercato Immobiliare (OMI) dell'Agenzia del Territorio² mostrano come, dopo la lieve ripresa del volume delle compravendite immobiliari registrata negli ultimi trimestri del 2011, nel primo trimestre 2012 il mercato immobiliare italiano sia tornato a mostrare elevati tassi di flessione.

Il tasso tendenziale annuo del volume di compravendite nel primo trimestre 2012, rispetto al primo trimestre 2011, per l'intero settore immobiliare è risultato, infatti, pari a -17,8%.

Il settore residenziale, che rappresenta circa il 45% dell'intero mercato immobiliare, ha evidenziato, nel primo trimestre 2012 rispetto al primo trimestre 2011, un pesante calo degli scambi, pari a -19,6%, interrompendo così la crescita rilevata negli ultimi due trimestri del 2011.

I dati forniti dall'OMI hanno evidenziato un calo generalizzato per tutti gli ambiti territoriali, risultando infatti concorde il segno tra i capoluoghi e comuni minori. Dopo la crescita del 3,8% registrata nei trimestri precedenti, i capoluoghi sono tornati in calo, con gli scambi che si sono ridotti di circa il 20,0%. Nelle diverse macroaree, la situazione del settore residenziale nel primo trimestre si è presentata ovunque negativa.

Anche i settori non residenziali hanno proseguito nel calo rilevato a fine 2011 registrando, nel primo trimestre 2012, un decremento delle transazioni pari al 16,3% rispetto al primo trimestre 2011. In particolare, le flessioni maggiori si sono osservate nel settore terziario, che ha registrato una diminuzione dei volumi di compravendita del 19,6%, mentre il settore commerciale e quello produttivo hanno subito cali dei volumi di compravendite, rispettivamente, del 17,6% e del 7,9%. Tutti i settori hanno raggiunto il livello minimo dell'indice del Numero delle transazioni normalizzate (Indice calcolato dall'Agenzia del territorio) dal 2004.

Per quanto riguarda gli investimenti relativi al comparto istituzionale, quello cui è direttamente riconducibile l'attività dei fondi immobiliari italiani ed esteri, secondo dati DTZ³, la riduzione rilevata nel

² Agenzia del Territorio, OMI – Nota I Trimestre 2012.

³ DTZ, *Investment Market Update*, Italia T1 2012.

quarto trimestre 2011 è proseguita nel primo trimestre 2012, registrando il dato più basso dal 2009, con circa 400 milioni di euro complessivamente investiti, corrispondenti a meno di 20 operazioni.

Per quanto riguarda la suddivisione settoriale, mentre nel 2011 più del 60% degli investimenti aveva riguardato il settore commerciale, nel primo trimestre 2012 si è registrata una tendenza inversa con prevalenza del numero di transazioni nel settore uffici, per un controvalore totale di oltre 300 milioni di euro.

Circa il 70% del totale degli investimenti si è concentrato nelle regioni del Nord (rispetto a circa l'80% del 2011). Roma e Milano sono le due città che hanno visto la maggiore concentrazione di flussi di capitale, focalizzati principalmente su immobili *trophy* di grandi dimensioni.

Le prospettive negative a livello macroeconomico hanno ridotto l'interesse per il mercato immobiliare italiano da parte di investitori stranieri e, di conseguenza, il mercato nel primo trimestre 2012 è stato per lo più caratterizzato dalla presenza di investitori nazionali. Come per il 2011, anche nel primo trimestre 2012, il settore commerciale ha attratto l'attenzione di investitori internazionali, per quanto, il volume degli investimenti per tale comparto abbia subito un consistente rallentamento rispetto all'ultimo trimestre dello scorso anno.

Come evidenziato da Jones Lang LaSalle⁴, la tendenza al rallentamento dei volumi relativi al settore commerciale è in linea con quanto registrato in tutta Europa, dove, a fronte di un calo del 24% del volume degli investimenti totali, il settore commerciale è stato caratterizzato da una diminuzione del 65% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. L'interesse degli investitori nel segmento *high street*⁵ e nelle "localizzazioni primarie" non è venuto meno, ma sembra esserci maggiore cautela nell'approccio al mercato italiano. Il rischio-paese percepito e l'incertezza derivante dal sistema normativo e fiscale, attualmente in evoluzione, continuano ad influenzare le aspettative di prezzo degli investitori.

Per quanto riguarda i rendimenti, mentre il 2011 era stato caratterizzato da una sostanziale stabilità, nel primo trimestre 2012 si è assistito a un incremento dei rendimenti medi per il settore uffici (mediamente aumentati dal 6,0% al 6,3% secondo dati DTZ), mentre vi è stata una sostanziale stabilità per i settori commerciale e industriale.

Uffici

Nel primo trimestre 2012 il volume di investimenti immobiliari nel settore uffici realizzati da investitori istituzionali in Italia è stato pari a circa 303 milioni di euro ed ha rappresentato circa il 65% del totale

4 JLL, *News Release* 15 maggio 2012, gli investimenti nel settore retail rallentano.

5 Trattasi di immobili a destinazione commerciale caratterizzati da ubicazione nei centri storici delle grandi città e presenza, in qualità di conduttori, dei grandi marchi del lusso e della moda.

investimenti del comparto, con un decremento del 12% rispetto al quarto trimestre 2011, ma il 49% in più rispetto al volume dello stesso periodo dell'anno precedente⁶.

Milano e Roma hanno rappresentato come di consueto i mercati di riferimento per il settore.

In particolare, a Milano nel primo trimestre dell'anno sono stati investiti circa 123 milioni di euro, pari a circa il 40% dell'ammontare complessivo investito in Italia, in linea con il volume dell'ultimo trimestre dello scorso anno, in contrazione del 3% rispetto al primo trimestre 2011. Al risultato ha contribuito la realizzazione di alcune operazioni avviate nel corso dello scorso anno e solo formalmente completate nel corso dell'anno corrente. Per quanto riguarda Roma, nel primo trimestre 2012 sono stati investiti nel settore circa 100 milioni di euro, in aumento sostanziale rispetto ai 10 milioni di euro investiti nel primo trimestre dello scorso anno e in crescita del 34% rispetto al quarto trimestre 2011. Occorre evidenziare che gli investitori attivi nel mercato della Capitale continuano ad essere unicamente rappresentati da operatori locali.

In termini di rendimenti, la situazione è in linea con quella del trimestre precedente. A Milano, i rendimenti *prime* nel centro sono rimasti stabili al 5,4%, mentre per il semicentro e la periferia si sono attestati rispettivamente al 6,2% e al 7%. Anche a Roma si è registrata stabilità, con i rendimenti *prime* del centro al 5,9% e quelli della zona Eur al 6,5%. In entrambi i casi gli operatori prevedono che, alla luce delle condizioni attuali di mercato, sia probabile che in alcune zone delle due città, i rendimenti *prime* riprendano a crescere nel corso del 2012.⁷

Da un punto di vista di assorbimento, si assiste a una diminuzione per entrambe le città. Nel primo trimestre 2012, a Milano sono stati assorbiti 56.000 mq di spazi uffici, il 48% in meno rispetto al trimestre precedente e il 34% in meno rispetto al primo trimestre 2011. Per quanto riguarda Roma l'assorbimento di spazi ad uso ufficio è diminuito ulteriormente rispetto al trimestre precedente, rimanendo al di sotto dei 10.000 mq, anche in virtù del forte legame con il settore pubblico, l'unico in grado di dare dinamicità al mercato e alle grandi transazioni.

A Milano il volume dello sfitto è aumentato notevolmente nel corso del primo trimestre 2012, attestandosi a 1.395.000 mq, pari all'11,6% del totale. Nel 2012 verranno ultimate numerose iniziative di sviluppo, di cui soltanto una parte già locate e, poiché l'assorbimento netto atteso per il 2012 dovrebbe essere negativo, il volume di sfitto è atteso in crescita per i prossimi trimestri. A Roma il volume di sfitto uffici è rimasto stabile e si attesta a 603.000 mq, pari al 6,2% dello stock, a causa della complessiva inattività del mercato: qualora il mercato dovesse proseguire con questa tendenza il volume dello sfitto dovrebbe restare stabile su questi livelli.

Per quanto riguarda i canoni di locazione, a Milano l'aumento del volume dello sfitto sta mettendo pressione sui locatori, con canoni medi in diminuzione del 5% nel centro e del 12% nel semicentro

6 CBRE – Italian Quarterly Market View – Q1 2012.

7 BNP Paribas Real Estate – City News Milano Q1 2012 e City News Roma Q1 2012.

rispetto al primo trimestre 2011. A Roma, invece, la stabilità del volume di affitto si riflette in una stabilità dei canoni rispetto al quarto trimestre 2011.

Commerciale

Nel primo trimestre del 2012 il volume degli investimenti nel settore commerciale in Italia, a quota 70 milioni di euro, ha costituito circa il 16% del totale degli investimenti in immobili a destinazione non residenziale realizzati da investitori istituzionali.

Il risultato di questi primi tre mesi dell'anno evidenzia un consistente rallentamento in tutti i settori sia rispetto al primo trimestre del 2011 sia rispetto all'ultimo trimestre dello scorso anno. La situazione italiana è tuttavia in linea con il resto dell'Europa, in cui si è registrato un decremento del 24% del volume di investimenti totali e del 65% nel solo settore commerciale rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. Tale riduzione è dovuta anzitutto al fatto che l'Italia è considerata sempre meno un mercato appetibile e stabile da parte degli investitori internazionali. Inoltre, oltre ad una sostanziale differenza tra le aspettative di prezzo di compratori e venditori, si è registrato un sostanziale allungamento dei tempi di *due diligence*. Per ciò che concerne l'offerta di superfici commerciali, lo *stock* attuale del mercato italiano è pari ad oltre 16 milioni di metri quadri, di cui circa il 60% avente una superficie superiore a 20.000 mq. L'89% dei metri quadri attualmente sul mercato è costituito da centri commerciali. Per il biennio 2012-2013 è previsto il completamento di 34 strutture, per una superficie complessiva pari a circa 890.000 mq.

In termini di domanda, l'interesse degli investitori nel segmento *high street* e nelle localizzazioni primarie non è venuto meno, ma c'è una maggiore cautela nell'approccio al mercato italiano. Il rischio-paese percepito e l'incertezza derivante dal sistema normativo e fiscale attualmente in evoluzione continuano ad influenzare le aspettative di prezzo degli investitori, anche per i centri con le migliori performance.

Sebbene la domanda per i cosiddetti "parchi commerciali" resti inferiore rispetto a quella dei centri commerciali, emerge un crescente interesse per tale tipologia da parte di operatori stranieri (principalmente tedeschi, danesi e olandesi) focalizzati prevalentemente sul settore prodotti per la casa.

Visto il permanere di un buon livello di domanda, i rendimenti sono rimasti stabili nel segmento *high street* rispetto al quarto trimestre 2011, ad un livello medio pari a circa il 5,25%. Per quanto riguarda i centri commerciali, invece, i rendimenti *prime* sono saliti al 6,5%, mentre i rendimenti relativi a localizzazioni secondarie sono rimasti stabili al 7,75%, dopo essere cresciuti di circa mezzo punto nel corso dello scorso anno. Anche i rendimenti dei parchi commerciali sono rimasti stabili: i *prime* al 7,5% e i secondari al 9%.

Per quanto riguarda i canoni di locazione, si è assistito ad una stabilità dei canoni *prime* dei centri commerciali di Milano e Roma (pari mediamente ad euro 760/mq/anno ed euro 800/mq/anno). Anche nel segmento *high street* i canoni *prime* sono rimasti stabili ad euro 4.000/mq/anno a Milano e a euro 3.500/mq/anno a Roma.

In generale gli indicatori macroeconomici dipingono uno scenario difficile per gli operatori, che si troveranno a dover innovare e a cercare nuove strategie che sostengano gli obiettivi commerciali in tale contesto.

Industriale - logistico

Nel primo trimestre 2012 sono stati investiti circa 20 milioni di euro nel settore industriale-logistico, pari a circa il 4% degli investimenti in immobili non residenziali in Italia realizzati da investitori istituzionali, seguendo la tendenza di rallentamento emersa nella seconda metà del 2011. Nel corso del 2011 erano stati investiti circa 180 milioni di euro nel settore, in sensibile calo rispetto al 2010 (euro 350 milioni), con diminuzione del numero delle transazioni che, nel 2011, si è attestato a 8 rispetto alle 23 del 2010.

Il 2011 è stato un anno con due andamenti diversi nel settore degli investimenti: nel corso dei primi sette mesi sono state portate a termine transazioni per circa 160 milioni di euro mentre da agosto in poi il mercato ha subito un brusco arresto, riconducibile anche all'andamento negativo dei mercati finanziari, alla difficoltà di ottenere credito dalle banche e all'aumento del rischio associato dagli investitori al Paese Italia nel suo complesso. La riduzione degli investimenti si è verificata anche a causa di una forte contrazione dei capitali esteri in entrata: in particolare i capitali tedeschi risultano essere solo un terzo rispetto a quelli investiti in Italia nel settore logistico nel 2010.

I rendimenti *prime* a fine 2011 sono stati rilevati attorno all'8% a Milano, in linea con il valore di fine 2010, mentre a Roma si sono attestati intorno all'8,25%, in lieve aumento rispetto all'8% di fine 2010. I rendimenti nelle localizzazioni secondarie hanno subito rialzi dovuti all'eccessiva offerta di prodotto e alla mancanza di interesse da parte degli investitori istituzionali verso prodotti poco "liquidi", attestandosi intorno al 9% - 9,5%.

Per quanto riguarda i livelli di assorbimento, nel corso del 2011 sono stati assorbiti circa 910.000 mq di spazi logistici, con un incremento del 26% rispetto al dato registrato nel 2010. È opportuno sottolineare come questa crescita non dipenda solo dall'incremento dell'attività di locazione ma anche da una progressiva, seppur lenta, tendenza del mercato immobiliare italiano verso una maggiore trasparenza, che permette di raccogliere informazioni anche su regioni tradizionalmente meno rilevanti per il mercato immobiliare logistico.

Di conseguenza, la percentuale di affitto media è diminuita a fine 2011, passando al 6,9% rispetto al 7,2% del 2010 (pur tuttavia in aumento rispetto al primo semestre dell'anno).

I canoni *prime* a Milano e Roma sono rimasti stabili a fine anno e si attestano rispettivamente su valori pari a euro 52/mq/anno ed euro 54/mq/anno. Anche i valori nominali nelle *location* secondarie sono stabili e oscillano tra euro 40/mq/anno ed euro 45/mq/anno.

Nonostante le previsioni macroeconomiche per il 2012 non siano particolarmente rosee, alcuni operatori prevedono un livello di assorbimento ancora sostenuto nel segmento della logistica, compreso tra i

700.000 e gli 800.000 mq, con sostanziale stabilità dei canoni per il primo semestre e possibile lieve incremento a fine anno nei mercati di Milano e Roma, dovuto alla mancanza di prodotto disponibile.

2. Dati descrittivi del Fondo

A. Il Fondo Alpha in sintesi

Il Fondo “Alpha Immobiliare – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo Chiuso” (“Fondo”), è un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso ad apporto pubblico, istituito con delibera del Consiglio di Amministrazione del 27 giugno 2000 di Fimit SGR, società che dal 3 ottobre 2011, a seguito dell’operazione di fusione per incorporazione di First Atlantic RE SGR in Fimit SGR, ha assunto la denominazione di IDeA FIMIT – Società di Gestione del Risparmio Società per Azioni (“IDeA FIMIT” o “SGR”).

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.

La seguente tabella riporta i principali dati descrittivi del Fondo.

Data di istituzione del Fondo	27 giugno 2000
Valore nominale iniziale complessivo netto del Fondo	259.687.500 euro
Numero quote emesse all'apporto	103.875
Valore nominale iniziale delle quote	2.500 euro
Quotazione	Mercato degli Investment Vehicles (MIV) segmento mercato dei Fondi Chiusi (MTA) dal 4 luglio 2002
Banca Depositaria	State Street Bank S.p.A.
Esperto Indipendente	EPF Europrogetti & Finanza S.r.l.
Società di revisione	Reconta Ernst & Young S.p.A.
Valore complessivo netto del Fondo al 30 giugno 2012	€ 392.336.766
Valore unitario delle quote al 30 giugno 2012	€ 3.777,009
Valore al 30 giugno 2012 del portafoglio immobiliare	€ 418.700.000

B. Andamento del valore della quota

Il valore della quota risultante alla fine di ciascun periodo ed alla data della presente Relazione risulta dalla seguente tabella.

Periodo di riferimento	Valore complessivo netto del Fondo (in euro)	Numero quote	Valore unitario delle quote (in euro)
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 31/12/2011	394.550.636	103.875	3.798,321
Relazione semestrale al 30/06/2012	392.336.766	103.875	3.777,009

Il valore complessivo netto ("NAV") del Fondo è diminuito nell'arco del semestre di 2.213.870 euro, importo pari alla perdita del periodo; conseguentemente, il valore della quota è diminuito di 21,312 euro (-0,56%) e la stessa ammonta a 3.777,009 euro.

Il risultato del semestre risulta influenzato dai seguenti principali fattori:

- canoni di locazione e altri proventi per 15.694.846 euro;

- minusvalenze al netto delle plusvalenze da valutazione degli immobili per 4.804.656 euro;
- perdite da realizzo derivanti dalla vendita di quote di O.I.C.R. per 1.644.529 euro;
- minusvalenze da valutazione delle partecipazioni in società immobiliari per 1.446.476 euro;
- oneri per la gestione di beni immobili e spese IMU per 4.818.729 euro;
- risultato positivo della gestione dei crediti per 530.564 euro;
- oneri finanziari per 1.681.195 euro;
- oneri di gestione per 2.335.323 euro;
- altri oneri al netto degli altri ricavi per 1.916.052 euro.

C. Andamento delle quotazioni di mercato nel corso del semestre

Nel corso del primo semestre 2012 il Fondo sul mercato ha avuto un andamento meno negativo rispetto a quello del semestre precedente (dove l'oscillazione delle quotazioni tra inizio e fine semestre era stata pari a -32,64%). Infatti il valore di quotazione al 2 gennaio 2012 (primo giorno di negoziazioni dell'anno) è stato di 1.570 euro, mentre il 29 giugno il Fondo ha chiuso con una quotazione pari a 1.270 euro (-19,11%). In questa data lo sconto sul NAV era pari a circa il 67%. Gli scambi giornalieri si sono attestati su una media di 41,78 quote (in aumento rispetto al semestre precedente). Il picco massimo degli scambi in termini di numero di quote si è verificato il 19 giugno 2012: 180 quote per un controvalore pari a 219.503 euro. L'andamento del Fondo durante il primo semestre 2012 ha registrato una *performance* peggiore rispetto ai mercati (l'indice FTSEMIB ha avuto nel semestre una variazione negativa di 7,64%).

D. 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 gestiti ed alla prevenzione di eventuali situazioni di potenziale conflitto di interessi, anche mediante l'adozione di appositi presidi organizzativi e procedurali. Ai sensi dello Statuto della SGR, il Consiglio di Amministrazione di IDeA FIMIT è composto da tredici membri, di cui due sono Amministratori Indipendenti. Il Consiglio di Amministrazione è stato nominato dall'Assemblea degli Azionisti tenutasi in data 3 ottobre 2011, a seguito del perfezionamento dell'operazione di fusione per incorporazione di First Atlantic Real Estate SGR S.p.A. in FIMIT SGR, che ha assunto la nuova denominazione di IDeA FIMIT.

A seguito delle dimissioni dalla carica rassegnate dal Presidente del Consiglio di Amministrazione, Avv. Paolo Crescimbeni, in data 17 gennaio 2012, il Consiglio di Amministrazione in data 19 gennaio 2012 ha

cooptato il Dott. Antonio Mastrapasqua, designandolo quale Presidente del Consiglio di Amministrazione ed attribuendo allo stesso i poteri connessi alla carica.

In data 28 marzo 2012 e 11 aprile 2012, hanno altresì rassegnato le dimissioni, rispettivamente, i Consiglieri Delegati Dott. Daniel Buaron (con effetto dalla data di approvazione del bilancio dell'esercizio 2011 da parte dell'Assemblea degli Azionisti) e Ing. Massimo Caputi (con decorrenza dalla chiusura della succitata Assemblea degli Azionisti).

L'Assemblea degli Azionisti tenutasi in data 12 aprile 2012, quindi, nel confermare la nomina del Presidente del Consiglio di Amministrazione, Dott. Antonio Mastrapasqua, ha altresì nominato – in sostituzione del dimissionario Dott. Buaron – il Dott. Massimo Romano.

Allo stato, dunque, il Consiglio di Amministrazione della SGR è composto da dodici membri, due dei quali sono Amministratori Indipendenti.

Ai sensi dello Statuto di IDeA FIMIT, si considera indipendente l'Amministratore non munito di deleghe operative nella SGR, in possesso dei requisiti previsti dalle disposizioni tempo per tempo vigenti per le società di gestione del risparmio ovvero, in mancanza, dal "Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi" adottato da Assogestioni – Associazione italiana del risparmio gestito ("Protocollo Assogestioni"), cui il Consiglio di Amministrazione di IDeA FIMIT ha deliberato di aderire in data 26 giugno 2012, approvando la pertinente relazione redatta secondo l'apposita guida diffusa da Assogestioni e contenente l'ampiezza dell'adesione e le sue modalità applicative da parte della SGR.

In particolare, ai sensi del Protocollo Assogestioni e del Regolamento Interno degli Amministratori Indipendenti, approvato, da ultimo, con delibera del Consiglio di Amministrazione di IDeA FIMIT del 26 ottobre 2011, si considerano indipendenti gli Amministratori che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con la SGR o con soggetti a questa legati relazioni tali da condizionarne l'autonomia di giudizio. Ai sensi dello Statuto, gli Amministratori Indipendenti devono essere altresì in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità ed eleggibilità, così come previsto dalle vigenti disposizioni di legge. Inoltre, gli Amministratori Indipendenti devono essere in possesso anche degli ulteriori requisiti di professionalità stabiliti nel citato Regolamento Interno degli Amministratori Indipendenti.

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, avendo riguardo più alla sostanza che alla forma, 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 la SGR per almeno due anni dalla cessazione della carica degli Amministratori Indipendenti non possa intrattenere con costoro significativi rapporti di lavoro, professionali o di affari.

Ai sensi dello Statuto, tale Regolamento definisce altresì le competenze degli Amministratori Indipendenti, anche alla luce dei principi raccomandati nel Protocollo Assogestioni.

In particolare, agli Amministratori Indipendenti sono demandati compiti attinenti alla prevenzione di eventuali situazioni di potenziale conflitto di interessi. Gli Amministratori Indipendenti, infatti, esprimono un parere: (i) in ordine alla stipulazione di Convenzioni con Parti Correlate alla SGR (come definite nel Protocollo Assogestioni); (ii) sul contenuto delle convenzioni tra SGR promotrice e gestore, per i contratti che presentino profili riguardanti il rispetto delle disposizioni in materia di conflitto di interessi; (iii) 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 Banca d'Italia – Consob; (iv) sulle operazioni aventi ad oggetto il conferimento o la cessione ai fondi gestiti dalla SGR di beni appartenenti ai soci della SGR o alle società facenti parte del Gruppo (come definito nel Protocollo Assogestioni), nonché sulle operazioni aventi ad oggetto la cessione di beni di proprietà dei fondi gestiti ai soggetti indicati; (v) sulle proposte di investimento in ordine alle quali sussista un contemporaneo interesse da parte di due o più fondi gestiti dalla SGR; (vi) in ordine alle ipotesi di coinvestimento da parte di due o più fondi gestiti dalla SGR; (vii) sugli investimenti dei fondi gestiti in: strumenti finanziari emessi o collocati da Società del Gruppo o da Società Partecipanti; acquisto di quote o azioni di OICR gestiti, istituiti o commercializzati dalla SGR o da altre società di gestione del risparmio o SICAV del Gruppo o da Società Partecipanti (come definite nel Protocollo Assogestioni), anche di diritto estero; strumenti finanziari oggetto di patti parasociali cui partecipano Società del Gruppo o Società Partecipanti; strumenti finanziari di un emittente nel quale una Società del Gruppo o una Società Partecipante abbia una partecipazione rilevante o di un emittente che abbia una partecipazione rilevante in una Società del Gruppo o in una Società Partecipante; strumenti finanziari per i quali una Società del Gruppo o una Società Partecipante svolge il ruolo di operatore specialista; strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della SGR o da Società del Gruppo ovvero da Società Partecipanti; strumenti finanziari emessi da società finanziate o garantite da Società del Gruppo o da Società Partecipanti, qualora dall'esito del collocamento dipenda la possibilità di rimborsare, in tutto o in misura rilevante, il finanziamento alla Società del Gruppo o alla Società Partecipante che ha erogato il credito; strumenti finanziari emessi da società alla quale è conferito l'incarico di esperto indipendente per la valutazione dei beni conferiti o acquisiti dai fondi gestiti, ovvero da una società incaricata di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti in un fondo gestito rispetto alla politica di gestione e all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo medesimo; strumenti finanziari di un emittente nei cui organi societari siano presenti Soggetti Rilevanti con Deleghe Operative (come definiti nel Protocollo Assogestioni); (viii) in merito all'eventuale adozione di cosiddette "*Restricted list*" e "*Watch list*"; (ix) in ordine ai criteri generali per la scelta delle controparti contrattuali e di ripartizione degli incarichi tra le stesse; (x) in ordine alle verifiche che il Consiglio di Amministrazione compie ai sensi dell'art. 9.2, comma 3 del Protocollo Assogestioni; (xi) in ordine alle valutazioni che il Consiglio di Amministrazione compie circa l'adozione di: a) barriere di tipo informativo e procedure interne atte a prevenire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti impegnati in attività che possono dare origine a conflitti di interessi; b) barriere di tipo gerarchico (direzione separata delle strutture che svolgono attività tra loro conflittuali) e segregazione di funzioni; (xii) ai fini delle

deliberazioni che il Consiglio di Amministrazione assume per assicurare comunque l'equo trattamento degli OICR e dei partecipanti agli stessi quando le misure e le procedure adottate non risultano sufficienti ad escludere, con ragionevole certezza, il rischio che il conflitto di interessi rechi pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi; (xiii) negli eventuali altri casi previsti dal corpus normativo interno della SGR di tempo in tempo vigente nonché ove richiesto dal Consiglio di Amministrazione.

I pareri resi dagli Amministratori Indipendenti sono motivati e 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 ed entro un congruo limite di importo prefissato all'inizio di ogni esercizio dal Consiglio di Amministrazione, 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 3 ottobre 2011, il Consiglio di Amministrazione ha istituito, al suo interno, un Comitato Esecutivo, composto da sette membri di cui due sono Amministratori Indipendenti, e in data 26 ottobre 2011 ha approvato il relativo Regolamento Interno.

Nella medesima riunione del 26 ottobre 2011, il Consiglio di Amministrazione ha altresì istituito un comitato, denominato "Comitato di Supervisione dei Rischi e dei Controlli", composto da tre Consiglieri di Amministrazione, di cui due sono Amministratori Indipendenti ai sensi dello Statuto (uno dei quali con funzione di Presidente del Comitato), approvandone altresì il relativo Regolamento Interno. A tale Comitato è rimesso il compito di: a) individuare i presidi per la gestione di eventuali situazioni di potenziale conflitto con l'interesse dei partecipanti ai fondi comuni di investimento gestiti dalla SGR; b) 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; c) formulare al Consiglio di Amministrazione proposte per la remunerazione degli Amministratori destinatari di deleghe ai sensi dello Statuto e valutare le politiche e prassi remunerative e gli incentivi previsti per la gestione del rischio; d) svolgere gli ulteriori compiti che gli vengano attribuiti 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.

La SGR ha adottato 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 – composto da tre membri designati dal Consiglio di Amministrazione della SGR – 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" (il "Codice"), che si pone in linea di continuità con il codice di comportamento precedentemente adottato da FIMIT SGR (ora IDeA 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 SGR, 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 stessa 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 SGR ha ritenuto opportuno avvalersi, in relazione a ciascun fondo gestito, di un Comitato avente funzione consultiva, composto da soggetti dotati di comprovata esperienza nel settore e competente ad analizzare, valutare ed esprimere il proprio parere in relazione alle materie indicate nel regolamento di gestione del fondo e/o nel regolamento di funzionamento del Comitato medesimo.

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

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 nel corso del primo semestre 2012 è stata caratterizzata dalle attività di seguito descritte.

Contratti di locazione

Nel corso del semestre è proseguita l'attività di razionalizzazione dei contratti di locazione già in essere, di novazione di quelli in scadenza e di riunificazione di più contratti facenti capo allo stesso conduttore.

Nel periodo di riferimento, fatta eccezione per un contratto di modesta entità, non sono pervenute ulteriori comunicazioni di recesso da parte dei conduttori del Fondo. Inoltre, sono state effettuate le riconsegne di alcune unità immobiliari, in virtù dei recessi occorsi nell'anno 2011. In particolare è stato completato il trasferimento dall'immobile sito a Roma, in via del Giorgione 59, di un importante gruppo multinazionale, che è andato ad insediare le proprie attività nel centro direzionale "DaVinci".

Al 30 giugno 2012 la superficie complessiva locabile lorda degli immobili in portafoglio ammonta a 298.622 mq, di cui 218.374 mq sono affittati. Risulta, quindi, messo a reddito il 73,1% delle consistenze degli immobili del Fondo.

Al 31 dicembre 2011 la superficie locabile lorda totale degli immobili in portafoglio era la medesima, di cui 222.090 mq locati. A tale data, risultava a reddito il 74,4% delle superfici. Pertanto, rispetto alla situazione rilevata in occasione del rendiconto al 31 dicembre 2011, a parità di immobili detenuti, la percentuale di consistenze locate ha subito una lieve flessione, stante i rilasci che sono avvenuti nel primo semestre.

Alla data del 30 giugno 2012 risultano vigenti 78 posizioni locative (comprendenti sia contratti di locazione che indennità di occupazione), di cui 65 riferite a conduttori privati e 13 afferenti alla Pubblica Amministrazione. Nel corso del semestre sono cessati 8 contratti e ne sono stati stipulati 2 nuovi.

L'importo dei canoni di competenza del primo semestre dell'anno 2012 ammonta a 14.468.032 euro, mentre il valore contrattuale annuo delle posizioni in essere alla data del 30 giugno 2012 risulta di circa 28,958 milioni di euro, di cui il 65,8% è riferibile ai conduttori pubblici. Il valore contrattuale annuo delle posizioni al 31 dicembre 2011 era invece di circa 29,373 milioni di euro.

Crediti verso locatari

Alla data del 30 giugno 2012 l'importo dei crediti verso conduttori per fatture emesse, al netto delle fatture da emettere e dei debiti, è di circa 19,299 milioni di euro, facendo rilevare un incremento del 17,44% rispetto al dato rilevato in sede di rendiconto al 31 dicembre 2011, pari a circa 16,433 milioni di euro. I crediti per fatture emesse e scadute da oltre 30 giorni rispetto alla data di riferimento sono pari a 18,356 milioni di euro. Di tale importo circa 14,972 milioni di euro, pari al 81,56% del totale, è ascrivibile ai conduttori pubblici e di questi, per la maggior parte, al Ministero dell'Economia e delle Finanze per un complessivo di 10,474 milioni di euro.

Alla data del 30 giugno 2012 risultano avviate azioni giudiziali di recupero (decreti ingiuntivi) per un ammontare complessivo di circa 44,266 milioni di euro, a fronte delle quali sono stati recuperati 29,348 milioni di euro circa, corrispondenti al 66,30% dell'importo totale oggetto di azione legale di recupero. L'esposizione creditizia verso i conduttori del Fondo rimane pertanto elevata. Si conferma, quale componente principale, l'andamento costante della morosità dei conduttori pubblici, mentre si continua a rilevare il ritardo nel pagamento dei canoni anche da parte dei conduttori privati, che risentono della perdurante sfavorevole situazione economica.

Per contrarre i tempi di pagamento dei crediti insoluti si 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, oltre ad azioni di sollecito e richiamo svolte direttamente e periodicamente presso i soggetti, in particolare quelli pubblici, da parte della SGR e del *property manager*.

Manutenzioni Straordinarie (Capex)

Nel corso del semestre sono proseguite le opere di manutenzione straordinaria, di messa a norma e miglioria di alcuni edifici del Fondo, in accordo al piano degli interventi di adeguamento funzionale e normativo previsto dal *business plan* relativo all'anno 2012. Il totale dei costi capitalizzati, per opere e lavori eseguiti nel corso del semestre, è stato di circa 1,5 milioni di euro. I fabbricati che hanno comportato maggior oneri di spesa sono stati quelli siti in Roma, via Capitan Bavastro 92 (ristrutturazione impianto di condizionamento) e in Agrate Brianza, Palazzo Orione nel Centro Direzionale Colleoni (adeguamenti impiantistici).

B. Politiche di investimento e di disinvestimento

Nel corso del primo semestre del 2012 non sono stati effettuati investimenti, mentre sono in corso di verifica alcune opportunità di vendita di immobili del Fondo.

Gli immobili di proprietà del Fondo al 30 giugno 2012 sono 17, oltre alla partecipazione nella Da Vinci s.r.l..

Nel corso del semestre sono proseguite le attività propedeutiche alla riqualificazione tecnica e funzionale degli edifici siti a Roma in via Cristoforo Colombo 44 e via Capitan Bavastro 174, finalizzate al rinnovo del contratto di locazione con il Ministero dell'Ambiente, della Tutela del Territorio e del Mare, che attualmente li insedia in regime di indennità di occupazione. In particolare, dopo il recepimento del nullaosta dell'Agenzia Demanio per la congruità del canone e la formalizzazione del rapporto locativo, sono in avanzato corso di approfondimento le relative modalità tecnico – funzionali ed amministrative.

In merito al centro commerciale "Raffaello" sito a Roma, in via Longoni 3 (già liberato dal conduttore alla fine dell'anno 2009) ed al limitrofo immobile a destinazione logistica di via Longoni 95 (insediato da una Pubblica Amministrazione che ne ha comunicato il prossimo rilascio), si rammenta che nel mese di maggio 2011 è stato presentato al Comune di Roma un Piano di Recupero prevedente il cambio di destinazione d'uso a residenziale, attualmente in itinere.

Per quanto concerne il complesso ad originaria destinazione ricettiva sito a Roma, vicolo del Casal Lumbroso 77, già liberato dal Ministero dell'Interno a seguito della soppressione della Scuola di Polizia, si ricorda che nel mese di novembre 2010 era stato presentato un Piano di Recupero alle autorità comunali. Tale Piano, prevedente un esteso programma di riqualificazione e cambio di destinazione d'uso a residenziale, ha superato le conferenze di verifica degli Enti preposti che hanno espresso il loro parere favorevole, e si avvia quindi alla finalizzazione. In particolare, in data 11 luglio 2012, si è svolta presso il complesso, la conferenza di presentazione pubblica del progetto prevista nell'ambito del processo partecipativo.

C. Partecipazioni

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 2007, ed è partecipata da altri tre fondi della SGR. La stessa è proprietaria del lotto edificabile sito in località Ponte Galeria nel Comune di Roma, in posizione prospiciente l'autostrada per l'aeroporto di Fiumicino presso l'ingresso est della nuova Fiera di Roma, dove è stato edificato il complesso direzionale "DaVinci".

Si rammenta che le attività di commercializzazione del complesso sono svolte in via esclusiva dagli *advisor* Cushman & Wakefield e BNP Paribas RE, operanti in *co-agency*.

Nel primo trimestre dell'anno 2012 è stato inaugurato il ristorante interaziendale, insediato nel padiglione centrale compreso tra i due immobili ad uso uffici, che unitamente al servizio di navetta per il collegamento alle fermate del treno integra i servizi in dotazione ai conduttori.

Inoltre, a seguito della stipula del contratto di locazione occorsa nel mese di dicembre 2011, la fine del secondo trimestre 2012 ha visto l'insediamento di un primario gruppo multinazionale, per una superficie complessiva ad uffici di circa 3.000 mq.

La superficie locabile complessiva del centro direzionale "DaVinci" risulta pari a circa 37.850 mq. La stessa non comprende gli ambiti destinati al connettivo orizzontale e verticale, le autorimesse al primo e

secondo livello interrato, nonché i posteggi esterni. Alla data del 30 giugno 2012 risulta locata una superficie complessiva di circa 10.850 mq, pari al 28,7% delle consistenze locabili totali, in virtù dei contratti di locazione sopra citati.

Infine, sono in atto numerose trattative volte alla locazione delle residue consistenze del complesso.

D. Strumenti finanziari

Con riguardo agli strumenti finanziari, di seguito si riporta il dettaglio degli investimenti effettuati dal Fondo alla data del 30 giugno 2012.

In data 29 giugno 2004, erano state sottoscritte 28 quote del fondo comune di investimento immobiliare riservato ad investitori qualificati denominato "Fondo Prelios Office Fund - 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 giorno 27 giugno 2012 è stata finalizzata la cessione del 100% della partecipazione detenuta nel Fondo Cloe, ad un prezzo di 137.044,05 euro per ciascuna delle 28 quote possedute. Il prezzo di vendita complessivo delle quote è stato di 3.837.233 euro in favore di un fondo Immobiliare chiuso gestito da una SGR senza rapporti di correlazione con IDeA FIMIT. Considerando il prezzo totale di acquisto delle quote, a fronte dei rimborsi parziali per complessivi 3.714.176 euro e dei proventi distribuiti per complessivi 4.073.885 euro, il rendimento effettivo dell'investimento nelle quote del Fondo Cloe è stato pari al 12,59%.

Infine, il giorno 4 agosto 2011 è stata finalizzata l'acquisizione di 100 quote di classe "A" del "Fondo Conero" per un valore di 10 milioni di euro. Si ricorda che alla data della stipula il fondo era gestito da First Atlantic RE SGR S.p.A., successivamente incorporata in IDeA FIMIT SGR.

4. Eventi di particolare importanza verificatisi nel semestre

A seguito delle dimissioni dalla carica rassegnate dal Presidente del Consiglio di Amministrazione della SGR, Avv. Paolo Crescimbeni, in data 17 gennaio 2012, il Consiglio di Amministrazione in data 19 gennaio 2012 ha cooptato il Dott. Antonio Mastrapasqua, designandolo quale Presidente del Consiglio di Amministrazione ed attribuendo allo stesso i poteri connessi alla carica.

Si segnala che, in data 28 marzo 2012 e 11 aprile 2012, hanno rassegnato le dimissioni, rispettivamente, i Consiglieri Delegati Dott. Daniel Buaron (con effetto dalla data di approvazione del bilancio dell'esercizio 2011 da parte dell'Assemblea degli Azionisti) e Ing. Massimo Caputi (con decorrenza dalla chiusura della succitata Assemblea degli Azionisti).

L'Assemblea degli Azionisti della SGR, tenutasi in data 12 aprile 2012, nel confermare la nomina del Presidente del Consiglio di Amministrazione, Dott. Antonio Mastrapasqua, ha altresì nominato – in sostituzione del dimissionario Dott. Buaron – il Dott. Massimo Romano.

In data 17 febbraio 2012 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato il Rendiconto di gestione al 31 dicembre 2011. In considerazione dell'attività di rinegoziazione dei finanziamenti in scadenza nel 2012, necessari per dare seguito al piano di riqualificazione dei principali asset del fondo, e della ridotta disponibilità di cassa conseguente al perdurare di alcune situazioni di morosità relative ai conduttori della Pubblica Amministrazione, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno non procedere alla distribuzione dei proventi maturati al 31 dicembre 2011.

In ottemperanza agli obblighi previsti, la SGR ha redatto e successivamente pubblicato il resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2012, 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.

In data 11 aprile 2012 IDeA FIMIT ha dichiarato lo scioglimento dei contratti di *outsourcing* in essere con Ingenium Real Estate S.p.A.. È attualmente in corso il passaggio di consegne per i servizi prestati dall'*outsourcer*.

Si segnala infine, che il Consiglio di Amministrazione, in data 9 marzo 2012, ha deliberato la nomina di EPF Europrogetti & Finanza S.r.l. quale Esperto Indipendente del Fondo Alpha, che pertanto ha effettuato la valutazione del portafoglio immobiliare al 30 giugno 2012.

5. Linee strategiche che si intendono adottare per il futuro

Alla luce dell'attuale congiuntura del mercato immobiliare, nell'interesse dei partecipanti al Fondo, il Consiglio di Amministrazione della SGR, come riportato al successivo paragrafo "Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre", ha deliberato di prorogare la durata del Fondo per un periodo massimo di ulteriori 15 anni, prevedendone dunque la scadenza entro il 27 giugno 2030.

Pertanto il piano delle attività future del Fondo, aggiornato anche in considerazione della suddetta proroga, si concentrerà sulle seguenti principali attività:

- rimodulare nel tempo il piano di dismissione degli immobili, precipuamente nell'ottica di cogliere opportunità di disinvestimento a condizioni più vantaggiose rispetto a quelle configurabili sulla base dell'attuale situazione di mercato;
- ferme restando le azioni in corso volte al recupero delle morosità presenti sul Fondo e al miglioramento della redditività da locazione, attuare - in particolare in relazione agli immobili locati alle Pubbliche Amministrazioni - interventi volti alla liberazione degli asset dagli inquilini morosi;

- procedere alla valorizzazione degli asset, tramite la declinazione di un piano di interventi di manutenzione straordinaria.

6. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre

In data 12 luglio 2012 il Fondo ha sottoscritto un nuovo contratto di finanziamento ipotecario, con scadenza 31 dicembre 2016, per un importo complessivo di 69 milioni di euro con Banca IMI S.p.A.; l'importo è finalizzato a rifinanziare alcune linee di credito esistenti, assicurando al Fondo maggiore stabilità finanziaria.

Alla stessa data il Fondo ha ricevuto l'erogazione di una prima tranche del finanziamento per 50 milioni di euro e contestualmente ha provveduto al rimborso anticipato delle due linee di credito esistenti prossime alla scadenza: linea di credito concessa da Intesa Sanpaolo S.p.A. in scadenza al 21 luglio 2012 per 39,8 milioni di euro e linea di credito concessa da Banca IMI S.p.A. in scadenza al 10 febbraio 2013 per 10 milioni di euro.

Si informa inoltre che il Fondo, detentore di una partecipazione del 25% nella società Da Vinci s.r.l., come meglio dettagliato nel paragrafo "*C Partecipazioni – Da Vinci s.r.l.*", effettuerà alla fine del mese di luglio un versamento a titolo di contribuzione volontaria di 2.000.000 di euro, a favore della stessa società, per far fronte al rimborso parziale del finanziamento ipotecario in essere unitamente ai fabbisogni operativi di gestione.

Infine, come anticipato al paragrafo che precede "*Linee strategiche che si intendono adottare per il futuro*", ai sensi dell'art. 2.2. lettera (b) del Regolamento di gestione del Fondo in data 30 luglio 2012 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato, l'esercizio della facoltà di proroga della durata del Fondo per un periodo massimo di ulteriori quindici anni, con inizio dalla data del 27 giugno 2015, e scadenza entro il giorno 27 giugno 2030. La decisione di esercitare tale facoltà, adottata nell'interesse dei sottoscrittori e degli acquirenti, a qualsiasi titolo, delle quote del Fondo, si è resa necessaria in considerazione della difficoltà riscontrata a concludere le dismissioni degli immobili secondo le tempistiche sinora previste se non a condizione di applicare dei notevoli sconti sul prezzo degli stessi, compromettendo gli obiettivi di rendimento del Fondo e le aspettative dei partecipanti.

7. La gestione finanziaria

A. Finanziamenti

Alla data del 30 giugno 2012 il Fondo possiede 6 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 77; il debito residuo al 30 giugno 2012 è di 4.809.778 euro.

ii. Un finanziamento ipotecario di 13,5 milioni di euro, concesso da Aareal Bank AG in data 15 giugno 2003 e scadenza il 15 giugno 2019, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, via Tor Cervara 285; il debito residuo al 30 giugno 2012 è di 6.781.161 euro.

iii. Un finanziamento ipotecario di 9,95 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 25-38; il debito residuo al 30 giugno 2012 è di 5.100.326 euro.

iv. 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 2012 è di 39.827.130 euro. Tale finanziamento è stato rimborsato in data 12 luglio 2012.

v. Un finanziamento ipotecario di 10 milioni di euro, concesso da Banca IMI S.p.A. in data 4 agosto 2011 e scadenza 10 febbraio 2013, con ipoteca di secondo grado su diversi immobili di proprietà del Fondo; il debito residuo al 30 giugno 2012 è di 10.000.000 euro. Tale finanziamento è stato anticipatamente rimborsato in data 12 luglio 2012.

vi. Fido per complessivi 7 milioni di euro, concesso da Banca Popolare di Vicenza S.C.p.A. in data 29 dicembre 2011 e con scadenza prorogata al 31 agosto 2012, da utilizzare come elasticità di cassa; il debito residuo al 30 giugno 2012 ammonta a 7.000.411 euro.

In data 20 giugno 2012 il Fondo ha provveduto all'estinzione anticipata volontaria del finanziamento ipotecario di 20 milioni di euro, concesso da Barclays Bank PLC in data 27 febbraio 2009, rimborsando il debito residuo pari a 8.000.000 di euro attraverso l'utilizzo della liquidità disponibile sul conto corrente vincolato in favore dello stesso istituto di credito, .

Si evidenzia che, alla data di chiusura della presente Relazione, la leva finanziaria utilizzata dal Fondo risulta al di sotto del limite massimo consentito dalla vigente normativa (60% del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in società immobiliari e delle parti di altri fondi immobiliari⁸, più un ulteriore 20% del valore degli altri beni).

⁸ Come indicato nel Provvedimento Banca d'Italia dell'8 maggio 2012, il valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in società immobiliari, utilizzato come riferimento per calcolare il limite di assunzione di prestiti dei fondi immobiliari, è pari alla media tra il costo storico e il valore attuale determinato in base ai criteri di valutazione del patrimonio del fondo, previsti dal citato Provvedimento. Qualora il valore attuale degli immobili sia inferiore al costo storico degli stessi e resti tale per almeno un esercizio, il valore di riferimento utilizzato per calcolare il limite di assunzione dei prestiti coincide con il valore nominale attuale.

La liquidità disponibile alla data del 30 giugno 2012 è di 6.727.077 euro (al 31 dicembre 2011 era di 14.459.782 euro), di cui 1.978.344 milioni di euro relativi a conti correnti vincolati a seguito della concessione dei finanziamenti ipotecari da parte degli istituti di credito.

B. Strumenti finanziari derivati

I derivati in essere, alla data della presente Relazione, 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, scaduta il 21 luglio 2012 e con 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 scadenza 15 giugno 2019 e nozionale ammontante a 8.405.758 euro, 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, 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 contenuto.

8. Altre informazioni

Regime fiscale delle imposte sui redditi dei partecipanti

Nel quadro normativo delineato dall'art. 32 del decreto legge n. 78 del 31 maggio 2010 - come da ultimo modificato dalla legge 106 del 12 luglio 2011 - il regime di tassazione, ai fini delle imposte dirette, dei

partecipanti ai fondi immobiliari varia in funzione della natura degli investitori e dell'entità della partecipazione da essi detenuta.

Sulla base di tale assetto normativo e delle specificazioni fornite con il Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate del 16 dicembre 2011 ("Provvedimento") e con la Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 2/E del 15 Febbraio 2012 ("Circolare"), in particolare:

1. mantengono in ogni caso, a prescindere dall'entità della partecipazione detenuta, l'attuale regime di tassazione⁹ le seguenti categorie di investitori: (a) lo Stato e gli enti pubblici, (b) gli OICR italiani, (c) le forme di previdenza complementare e gli enti di previdenza obbligatoria, (d) le imprese di assicurazione limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche, (e) gli intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale, (f) i soggetti e i patrimoni sopra indicati costituiti all'estero in Paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni volto ad individuare i beneficiari effettivi del reddito sempreché inclusi nella così detta *white list* (a condizione, per i soggetti di cui alle lettere b), c), d), ed e), che siano assoggettati a forme di vigilanza prudenziale), (g) gli enti privati residenti che perseguano esclusivamente determinate finalità no-profit e le società residenti che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche, (h) i veicoli (anche non residenti purché costituiti in un Paese o territorio incluso nella così detta *white list*) in forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti sopra indicati (a titolo esemplificativo vengono fatti rientrare tra tali soggetti i "fondi sovrani"). In caso di partecipazione indiretta si dovrà tenere conto dell'effetto demoltiplicatore.
2. per i quotisti diversi da quelli indicati nel precedente punto 1, che detengano una partecipazione superiore al 5% del patrimonio del fondo, i redditi conseguiti dal fondo e rilevati nei rendiconti di gestione (con esclusione dei proventi e degli oneri da valutazione) sono imputati "per trasparenza" (proporzionalmente alla quota di partecipazione al fondo rilevata alla fine del periodo d'imposta); i predetti redditi rientrano nella categoria dei "redditi di capitale". Considerato che la percentuale di partecipazione "rilevante" deve essere verificata al termine del periodo di imposta, come chiarito dalla Circolare, al momento della distribuzione dei redditi conseguiti dal fondo il sostituto d'imposta dovrà applicare provvisoriamente la ritenuta del 20% di cui all'art. 7 del decreto legge n. 351 del 2001. Nel caso in cui i partecipanti esercitino attività di impresa rilevano eventuali perdite attribuite dal fondo.
3. sono in ogni caso soggetti a tassazione con aliquota del 20% al momento della loro corresponsione i proventi percepiti da soggetti non residenti, fatta salva la verifica in merito all'eventuale riduzione in applicazione delle convenzioni contro le doppie imposizioni; a determinate condizioni, la ritenuta non si

⁹ In generale, la norma si riferisce agli aspetti impositivi del fondo (in materia di imposte sui redditi, IVA e imposte indirette) e dei partecipanti. A quest'ultimo riguardo, va tra l'altro considerato il recente chiarimento fornito dall'Agenzia delle Entrate – nel contesto dei primi commenti alla riforma della tassazione delle rendite finanziarie – in base al quale "con l'unificazione dell'aliquota al 20 per cento, il regime transitorio di cui all'articolo 82, comma 21-bis, del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, deve ritenersi superato e, pertanto, la ritenuta del 20 per cento deve essere applicata anche sui proventi realizzati in sede di rimborso delle quote dei fondi immobiliari e riferibili ad importi maturati prima del 25 giugno 2008" (cfr. Circolare n. 11/E del 28 marzo 2012).

applica nei confronti di (i) fondi pensione e OICR esteri, sempreché istituiti in Stati o territori inclusi nella così detta *white list* (e sempreché sussista una forma di vigilanza sul fondo o sull'organismo ovvero sul soggetto incaricato della gestione), (ii) enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e (iii) Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato. In base al Provvedimento tale regime non spetta per le partecipazioni detenute dai predetti soggetti in via mediata, tuttavia in relazione ai proventi percepiti dagli investitori non residenti, la Circolare ha chiarito che la predetta ritenuta non si applica nei confronti dei (i) fondi sovrani a condizione che siano interamente posseduti dallo Stato, (ii) veicoli di natura societaria interamente posseduti dai fondi sovrani (iii) veicoli interamente posseduti da fondi pensione e OICR vigilati.

Inoltre, gli investitori diversi da quelli indicati nel punto 1 che al 31 dicembre 2010 detenevano una partecipazione al fondo superiore al 5% (anche se successivamente ceduta in tutto o in parte) devono versare un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 5% del valore medio delle quote possedute nel periodo d'imposta risultante dai prospetti periodici redatti nel periodo d'imposta 2010. In questo caso, il valore fiscalmente riconosciuto delle quote è pari al costo di acquisto o di sottoscrizione o, se maggiore, al valore che ha concorso alla formazione della base imponibile per l'applicazione dell'imposta sostitutiva, ferma restando la rilevanza del costo di acquisto o di sottoscrizione ai fini della determinazione di minusvalenze. Inoltre, il Provvedimento chiarisce che i proventi maturati fino al 31 dicembre 2010 e corrisposti nei periodi d'imposta successivi non sono assoggettabili a tassazione fino a concorrenza dell'ammontare assoggettato alla predetta imposta sostitutiva del 5%. Tale imposta sostitutiva se non versata dalla SGR o dall'intermediario depositario delle quote - su richiesta del partecipante - è versata dal partecipante con le modalità e nei termini previsti per il versamento a saldo delle imposte risultanti dalla dichiarazione dei redditi relativa al periodo d'imposta in corso al 31 dicembre 2011. Al riguardo la Circolare chiarisce che il partecipante non residente per poter presentare la dichiarazione dei redditi in Italia è tenuto ad acquisire un codice fiscale.

Con riferimento ai fondi diversi da quelli istituzionali (ovvero fondi partecipati esclusivamente da soggetti indicati nel precedente punto 1), nei quali almeno un partecipante deteneva quote superiori al 5% alla data del 31 dicembre 2010, la società di gestione del risparmio avrebbe potuto deliberarne la liquidazione entro la data del 31 dicembre 2011.

In tal caso è prevista l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 7% del valore netto del fondo risultante al 31 dicembre 2010 (imposta che doveva essere prelevata e versata dalla SGR per il 40% entro il 31 marzo 2012 e per la restante parte in due rate di pari importo rispettivamente entro il 31 marzo 2013 ed entro il 31 marzo 2014). La liquidazione non può durare più di 5 anni e sui risultati conseguiti dal 1 gennaio 2011 e fino alla conclusione della stessa la SGR deve applicare un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP del 7%, da versare entro il 16 febbraio dell'anno successivo rispetto a ciascun anno di durata della liquidazione. Sono mantenute le disposizioni originariamente contenute nell'art. 32, commi 5-bis, 5-ter e 5-quater volte ad evitare la doppia tassazione

dei redditi in capo ai partecipanti e quelle che prevedono disposizioni agevolative ai fini delle imposte indirette, per le operazioni di liquidazione.

La SGR e gli intermediari depositari devono comunicare nella dichiarazione dei sostituti d'imposta i dati relativi ai partecipanti che alla data del 31 dicembre di ciascun periodo d'imposta detengono una quota di partecipazione superiore al 5% nonché l'ammontare dei redditi imputati per trasparenza .

Regime impositivo indiretto

L'art. 9 del decreto legge 22 giugno 2012, ancora in fase di conversione, con riferimento al regime IVA applicabile alle locazioni e alle cessioni immobiliari, ha introdotto, a decorrere dal 26 giugno 2012, importanti modifiche alle disposizioni contenute nell'art. 10 comma 1 n. 8, 8-bis, 8-ter del D.p.r. 10 ottobre 1972 n. 633.

Tra l'altro, in estrema sintesi, la norma prevede, oltre a specifiche misure per le imprese di costruzione e ripristino, l'applicazione del regime di esenzione IVA (salvo opzione del cedente/locatore) anche per le cessioni e le locazioni di fabbricati strumentali a soggetti con diritto alla detrazione non superiore al 25%.

In ultimo, sulla base del decreto ministeriale del 24 maggio 2012 pubblicato nella gazzetta ufficiale n. 127 del 1 giugno 2012, va tra l'altro considerato che, a determinate condizioni, il valore di mercato, o in mancanza, il valore nominale o di rimborso delle quote del fondo è soggetto all'imposta di bollo nella misura proporzionale dello 0,1% per l'anno 2012 (con un minimo di 34,20 euro e fino ad un massimo di 1.200 euro) e dello 0,15% per gli anni successivi.

Commissione Variabile Finale

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"¹⁰ e il Valore Iniziale del Fondo¹¹. 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.

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

¹⁰ 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.

¹¹ Ossia il valore di Apporto, anch'esso capitalizzato al tasso *benchmark*.

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, essendo l'ammontare dell'onere non suscettibile di alcuna stima attendibile, l'applicazione dei corretti principi contabili non consente di effettuare alcun accantonamento nella Relazione semestrale in quanto 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 2012, 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 40,059 milioni di euro.

La presente Relazione semestrale al 30 giugno 2012 si compone complessivamente di n. 35 pagine oltre all'estratto della Relazione di Stima degli Esperti Indipendenti .

Per Il Consiglio d'Amministrazione

Il Presidente

Antonio Mastrapasqua

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/12
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SITUAZIONE PATRIMONIALE

	Situazione al 30/06/12		Situazione a fine esercizio precedente	
ATTIVITA'	Valore complessivo	In percentuale attivo	Valore complessivo	In percentuale attivo
A. A. STRUMENTI FINANZIARI	13.685.527	2,87%	19.788.764	4,02%
Strumenti finanziari non quotati	13.685.527	2,87%	19.788.764	4,02%
A1. Partecipazioni di controllo	1.149.275	0,24%	1.770.751	0,36%
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.	12.536.252	2,63%	18.018.013	3,66%
Strumenti finanziari quotati	-	0,00%	-	0,00%
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%
Strumenti finanziari derivati	-	0,00%	-	0,00%
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. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	418.700.000	87,82%	421.988.195	85,65%
B1. Immobili dati in locazione	356.540.000	74,78%	358.431.013	72,75%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	0,00%	-	0,00%
B3. Altri immobili	62.160.000	13,04%	63.557.182	12,90%
B4. Diritti reali immobiliari	-	0,00%	-	0,00%
B5. Diritti accessori della proprietà	-	-	-	-
C. CREDITI	17.329.818	3,63%	16.799.254	3,41%
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	0,00%	-	0,00%
C2. Altri	17.329.818	3,63%	16.799.254	3,41%
D. DEPOSITI BANCARI	-	0,00%	-	0,00%
D1. a vista	-	0,00%	-	0,00%
D2. altri	-	0,00%	-	0,00%
E. ALTRI BENI	-	0,00%	-	0,00%
E1. Altri beni	-	0,00%	-	0,00%
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	6.727.077	1,41%	14.459.782	2,93%
F1. Liquidità disponibile	6.727.077	1,41%	14.459.782	2,93%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
G. ALTRE ATTIVITA'	20.336.046	4,27%	19.640.917	3,99%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	0,00%	-	0,00%
G2. Ratei e risconti attivi	953.710	0,20%	988.588	0,20%
G3. Risparmio di imposta	-	0,00%	-	0,00%
G4. Altre	496.681	0,10%	911.558	0,19%
G5. Credito Iva	-	0,00%	-	0,00%
G6. Crediti verso i locatari	18.885.655	3,97%	17.740.771	3,60%
crediti lordi	24.279.044	5,09%	21.203.651	4,30%
fondo svalutazione crediti	-5.393.389	-1,12%	-3.462.880	-0,70%
TOTALE ATTIVITA'	476.778.468	100,00%	492.676.912	100,00%

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/12

Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SITUAZIONE PATRIMONIALE

	Situazione al 30/06/12		Situazione a fine esercizio precedente	
PASSIVITA' E NETTO	Valore complessivo	In percentuale del passivo	Valore complessivo	In percentuale del passivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	73.518.806	87,06%	84.484.777	86,10%
H1. Finanziamenti ipotecari	66.518.395	78,77%	81.484.037	83,04%
H2. Pronti contro termine passivi e op. assimilate	-	0,00%	-	0,00%
H3. Altri	7.000.411	8,29%	3.000.740	3,06%
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-	0,00%	-	0,00%
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%
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	-	0,00%	-	0,00%
L1. Proventi da distribuire	-	0,00%	-	0,00%
L2. Altri debiti verso i partecipanti	-	0,00%	-	0,00%
M. ALTRE PASSIVITA'	10.922.896	12,94%	13.641.499	13,90%
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	40.502	0,05%	40.327	0,04%
M2. Debiti di imposta	3.755.156	4,45%	3.166.613	3,23%
M3. Ratei e risconti passivi	657.409	0,78%	855.846	0,87%
M4. Altre	5.938.635	7,03%	9.047.519	9,22%
M5. Fondo Svalutazione Partecipazioni	-	0,00%	-	0,00%
M6. Debiti per cauzioni ricevute	531.194	0,63%	531.194	0,54%
TOTALE PASSIVITA'	84.441.702	100,00%	98.126.276	100,00%
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	392.336.766		394.550.636	
Numero complessivo delle quote in circolazione	103.875		103.875	
Valore unitario delle quote	3.777,009		3.798,321	
Proventi distribuiti per quota	1.888,850		1.888,850	
Rimborsi distribuiti per quota	0,000		0,000	

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/12
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SEZIONE REDDITUALE

		Situazione al 30/06/12		Situazione al 30/06/11	
A.	STRUMENTI FINANZIARI				
	Strumenti finanziari non quotati				
A1.	PARTECIPAZIONI	1.446.476		4.465.053	
A1.1	dividendi e altri proventi	-		-	
A1.2	utili/perdite da realizzi	-		-	
A1.3	plus/minusvalenze	1.446.476		4.465.053	
A2.	ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	1.436.849		12.421	
A2.1	interessi, dividendi e altri proventi	207.680		132.258	
A2.2	utili/perdite da realizzi	1.644.529		-	
A2.3	plus/minusvalenze	-		144.679	
	Strumenti finanziari quotati				
A3.	STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	-		-	
A3.1	interessi, dividendi e altri proventi	-		-	
A3.2	utili/perdite da realizzi	-		-	
A3.3	plus/minusvalenze	-		-	
	Strumenti finanziari derivati				
A4.	STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-		-	
A4.1	di copertura	-		-	
A4.2	non di copertura	-		-	
	Risultato gestione strumenti finanziari (A)	-	2.883.325	-	4.477.474
B.	IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1.	CANONI DI LOCAZIONE ALTRI PROVENTI	15.694.846		16.739.418	
B1.a	canoni di locazione	14.468.032		15.142.128	
B1.b	altri proventi	1.226.814		1.597.290	
B2.	UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-		1.030.499	
B3.	PLUS/MINUSVALENZE	4.804.656		1.156.484	
B4.	ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	3.527.393		2.865.689	
B4.a	oneri non ripetibili	1.433.027		477.767	
B4.b	oneri ripetibili	2.084.927		2.374.646	
B4.c	interessi su depositi cauzionali	-		4.216	
B4.d	altri oneri gestione immobiliare	9.439		9.060	
B5.	AMMORTAMENTI	-		-	
B6.	SPESE IMU/ICI	1.291.336		998.086	
	Risultato gestione beni immobili (B)		6.071.461		10.688.660
C.	CREDITI				
C1.	interessi attivi e proventi assimilati	530.564		877.087	
C2.	incrementi/decrementi di valore	-		117.091	
	Risultato gestione crediti (C)		530.564		759.996
D.	DEPOSITI BANCARI				
D1.	interessi attivi e proventi assimilati	-		-	
	Risultato gestione depositi bancari (D)		-		-
E.	ALTRI BENI (da specificare)				
E1.	Proventi	-		-	
E2.	Utile/perdita da realizzi	-		-	
E3.	Plusvalenze/minusvalenze	-		-	
	Risultato gestione altri beni (E)		-		-
Risultato Gestione Investimenti (A+B+C+D+E)			3.718.700		6.971.182

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/12
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SEZIONE REDDITUALE

		Situazione al 30/06/12		Situazione al 30/06/11	
F.	RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1.	OPERAZIONI DI COPERTURA	-		-	
F1.1	Risultati realizzati	-		-	
F1.2	Risultati non realizzati	-		-	
F2.	OPERAZIONI NON DI COPERTURA	-		-	
F2.1	Risultati realizzati	-		-	
F2.2	Risultati non realizzati	-		-	
F3.	LIQUIDITA'	-		-	
F3.1	Risultati realizzati	-		-	
F3.2	Risultati non realizzati	-		-	
	Risultato gestione cambi (F)		-		-
G.	ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PCT E ASSIMILATE	-		-	
G2.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI	-		-	
	Risultato altre operazioni di gestione (G)		-		-
Risultato Lordo della Gestione Caratteristica (RGI + F + G)			3.718.700		6.971.182
H.	ONERI FINANZIARI				
H1.	INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	-	1.442.345	-	1.627.189
H1.1	su finanziamenti ipotecari	-	1.286.159	-	1.627.189
H1.2	su altri finanziamenti	-	156.186	-	
H2.	ALTRI ONERI FINANZIARI	-	238.850	-	55.628
	Oneri finanziari (H)		- 1.681.195		- 1.682.817
Risultato Netto della Gestione Caratteristica (RLGC + H)			2.037.505		5.288.365
I.	ONERI DI GESTIONE				
I1.	Provvigione di gestione SGR	-	2.139.834	-	2.150.757
I2.	Commissioni banca depositaria	-	40.502	-	40.327
I3.	Oneri per esperti indipendenti	-	60.000	-	27.000
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-	11.007	-	46.890
I5.	Altri oneri di gestione	-	47.803	-	1.282.972
I6.	Spese di quotazione	-	36.177	-	33.259
	Totale oneri di gestione (I)		- 2.335.323		- 3.581.205
L.	ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide		23.019		86.271
L2.	Altri ricavi		154.212		35.766
L3.	Altri oneri	-	2.093.283	-	40.659
	Totale altri ricavi ed oneri (L)		- 1.916.052		81.378
Risultato della Gestione Prima delle Imposte (RNGC + I + L)			- 2.213.870		1.788.538
M.	IMPOSTE				
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-		-	
M2.	Risparmio d'imposta	-		-	
M3.	Altre imposte	-		-	
	Totale imposte (M)		-		-
Utile/perdita del periodo (RGPI + M)			- 2.213.870		1.788.538

ELENCO DEI BENI IMMOBILIARE E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO															
N	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno /epoca di costruzione	Superficie locabile (mq)	Superficie locata (mq)	Canone/indennità al 30/06/2012	Canone/indennità competenza 1 semestre 2012	Canone annuo medio (€ / mq)	Tipo contratto	Range scadenza contratto	Tipologia conduttore	Valore storico (1)	Ipotecche (2)		
														Reddito dai beni locati	
LAZIO															
1	Intero immobile Roma Via Capitani Bavastro 69/64	Ufficio	1974	12.876	12.876	2.090.243	1.045.122	162,34	Affitto	Tra 1.1.2014 e 31.12.2015	Pubblica Amministrazione	14.248.545			
2	Intero immobile Roma Via Capitani Bavastro 174	Ufficio	1969	9.818	9.818	1.564.908	773.845	159,40	Indennità di occupazione	Fino al 31.12.2013	Pubblica Amministrazione	9.243.683			
3	Intero immobile Roma Via Cristoforo Colombo 44	Ufficio	1966	32.051	32.051	4.542.713	2.246.366	141,73	Indennità di occupazione	Fino al 31.12.2013	Pubblica Amministrazione	29.600.460			
4	Intero immobile Roma Via N. Pardini 6 / Via I. Nievo	Ufficio	1976	11.804	11.804	2.099.400	1.047.348	177,85	Indennità di occupazione	Fino al 31.12.2013	Pubblica Amministrazione	14.799.366	5.100.326 BIM		
5	Intero immobile Roma Via Lamarmora 51	Ufficio	1990	11.675	8.925	1.376.531	542.154	154,46	Affitto	Tra 1.1.2020 e 31.12.2021	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	14.908.989	49.827.130 IMI (*)		
6	Intero immobile Roma Via Longoni 92	Ufficio	1981	12.153	12.055	724.617	362.467	60,11	Indennità occ. e affitto	Fino al 31.12.2013	Pubblica Amministrazione e commerciale	2.966.132			
7	Intero immobile Roma Via Longoni 3	Commerciale	1989	20.602	-	-	-	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero	14.191.630	49.827.130 IMI (*)		
8	Intero immobile Roma Via Cassina 3	Ufficio	1971	12.223	12.223	1.887.897	943.948	154,45	Affitto	Tra 1.1.2014 e 31.12.2015	Pubblica Amministrazione	10.827.629	49.827.130 IMI (*)		
9	Intero immobile Roma Via Cavour 5 / Via Turati	Ufficio	fine XIX sec.	17.702	17.702	3.565.687	1.774.764	201,43	Affitto	Tra 1.1.2014 e 31.12.2015	Pubblica Amministrazione e commerciale	21.820.084			
10	Intero immobile Roma Via del Giordano 59/63	Ufficio	1969	20.929	11.835	2.082.208	1.211.549	175,84	Affitto	Tra 1.1.2016 e 31.12.2017	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	29.603.114	49.827.130 IMI (*)		
11	Intero immobile Roma Vicolo Casal Lunbroso 77	Altre	1986	35.699	-	-	5.140	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero (ex Pubbl. Amm.)	76.078.900	4.909.778 Unicredit		
12	Intero immobile Roma Via di Tor Cervara 285/C	Logistico	1968	25.403	25.403	2.649.251	1.290.683	104,29	Affitto	Tra 1.1.2020 e 31.12.2021	Impresa commerciale	30.033.060	6.781.161 AAReal		
LOMBARDIA															
13	Intero immobile Milano Via Crespi 12	Ufficio	1986	8.681	6.600	743.938	397.550	112,72	Affitto	Tra 1.1.2016 e 31.12.2017	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	7.612.022			
14	Intero immobile Agrate Brianza Via Callioni	Ufficio	1986	14.817	8.337	1.086.412	520.011	130,31	Affitto	Tra 1.1.2014 e 31.12.2015	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	15.496.072	49.827.130 IMI (*)		
15	Intero immobile Assago Milanofori Palazzo SB	Ufficio	1991	6.575	6.458	651.483	321.119	100,87	Affitto	Oltre 31.12.2021	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	6.237.670	49.827.130 IMI (*)		
16	Intero immobile Meizo Via C. Colombo 24	Logistico	1974	26.544	26.544	1.059.677	520.123	39,92	Affitto	Tra 1.1.2018 e 31.12.2019	Impresa logistica	9.336.988	49.827.130 IMI (*)		
EMILIA ROMAGNA															
17	Intero immobile Bologna Via Aldo Moro	Ufficio	1984	19.073	15.744	2.830.739	1.465.842	179,80	Affitto	Tra 1.1.2016 e 31.12.2017	Pubblica Amministrazione	16.011.626	49.827.130 IMI (*)		
												288.622	218.374	28.957.704	14.468.032
												323.005.970			

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;

(*) Per gli immobili indicati il debito residuo sul finanziamento ipotecario ammonta complessivamente a 49.827.130 euro;

**Relazione di valutazione degli
investimenti del
*FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO
IMMOBILIARE CHIUSO***

“ALPHA”

IDeA FIMIT SGR S.p.A.



**Parte Prima –
Relazione Generale
*30 giugno 2012***

Indice

Introduzione	2
Definizioni	2
Premesse metodologiche	3
Contenuto della relazione	4
Avvertenze e limiti del presente documento	4
Riservatezza	5
Analisi di mercato	6
Quadro macro-economico	6
Andamento del mercato immobiliare italiano	10
Metodologia di valutazione	21
Metodologia di comparazione	21
Metodologia di trasformazione (o estrazione)	22
Metodologia economica	22
Conclusioni	29
Allegato 1 – Valore di mercato 17 immobili Fondo “Alpha” al 30 giugno 2012	30
Allegato 2 – Valore di mercato “Centro Direzionale Da Vinci” al 30 giugno 2012	31

Introduzione

Il rapporto di valutazione immobiliare si articola in due Parti: il presente documento costituisce la Parte Prima in cui sono incluse la descrizione della metodologia generale, le analisi di mercato e la sintesi dei valori di mercato. Nella Parte Seconda sono indicati nel dettaglio tutti gli elementi relativi a ogni immobile.

Definizioni

Nel presente documento sono utilizzate le definizioni di seguito presentate, salvo diverse indicazioni riportate di volta in volta nel testo:

- **Valore di mercato:** l'ammontare stimato cui un immobile può essere ceduto e acquistato, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, con cautela e senza coercizioni. Si tratta del prezzo che si potrebbe ottenere in condizioni normali di mercato.
- **Condizioni normali di mercato:** ci si riferisce a una situazione in cui la vendita è coadiuvata da adeguata pubblicità (per consentire la diffusione e la conoscenza di tutte le informazioni disponibili) e in cui un immobile è messo in vendita per un tempo ragionevole, in funzione del ciclo immobiliare.
- **Valutazione:** l'opinione in forma scritta circa il valore di mercato di una proprietà immobiliare alla data di riferimento. Salvo limitazioni stabilite nei termini dell'incarico, l'opinione è fornita a seguito di un sopralluogo e dopo aver eseguito le appropriate e opportune indagini e approfondimenti eventualmente necessari, tenendo in considerazione la tipologia della proprietà e lo scopo della valutazione.
- **Superficie lorda di pavimento:** la somma di tutte le superfici coperte (chiuse o aperte) di tutti i piani di un edificio.
- **Superficie locabile lorda:** l'intera superficie di un edificio potenzialmente disponibile per essere locata. È definita come l'area totale che il conduttore occupa od occuperà a uso esclusivo, includendo i piani interrati, i piani ammezzati o piani superiori.
- **Superficie locabile netta:** la superficie di un edificio effettivamente locata e che si può locare a uno o più conduttori; generalmente è esclusa la superficie dedicata a ingressi, atrii, vani tecnici, ascensori ecc. salvo nel caso di immobili di particolare pregio monumentale e di rappresentanza.
- **Highest & best use:** l'uso più probabile, adeguato e legale di un terreno libero o di una proprietà esistente, che è fisicamente possibile, adeguatamente sostenibile, finanziariamente fattibile e che ne massimizza il valore.
- **Capitale Economico:** patrimonio netto di una società costituito dal valore del capitale e delle riserve.

Premesse metodologiche

La metodologia di valutazione si articola in diverse fasi finalizzate a raccogliere gli elementi necessari e a elaborarli al fine di giungere a un giudizio di valore.

La valutazione può essere condotta mediante analisi desk, limitandosi alla sola verifica della documentazione esistente sull'immobile e il mercato di riferimento, oppure può essere condotta mediante un sopralluogo finalizzato a verificare le effettive condizioni del bene oggetto di valutazione e del contesto economico e ambientale in cui è ubicato. Tale modalità viene indicata nella Parte Seconda del rapporto di valutazione.

Si procede con un'analisi di mercato finalizzata a conoscere gli elementi di comparazione rilevanti (valori di locazione e vendita, elementi di rischi, tassi di rendimento ecc.) necessari per applicare le metodologie di valutazione.

Infine, si selezionano una o più metodologie di valutazione (nel seguito della Parte Prima spiegate in maggior dettaglio) in base alle caratteristiche dell'immobile e alla disponibilità di informazioni sul mercato. Le ipotesi utilizzate con la metodologia di volta in volta applicata sono descritte per ciascun immobile nella Parte Seconda del rapporto di valutazione.

In sintesi, la valutazione è svolta seguendo un percorso metodologico tipico della metodologia estimativa, articolato per fasi consequenziali:

- analisi desktop della documentazione disponibile;
- sopralluoghi degli immobili (quando specificatamente indicato);
- definizione della natura del bene e degli obiettivi della valutazione;
- individuazione dei criteri applicabili;
- raccolta dei parametri di mercato (*comparable*);
- calcolo del valore utilizzando la metodologia scelta;
- verifica dei risultati.

Contenuto della relazione

La presente relazione contiene le stime di valore di mercato al 30 giugno 2012 dei seguenti immobili appartenenti al Fondo "Alpha", oltre alla valutazione del Centro Direzionale Da Vinci (Viale G. E. Eiffel, 13 – Roma):

	Immobile	Indirizzo	Città
1	Bavastro 92/94	Via Capitan Bavastro, 92/94	Roma
2	Bavastro 174	Via Capitan Bavastro, 174	Roma
3	Colombo 44	Via Cristoforo Colombo, 44	Roma
4	Parboni 6	Via N. Parboni, 6 - Via I. Nievo, 25/38	Roma
5	Lamaro 51	Via Vincenzo Lamaro, 41/61	Roma
6	Longoni 95	Via Emilio Longoni, 95/123	Roma
7	Longoni 3	Via Emilio Longoni, 3/7	Roma
8	Casilina 3	Via Casilina, 1/3/5	Roma
9	Cavour 5	Via Cavour, 5 - Via Turati, 38/40	Roma
10	Giorgione 59/63	Via Giorgione, 59/63	Roma
11	Casal Lumbroso 77	Vicolo del Casal Lumbroso, 77	Roma
12	Tor Cervara 285/C	Via di Tor Cervara, 285/C	Roma
13	Crespi 12	Via Gaetano Crespi, 12	Milano
14	Orione - Colleoni	Via Colleoni, 13/15/17/19 - Centro Direzione Colleoni, Edificio Orione	Agrate Brianza (MB)
15	Milanofiori 5B	Milanofiori - Strada 3, Fabbricato A1 B - Lotto C	Assago (MI)
16	Colombo 24	Via Cristoforo Colombo, 24	Melzo (MI)
17	Moro 44	"Fiera District" - Viale Aldo Moro, 28/44/68/70	Bologna

4

Avvertenze e limiti del presente documento

L'incarico di cui all'oggetto rientra nel contesto normativo previsto per i Fondi Immobiliari chiusi. In tale senso costituisce impegno e dichiarazione:

- che le metodologie e i criteri di valutazione che sono adottati fanno riferimento a quelli di generale accettazione e, comunque, sono allineati a quanto stabilito nel Regolamento emanato dalla Banca D'Italia (Governatore della Banca D'Italia, 20 settembre 1999 e successive integrazioni);
- che non ci sono situazioni di conflitto di interessi economico-finanziari nelle proprietà immobiliari in esame;
- che Europrogetti & Finanza srl ("EPF") è in possesso dei requisiti normativi per svolgere l'attività di "Esperto indipendente", così come previsto dal Decreto Ministeriale 24 maggio 1999, n.228;
- che EPF garantisce la riservatezza sui dati e sulle informazioni di cui viene in possesso nello svolgimento del presente incarico (vincolo di riservatezza).

La presente relazione di stima è stata redatta sulla base delle informazioni e della documentazione fornite dal Committente. Queste sono state assunte come attendibili e accurate, salvo che non rientri

espressamente nell'oggetto dell'incarico la verifica di tali documenti e informazioni; tuttavia vi sono alcuni limiti inerenti alla relazione stessa di seguito segnalati:

- EPF non ha effettuato verifiche sui titoli di proprietà, servitù, vincoli, ipoteche o altro;
- EPF non ha effettuato verifiche urbanistiche;
- EPF non ha eseguito verifiche strutturali e ambientali sugli immobili oggetto della presente valutazione, per questa ragione non sono stati computati eventuali costi di bonifica degli immobili oggetto della presente valutazione se non espressamente indicati dal Committente;
- salvo dove specificatamente indicato, EPF ha effettuato una verifica degli immobili mediante appositi sopralluoghi;
- le superfici, dove non specificamente indicato, sono state fornite dal Committente; lo stesso vale per la definizione dello stato manutentivo degli immobili per la quale è stata recepita l'indicazione ricevuta dal Committente;
- EPF non ha svolto alcuna verifica né sullo stato di funzionamento degli impianti tecnologici, né sulla loro conformità alle norme vigenti ed è stata data per certa la presenza di tutte le necessarie autorizzazioni amministrative;
- EPF ha utilizzato indagini sul mercato locale svolte in prima persona, motivo per cui, è parere di EPF che i risultati di tali indagini siano da ritenersi rappresentativi della attuale situazione di mercato; tuttavia EPF non può escludere la presenza di ulteriori segmenti di domanda e/o offerta relativi agli immobili oggetto della presente valutazione che potrebbero modificare, anche se non in maniera sostanziale, i driver valutativi presi come riferimento.

Riservatezza

Le informazioni contenute nel presente documento, ivi comprese le valutazioni e gli studi effettuati da EPF, sono assolutamente confidenziali e riservati all'interno di EPF, di IDeA FIMIT SGR S.p.A. e dei suoi consulenti. Senza il preventivo consenso di EPF non potrà essere citato, pubblicato o riprodotto né parte del presente rapporto, né alcun riferimento a esso: tale consenso dovrà riguardare anche il contesto e le modalità relative alla diffusione.

Analisi di mercato

Quadro macro-economico

Secondo l'analisi del quadro macroeconomico mondiale condotta da Banca d'Italia (Bollettino Economico n. 68 – aprile 2012 e n. 69 – luglio 2012), nel primo trimestre dell'anno l'economia mondiale ha continuato a espandersi a ritmi contenuti, frenata dalla stagnazione in Europa e dal rallentamento negli Stati Uniti e nei paesi emergenti. In primavera tuttavia l'attività economica si è indebolita: l'incertezza circa l'evoluzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e sulla politica di bilancio negli Stati Uniti continua a condizionare le prospettive di ripresa. Riflettendo la debole congiuntura internazionale, sono scesi significativamente il prezzo del petrolio e le quotazioni di altre materie prime. L'inflazione si è generalmente ridotta.

Area Euro

Debito sovrano – Grazie all'azione della BCE, alle misure prese da alcuni governi, in particolare quello italiano, e al raggiungimento di un accordo sull'assistenza finanziaria alla Grecia, le tensioni sui mercati finanziari dell'area si sono decisamente allentate nei primi mesi dell'anno in corso: sono significativamente diminuiti i premi per il rischio sui titoli di Stato, i differenziali sui mercati interbancari, i premi sui CDS bancari. Da aprile tuttavia le tensioni sui mercati finanziari dell'area dell'euro si sono nuovamente intensificate. L'aumento dell'avversione al rischio ha continuato a comprimere i rendimenti dei titoli dei paesi ritenuti più sicuri e, alle preoccupazioni degli investitori circa la situazione politica in Grecia e le implicazioni delle difficoltà del sistema bancario spagnolo, si è aggiunta la percezione di una scarsa coesione dei governi nell'orientare la riforma della *governance* europea e nell'adeguare i meccanismi di gestione della crisi nell'area dell'euro.

Il vertice dei Capi di Stato e di governo dell'area dell'euro e il Consiglio europeo del 28 e 29 giugno hanno preso decisioni importanti con l'obiettivo di spezzare il circolo vizioso tra rischio sovrano, fragilità dei sistemi bancari e crescita. La Commissione europea presenterà proposte per l'integrazione del sistema di vigilanza bancaria europea mentre l'assistenza finanziaria al sistema bancario spagnolo sarà fornita dall'EFSF e poi trasferita all'ESM, senza lo status di creditore privilegiato. È stato ribadito l'impegno a salvaguardare la stabilità finanziaria, utilizzando efficientemente gli strumenti di sostegno esistenti per stabilizzare i mercati dei paesi che rispettano gli impegni assunti.

Attività economica – Nell'area dell'euro, sulla base degli indicatori congiunturali, la contrazione dell'attività economica si è attenuata nel primo trimestre dell'anno in corso. L'indicatore €-coin calcolato dalla Banca d'Italia ha registrato un progressivo miglioramento dal punto di minimo raggiunto nello scorso dicembre, attestandosi su valori lievemente negativi. L'inflazione al consumo è scesa in marzo al 2,6 per cento sui dodici mesi, dal 3,0 nell'ultimo trimestre dello scorso anno, per poi collocarsi a giugno al 2,4 per cento.

Sistema bancario – A fronte della stagnazione del credito, della flessione dell'inflazione e delle incertezze sulla crescita, la BCE ha ridotto ancora i tassi di interesse ufficiali, portando il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali allo 0,75 per cento e il rendimento sulla *deposit facility* a zero e continua a

mantenere ampia l'offerta di liquidità. Le operazioni di rifinanziamento saranno condotte a tasso fisso e con integrale accoglimento della domanda almeno fino alla metà di gennaio 2013. È stato ampliato ulteriormente il novero dei titoli ritenuti ammissibili come garanzia, in modo da favorire l'accesso delle banche al rifinanziamento, contrastare le segmentazioni dei mercati e sostenere il flusso di credito a famiglie e imprese.

Italia

Prodotto Interno Lordo – Nel quarto trimestre del 2011 il PIL in Italia è diminuito dello 0,7 per cento sul periodo precedente, riflettendo il calo della domanda interna, solo in parte compensato dall'apporto positivo degli scambi con l'estero risultante dalla flessione delle importazioni e dalla stabilità delle esportazioni.

Per i primi mesi del 2012 l'andamento degli indicatori congiunturali ha prefigurato un'ulteriore diminuzione dell'attività produttiva e le esportazioni hanno registrato una sostanziale tenuta. L'indagine condotta in marzo da Banca d'Italia in collaborazione con Il Sole 24 Ore presso le imprese nonché gli indicatori qualitativi ottenuti dai sondaggi hanno prefigurato, pur in un quadro ancora debole, un'attenuazione del peggioramento ciclico. Sono emerse, in particolare, valutazioni più favorevoli sugli ordini dall'estero.

Nel secondo trimestre il PIL dell'Italia ha continuato a contrarsi, per poco più di mezzo punto percentuale rispetto al periodo precedente. La diminuzione ha riflesso il calo della domanda interna per consumi e investimenti; vi hanno inciso la debolezza dell'occupazione e dei redditi reali, la caduta della fiducia delle famiglie, le condizioni di accesso al credito solo in parte migliorate. Gli scambi con l'estero hanno continuato a sostenere l'attività economica.

7

Occupazione – Dopo due anni di contrazione, nel 2011 il mercato del lavoro italiano aveva mostrato segnali di ripresa, con un aumento, in media, dello 0,4 per cento del numero di occupati e una marcata riduzione delle ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni. Nell'ultimo trimestre dell'anno la domanda di lavoro ha tuttavia ristagnato, a fronte di una dinamica ancora sostenuta dell'offerta.

La debolezza della domanda è proseguita nei primi mesi del 2012: il tasso di disoccupazione è aumentato e le ore autorizzate di Cassa integrazione sono tornate a crescere. Complessivamente l'occupazione scenderebbe di poco più dell'1 per cento quest'anno e resterebbe stazionaria il prossimo. A fronte di un significativo aumento della partecipazione al mercato del lavoro, già osservato nella prima parte del 2012, il tasso di disoccupazione si porterebbe al di sopra dell'11 per cento nel 2013.

Consumi – I comportamenti di spesa delle famiglie restano improntati alla prudenza; sono frenati dalla dinamica del reddito disponibile e dalle condizioni del mercato del lavoro. I consumi sono rimasti deboli nei primi mesi dell'anno, soprattutto nel comparto dei beni durevoli. Gli investimenti delle imprese risentono degli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata e della debolezza della domanda interna, nonché delle tensioni, pur in attenuazione, sulle condizioni di finanziamento.

Inflazione – L'inflazione al consumo, salita poco sopra il 3,0 per cento nell'ultimo trimestre del 2011, è rimasta stabile nella media dei primi tre mesi dell'anno. L'inflazione di fondo, misurata al netto delle

componenti più volatili, si è mantenuta intorno al 2,0 per cento. L'andamento dei prezzi rispecchia soprattutto il rincaro dei beni energetici e gli aumenti delle imposte indirette, che si sono riflessi nelle previsioni degli operatori professionali sulla dinamica dei prezzi nel 2012, riviste al rialzo negli ultimi mesi. In giugno l'inflazione al consumo è rimasta stabile, poco sopra al 3,0 per cento. La crescita dei prezzi continua a risentire dell'effetto degli aumenti delle imposte indirette dello scorso autunno, valutabile in circa un punto percentuale. L'inflazione di fondo, misurata al netto delle componenti più volatili, si mantiene al di sotto del 2 per cento.

Credito – In dicembre i prestiti alle imprese avevano registrato una contrazione; le indagini suggerivano una restrizione dell'offerta di credito, connessa con problemi di raccolta delle banche all'estero. Le operazioni di rifinanziamento condotte dalla BCE hanno evitato uno scenario peggiore nei primi mesi dell'anno e il costo dei prestiti alle imprese si è gradualmente ridotto dall'inizio dell'anno. Dai sondaggi condotti in primavera sono emersi segnali di attenuazione delle difficoltà di accesso al credito, tuttavia i miglioramenti restano incerti e prosegue la debolezza delle quantità erogate. Le prospettive del credito restano condizionate dal perdurare delle tensioni sui mercati finanziari internazionali e dallo sfavorevole quadro economico che si riflette sulla domanda da parte di imprese e famiglie e sulle valutazioni degli intermediari riguardo al loro merito di credito.

Sistema bancario – Il deterioramento del quadro congiunturale si è ripercosso sulla qualità del credito e sul flusso di sofferenze sui prestiti alle imprese. Nel 2011 la redditività dei maggiori gruppi bancari è peggiorata; tuttavia, il loro patrimonio di migliore qualità ha continuato a rafforzarsi. In dicembre la leva finanziaria di questi gruppi era significativamente inferiore a quella media di un campione di grandi banche europee. Alcuni intermediari italiani hanno riguadagnato l'accesso ai mercati all'ingrosso, tornando a emettere obbligazioni non garantite sui mercati internazionali.

Con le operazioni di rifinanziamento a tre anni dell'Eurosistema sono stati rimossi i rischi che si potessero verificare problemi nella liquidità delle banche e che questi potessero innescare una crisi sistemica. Le tensioni sul debito sovrano continuano a influire negativamente sulla raccolta all'ingrosso delle banche italiane, ancora in flessione; per contro, prosegue l'espansione della raccolta al dettaglio nelle forme tradizionali presso i risparmiatori residenti. La fase recessiva si riflette sulla qualità del credito, ma la dotazione patrimoniale del sistema bancario italiano si è ulteriormente rafforzata nel secondo semestre dell'anno.

Disavanzo pubblico – Nel 2011 il disavanzo pubblico è sceso, un ulteriore ampio miglioramento è atteso per l'anno in corso. Nel 2011 l'indebitamento delle Amministrazioni pubbliche è sceso di sette decimi di punto rispetto al 2010, al 3,9 per cento del PIL. Al netto della spesa per interessi si è registrato un avanzo di un punto percentuale del PIL. Questi progressi hanno limitato a 1,5 punti percentuali l'aumento del rapporto tra debito e prodotto, che ha raggiunto il 120,1 per cento. Per effetto delle misure correttive decise nella seconda metà del 2011, il rapporto tra debito e PIL dovrebbe cominciare a ridursi nel 2013; per l'anno in corso si prevede un ampio miglioramento dei conti pubblici, nonostante la caduta attesa del prodotto.

Prospettive di crescita – Nell'anno in corso e nel prossimo l'attività economica continuerebbe a essere caratterizzata da un'accentuata debolezza della domanda interna. Il principale contributo positivo alla dinamica del prodotto proverrebbe dalle esportazioni. L'accumulazione di capitale risentirebbe delle condizioni di accesso al credito ancora tese e di quelle del mercato immobiliare. I consumi delle famiglie si contrarrebbero significativamente, risentendo degli effetti sul reddito disponibile delle misure di correzione dei conti pubblici adottate l'anno scorso e delle incerte prospettive dell'occupazione. Migliorerebbe il saldo corrente con l'estero che tenderebbe al pareggio.

Nel complesso, la fase recessiva si estenderebbe alla seconda parte di quest'anno, ma a ritmi più contenuti rispetto ai primi due trimestri e avrebbe termine all'inizio del 2013. Nel corso del prossimo anno la dinamica del prodotto resterebbe appena positiva, per poi riprendere vigore successivamente. Nell'ipotesi che lo spread tra il rendimento del BTP a dieci anni e quello del corrispondente titolo tedesco si mantenga intorno a 450 punti base, il PIL si ridurrebbe, in media d'anno, del 2,0 per cento nel 2012 e dello 0,2 nel 2013.

L'incertezza su questo quadro è tuttavia elevata. Le prospettive di medio termine dell'economia italiana sono strettamente connesse con gli sviluppi della crisi del debito sovrano e con i suoi effetti sul credito, sulla fiducia di famiglie e imprese, sulla domanda proveniente dai partner europei. Le modalità con cui sarà data attuazione alle decisioni del vertice europeo del 28 e 29 giugno saranno cruciali per il riassorbimento delle tensioni sui mercati finanziari e per il ripristino di normali condizioni di credito, che favorirebbero una più rapida ripresa in Italia e nel resto dell'area. Il 13 luglio l'agenzia Moody's, pur riconoscendo i punti di forza dell'economia italiana e i progressi conseguiti con le riforme strutturali, ha rivisto al ribasso il merito di credito sovrano. La decisione, resa nota subito prima di un'asta di titoli dello Stato italiano, non ha avuto effetti sostanziali sulla domanda o sui rendimenti.

Le misure di revisione e contenimento della spesa recentemente approvate dal Governo mirano a evitare gli effetti depressivi sui consumi derivanti dall'aumento delle aliquote dell'IVA già previsto per settembre, mantenendo invariati i livelli dei servizi grazie a recuperi di efficienza. In prospettiva, l'attività di revisione della spesa, insieme al contrasto all'evasione, può consentire di ridurre le aliquote fiscali, specie sul lavoro, favorendo la ripresa. Gli interventi volti ad accelerare i pagamenti dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche dovrebbero alleviare i problemi di liquidità delle imprese creditrici, sostenendo la domanda. Nell'insieme, i provvedimenti legislativi di liberalizzazione, di stimolo dell'attività economica e di riforma del mercato del lavoro varati negli ultimi mesi hanno introdotto mutamenti di carattere strutturale che incideranno positivamente sulle capacità di crescita dell'economia italiana, con effetti soprattutto nel medio periodo.

Andamento del mercato immobiliare italiano

Il dinamismo del mercato immobiliare italiano ha registrato una forte flessione nel primo trimestre 2012, come evidenziato dalla variazione su base annua del numero di transazioni registrate. Il dato, che per tutto il 2011 aveva mostrato una minima flessione, ha fatto registrare nel primo trimestre dell'anno una variazione fortemente negativa, con un calo delle compravendite del 19% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente e di oltre il 22% se rapportato allo stesso periodo del 2010.

Tabella 1 – Numero di transazioni immobiliari 2009-2012

Settore	Totale 2009	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012
Tutti	674.127	156.533	187.921	141.319	189.197	674.970	150.366	176.372	144.810	188.373	659.921	121.439
Variazione annuale		3,78%	3,42%	-3,34%	-3,16%	0,13%	-3,94%	-6,15%	2,47%	-0,44%	-2,23%	-19,24%

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

La crisi che sta attraversando l'economia italiana è evidenziata non soltanto dal trend negativo registrato dal numero di transazioni, ma anche dal mercato degli investimenti, il quale ha registrato un calo significativo dei propri volumi che, nel primo trimestre 2012, si sono attestati intorno ai 400 milioni di euro (fonte DTZ), con un calo superiore al 70% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (periodo però fortemente condizionato dalla compravendita dell'immobile "la Rinascente" di Milano) e del 50% rispetto al primo trimestre 2010.

Come prevedibile, anche le aspettative degli operatori immobiliari, sia per il breve sia per il medio periodo, non sono ottimistiche: nei risultati diffusi da Banca d'Italia relativi all'indagine congiunturale effettuata a maggio 2012, la visione negativa sulle prospettive a breve termine del mercato nazionale accomuna il 57% degli operatori intervistati, mentre per il medio periodo il prolungarsi del trend negativo si registrerà secondo il 40% degli intermediari immobiliari.

Tabella 2 – Aspettative sull'andamento del mercato immobiliare – Maggio 2012

Periodo	Attese per il trimestre in corso rispetto a quello di riferimento (%)			Attese nei prossimi due anni rispetto al trimestre di riferimento (%)		
	peggiore	uguale	migliore	peggiore	uguale	migliore
Primo trimestre 2012	57,0	40,4	2,6	40,7	30,4	28,8
Quarto trimestre 2011	61,0	35,3	3,7	40,2	29,6	30,2
Terzo trimestre 2011	43,1	50,2	6,8	35,8	31,9	32,3
Secondo trimestre 2011	34,8	58,3	7,0	24,5	32,7	42,8
Primo trimestre 2011	23,5	65,8	10,7	18,7	31,6	49,7
Quarto trimestre 2010	21,4	62,4	16,2	14,0	26,2	59,8
Terzo trimestre 2010	16,7	66,1	17,3	13,0	26,0	61,0
Secondo trimestre 2010	28,4	63,1	8,5	17,2	25,9	56,9
Primo trimestre 2010	23,0	65,2	11,8	14,5	25,1	60,4

Fonte: Banca d'Italia

Inoltre le aspettative di miglioramento del mercato da parte di operatori commerciali immobiliari scendono per la prima volta negli ultimi due anni al di sotto del 30% degli intervistati.

11

Prezzi Generali

I valori immobiliari registrati nel primo semestre 2012 hanno confermato la riduzione già evidenziata nel semestre precedente. L'intensità di questa riduzione è stata costante per il comparto terziario e commerciale, mentre è aumentata di oltre un punto percentuale per quello residenziale.

Tabella 3 – Andamento dei prezzi di compravendita immobiliare nelle 13 grandi città italiane 2006-2012

	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I
Abitazioni	3,70%	2,60%	3,00%	2,00%	2,10%	-1,00%	-2,50%	-1,60%	-1,00%	-0,60%	-0,53%	-0,71%	-1,77%
Uffici	3,20%	2,70%	3,30%	2,30%	3,70%	0,40%	-1,70%	-1,50%	-0,80%	-0,60%	-0,86%	-2,37%	-2,15%
Negozi	3,10%	2,50%	3,50%	2,70%	3,00%	0,30%	-2,30%	-1,60%	-1,20%	-0,70%	-0,71%	-1,95%	-1,61%

Fonte: Elaborazione di EPF su dati Nomisma

Inoltre, se fino allo scorso semestre si poteva notare nel mercato immobiliare italiano una tendenza differenziata tra *prime asset* e immobili di minor prestigio, oggi il declino dei prezzi è, seppur di intensità diversa, un carattere comune alla maggior parte degli immobili.

Focalizzando invece l'attenzione sul rendimento dell'investimento immobiliare e, quindi, sull'andamento dei canoni di locazione, si osserva come non sembri volersi arrestare la costante e generale riduzione dei valori iniziata a partire dal secondo semestre del 2008.

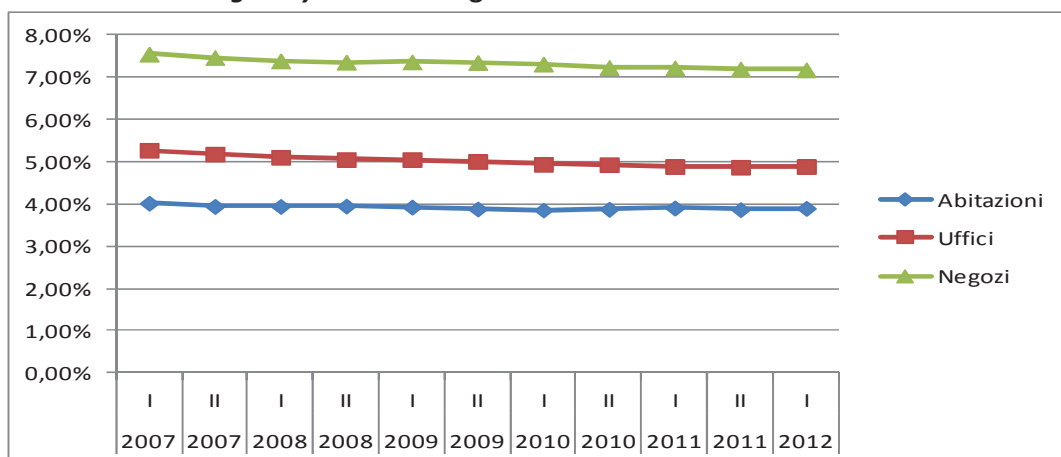
Tabella 4 – Variazione dei canoni di locazione nelle 13 grandi città italiane 2007-2012

	2007		2008		2009		2010		2011		2012
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I
Abitazioni		0,00%	1,67%	-0,84%	-3,48%	-2,68%	-1,82%	0,00%	0,00%	-2,80%	-0,94%
Uffici		1,28%	2,50%	0,00%	-1,69%	-1,72%	-1,31%	-1,78%	-0,90%	-2,29%	-1,87%
Negozi		0,80%	1,57%	-0,79%	-2,44%	-2,50%	-2,56%	-0,86%	-1,75%	-2,70%	-1,83%

Fonte: Elaborazione di EPF su dati Nomisma

La corrispondenza tra l'andamento dei prezzi di vendita e quello dei canoni di locazione porta ad una sostanziale stabilità della redditività lorda dell'investimento nei diversi comparti del mercato immobiliare, dove nel dettaglio si può notare un equilibrio pressoché perfetto nel comparto residenziale e una lieve discesa negli altri segmenti principalmente riconducibile alla maggior flessibilità dei canoni di locazione rispetto ai relativi valori di compravendita.

Gráfico 1 – Andamento dei gross yield nelle 13 grandi città italiane 2007-2012



Fonte: Elaborazione di EPF su dati Nomisma

Mercato di fondi immobiliari, investitori professionali e costruzioni

Il mercato immobiliare non è il solo a lanciare segnali negativi, che risultano infatti confermati anche dal mercato del risparmio gestito che, nel primo trimestre 2012, ha registrato un ulteriore calo della raccolta di tre miliardi di euro (che si va a sommare al calo di ventitre miliardi registrato nel periodo precedente). Nel dato generale appena presentato ha un peso relativo il segmento dei fondi immobiliari, il quale ha registrato un incremento della raccolta di soli 39 milioni di euro, mentre il dato più importante è rappresentato dai fondi obbligazionari i quali vedono una raccolta positiva per oltre 6 miliardi di euro,

segno questo di una predilezione degli investitori per prodotti finanziari che presentano una rischiosità ridotta.

Tabella 5 – Gestione collettiva del risparmio – I trimestre 2012

Tipologia fondi	Raccolta netta		Patrimonio promosso		Patrimonio gestito	
	Mln di €	in %	Mln di €	in %	Mln di €	in %
AZIONARI	-1.711	-1,5%	111.588	11,6%	111.098	11,4%
BILANCIATI	-2.625	-1,2%	212.169	22,1%	216.537	22,2%
OBBLIGAZIONARI	6.843	2,3%	302.881	31,6%	306.709	31,5%
MONETARI	-3.407	-6,1%	52.261	5,5%	53.064	5,4%
FLESSIBILI	-2.630	-3,3%	77.361	8,1%	76.061	7,8%
HEDGE	-510	-5,2%	9.299	1,0%	9.438	1,0%
IMMOBILIARI	39	0,1%	41.837	4,4%	41.843	4,3%
NON CLASSIFICATO	981	0,7%	150.966	15,8%	159.794	16,4%
TOTALE	-3.020	-0,3%	958.361	100%	974.543	100%

Fonte: Assogestioni

Nel quadro del risparmio gestito, i fondi immobiliari, pur occupando una quota marginale poco superiore al 4 per cento, rappresentano un segmento stabile sia nel breve sia nel medio periodo facendo registrare una raccolta media annua di 1,3 miliardi di euro.

13

Tabella 6 – Gestione collettiva del risparmio (saldo raccolta trimestrale)

Tipologia fondi	II Trim. 2011	III Trim. 2011	IV Trim. 2011	I Trim. 2012	Ultimo anno	Ultimi 2 anni	Ultimi 3 anni
	Mln di €	Mln di €	Mln di €	Mln di €	Mln di €	Mln di €	Mln di €
AZIONARI	888	406	-4.213	-1.711	-4.630	454	-6.857
BILANCIATI	1.715	-3.155	-2.041	-2.625	-6.106	7.668	-9.512
OBBLIGAZIONARI	-1.222	-567	-1.809	6.843	3.245	43.115	17.850
MONETARI	-5.126	-3.196	-967	-3.407	-12.696	-39.259	-47.389
FLESSIBILI	781	-1.169	-2.600	-2.630	-5.618	-1.404	-17.338
HEDGE	-909	-373	-316	-510	-2.108	-3.302	-15.854
IMMOBILIARI	507	905	-95	39	1.356	2.345	3.911
NON CLASSIFICATO	4.792	403	587	981	6.763	15.623	23.550
TOTALE	1.426	-6.746	-11.454	-3.020	-19.794	25.240	-51.639

Fonte: Assogestioni

Nell'analisi del mercato degli investimenti si nota come lo scenario non positivo dell'economia europea e italiana non riesca a trovare conforto dal mercato del credito, il quale, a fronte dei benefici – in termini di tassi di interesse e di volumi trasferiti – derivanti dalle erogazioni stanziata dalla Banca Centrale Europea (BCE), offre agli operatori immobiliari prodotti caratterizzati da un basso rapporto tra debito ed investimento totale, per giunta coniugato a costi elevati. Il risultato è il perdurare di una scarsa liquidità riservata agli investimenti nel "mattone", la quale limita la possibilità di effetto leva sui rendimenti immobiliari e, spesso, non consente l'accesso ai finanziamenti bancari. Nonostante le nuove disponibilità che la BCE offre agli istituti bancari, questi continuano ad operare con un elevato grado di cautela operando

un'attenta analisi dei progetti e ammettendo a finanziamento solo quelli che presentano caratteristiche di minor incertezza/rischio e quindi prediligendo prodotti *core* con *tenant* di primo livello.

L'incertezza generale in questo momento coinvolge anche il "mattone", il quale, sino allo scorso semestre, era ancora visto come bene rifugio, mentre oggi i dati che emergono dal forte calo delle transazioni immobiliari e dalla dinamica della raccolta fondi nel mercato della gestione collettiva del risparmio vedono una maggiore fiducia dei risparmiatori verso il segmento obbligazionario.

In linea con quanto sin qui evidenziato, il Centro Studi ANCE continua a fornire previsioni negative sull'andamento degli investimenti immobiliari in costruzioni per quanto riguarda l'anno 2012, con una revisione in ribasso rispetto alle previsioni formulate nel 2011.

Questa prolungata riduzione degli investimenti sta portando la dimensione degli impieghi finanziari per le sole nuove costruzioni leggermente al di sopra dei 90 miliardi di euro, lo stesso livello registrato a fine anni Novanta.

Tabella 7 – Variazione degli investimenti immobiliari in costruzioni 2008-2013

	2012 Milioni di euro°	Variazioni % in quantità						Quinquennio 2009-2013
		2008	2009	2010°	2011°	2012°	2013°	
COSTRUZIONI	133.019	-2,40%	-8,60%	-6,60%	-5,30%	-6,00%	0,10%	-25,80%
Abitazioni	70.979	-0,40%	-8,10%	-5,10%	-2,90%	-4,50%	1,70%	-19,40%
Non residenziali	62.040	-4,40%	-9,10%	-8,10%	-7,90%	-7,70%	-1,90%	-32,10%

° s time Ance

Fonte: Centro Studi Ance

Un dato in controtendenza viene solamente dalle previsioni per l'anno 2013 dove, seppure per un solo decile, le variazioni degli investimenti tornano in campo positivo.

Mercato residenziale

Il mercato residenziale è il comparto che nel primo trimestre del 2012 ha registrato il rallentamento più deciso nel numero delle compravendite, con un calo del 19,5% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, calo che sale al 22,5% se confrontato con il saldo del 2010.

Tabella 8 – Numero di transazioni immobiliari 2009-2012 – Comparto residenziale

Settore	Totale 2009	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012
Residenziale	609.145	141.917	171.405	129.240	169.243	611.805	136.718	160.073	131.125	170.181	598.097	110.021
Variazione annuale		4,26%	4,53%	-2,69%	-3,97%	0,44%	-3,66%	-6,61%	1,46%	0,55%	-2,24%	-19,53%

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

Il comparto residenziale registra una *performance* negativa anche se si considerano i livelli dei prezzi, la cui variazione semestrale riferita al primo semestre 2012 ha fatto registrare una riduzione ancora maggiore rispetto alla stessa rilevazione del periodo precedente.

Tabella 9 – Andamento dei prezzi di compravendita e dei canoni di locazione immobiliare nelle 13 grandi città italiane (variazione semestrale) – Comparto residenziale 2006-2012

Abitazioni	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I
Prezzi	3,70%	2,60%	3,00%	2,00%	2,10%	-1,00%	-2,50%	-1,60%	-1,00%	-0,60%	-0,53%	-0,71%	-1,77%
Delta annuale			-0,70%	-0,60%	-0,90%	-3,00%	-4,60%	-0,60%	1,50%	1,00%	0,47%	-0,11%	-1,24%
Canoni				0,00%	1,67%	-0,84%	-3,48%	-2,68%	-1,82%	0,00%	0,00%	-2,80%	-0,94%
Delta annuale					1,67%	-0,84%	-5,14%	-1,84%	1,66%	2,68%	1,82%	-2,80%	-0,94%

Fonte: Nomisma

Il dato qui rappresentato si riferisce a osservazioni generali e comunque relative a dati aggregati per macro categorie. Nonostante ciò, se fino al 2011 il dato rifletteva maggiormente una dinamica a doppia velocità in relazione alla qualità che il singolo immobile presenta in termini di localizzazione, caratteristiche costruttive, fungibilità etc., oggi la decrescita dei valori è un carattere comune all'intero mercato, riconducibile ad un eccesso di offerta diffuso in tutte le zone urbane. La differenziazione è nella "velocità" con cui variano i prezzi, ridotta per gli immobili di fascia "alta", i quali hanno minori tempi di permanenza sul mercato, prolungata per gli *asset* secondari, che non trovano o faticano a trovare compratori e per i quali pertanto i valori hanno subito sconti maggiori. Quest'osservazione, che può essere mossa per tutti i comparti dell'immobiliare, in alcuni casi viene disattesa per le modalità intrinseche di utilizzo che ha l'investimento nel settore residenziale ovvero del suo rispondere al fabbisogno abitativo dell'acquirente.

15

Il quadro appena descritto va completato con i risultati dell'indagine riportata nel "Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia" (Banca d'Italia, maggio 2012) relativa alle aspettative di breve periodo degli operatori immobiliari del comparto residenziale.

Tabella 10 – Prospettive del mercato immobiliare – Comparto residenziale – Maggio 2012

Periodo	Condizioni del mercato			Numero atteso di nuovi incarichi a vendere nel trimestre in corso rispetto a quello di riferimento			Livello atteso dei prezzi nel trimestre in corso rispetto a quello di riferimento		
	<i>sfavorevoli</i>	<i>normali</i>	<i>favorevoli</i>	<i>inferiore</i>	<i>uguale</i>	<i>superiore</i>	<i>inferiore</i>	<i>uguale</i>	<i>superiore</i>
Primo trimestre 2012	48,8	42,3	9,0	13,1	50,7	36,2	66,6	32,0	1,4
Quarto trimestre 2011	55,0	35,7	9,3	18,8	51,2	30,0	68,0	31,1	0,9
Terzo trimestre 2011	36,8	48,6	14,5	14,9	53,6	31,5	50,8	47,4	1,8
Secondo trimestre 2011	34,9	52,7	12,4	21,8	52,5	25,7	43,0	55,1	1,9
Primo trimestre 2011	20,1	55,8	24,1	12,4	55,0	32,6	35,3	61,2	3,6
Quarto trimestre 2010	18,2	57,3	24,5	11,5	52,3	36,2	32,7	64,7	2,6
Terzo trimestre 2010	16,5	56,3	27,2	10,5	56,7	32,8	28,9	67,1	4,0
Secondo trimestre 2010	30,3	54,5	15,2	23,1	51,7	25,2	32,0	65,8	2,3
Primo trimestre 2010	16,8	58,4	24,8	14,8	57,3	27,8	35,2	62,6	2,2

Fonte: Banca d'Italia

Dall'analisi dei dati pubblicati da Banca d'Italia la riduzione delle transazioni potrebbe essere ricondotta alla viscosità dei prezzi di vendita, la cui riduzione non è sufficiente ad incontrare la disponibilità a pagare della domanda corrente; non è prevista infatti una riduzione dei mandati a fronte di un'ulteriore riduzione del livello atteso dei prezzi per il secondo trimestre 2012.

Dallo stesso rapporto si evince come nel primo trimestre dell'anno corrente le transazioni abbiano registrato uno sconto medio del 14,3% tra la richiesta iniziale dei venditori e il prezzo effettivamente pagato al momento del rogito, differenza che nel 47,1% dei casi ricade nella forchetta 10-20%.

16

Tabella 11 – Rapporto prezzo richiesto e prezzo pagato – Comparto residenziale – Maggio 2012

Rapporto tra prezzo pagato all'acquisto e prezzo inizialmente richiesto dal venditore	<i>Uguale superiore</i>	<i>Inferiore meno del 5%</i>	<i>Inferiore tra il 5 e il 10%</i>	<i>Inferiore tra il 10 e il 20%</i>	<i>Inferiore tra il 20 e il 30%</i>	<i>Inferiore di oltre il 30%</i>	<i>Riduzione media</i>
Primo trimestre 2012	1,4	5,8	26,5	47,1	15,8	3,4	14,3
Quarto trimestre 2011	1,1	7,8	25,3	50,7	13,0	2,0	13,7
Terzo trimestre 2011	2,9	11,1	32,7	37,7	13,9	1,7	12,5
Secondo trimestre 2011	2,7	8,5	38,5	36,9	11,7	1,7	12,1
Primo trimestre 2011	2,8	9,2	36,9	39,3	9,9	1,9	12,0

Fonte: Banca d'Italia

Mercato commerciale

Il comparto commerciale è tra tutti il più eterogeneo nei suoi diversi segmenti: negozi, centri commerciali, retail box.

La forte flessione delle transazioni immobiliari ha coinvolto anche questo segmento di mercato con una flessione su base annua del -17,6% e una flessione su base biennale del -24,9%.

La flessione registrata nel primo semestre dell'anno corrente ha vanificato la forte spinta di cui aveva beneficiato il comparto nel terzo semestre 2011.

Tabella 12 – Numero di transazioni immobiliari 2009-2012 – Comparto commerciale

Settore	Totale 2009	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012
Commerciale	36.880	8.682	9.741	6.892	10.755	36.070	7.916	9.202	7.708	10.064	34.890	6.521
<i>Variazione annuale</i>		-0,55%	-4,68%	-10,07%	4,75%	-2,20%	-8,82%	-5,53%	11,84%	-6,42%	-3,27%	-17,62%

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

Le difficoltà portate dalla situazione economica generale del Paese non influiscono solamente sulla dinamicità di questo comparto, ma caratterizzano anche l'andamento dei valori i quali continuano la loro discesa in maniera essenzialmente costante.

Tabella 13 – Andamento dei prezzi di compravendita e dei canoni di locazione immobiliare nelle 13 grandi città italiane (variazione semestrale) – Comparto commerciale 2006-2012

Negozii	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I
Prezzi	3,10%	2,50%	3,50%	2,70%	3,00%	0,30%	-2,30%	-1,60%	-1,20%	-0,70%	-0,71%	-1,95%	-1,61%
<i>Delta annuale</i>			0,40%	0,20%	-0,50%	-2,40%	-5,30%	-1,90%	1,10%	0,90%	0,49%	-1,25%	-0,90%
Canoni				0,80%	1,57%	-0,79%	-2,44%	-2,50%	-2,56%	-0,86%	-1,75%	-2,70%	-1,83%
<i>Delta annuale</i>					1,57%	-1,59%	-4,01%	-1,71%	-0,13%	1,64%	0,81%	-1,84%	-0,08%

Fonte: Nomisma

Nel segmento negozi si continua a registrare una importante forbice tra i valori *prime* (zone centrali e di passaggio) e le zone secondarie. I canoni richiesti per i primi sono sostanzialmente costanti ed il mercato di riferimento sembra aver raggiunto un equilibrio sia nelle città principali (Milano e Roma) sia in quelle secondarie (Bologna, Napoli, Torino), come rilevato dall'andamento stabile degli *yield*, i quali si attestano intorno al 5% per le città di Milano e Roma ed intorno al 5,75% nelle città minori.

Per i negozi situati in *location* secondarie, continua a crescere il livello di *vacancy*, con un ulteriore innalzamento dei rendimenti, effetto questo che porta il rendimento lordo medio del comparto ad un valore superiore al 7%.

Forze di natura diversa agiscono invece sugli altri due segmenti del comparto commerciale: centri commerciali e *retail box*; in questi segmenti, infatti, oltre alla localizzazione, che deve poter garantire determinati livelli di bacini di utenza, diventa centrale l'affidabilità dei singoli conduttori e il "*track record*" della struttura; nella scelta dell'investimento vengono pertanto preferiti immobili a reddito con flussi consolidati rispetto a nuove aperture che presentano maggior incertezza. Per questo motivo, anche nel primo trimestre del 2012 i centri commerciali e i *retai box* situati a ridosso delle grandi città hanno

continuato a registrare canoni costanti, così come una redditività media stabile che si attesta al 6,25% per i primi e al 7,0% per i secondi.

Mercato terziario

Anche nel comparto terziario l'andamento del volume delle transazioni ha registrato un importante battuta di arresto, pari al 20% circa, che, contrariamente a quanto evidenziato in altri comparti è in linea con la flessione registrata nel periodo precedente. Gli investitori istituzionali concentrano il loro interesse su immobili a reddito preferibilmente di pregio in termini di location e qualità edilizio-architettonica.

Più attivo risulta invece essere il mercato delle locazioni, il quale è mosso dall'interesse degli utilizzatori di razionalizzare gli spazi e di ridurre i costi di gestione, motivo per cui gli operatori continuano a guardare con molto interesse immobili di recente costruzioni con elevate caratteristiche qualitative (classe energetica, funzionalità degli spazi etc). Questo comportamento degli utilizzatori ha portato a una crescita del livello di *vacancy* su tutto il mercato italiano, *vacancy* caratterizzata da un forte divario tra immobili di classe A e immobili di classe B.

Tabella 14 – Numero di transazioni immobiliari 2009-2012 – Comparto terziario

Settore	Totale 2009	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012
Terziario	15.820	3.409	3.738	2.967	5.134	15.248	3.258	3.888	3.028	4.289	14.463	2.618
<i>Variazione annuale</i>		-1,33%	-14,05%	-2,98%	3,55%	-3,62%	-4,43%	4,01%	2,06%	-16,47%	-5,15%	-19,64%

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

Segnali ancora negativi arrivano invece dall'andamento dei valori dei prezzi di compravendita e di locazione del comparto, i quali si attestano entrambi intorno al -2%; da questa corrispondenza deriva una sostanziale stabilità dei rendimenti di mercato che, per la tipologia *prime office*, si attestano tra il 5,5% ed il 6,0%.

Tabella 15 – Andamento dei prezzi di compravendita e dei canoni di locazione immobiliare nelle 13 grandi città italiane (variazione semestrale) – Comparto terziario 2006-2012

Uffici	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I
Prezzi	3,20%	2,70%	3,30%	2,30%	3,70%	0,40%	-1,70%	-1,50%	-0,80%	-0,60%	-0,86%	-2,37%	-2,15%
<i>Delta annuale</i>			0,10%	-0,40%	0,40%	-1,90%	-5,40%	-1,90%	0,90%	0,90%	-0,06%	-1,77%	-1,30%
Canoni				1,28%	2,50%	0,00%	-1,69%	-1,72%	-1,31%	-1,78%	-0,90%	-2,29%	-1,87%
<i>Delta annuale</i>					2,50%	-1,28%	-4,19%	-1,72%	0,38%	-0,05%	0,41%	-0,52%	-0,97%

Fonte: Nomisma

Per questo segmento, così come per quello commerciale, nel corso dell'anno è attesa una diminuzione dei valori immobiliari di compravendita anche per effetto dell'introduzione dell'IMU, la quale potrà avere un riflesso diretto sull'innalzamento della redditività lorda richiesta dai nuovi investitori, ad oggi in alcuni casi già superiori dello 0,25% rispetto al periodo precedente.

Mercato terziario – Roma

Dopo la *performance* positiva registrata nel secondo semestre 2011, il settore degli uffici a Roma mostra nuovi segnali di flessione, soprattutto per quanto riguarda l'assorbimento di spazi che ha toccato la soglia di 7.000mq contro i 18.000mq del periodo precedente e i 65.000mq dello stesso periodo del 2011. Bisogna inoltre sottolineare come il volume assorbito in zone *prime* superi i 6.000mq, dato che conferma la preferenza degli utilizzatori per prodotti di prima fascia.

I valori immobiliari sono tutt'ora stabili sia nelle zone di pregio (centro, EUR), sia nelle zone di importanza secondaria. La previsione per i prossimi mesi è invece distonica, con una stabilità dei valori riferiti a *prime office* e una riduzione dei valori degli spazi di qualità secondaria.

Tabella 16 – Prezzi, canoni di locazione e *yield* – comparto terziario Roma I trimestre 2012

Zona	Prezzi (€/mq)	Canoni (€/mq/anno)	Yield
Media Roma	€ 4.439	€ 284	6,4%
<i>centro</i>	€ 7.135	€ 407	5,7%
<i>semicentro</i>	€ 4.487	€ 292	6,5%
<i>periferia terziaria</i>	€ 4.321	€ 292	6,8%
<i>periferia</i>	€ 1.813	€ 145	8,0%

Fonte: Elaborazione EPF su fonti varie

19

Mercato terziario – Milano

Il peggioramento evidenziato sulla capacità del mercato di Milano di assorbire l'offerta presente nel settore direzionale persiste anche nel primo quadrimestre 2012 con un'immediata ripercussione sul livello di *vacancy* che si attesta intorno al 12,0%, valore leggermente superiore al livello registrato a dicembre 2011.

I valori immobiliari continuano a scendere seppur con una lieve intensità, trainati principalmente dal calo diffuso dei canoni di locazione in tutte le zone di Milano.

Lo *yield* medio resta anche in questo periodo sostanzialmente stabile per tutti i segmenti; il lieve aumento registrato, pari allo 0,1%, è legato agli stabili collocati nelle zone *prime*.

Tabella 17 – Prezzi, canoni di locazione e *yield* – comparto terziario Milano I trimestre 2012

Zona	Prezzi (€/mq)	Canoni (€/mq/anno)	Yield
Media Milano	€ 5.977	€ 352	5,9%
<i>prime</i>	€ 9.717	€ 515	5,3%
<i>CBD</i>	€ 6.306	€ 350	5,6%
<i>semicentro</i>	€ 5.077	€ 344	6,8%
<i>periferia</i>	€ 2.807	€ 200	7,1%

Fonte: Elaborazione EPF su fonti varie

Nei prossimi mesi si assisterà inoltre ad una nuova configurazione del mercato terziario della capitale lombarda, dovuto al completamento del progetto Porta Nuova, che imporrà la zona di Garibaldi FS come nuovo *Central Business District*, un polo che per dimensione e posizione potrebbe attenuare la forza centripeta dei *prime office*.

Mercato industriale

Il comparto industriale nel primo trimestre 2012 ha confermato il dato negativo ereditato dall'ultimo periodo dell'anno precedente: la flessione del numero di transazioni dell'ultimo semestre osservato ha portato le performance degli ultimi 12 mesi in territorio negativo, con una flessione di circa l'8%, nonostante i risultati positivi registrati nei trimestri centrali dell'anno 2011.

Tabella 18 – Numero di transazioni immobiliari 2009-2012 – Comparto industriale

Settore	Totale 2009	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012
Produttivo	12.281	2.525	3.037	2.220	4.065	11.847	2.474	3.209	2.949	3.839	12.471	2.279
<i>Variazione annuale</i>		-0,16%	-4,23%	-16,89%	3,96%	-3,54%	-2,02%	5,66%	32,84%	-5,55%	5,27%	-7,88%

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

20

La scarsa dinamicità di questo segmento di mercato è controbilanciata da un andamento in termini di valore dei prezzi e dei rendimenti stabile per i *prime asset* (definiti tali per caratteristiche costruttive e localizzazione), presenti nei principali nodi della rete di trasporti del Paese (Milano, Bologna, Piacenza, Roma), dato questo caratterizzato dalla forte incidenza delle logistiche che costituiscono un segmento importante di questo comparto.

Gli immobili situati in *location* secondarie o che presentano un livello di qualità costruttiva inferiore sono invece caratterizzati da un'elevata *vacancy*, che consente ai conduttori di rivedere al ribasso (anche fino al 30%) i canoni di locazione con una sostanziale revisione del valore degli stessi immobili.

La differenza tra le diverse *location* appena riscontrata nei livelli dei canoni di mercato non si traduce in un disallineamento degli *yield*; il comparto infatti registra un rendimento di mercato intorno al 7,75% per Roma e Milano e dell'8,00% per le *location* secondarie, valori questi in linea con quanto rilevato nel 2010 e nel 2011.

Metodologia di valutazione

L'attività di valutazione è finalizzata alla determinazione del valore economico di un bene. Tuttavia poiché tale caratterizzazione non è univoca nella teoria, si preferisce utilizzare la definizione di valore di mercato, così come contenuta nella versione italiana del *RICS Appraisal and Valuation Manual* – “Red Book” – della Royal Institution of Chartered Surveyors, ed. 6 del 01 marzo 2009 e precedentemente riportata nelle Definizioni.

Per la determinazione del valore di mercato, teoria e prassi concordano nell'individuare tre principali filoni metodologici per valutare i beni immobili: comparativo, di trasformazione (o estrazione) ed economico; da un punto di vista applicativo, quest'ultima metodologia si basa sui criteri reddituale e finanziario. I diversi filoni metodologici si basano su principi differenti e devono essere adottati in maniera congiunta quando la complessità del bene da valutare lo richiede e le informazioni rilevabili dal mercato lo consentono.

Metodologia di comparazione

Il criterio comparativo di mercato utilizza i dati di immobili comparabili che siano stati oggetto di transazioni recenti o per cui sia noto il prezzo richiesto per stimare il valore dell'immobile. In base ai prezzi comparabili è possibile stimare il valore di un immobile mediante adeguamenti che tengano conto delle specificità di ciascun bene. L'utilizzo di questo criterio si articola in tre passaggi.

1. *Selezione degli immobili comparabili*: la scelta di comparabilità si basa sulle caratteristiche fisiche (età, stato di manutenzione ecc.) e sulla localizzazione degli immobili. È necessario che le caratteristiche dei beni reputati comparabili siano il più possibile simili a quelle dell'immobile da valutare e che i beni comparabili siano stati oggetto di recente transazione (generalmente negli ultimi tre-sei mesi) a un prezzo di mercato.
2. *Normalizzazione del prezzo di transazione dei beni comparabili mediante un'unità di confronto*: per la maggior parte degli immobili, l'unità considerata è la superficie, pertanto, salva diversa indicazione, si utilizzano prezzi o canoni di locazione al metro quadrato. Il valore finale del bene è ottenuto dalla moltiplicazione del prezzo medio dell'unità di misura estratto dal mercato per la quantità espressa dal bene da valutare.
3. *Adeguamenti*: poiché due immobili non sono mai perfettamente identici ma solo simili (per esempio a causa di differenze d'età, dello stato di manutenzione, dell'orientamento, del livello di personalizzazione, della fungibilità o dell'accessibilità) occorre verificare le differenze tra le informazioni ottenute e il bene specifico da valutare.

Data la specificità dei beni immobiliari, il criterio comparativo di mercato risulta particolarmente appropriato per la valutazione di immobili abbastanza omogenei o “standard” e per le tipologie in cui cioè prevale un mercato della proprietà rispetto a un mercato dello spazio (tipicamente in segmento residenziale).

Metodologia di trasformazione (o estrazione)

Il criterio di trasformazione (o estrazione) solitamente si utilizza per valutare le aree o gli immobili da riqualificare, cioè beni non utilizzabili allo stato attuale, e consiste nell'identificare il "miglior" utilizzo possibile tenendo conto delle vigenti norme di pianificazione territoriale, cioè nell'identificare la costruzione dell'immobile che permette di generare i canoni di locazione o i prezzi di vendita più elevati.

Tale metodologia richiede le seguenti operazioni:

- individuazione della destinazione d'uso e dell'indice di occupazione del suolo consentiti che permettono di raggiungere l'obiettivo;
- stima del prezzo al quale il bene potrebbe essere venduto sul mercato (mediante le metodologie di comparazione e/o economica), da cui si detrae il costo di costruzione dell'edificio, ottenendo così l'importo massimo che si potrà pagare per il terreno.

Il metodo può essere applicato con una semplice sommatoria dei ricavi e dei costi (includendo in tal caso un margine per la remunerazione del capitale proprio dello sviluppatore e per gli oneri finanziari sul debito), oppure mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi previsti, in maniera simile al criterio finanziario. La metodologia di trasformazione con criterio finanziario è stata ritenuta la più idonea alla valutazione dello sviluppo di Via di Casal Lumbroso a Roma.

Metodologia economica

La metodologia di valutazione economica ricerca il valore di un immobile stimando la sua capacità di produrre benefici economici nell'orizzonte temporale considerato; la denominazione deriva dall'utilizzo di metodologie e principi che sono applicabili e applicati a tutte le altre tipologie di investimento in quanto permette di esprimere il valore di un bene in funzione dei medesimi fattori che determinano il valore di un qualsiasi asset: il reddito atteso e il rischio associato al suo conseguimento. Tale metodologia si basa sul fondamentale assunto che un acquirente razionale non è disposto a pagare un prezzo superiore al valore attuale dei benefici economici che il bene sarà in grado di produrre.

La metodologia di valutazione economica si articola in due differenti criteri applicativi che si basano su diverse misure di reddito atteso, includendo diverse assunzioni riguardanti la relazione tra reddito e valore.

- Criterio reddituale (*direct capitalization*): è utilizzato per convertire la previsione del reddito atteso di un singolo periodo in un'indicazione di valore mediante un passaggio diretto, che si sostanzia nella divisione del reddito stimato per un appropriato tasso di capitalizzazione (un reddito e un tasso).
- Criterio finanziario (*yield capitalization*): è utilizzato per convertire tutti i flussi futuri in un valore presente, attualizzando ogni beneficio atteso per un appropriato tasso di attualizzazione (pluralità di flussi).

Nella valutazione di un immobile esistente, il beneficio economico è, principalmente, il canone di locazione generabile al netto dei costi a carico del proprietario. È quindi necessario determinare la quantità di canone di locazione che può generare analizzando i contratti di locazione esistenti e i canoni di mercato derivanti

da un campione di beni comparabili per cui esista un mercato dello spazio. In questo secondo caso occorre quindi analizzare le transazioni di spazio per definire la quantità di canone potenzialmente rinvenibile in maniera analoga a quanto si effettua nell'applicazione della metodologia di comparazione.

Criterio finanziario

Secondo il criterio finanziario il valore di un *asset* corrisponde alla somma del valore attuale dei flussi futuri che è in grado di generare, scontati a un tasso che considera il rischio di tali flussi.

Il criterio finanziario si basa sulla relazione esistente tra i redditi generati da un immobile e il suo valore ma, diversamente dal criterio reddituale, prende in considerazione in maniera esplicita l'evoluzione temporale dei flussi in entrata (e.g. canoni di locazione o ricavi da vendita) e dei flussi in uscita (e.g. spese operative o costi di costruzione).

Il valore di mercato è pari alla sommatoria di tutti i flussi attualizzati:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F_t}{(1+i)^t}$$

dove:

V = valore dell'immobile;

i = tasso di attualizzazione;

F_t = flusso del periodo.

23

L'applicazione del criterio finanziario presenta criticità che devono essere supportate nella perizia di valutazione:

- la determinazione dei flussi di cassa quale sommatoria algebrica tra tutte le uscite e le entrate attese generate dall'immobile a favore del proprietario;
- la stima di un valore finale al momento della stabilizzazione dei flussi;
- la scelta del tasso di attualizzazione in funzione del rischio dei flussi.

Il criterio finanziario si presta per valutare immobili il cui reddito non è stabilizzato o in cui ci sono significative variazioni di reddito nel tempo dovute a situazioni contrattuali diverse dalle attuali condizioni di mercato. Il criterio finanziario è stato ritenuto il metodo più idoneo alla valutazione degli immobili del Fondo "Alpha".

Criterio reddituale

Il criterio reddituale fa riferimento a espressioni sintetiche basate sulla quantificazione di un reddito medio annuo, evitando in tal modo la stima puntuale dei redditi attesi lungo l'intera vita economica del bene. Teoria e prassi valutativa concordano nell'utilizzare principalmente l'espressione della rendita perpetua illimitata: tale assunzione deriva dal fatto che il bene immobiliare ha un ciclo di vita estremamente lungo e che la differenza tra il valore attuale di una rendita perpetua e il valore di una rendita limitata nel tempo assume valori contenuti dopo pochi anni.

Il criterio reddituale si basa sulla capitalizzazione diretta e converte il canone di mercato annuale nel valore di mercato dell'immobile stesso; il valore di un immobile è pari al rapporto tra l'importo del reddito e l'adeguato tasso di capitalizzazione:

$$V_t = \frac{C_t}{r}$$

dove:

r = tasso di capitalizzazione;

C_t = reddito.

L'applicazione del criterio reddituale presenta criticità che devono essere supportate nella perizia di valutazione:

- la determinazione del reddito normalizzato (generalmente si assume come base di calcolo il canone di locazione lordo, perché presenta il vantaggio di essere noto e di comparire nel contratto di locazione);
- la scelta del tasso di capitalizzazione coerente con la definizione di reddito utilizzata.

Il criterio reddituale può essere utilizzato in situazioni di stabilità, quali un immobile locato in condizioni normali oppure vuoto, per cui è quindi necessario e possibile stimare il canone normale di mercato (si stima un canone potenziale). In tali circostanze è preferibile al criterio finanziario poiché non sono necessarie ipotesi aggiuntive di difficile stima quali i tassi di crescita attesi dei canoni e il tasso di capitalizzazione in uscita (*going out cap rate*) per stimare il valore finale del bene.

24

Determinazione dei tassi di attualizzazione e capitalizzazione

Elemento chiave nell'applicazione della metodologia economica è la stima dei tassi di attualizzazione e capitalizzazione. Teoria e prassi sono concordi nell'identificare due principali metodologie per la determinazione di tali tassi.

1. **Estrazione dei tassi di mercato:** i tassi di capitalizzazione, corrispondenti ai rendimenti degli immobili scambiati nel mercato di riferimento (*yield*, rapporto tra reddito e prezzo), sono estratti direttamente dal mercato apportando opportune variazioni in aumento o in diminuzione sulla base delle caratteristiche dei beni immobili utilizzati per effettuare il confronto.
2. **Build-up approach:** anche noto come criterio di costruzione per fattori, consente di definire un tasso in funzione della sommatoria di singole componenti, partendo da un tasso privo di rischio e aggiungendo un premio per i rischi specifici.

Tasso di capitalizzazione

Il tasso di capitalizzazione in uscita (*going out cap rate*) è stimato sulla base dell'*yield* corrente derivante da transazioni comparabili e di uno *spread*, in aumento o (più raramente) in riduzione per considerare la variazione del rischio nel tempo fino al momento di determinazione del valore finale. Tale *spread*, che dipende dall'orizzonte temporale considerato, è funzione del rendimento atteso, del rischio futuro e delle aspettative di incremento del reddito.

Tassi di attualizzazione

I flussi di cassa utilizzati sono al lordo delle imposte e della struttura finanziaria (rapporto di indebitamento); conseguentemente il tasso di attualizzazione è una media ponderata (WACC) dei tassi di rendimento lordo imposte del debito e del capitale proprio richiesti dal mercato per investire nell'immobile oggetto di valutazione.

Diversamente dai tassi di capitalizzazione, poiché non è possibile estrarre direttamente dal mercato i tassi di attualizzazione rappresentativi il rendimento totale richiesto dagli investitori, si utilizza il criterio di costruzione per fattori.

Struttura finanziaria

La struttura finanziaria che determina la ponderazione delle diverse forme di capitale utilizzate (debito e capitale proprio) dipende dal rischio operativo del bene valutato e dalle condizioni nel mercato finanziario, per cui varia tra i diversi immobili e nel tempo.

Costo del debito (Kd)

Il costo del debito è il rendimento lordo di mercato richiesto dalle banche per finanziare l'immobile oggetto di valutazione, considerando lo specifico rischio operativo e la struttura finanziaria: si determina stimando il tasso base (tasso interbancario di riferimento) e lo spread bancario per il rischio.

- a) Il tasso Eurirs è il tasso interbancario di riferimento utilizzato come parametro di indicizzazione dei mutui ipotecari a tasso fisso. È diffuso quotidianamente dalla Federazione Bancaria Europea ed è pari alla media ponderata delle quotazioni alle quali le banche operanti nell'Unione Europea realizzano l'Interest Rate Swap. La scadenza utilizzata è pari alla durata del finanziamento normalmente concesso per l'immobile oggetto di valutazione.
- b) Lo spread bancario è determinato in funzione del rischio operativo e finanziario dell'immobile oggetto di valutazione.

Costo del capitale proprio (Ke)

Il costo del capitale proprio è il rendimento minimo che il mercato richiede per investire nell'immobile, considerando il rischio operativo, il costo del debito e la struttura finanziaria. Coerentemente con la natura dei flussi da attualizzare, tale valore è al lordo delle imposte.

Si determina prima il rischio operativo sommando la componente di rendimento richiesta per ciascuno dei diversi fattori in funzione del rischio specifico (*build-up approach*) e successivamente si stima la componente di rischio finanziario sulla base del rischio operativo e della struttura finanziaria.

Rischio operativo: consiste nella volatilità dei flussi di cassa operativi e deriva principalmente dalla possibilità che il bene immobile non sia in grado di conseguire un reddito.

a) Tasso privo di rischio (tasso risk-free): tasso di interesse di un'attività priva del rischio di insolvenza del debitore e del rischio di variazione dei tassi nel mercato. Nella prassi si utilizzano indicatori del rendimento dei titoli di Stato o dei tassi interbancari quali il tasso Eurirs, con scadenza omogenea all'orizzonte temporale di riferimento.

b) Risk premium immobiliare: si compone dei fattori di seguito elencati, alcuni dei quali riconducibili esclusivamente agli immobili a reddito e altri ai soli immobili a sviluppo.

- *Rischio settore immobiliare:* differenziale di rendimento richiesto per investire nel mercato immobiliare rispetto a un'attività priva di rischio (rischio normativo, amministrativo, legislativo, fiscale, ambientale ecc.). Rappresenta il livello minimo di rischio per un investimento che non comporta altri fattori incrementativi di rischio specifico immobiliare. A fine giugno 2012 tale spread è stato stimato in 3,30%, in aumento di 70 punti base rispetto a fine dicembre 2011 a causa del perdurare del clima di incertezza del mercato immobiliare e all'aumento del rischio Paese nel primo semestre dell'anno.
- *Rischio localizzazione:* è il rischio derivante dallo specifico mercato in cui il bene si trova. Si compone di un elemento di rischio a livello nazionale (aree primarie e aree secondarie) e a livello locale (qualità e futuri sviluppi dell'area di riferimento – quartiere e via). La maggiore appetibilità di una localizzazione per gli utilizzatori determina un minor rischio. Tra gli elementi rientrano l'andamento economico del mercato di riferimento, le infrastrutture, le vie di comunicazione e l'accessibilità.
- *Rischio tipologia:* è il rischio specifico di ciascuna tipologia immobiliare che presenta caratteristiche fisiche e di mercato diverse, che si traducono in differenti tassi. È legato alla fungibilità per possibilità di utilizzo e di utilizzatore.
- *Rischio tecnico-costruttivo:* è il rischio caratteristico della fase di sviluppo dell'immobile ed è legato alla variazione dei costi e dei tempi di costruzione e realizzazione del bene immobile, oltre che alla corrispondenza effettiva del manufatto al progetto iniziale.
- Rischi specifici immobili a reddito
 - *Rischio immobile:* è il rischio derivante dalle caratteristiche fisiche del singolo immobile (livello di obsolescenza tecnica e funzionale, design, eventuali caratteristiche di pregio, qualità costruttiva, stato manutentivo, ecosostenibilità ecc.).
 - *Rischio commerciale:* è il rischio di sfitto (*vacancy*) o di mancato pagamento (*credit loss*) da parte del conduttore. È funzione dello standing creditizio del conduttore e delle condizioni contrattuali in essere. È anche il rischio generale di ricerca di un nuovo conduttore nell'ipotesi di un immobile sfitto, al momento della scadenza del contratto in essere o nell'ipotesi di un recesso anticipato.
- Rischi immobili in sviluppo

- *Rischio urbanistico*: è il rischio legato all'incertezza sui tempi e nell'ottenimento dei permessi necessari per lo sviluppo immobiliare.
- *Rischio di sviluppo*: è il rendimento richiesto dal *developer* per sviluppare il bene immobile, oltre ai rischi urbanistici e tecnico-costruttivi.

La tabella seguente illustra i *range* di valori assumibili relativi ai rischi appena descritti per ciascuna tipologia immobiliare di mercato.

Tabella 19 – Intervalli valori *risk premium* immobiliari

INVESTIMENTI A REGIME	localizzazione		tipologia		immobile (età, qualità, dotaz.)		commerc. (tenant)		tecnico-costrutt.	
	min	max	min	max	min	max	min	max	min	max
area	0,0%	0,5%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%
residenziale	0,0%	1,0%	0,0%	1,0%	0,0%	1,0%	0,0%	2,0%	0,1%	0,3%
uffici	0,0%	1,5%	0,5%	2,0%	0,0%	1,0%	0,1%	1,0%	0,1%	0,6%
commerciale high street	0,0%	1,5%	0,5%	3,0%	0,0%	0,3%	0,0%	1,0%	0,1%	0,3%
commerciale (centro comm. & parco)	0,0%	2,0%	0,5%	3,5%	0,0%	1,5%	0,1%	2,0%	0,1%	0,6%
commerciale (outlet)	0,0%	2,5%	1,0%	4,0%	0,0%	2,0%	0,5%	2,5%	0,1%	0,3%
ricettivo (alberghiero/residence)	0,0%	2,0%	1,0%	4,0%	0,0%	3,0%	0,1%	1,5%	0,1%	0,6%
logistica	0,0%	2,0%	1,5%	4,5%	0,0%	3,0%	0,1%	2,0%	0,1%	0,3%
entertainment	0,0%	2,0%	1,5%	4,0%	0,0%	3,0%	0,5%	2,0%	0,1%	0,8%
industriale leggero	0,0%	2,5%	2,0%	5,0%	0,0%	2,0%	1,0%	2,5%	0,1%	0,3%
industriale (impianti speciali)	0,0%	2,5%	3,0%	7,0%	0,0%	3,0%	1,5%	3,0%	0,1%	0,8%

INVESTIMENTI IN SVILUPPO	premio sviluppo		Urbanistico	
	min	max		min max
area			<i>PRG in adozione</i>	3,0% 5,0%
residenziale	2,0%	5,0%	<i>PRG adottato</i>	1,0% 2,0%
uffici	3,0%	7,0%	<i>Convenz./Piani attuativi approvati</i>	0,5% 1,0%
commerciale high street	2,0%	5,0%	<i>Concessioni a edificare rilasciate</i>	0,0% 0,1%
commerciale (centro comm. & parco)	3,0%	7,0%		
commerciale (outlet)	3,0%	7,0%		
ricettivo (alberghiero/residence)	3,0%	7,0%		
logistica	3,0%	8,0%		
entertainment	3,0%	8,0%		
industriale leggero	3,0%	8,0%		
industriale (impianti speciali)	3,0%	8,0%		

27

Fonte: EPF – elaborazioni proprie

Rischio finanziario: consiste nel maggiore rendimento richiesto per la presenza di indebitamento che, per la precedenza nel pagamento rispetto al capitale proprio, incrementa il rischio di quest'ultimo. Si determina applicando un moltiplicatore basato sul modello della leva finanziaria che considera l'effetto della struttura finanziaria, il differenziale rispetto al costo del debito e il beneficio fiscale.

Ulteriori assunzioni generali

Tempistiche e frequenza dei flussi: il numero e la frequenza dei periodi utilizzati per le valutazioni dei singoli immobili sono determinati in considerazione di diversi fattori tra cui la durata dei contratti di locazione in essere, le eventuali capex e la rilocazione dell'immobile.

Inflazione: le stime dell'inflazione per il 2012 (3,2%) e il 2013 (2,3%) sono quelle della Commissione Europea ad aprile 2012. Per gli anni successivi si è assunto un tasso di inflazione del 2%, valore target dell'inflazione nella zona euro nel medio-lungo periodo.

Canoni di locazione: i canoni di locazione contrattuali (*passing rent*), così come le altre clausole dei contratti di locazione (durata, presenza di *break option* ecc.) sono desunti dai documenti forniti dal Committente. I canoni di mercato (ERV) sono determinati sulla base dei dati di mercato rilevati in zona. Dove non diversamente specificato, si ipotizza una crescita dei canoni di mercato in linea con il tasso di inflazione.

Costi operativi: per ciascun immobile si ipotizzano i seguenti costi operativi a carico del proprietario.

- *Costi amministrativi (property management):* sono calcolati in percentuale sul totale dei canoni di locazione. Variano in funzione degli immobili.
- *Manutenzione straordinaria (accantonamento annuo):* è determinata in percentuale sul costo di ricostruzione a nuovo dell'immobile. Varia in funzione degli immobili (tipologia, obsolescenza, senescenza ecc.). Tale valore, sebbene imputabile a periodi specifici, viene ripartito mediante un accantonamento in quanto, soprattutto per orizzonti temporali estesi, è di difficile quantificazione.
- *Assicurazione:* è utilizzato il valore fornito dal Committente.
- *IMU:* è utilizzato il valore fornito dal Committente.
- *Imposta di registro:* assunta pari allo 0,5% dei canoni percepiti, ove non diversamente indicato.

Tutte le altre ipotesi utilizzate nella stima dei singoli immobili sono riportate nelle singole Schede di Valutazione della Parte Seconda.

Conclusioni

Il presente documento è stato redatto a seguito dell'incarico di Esperto Indipendente conferito a Europrogetti & Finanza srl ("EPF") da IDeA FIMIT SGR S.p.A. e contiene la valutazione semestrale alla data del 30 giugno 2012 relativa al valore di mercato dei 17 immobili direttamente detenuti del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Alpha" e del "Centro Direzionale Da Vinci".

Nelle tabelle in allegato alle pagine seguenti sono riassunti i valori degli immobili come calcolati nelle rispettive schede di valutazione; tali importi sono poi stati arrotondati alla più prossima decina di migliaia di euro.

L'importo risultante dalla valutazione effettuata per i **17 immobili direttamente detenuti dal Fondo** risulta pari a:

418.700.000 Euro

(quattrocentodiciottomilionisettecentomilaeuro)

L'importo risultante dalla valutazione effettuata per il **Centro Direzionale Da Vinci** risulta invece pari a:

29

133.370.000 Euro

(centotrentatremilionitrecentosettantamilaeuro)

Milano, 18 luglio 2012

In fede,



Ing. Edoardo Viganò
(Consigliere delegato Europrogetti & Finanza srl)

Allegato 1 – Valore di mercato 17 immobili Fondo “Alpha” al 30 giugno 2012

	Immobile	Indirizzo	Città	Valore di mercato 30 giugno 2012
1	Bavastro 92/94	Via Capitan Bavastro, 92/94	Roma	
2	Bavastro 174	Via Capitan Bavastro, 174	Roma	
3	Colombo 44	Via Cristoforo Colombo, 44	Roma	
4	Parboni 6	Via N. Parboni, 6 - Via I. Nievo, 25/38	Roma	
5	Lamaro 51	Via Vincenzo Lamaro, 41/61	Roma	
6	Longoni 95	Via Emilio Longoni, 95/123	Roma	
7	Longoni 3	Via Emilio Longoni, 3/7	Roma	
8	Casilina 3	Via Casilina, 1/3/5	Roma	
9	Cavour 5	Via Cavour, 5 - Via Turati, 38/40	Roma	
10	Giorgione 59/63	Via Giorgione, 59/63	Roma	
11	Casal Lumbroso 77	Vicolo del Casal Lumbroso, 77	Roma	
12	Tor Cervara 285/C	Via di Tor Cervara, 285/C	Roma	
13	Crespi 12	Via Gaetano Crespi, 12	Milano	
14	Orione - Colleoni	Via Colleoni, 13/15/17/19 - Centro Direzione Colleoni, Edificio Orione	Agrate Brianza (MB)	
15	Milanofiori 5B	Milanofiori - Strada 3, Fabbricato A1 B - Lotto C	Assago (MI)	
16	Colombo 24	Via Cristoforo Colombo, 24	Melzo (MI)	
17	Moro 44	"Fiera District" - Viale Aldo Moro, 28/44/68/70	Bologna	
			tot.	€ 418.700.000

30



Ing. Edoardo Viganò
(Consigliere delegato
Europrogetti & Finanza srl)

Allegato 2 – Valore di mercato “Centro Direzionale Da Vinci” al 30 giugno 2012

Immobile	Indirizzo	Città	Valore di mercato 30 giugno 2012
Centro Direzionale Da Vinci	Viale G.E. Eiffel, 13	Roma	€ 133.370.000



Ing. Edoardo Viganò
(Consigliere delegato
Europrogetti & Finanza srl)