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

RENDICONTO AL 31/12/2011

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

***Relazione degli Amministratori
al Rendiconto al 31 dicembre 2011***

1. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE	2
A. IL QUADRO ECONOMICO	2
B. IL MERCATO IMMOBILIARE	5
C. IL MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI	10
2. DATI DESCRITTIVI DEL FONDO	13
A. IL FONDO ALPHA IN SINTESI	13
B. LA CORPORATE GOVERNANCE	16
3. ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO E DELLE DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO	21
A. L'ATTIVITÀ DI GESTIONE	21
B. POLITICHE DI INVESTIMENTO E DI DISINVESTIMENTO	23
4. EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA VERIFICATISI NELL'ESERCIZIO	26
5. LINEE STRATEGICHE CHE SI INTENDONO ADOTTARE PER IL FUTURO	28
6. ILLUSTRAZIONE DEI RAPPORTI INTRATTENUTI NELL'ESERCIZIO CON ALTRE SOCIETÀ DEL GRUPPO DI IDEA FIMIT SGR	29
7. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO	29
8. LA GESTIONE FINANZIARIA	30
A. FINANZIAMENTI	30
B. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	31
9. PERFORMANCE DEL FONDO, ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA SUL MERCATO E INDICATORI DI REDDITIVITÀ E FINANZIARI	32
10. PROVENTI POSTI IN DISTRIBUZIONE	33
11. ALTRE INFORMAZIONI	34

1. Andamento del mercato immobiliare

A. Il quadro economico

In considerazione della stretta correlazione fra l'andamento generale dell'economia e le sorti del mercato immobiliare, si ritiene opportuno introdurre la successiva analisi di settore con una descrizione dello stato della crisi che ha interessato le economie mondiali dal 2008.

Come emerge chiaramente dall'ultimo "Economic Outlook"¹ dell'OCSE, pubblicato alla fine del 2011, il quadro globale risulta significativamente deteriorato. La crescita economica mondiale sta rallentando ulteriormente e i principali indicatori globali risultano particolarmente penalizzati.

Tale scenario è dovuto all'estensione e all'accentuazione delle tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro che hanno assunto, nel secondo semestre del 2011, rilevanza sistemica inducendo il 13 gennaio 2012 l'agenzia di rating Standard & Poor's a formalizzare il declassamento del debito pubblico di nove paesi dell'eurozona, tra cui la Francia, l'Italia e la Spagna.

La seguente tabella riporta l'andamento consuntivo e atteso dei principali indicatori economici secondo l'OCSE a livello mondiale oltre che per Stati Uniti d'America, Euro Zona e Giappone.

	2010	2011	2012	2013
	%			
Andamento del PIL				
Stati Uniti	+3.0	+1.7	+2.0	+2.5
Euro Zona	+1.8	+1.6	+0.2	+1.4
Giappone	+4.1	-0.3	+2.0	+1.6
Mondo	+5.0	+3.8	+3.4	+4.3
Tasso di disoccupazione nel mondo	+8.3	+8.0	+8.1	+7.9
Inflazione nel mondo	+1.8	+2.5	+1.9	+1.5

Le prospettive di crescita delle economie avanzate sono quindi penalizzate da tali tensioni sul debito alle quali è riconducibile il progressivo deterioramento, nel secondo semestre del 2011, del quadro congiunturale dell'eurozona. Da ottobre l'indicatore €-coin², che stima la componente di fondo della variazione trimestrale del PIL dell'area, si colloca infatti su valori negativi. In considerazione di ciò alcuni osservatori stanno rivedendo al ribasso anche le

¹ OECD Economic Outlook – Vol. 2011/2

² Banca d'Italia - Bollettivo Economico N. 67 - Gennaio 2012

prospettive di crescita dell'area euro per il 2012, che sarebbero inferiori a quelle stimate preliminarmente dall'OCSE, e pari a -0,3%³.

Alle difficoltà affrontate dall'eurozona si affianca l'incertezza circa il processo di consolidamento delle finanze pubbliche negli Stati Uniti, la cui criticità è già emersa nel corso dell'anno in occasione dell'approvazione del bilancio, e l'indebolimento della crescita in Giappone. Come emerge dai dati OCSE, le pressioni inflazionistiche, che hanno tratto beneficio dall'allentamento delle tensioni sui costi delle materie prime, si sono invece attenuate. L'andamento dei prezzi delle materie prime si lega d'altra parte anche alle dinamiche del commercio globale che, da quanto emerge dalle prime indicazioni, avrebbe subito un rallentamento nel quarto trimestre.

I tassi di disoccupazione medi mondiali rimangono stabilmente alti con una tendenza all'incremento della disoccupazione a lungo termine anche nei paesi avanzati.

Tali tendenze hanno contribuito assieme a fenomeni naturali, quali il terremoto in Giappone, e alle politiche monetarie restrittive di molti paesi emergenti, preoccupati delle spinte inflattive interne, ad una maggiore percezione del rischio sistemico che a sua volta ha influenzato la volatilità dei mercati finanziari, tornata ai livelli del biennio 2008/2009.

In questo scenario molti commentatori sottolineano il limitato contributo alla stabilizzazione svolto dai paesi emergenti impegnati ad affrontare una contrazione dell'*export* e dei mercati azionari, una generale crescita degli *spread* sui titoli governativi ed un accesso al credito meno semplice.

Ne consegue che mai come in questo scenario le prospettive economiche sono state solidalmente legate alla capacità delle istituzioni finanziarie e politiche, delle singole nazioni, dell'eurozona e mondiali, di perseguire politiche economiche adeguate.

I corsi dei titoli di stato in molti paesi dell'area euro hanno risentito dell'incertezza sull'efficacia della gestione della crisi a livello comunitario e a livello di coordinamento intergovernativo, nonostante le importanti correzioni degli squilibri di finanza pubblica operate dai governi nazionali e le scelte della Banca Centrale Europea ("BCE"). Il Consiglio direttivo della BCE ha infatti ridotto in due occasioni i tassi ufficiali, portandoli all'1% e ha introdotto misure di sostegno all'attività di prestito delle banche a famiglie e imprese, ostacolata dalle crescenti difficoltà di raccolta e dalla segmentazione dei mercati interbancari.

Una prima operazione di rifinanziamento a 36 mesi con piena aggiudicazione degli importi richiesti è stata effettuata il 21 dicembre. Dopo l'operazione, l'aumento della liquidità presente

³ Consensus Economics - Gennaio 2012

nel sistema bancario e la riduzione dei timori sulla capacità di raccolta delle banche si sono riflessi in una riduzione dei premi per il rischio implicito nei tassi interbancari e in un miglioramento dei premi sui *Credit Default Swap* delle banche.

Nei mesi precedenti infatti si erano registrati, anche nel nostro paese, effetti negativi sulla raccolta delle banche, soprattutto all'ingrosso e, come confermato da Banca d'Italia, vi sono indicazioni che tali difficoltà si siano trasmesse all'offerta di credito all'economia. Il fenomeno dovrebbe attenuarsi grazie alla possibilità per le banche di fare ampio ricorso alle nuove operazioni di rifinanziamento dell'eurosistema.

Per quanto concerne il quadro economico generale dell'Italia, l'ultimo dato disponibile relativo al Prodotto Interno Lordo registra una diminuzione, nel terzo trimestre 2011, dello 0,2% sul periodo precedente, tendenza che sarebbe confermata anche nel quarto trimestre secondo le stime di Banca d'Italia.

Coerentemente con tale andamento, anche il recupero dell'occupazione, iniziato nell'ultimo trimestre del 2010, si è arrestato nei mesi di ottobre e novembre e il tasso di disoccupazione ha raggiunto tra i più giovani, secondo i dati di Banca d'Italia, il 30,1%.

In linea con la tendenza mondiale, inoltre, anche in Italia le pressioni inflazionistiche sono in attenuazione, in un quadro di moderazione dei costi e di debolezza della domanda. Tale tendenza è controbilanciata solo dalle politiche fiscali, quali gli aumenti delle imposte indirette, delle accise sui carburanti e di alcuni prezzi regolamentati che stanno causando un rialzo del livello dei prezzi al consumo.

Al peggioramento delle prospettive occupazionali, il rallentamento del commercio mondiale e il rialzo dei costi di finanziamento, per l'aggravarsi della crisi del debito sovrano, si è aggiunta la riduzione della domanda interna frutto anche delle manovre correttive di finanza pubblica, peraltro indispensabili per evitare più gravi conseguenze sull'attività economica e sulla stabilità finanziaria.

In dicembre il Governo ha varato una terza manovra correttiva per il triennio 2012-14. La manovra, approvata lo scorso 22 dicembre, mira a rispettare l'impegno, assunto in ambito europeo, di conseguire il pareggio di bilancio nel 2013, e ha contribuito a ridurre il fabbisogno del settore statale al 3,9% del PIL (dal 4,3% del 2010).

Si ricorda che tali incisive misure correttive del bilancio pubblico avevano contribuito a ridurre, almeno all'inizio di dicembre, il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e quelli tedeschi, che aveva raggiunto in novembre i 550 punti base, valore massimo dall'introduzione dell'euro.

Gli unici elementi positivi, in questo fosco quadro, riguardano il leggero aumento della competitività delle imprese derivante dal deprezzamento dell'euro e la diminuzione significativa, nelle ultime settimane, dei premi per il rischio sui titoli di stato con scadenze brevi, ridottisi dopo l'avvio delle operazioni di rifinanziamento a tre anni da parte della BCE.

Per quanto concerne le prospettive, i diversi osservatori ed in primo luogo la stessa Banca d'Italia, riportano che gli scenari possibili variano molto e dipendono dagli sviluppi della crisi del debito sovrano e dai suoi riflessi sulla capacità di prestito delle banche.

In particolare Banca d'Italia riporta che qualora i rendimenti dei titoli di stato rimanessero ai livelli registrati all'inizio di gennaio per un biennio, il PIL si ridurrebbe dell'1,5% nella media del 2012 e l'attività economica ritornerebbe a crescere solo nel 2013, qualora invece i costi di finanziamento per tutti gli attori economici (settore pubblico, banche, imprese e famiglie) si riducessero a seguito di una politica di risanamento virtuosa si potrebbe avere una stabilizzazione nella seconda metà del 2012 e un più rapido ritorno alla crescita.

B. Il mercato immobiliare

Il mercato immobiliare mondiale

Benché alla data di redazione del presente documento siano disponibili un numero limitato di dati di consuntivo del 2011, l'andamento del mercato immobiliare mondiale si può ricostruire con un certo grado di accuratezza anche sulla scorta dei dati relativi al terzo trimestre dell'anno appena concluso.

Dai diversi *paper* dedicati al mercato residenziale, redatti dal Fondo Monetario Internazionale ("IMF"), emerge un quadro particolarmente complesso nel quale l'analisi dei soli indici globali può trarre spesso in inganno. Infatti benché il *Global House Price Index*⁴, indice immobiliare residenziale sviluppato dall'IMF, abbia registrato, a partire del 2007, una tendenza ribassista, dopo una crescita continua durata un decennio, da un'analisi più approfondita emergono notevoli differenze fra i singoli mercati locali. In particolare nell'ultimo anno circa metà dei 55 paesi che contribuiscono all'indice hanno registrato valori in crescita e metà in diminuzione. La stessa Eurozona si divide fra paesi, quali Irlanda (-14%), Spagna (-5%) e Grecia (-4%) che registrano diminuzioni di valori e paesi quali Francia (+6%) e Austria (+5%) che hanno invertito la tendenza. In questo scenario l'Italia, al pari della Gran Bretagna, registra una certa stabilità con una contrazione inferiore all'1%.

⁴ IMF – Global House Price Monitor

I principali indici di *performance* europei del settore non residenziale, quali il *DTZ Fair Value Index*⁵, sono nuovamente scesi nel terzo trimestre 2011 dopo aver registrato, nella prima parte dell'anno, un iniziale rimbalzo dai valori del 2010. Anche Jones Lang La Salle⁶ registra *performance* immobiliari in Europa positive nei primi due trimestri, con un aumento complessivo del *take-up* del 10%, mentre i risultati negativi del terzo e del quarto trimestre, legati anche al declino della fiducia delle imprese, ridurranno i volumi complessivi ai valori del 2010 mantenendo la *vacancy* media stabile al 10,2%.

Tale tendenza negativa ricalca la visione pessimista del mercato e la diminuzione delle opportunità derivanti anche dall'aumentata avversione al rischio degli investitori. Infatti, così come sui mercati obbligazionari si registra una spiccata preferenza per strumenti ritenuti sicuri, quali i titoli di stato statunitensi e tedeschi, anche nel mercato immobiliare sono premiati i prodotti con un profilo di rischio basso e penalizzati i mercati ritenuti meno liquidi.

Nei mercati *core*, i mercati con un profilo di "rischio paese" più basso e un corrispondente minore rendimento delle obbligazioni statali (Germania, Gran Bretagna e paesi Scandinavi), lo *spread* fra i rendimenti del mercato immobiliare e i rendimenti dei titoli di stato, storicamente considerato un *benchmark* dell'attrattività del mercato immobiliare, sta raggiungendo livelli record. Al contrario nei mercati periferici, come il mercato italiano, l'incremento dei rendimenti dei titoli di stato riduce a zero ovvero a valori negativi tale *spread*. Questa situazione non sembra però destinata a perdurare in quanto, anche nel mercato italiano, si prevede un aumento dei rendimenti richiesti a fronte di un maggiore rischio sistemico.

Infatti qualora la crisi del debito sovrano si dovesse accentuare alcuni osservatori prevedono in Europa un aumento dei rendimenti attesi medi ma indicano una certa differenziazione fra i mercati quali quello di Stoccolma e della City di Londra, che registreranno una diminuzione dei rendimenti (+15% circa fino al 2016), e quelli di Dublino e Madrid, che al pari di Milano, potrebbero registrare una diminuzione dei prezzi con percentuali a due cifre⁷.

L'impatto del raffreddamento del quadro economico generale risulta invece comune a tutti i mercati europei in quanto molti osservatori riportano un rallentamento, anche prospettico, nella crescita dei canoni di locazione che penalizza i ritorni potenziali e che colpisce i diversi settori immobiliari dal momento che le imprese posticipano i piani di espansione.

DTZ Research⁵ prevede infatti nel quadriennio 2012-2016 una crescita media mondiale dei canoni di locazione, nell'intero settore immobiliare, pari al 2,1% annuo, in flessione rispetto alle

⁵ European Fair Value Q3 2011 – DTZ Foresight

⁶ EMEA Corporate Occupier Condition Q4 2011 – Jones Land LaSalle

⁷ European Scenario Analysis Q3 2011 - DTZ Foresight

previsioni di metà 2011, e comunque superiore all'1,7% previsto nell'area Euro e negli Stati Uniti. L'economia asiatica cresce fortemente anche se si iniziano a registrare i primi segni di un rallentamento ed anche per la Cina, che guida i paesi dell'area in termini di crescita prevista dei canoni, si prevede una crescita annua non superiore al 3,2% nei prossimi cinque anni. Infine le stime sui valori immobiliari medi globali, dopo il rimbalzo registrato nel corso del 2011 rispetto al 2010, prevedono un andamento in aumento mediamente dell'1,5% annuo fra il 2012 e il 2015.

Il mercato immobiliare italiano

Sorprendentemente, se si considera la congiuntura economica, il mercato immobiliare non residenziale italiano ha registrato nel corso del 2011 un elevato volume di investimenti se confrontati con il 2010.

Premesso che l'analisi del mercato immobiliare italiano non residenziale, nel quale sono attivi gli investitori istituzionali, è spesso aneddotica e che risulta quindi complesso quantificarne correttamente i volumi, tutti i principali osservatori sono concordi nel registrare, nel corso del secondo semestre del 2011, un andamento positivo degli investimenti.

Secondo gli osservatori di CBRE⁸ il settore immobiliare degli investitori istituzionali, nel corso del terzo trimestre del 2011, ha registrato una sorprendente vitalità e il totale delle operazioni non residenziali finalizzate nei primi 9 mesi del 2011 ha raggiunto un valore complessivo di circa 3,2 miliardi di euro con un aumento del 7,4% rispetto allo stesso periodo del 2010.

Tali valori sono in parte dovuti alla finalizzazione di importanti operazioni di compravendita di portafogli di immobili ad uso commerciale, quali ad esempio la seconda *tranche* del portafoglio METRO *Cash & Carry* da parte di un importante investitore statunitense. Queste rilevanti operazioni, che hanno rappresentato circa il 60% delle transazioni nel settore commerciale, hanno contribuito a rendere tale settore il principale nello scenario del mercato immobiliare non residenziale e ad assicurare una certa stabilità degli *yield* per i prodotti *prime*.

Il settore degli uffici, storicamente il più importante nel mercato immobiliare non residenziale, ha registrato investimenti in aumento rispetto al 2010 del 13% ma una sostanziale stabilità degli *yield*.

Il settore della logistica sta invece registrando un progressivo aumento degli *yield* ed un numero limitato di operazioni. Alcuni osservatori riportano che i principali investitori del settore, attivi dalla

⁸ Italy ViewPoint Nov. 2011 - CBRE

fine del 2010 nella ricerca di opportunità di investimento, sono in attesa di un chiarimento del quadro economico per finalizzare le operazioni.

Infine il settore ricettivo, come gran parte del mercato immobiliare, soffre della profonda distanza fra le caratteristiche qualitative dell'offerta e le richieste degli investitori.

Benché il mercato veda ancora una prevalenza degli investitori italiani, che rappresentano il 54% del totale dei volumi degli investimenti, molti osservatori hanno testimoniato un ritorno di interesse da parte di investitori statunitensi e australiani nel corso del terzo trimestre del 2011. Forse anche sulla spinta di tale ritorno di interesse si è registrato un aumento della dimensione media delle operazioni che sono passate da euro 20-50 milioni a 50-100 milioni.

Sempre CBRE⁹ registra per i principali mercati di Roma e Milano andamenti volatili. Da una parte il *take-up* complessivo del mercato milanese, relativo ai primi 9 mesi del 2011, risulta in aumento, anno su anno, del 4,7% guidato dall'esigenza di riduzione dei costi e di ottimizzazione dell'uso degli spazi. D'altra parte tale aumento è dovuto ad una iniziale buona *performance* del primo semestre seguita da una diminuzione nel terzo trimestre. Il livello di *vacancy* a Milano è aumentato ed è pari ora al 10%.

Il mercato di Roma invece registra una *vacancy* costante, con un *outlook* in aumento a seguito delle razionalizzazioni imposte alla pubblica amministrazione, storicamente particolarmente attiva nel mercato della capitale.

Il mercato delle costruzioni

Secondo l'indagine congiunturale condotta in ottobre dall'Ance¹⁰ presso le imprese associate, il 63,4% delle imprese costruttrici riteneva bassa la consistenza del proprio portafoglio ordini contro il 42,7% della precedente rilevazione condotta nei primi mesi dell'anno.

Tale rilevante peggioramento risulta coerente con i dati contenuti nell'annuale osservatorio congiunturale pubblicato dall'Ance nel mese di dicembre che comunica una riduzione degli investimenti in costruzioni, nel corso del 2011, pari al 5,4% e stima una ulteriore diminuzione del 3,8% nel corso del 2012, in particolare gli investimenti in abitazioni si sono quindi ridotti nel 2011 del 2,9% in termini reali rispetto all'anno precedente.

In cinque anni, dal 2008 al 2012, il settore ha quindi registrato una diminuzione del 24,1% in termini di volumi di investimento.

Il comparto dell'edilizia residenziale è uno di quelli che ha risentito maggiormente della crisi economica. Negli ultimi cinque anni la produzione di nuove abitazioni è diminuita del 40,4%. Gli

⁹ Italian Quarterly MarketView Q3 2011 - CBRE

¹⁰ Osservatorio Congiunturale dell'industria delle costruzioni - ANCE

investimenti effettuati per la riqualificazione del patrimonio abitativo mostrano una tenuta dei livelli produttivi (+0,5%) nell'ultimo anno grazie alle agevolazioni fiscali previste per le famiglie. Questo è l'unico comparto che ha mostrato un segnale positivo collocandosi su un livello che supera del 6,3% quello del 2007.

Il Settore Residenziale

Il mercato immobiliare residenziale in Italia ha subito nel corso del triennio 2007-2010 un consistente ridimensionamento. Secondo l'Agenzia del Territorio la tendenza negativa che aveva ridotto il numero di abitazioni compravendute del 30% nel triennio ha dato un timido segnale di inversione nel 2010, con una sostanziale stabilizzazione del numero degli scambi (+0,4%).

Tale inversione è stata però smentita nel corso dei primi nove mesi del 2011 nei quali si è registrata un'ulteriore riduzione del 3,3% del numero delle abitazioni compravendute rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tale flessione ha riguardato tutto il territorio nazionale, interessando sia i comuni capoluogo (-2,0%) che gli altri comuni delle province (-3,9%).

Analizzando il dato per trimestre si nota d'altra parte, sulla scorta delle analisi dell'Agenzia del Territorio, una leggera inversione di tendenza, nel corso del terzo trimestre del 2011 (+3,3%) che potrebbe essere il segnale di una timida ripresa degli investimenti in reazione alla volatilità delle altre *asset class*.

Nelle stime preliminari, in attesa dei dati di consuntivo, il 2011 si dovrebbe però chiudere con una contrazione delle compravendite e una sostanziale tenuta dei prezzi rispetto al 2010.

Il Settore Commerciale

Come anticipato nel paragrafo introduttivo del mercato immobiliare italiano il settore commerciale, costituito dagli investimenti in *network* della grande distribuzione, in centri commerciali, in *outlet* e in immobili ad uso commerciale nelle *high street* italiane, ha registrato, nel corso del 2011, un particolare interesse da parte degli investitori istituzionali.

Tale tendenza è coerente con l'andamento degli investimenti nel periodo compreso fra il 2006 e il 2010, anni nei quali gli osservatori hanno registrato un progressivo aumento della componente commerciale degli investimenti immobiliari a discapito della componente ad uffici.

Tale processo è riconducibile in primo luogo all'aumento dell'offerta di nuove strutture commerciali di grandi dimensioni, principalmente centri commerciali e *outlet* che costituiscono il 65% del volume totale, all'interesse che tali strutture hanno sempre suscitato negli investitori internazionali ma anche alla diffusa percezione che questo settore possa permettere una

maggior copertura dal rischio inflazione e sia più resiliente nei periodi di crisi grazie alla propria insita capacità di generare *cash flow* stabili.

Tale interesse ha mantenuto costanti gli *yield* di mercato dei prodotti *prime* che possano collocarsi, per qualità della *location*, dei conduttori e del *track record*, nel segmento alto del mercato.

Il Settore degli Uffici

Il mercato immobiliare degli uffici è storicamente legato alle dinamiche dell'economia reale e alla disponibilità delle imprese ad investire e quindi in considerazione del peggioramento del quadro economico globale, anche i principali mercati di Milano e Roma hanno registrato un'inversione di tendenza nel terzo trimestre, rispetto ai risultati confortanti della prima parte dell'anno.

DTZ Research¹¹ riporta infatti che il mercato degli uffici di Milano e dell'*hinterland*, dopo i buoni risultati del primo semestre ha registrato, un *take-up* di circa 51.300 mq, pari ad un decremento anno su anno per i primi tre trimestri dell'11%. Tale andamento è confermato anche dall'aumento della *vacancy* passata per il solo mercato degli uffici dall'8,8% al 9,6%. I canoni di locazione per gli uffici *prime* del *Central Business District* di Milano sono aumentati del 4% e si attestano a circa €520/mq annuo.

Sempre sulla scorta dei dati di DTZ Research¹² si possono confermare andamenti simili sul mercato degli uffici di Roma che ha rallentato, in termini di *take-up*, nel corso del terzo trimestre. Grazie agli ottimi risultati del primo trimestre il valore a consuntivo non dovrebbe essere negativo. L'area dell'EUR e il centro storico hanno dominato il mercato rappresentando l'85% delle transazioni e che registrano canoni di locazione stabili di circa €420/mq annuo.

C. Il mercato dei Fondi Immobiliari

Nel mondo

La particolare congiuntura economica globale, che da un lato ha aumentato la volatilità di gran parte delle *asset class* e dell'altro ha diminuito la propensione al rischio degli investitori, sta premiando gli strumenti di investimento che operano nel settore immobiliare attraverso le diverse forme di fondi (quotati, non quotati e *Reit*) per i quali si registra, come riportato

¹¹ Property Times Milano Q3 2011 – DTZ Research

¹² Property Times Roma Q3 2011 – DTZ Research

nell'analisi di Scenari Immobiliari¹³, un aumento, in termini di NAV e in valori assoluti, da euro 1.430 miliardi a euro 1.500 miliardi.

Coerentemente con tale tendenza il patrimonio europeo dei fondi immobiliari è in aumento ed è passato da 605 miliardi di euro a quasi euro 630 miliardi di euro rappresentando ora circa il 42% del totale mondiale. In questo scenario i fondi europei hanno realizzato circa il 40% degli investimenti non residenziali finalizzati in Europa nel primo semestre 2011, il doppio rispetto alle società quotate.

In conformità con la generale tendenza a limitare il profilo di rischio dei prodotti si conferma la riduzione degli investimenti *cross-border*, in quanto la maggior parte dei fondi tende a concentrare la propria attività nel paese d'origine, o nell'area euro nel caso di paesi dell'eurozona. Tale tendenza non coinvolge invece i fondi olandesi, lussemburghesi e australiani, storicamente partecipati da investitori internazionali attratti dall'efficienza fiscale e normativa di tali veicoli.

In tutti i mercati si assiste ad una certa polarizzazione degli investimenti in alcune piazze *core*, il mercato di Londra e di Parigi e le principali piazze europee risultano i mercati prescelti per gli investitori europei mentre gli investitori extra europei focalizzano la propria attenzione anche sugli USA, Cina, India, Singapore e Russia.

Per quanto riguarda l'*asset allocation* la distribuzione percentuale non ha registrato variazioni significative. Il comparto residenziale è in aumento, grazie alla nascita di veicoli specializzati e al crescente interesse per i settori dell'*housing* sociale e delle case per anziani. Gli uffici e il commerciale sono in lieve calo, ma continuano a concentrare complessivamente quasi tre quarti del patrimonio. In lieve crescita la quota di logistica e gli altri usi, anche in questo caso sostenuti da un forte interesse per gli immobili innovativi, con particolare riferimento agli aspetti legati al risparmio energetico.

I fondi immobiliari britannici hanno subito un lieve rallentamento nel 2011 benché le prospettive per il 2012 siano positive e l'ultimo trimestre abbia registrato buoni risultati nella raccolta. L'efficienza normativa e la possibilità di creare un numero esteso di tipologie di veicoli ha premiato sia l'industria francese, che ha registrato un aumento esponenziale degli OPCl, sia dell'industria lussemburghese particolarmente attraente per gli investitori a seguito della riforma fiscale del 2007.

I fondi aperti tedeschi e spagnoli stanno affrontando le difficoltà legate ai processi di liquidazione che hanno congelato, nel caso tedesco, il 30% del patrimonio e che ne sta

¹³ I Fondi Immobiliari in Italia e nel Mondo Nov. 2011 - Scenari Immobiliari

penalizzando pesantemente la *performance* nel caso dei fondi spagnoli. Tale aggravamento ha causato un peggioramento della *performance* dei fondi europei, tendenza rispetto alla quale sono esclusi solo i rendimenti dei fondi del Regno Unito, Svizzera e Lussemburgo.

I fondi immobiliari in Italia

In uno scenario economico e finanziario caratterizzato dall'incertezza, l'industria dei fondi immobiliari italiani nel suo complesso continua a crescere.

Da quanto emerge dalle analisi di Scenari Immobiliari sull'industria dei fondi *retail* e riservati, in Italia il settore dei fondi immobiliari ha mostrato le sue caratteristiche anticicliche. Nell'insieme la raccolta è leggermente aumentata nel 2011 e così anche il Nav complessivo passato da circa 34 miliardi di euro a 36 miliardi di euro.

L'incertezza normativa che ha caratterizzato l'ultimo biennio, a seguito della pubblicazione del D.L. n. 78/2010, ha lasciato negli operatori una percezione di volatilità normativa che non è ancora assopita, ciò nonostante il numero di fondi operativi è aumentato, anche se meno delle attese, e anche per il 2012 si attende un modesto incremento.

Ma le previsioni di una contenuta crescita del NAV per il 2012 potrebbero essere disattese, in positivo, con la nascita di uno o più fondi per gli immobili pubblici, come previsto dalla legge di stabilità recentemente approvata.

Per quanto concerne i fondi *retail*, lo studio di Scenari Immobiliari riporta un decremento del patrimonio immobiliare diretto di circa il 4% attestandosi ad un valore di circa 7,5 miliardi di euro. L'utilizzo complessivo della leva finanziaria si è ridotto rispetto al 2010 del 7% ed è attualmente pari al 55% dell'indebitamento potenziale esercitabile.

Il NAV totale a fine 2011 si attesta a circa 6 miliardi di euro con una riduzione di circa il 3% rispetto allo stesso periodo del 2010, tale riduzione è riconducibile alla svalutazione del patrimonio immobiliare di circa 28 milioni di euro e il saldo negativo tra acquisti e vendite per circa euro 87 milioni di euro.

Per i fondi quotati lo sconto medio rispetto al NAV è di circa il 33%, in diminuzione di circa 2 punti, con una capitalizzazione di borsa che si assesta a circa 3,3 miliardi di euro.

2. Dati descrittivi del Fondo

A. Il Fondo Alpha in sintesi

“Alpha Immobiliare – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo Chiuso” (di seguito, “Fondo Alpha” o “Fondo”) è il primo Fondo ad apporto pubblico di Fimit SGR, società che dal 3 ottobre 2011 ha assunto la denominazione di IDeA FIMIT – Società di Gestione del Risparmio Società per Azioni (“IDeA FIMIT” o “SGR”), nato attraverso il conferimento di immobili appartenenti al patrimonio dell’INPDAP.

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

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
Numero quote emesse all’apporto	103.875
Valore nominale iniziale delle quote	€ 2.500
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	Scenari Immobiliari S.r.l.
Società di revisione	Reconta Ernst & Young S.p.A.
Valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2011	€ 394.550.636
Valore unitario delle quote al 31 dicembre 2011	€ 3.798,321
Valore al 31 dicembre 2011 del portafoglio immobiliare	€ 421.988.195

La tabella di seguito riportata illustra l'evoluzione del Fondo Alpha dalla data del collocamento al 31 dicembre 2011.

		Apporto (1/3/2001)		31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
Valore complessivo netto del fondo ⁽¹⁾	(€/mln)	259.688	367.024	399.778	386.257	390.974	390.010	394.774	402.859	393.513	408.405	410.291	394.551	
Numero quote	n.immobili	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	
Valore unitario delle quote	(€)	2.500	3.533	3.849	3.718	3.764	3.755	3.800	3.878	3.788	3.932	3.950	3.798	
Prezzo quotazione di Borsa a fine periodo	(€)	-	-	2.365	2.450	2.905	3.081	3.070	3.660	3.678	3.932	2.400	2.316	1.515
Valore degli immobili	(€/mln)	246.701	320.849	391.850	434.925	445.504	440.529	428.722	446.038	467.006	475.967	453.251	421.988	
Costo storico e oneri capitalizzati ⁽²⁾	(€/mln)	246.507	234.443	298.195	331.532	333.285	326.121	312.340	317.587	348.911	354.738	334.890	321.490	
Patrimonio immobiliare	n.immobili	27	26	24	24	23	21	19	19	20	20	18	17	
Mq lordi	mq	417.156	415.767	431.686	442.555	372.716	364.164	313.404	312.891	321.829	321.829	312.848	298.622	
Redditività lorda ⁽³⁾	%	-	10,84	10,20	10,64	11,39	11,86	11,83	10,79	9,30	9,26	9,02	9,38	
Finanziamenti	(€/mln)	-	-	46.422	62.945	64.377	70.201	53.952	74.604	88.502	116.692	95.339	84.485	
Loan to value (LTV) ⁽⁴⁾	(%)	-	-	12%	14%	14%	16%	13%	17%	19%	25%	21%	20%	
Loan to cost (LTC) ⁽⁵⁾	(%)	-	-	16%	19%	19%	22%	17%	23%	25%	33%	28%	26%	
Destinazioni d'uso prevalenti ⁽⁶⁾		ufficio Altre 24%	55% Altre 24%	ufficio Altre 24%										
Distribuzione geografica prevalente ⁽⁶⁾		Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%												
Utile d'esercizio	(€/mln)	-	-	32.753	26.160	40.917	28.754	30.960	31.573	3.685	19.857	13.260	4.189	
Distribuzione proventi totale ⁽⁷⁾	(€/mln)	-	-	39.680	23.684	28.534	26.239	25.081	19.466	5.630	10.886	12.330	4.674	
Distribuzione proventi per quota	(€)	-	-	382	228	275	253	241	187	54	105	119	45	
Rimborsi totali	(€/mln)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Rimborsi per quota	(€)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Valore nominale della quota ⁽⁸⁾	(€)	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	
Dividend Yield ⁽⁹⁾	%	-	-	15,28%	9,12%	10,99%	10,10%	9,66%	7,50%	4,36%	4,19%	4,75%	1,80%	

(1) Valore contabile riportato in rendiconto alla data di riferimento

(2) Al netto delle vendite effettuate

(3) Calcolata quale rapporto tra il totale dei canoni, inclusivo degli adeguamenti ISTAT ed il costo storico comprensivo di oneri accessori di acquisto e di costi capitalizzati

(4) Rapporto tra debiti finanziari e valore di mercato degli immobili

(5) Rapporto tra debiti finanziari e costo storico degli immobili comprensivo di oneri accessori di acquisto e di costi capitalizzati

(6) Calcolata sul costo storico

(7) Importi di competenza relativi al periodo di riferimento

(8) Valore al netto dei rimborsi parziali pro quota pagati dal periodo di collocamento al periodo di riferimento

(9) Rapporto tra i proventi per quota ed il valore nominale medio annuo della quota

B. La Corporate Governance

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

Attualmente, 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 IDeA FIMIT sgr, ampiamente descritta all'interno del § 4 "Eventi di particolare importanza verificatisi nell'esercizio". 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.

Ai sensi dello Statuto di IDeA FIMIT sgr, si considera indipendente l'Amministratore non munito di deleghe operative nella SGR, in possesso dei requisiti 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"). 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, cui il Consiglio di Amministrazione di FIMIT SGR (oggi IDeA FIMIT), in data 13 giugno 2011, ha deliberato di aderire integralmente, demandando peraltro ad un momento successivo al perfezionamento della menzionata operazione di fusione le modalità formali di adozione del Protocollo Assogestioni, anche al fine di consentire gli opportuni adeguamenti alla realtà aziendale derivante dalla fusione stessa.

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

La SGR ha altresì istituito un Organismo di Vigilanza caratterizzato da requisiti di autonomia ed indipendenza, professionalità e continuità di azione – 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" ("Codice"), che si pone in linea di continuità con il codice di comportamento precedentemente adottato da Fimit SGR (ora IDEa FIMIT sgr) ai sensi del Regolamento Consob in materia di intermediari n. 11522 del 1° luglio 1998 (abrogato, a far

data dal 2 novembre 2007, a seguito dell'entrata in vigore della delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007). Il Codice definisce, tra l'altro, le regole di condotta applicabili ai componenti degli organi amministrativi e di controllo, ai dipendenti ed ai collaboratori della Società, nonché le sanzioni applicabili nell'ipotesi di violazione dello stesso. Il Codice appare altresì funzionale ad assolvere ai più generali obblighi di adottare, applicare e mantenere procedure idonee a garantire l'adempimento degli obblighi di correttezza e trasparenza nella prestazione di ciascuno dei servizi prestati dalla SGR nonché di adottare procedure idonee a mantenere la riservatezza delle informazioni ricevute nell'ambito della prestazione dei predetti servizi, avuto riguardo alla natura delle stesse.

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

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

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

In aggiunta alle strutture di *corporate governance* applicabili alle società di gestione del risparmio in virtù delle disposizioni codicistiche e del TUF ed a quelle sopra specificamente riportate, si evidenzia che il Consiglio di Amministrazione della 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 Società comunica ai partecipanti del Fondo ogni informazione prevista dal regolamento di gestione e dalla vigente normativa di settore con le modalità ivi previste.

Nell'ambito della SGR opera la funzione Comunicazione e Stampa, cui è demandata la cura dei rapporti con gli investitori e del processo di comunicazione ed informazione nei confronti del

pubblico. Tale funzione, in specie, si pone come referente dei partecipanti al Fondo, riscontrandone le richieste di informazioni, se del caso, anche provvedendo ad inoltrarle ai responsabili delle altre funzioni aziendali eventualmente interessati.

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

A. L'attività di gestione

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

Contratti di locazione

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 corso dell'anno 2011 sono giunte al Fondo ulteriori richieste di rilascio delle consistenze affittate, da parte di conduttori afferenti al settore privato, insediati negli immobili direzionali di Roma ed in particolare dell' *hinterland* della città di Milano. Tali recessi sono in gran parte dovuti alla difficile congiuntura economica, che impone alle aziende misure di riduzione del costo locativo, comportanti la razionalizzazione degli ambienti di lavoro ed il decremento degli addetti e delle consistenze. Inoltre, si rileva che alcune aziende hanno trasferito la propria sede in immobili di minore pregio, per localizzazione e caratteristiche, e talvolta in edifici di proprietà dei gruppi societari di appartenenza, per conseguire una contrazione dei canoni di locazione e degli oneri accessori gravanti su di essi. Per le disdette pervenute in accordo ai termini contrattuali, per la fine del primo ovvero secondo sessennio di durata, sono state proposte la rinegoziazione del contratto con allineamento del canone alle effettive condizioni di mercato qualora precedentemente *overrented*, la concessione di incentivi in forma di periodi *rent free*, oppure l'applicazione di canoni a "scalettatura" progressiva nel tempo. Si rileva, infine, che un recesso ha interessato un gruppo multinazionale insediato nell'immobile di Via del Giorgione 59 a Roma, che trasferirà le proprie attività nel centro direzionale Da Vinci a partire dal mese di giugno 2012.

Al 31 dicembre 2011 la superficie complessiva locabile lorda degli immobili in portafoglio ammonta a 298.622 mq, di cui 222.090 mq sono affittati. Risulta, quindi, messo a reddito il 74,4% delle consistenze degli immobili del Fondo. Al 31 dicembre 2010, invece, la superficie locabile lorda totale degli immobili in portafoglio era di 312.848 mq, di cui 236.770 mq locati. A tale data,

risultava a reddito il 75,7% delle superfici. La differenza di superficie complessiva è dovuta alla vendita dell'edificio sito a Basiglio (MI) e denominato "Palazzi Volta e Galilei", occorsa nel primo semestre dell'anno 2011. Rispetto alla situazione rilevata in occasione del rendiconto al 31 dicembre 2010, a parità di immobili detenuti, la percentuale di consistenze locate è moderatamente diminuita.

Alla data del 31 dicembre 2011, risultano vigenti n. 84 posizioni locative (comprendenti sia contratti di locazione che indennità di occupazione), di cui 71 riferite a conduttori privati e 13 afferenti alla Pubblica Amministrazione. Nel corso dell'esercizio 2011, sono cessati 13 contratti e ne sono stati stipulati 4 nuovi. I rapporti locativi con la Pubblica Amministrazione hanno generato una quota parte del 62,10% sul complessivo dei canoni di locazione maturati nell'esercizio di riferimento.

L'importo dei canoni di competenza dell'anno 2011 ammonta a 29,556 milioni di euro, mentre il valore contrattuale annuo delle posizioni in essere alla data del 31 dicembre 2011 risulta di 29,373 milioni di euro, di cui il 63,8% è riferibile ai conduttori pubblici. Il valore contrattuale annuo delle posizioni al 31 dicembre 2010 era invece di 30,533 milioni di euro.

Crediti verso locatari

Alla data del 31 dicembre 2011 l'importo dei crediti verso conduttori per fatture emesse, al netto delle fatture da emettere e dei debiti, è di circa 16,433 milioni di euro, facendo rilevare un decremento del 18,55% rispetto al dato rilevato in sede di rendiconto al 31 dicembre 2010, pari a circa 20,176 milioni di euro. I crediti per fatture emesse e scadute da oltre 30 giorni rispetto alla data di riferimento sono pari a 14,508 milioni di euro. Di tale importo circa 12,197 milioni di euro, pari al 84,1% 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 9,355 milioni di euro.

Alla data del 31 dicembre 2011 risultano avviate azioni giudiziali di recupero (decreti ingiuntivi) per un ammontare complessivo di circa 40,565 milioni di euro, a fronte delle quali sono stati recuperati 27,782 milioni di euro circa, corrispondenti al 68,5% dell'importo totale oggetto di azione legale di recupero. L'esposizione creditizia verso i conduttori del Fondo rimane elevata. Si conferma, quale componente principale, l'andamento costante della morosità dei conduttori pubblici, mentre si continua a rilevare il ritardo nel pagamento dei canoni anche da parte di un numero crescente di conduttori privati, che risentono della non favorevole situazione economica.

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

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

Manutenzioni Straordinarie (Capex)

Nel corso dell'esercizio 2011 sono proseguite le opere di manutenzione straordinaria, di messa a norma e miglioria di numerosi edifici del Fondo, in accordo al piano degli interventi di adeguamento funzionale e normativo previsto dal *business plan* relativo all'anno 2011. Il totale dei costi capitalizzati, per opere e lavori eseguiti nel corso dell'esercizio, è stato di 3,162 milioni di euro circa. I fabbricati che hanno comportato maggior oneri di spesa sono stati quelli siti in Roma, in Via del Giorgione nn. 59-63 (ristrutturazione della galleria commerciale Mafai), e in Via Ippolito Nievo – Via Parboni (rifacimento degli intonaci di facciata).

B. Politiche di investimento e di disinvestimento

Nel corso dell'esercizio 2011 è proseguita l'attività di analisi, valutazione e studio di opportunità di investimento con l'obiettivo di migliorare l'*asset allocation* e le *performance* del Fondo.

Non sono stati effettuati investimenti, mentre sono in corso di verifica alcune opportunità di vendita di immobili del Fondo.

Si rammenta che nel corso del primo semestre dell'anno 2011 è stato dismesso l'immobile sito in Basiglio (MI), Via Sforza, denominato "Palazzi Volta e Galilei", ceduto in data 29 giugno 2011 al prezzo di 18.000.000 euro. L'acquirente è Mediolanum Vita S.p.A. (del Gruppo Mediolanum).

Pertanto gli immobili di proprietà del Fondo Alpha Immobiliare al 31 dicembre 2011 sono 17, oltre alla partecipazione nella Da Vinci S.r.l..

Nel corso dell'esercizio sono proseguite le attività propedeutiche alla riqualificazione tecnica e funzionale degli edifici siti a Roma in Via Cristoforo Colombo n. 44 e Via Capitan Bavastro n. 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, è stato recepito il nullaosta dell'Agenzia Demanio per la congruità del canone e la formalizzazione del rapporto locativo, e sono in corso di approfondimento le modalità tecnico – funzionali del progetto di ristrutturazione.

In merito al centro commerciale "Raffaello" sito a Roma, in Via Longoni n. 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 nello scorso 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, in Vicolo del Casal Lumbroso n. 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 recepito il parere favorevole delle Conferenze dei servizi ed si sta avviando al recepimento delle delibere approvative finali.

Si specifica, infine, che il *business plan* del Fondo per l'anno 2012 prevede il disinvestimento di alcuni immobili di proprietà situati in *location* secondarie.

Partecipazioni in società immobiliari

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

La commercializzazione del complesso è attualmente affidata in via esclusiva agli *advisor* Cushman & Wakefield, ed alla società BNP Paribas Real Estate. Gli *advisor* hanno riscontrato un notevole interesse da parte delle aziende della capitale, con particolare riguardo a quelle insediate nel quadrante di riferimento (l'area metropolitana a sud - ovest, interna ed esterna al G.R.A.). Sono stati stipulati tre contratti di locazione con società di respiro internazionale, che hanno potuto apprezzare l'elevato *standard* qualitativo e prestazionale degli immobili. Inoltre, dal mese di gennaio 2012 è operativo il ristorante interaziendale, insediato negli spazi del padiglione centrale.

A tal proposito si ricorda che nel mese di dicembre 2009 è stato sottoscritto un contratto di locazione avente ad oggetto uffici per una superficie totale di più di 4.000 mq, oltre a magazzini e posteggi coperti e scoperti, per una durata di sei più sei anni. Il conduttore, attivo nel leasing di flotte aziendali, ha avviato l'operatività degli uffici nel mese di luglio 2010.

Nel successivo mese di settembre 2010 è stato sottoscritto un ulteriore rapporto locativo per una superficie di circa 1.000 mq oltre a pertinenze, prevedente una durata di sei più sei anni, con decorrenza onerosa a far data dal mese di gennaio 2011. Il conduttore è una importante azienda del settore *automotive*.

Nel mese di ottobre 2011 sono state finalizzate le intese con un importante operatore della ristorazione interaziendale, per l'esercizio delle attività previste nel padiglione centrale.

Infine nel mese di dicembre 2011 è stato sottoscritto il contratto di locazione con un primario gruppo multinazionale, con durata di 6 più 6 anni, che andrà ad insediare parte delle consistenze del complesso a partire dal mese di maggio 2012.

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

Strumenti finanziari

Si rammenta che, ad oggi, il Fondo ha effettuato due distinti investimenti in strumenti finanziari¹⁴. In data 29 giugno 2004, a seguito di apposita delibera consiliare, sono state sottoscritte n. 28 quote del fondo comune di investimento immobiliare riservato ad investitori qualificati "Fondo Cloe" gestito da Prelios SGR S.p.A. (già "Pirelli & C. Real Estate SGR S.p.A."), per un importo complessivo di 7 milioni di euro.

Inoltre, si ricorda che il 4 agosto 2011 è stata finalizzata l'acquisizione del 10,18% delle quote di classe A del Fondo Conero per un contro valore di 10 milioni di euro, come da delibera del CdA del giorno 25 luglio 2011. Il portafoglio immobiliare apportato al Fondo, composto da 135 immobili facenti parte del patrimonio immobiliare strumentale di Banca Marche, è suddiviso in due categorie principali di immobili:

- gli immobili "core", facenti parte del patrimonio storico di Banca Marche, destinati ad una gestione locativa ordinaria e caratterizzati da un flusso di redditi costante;
- gli immobili "trading" destinati alla commercializzazione ed ad uso prevalente di filiale bancaria.

Gli immobili, localizzati prevalentemente nella regione Marche, generano canoni da locazione per circa 17,7 milioni di euro annui di cui circa il 98% facente capo a Banca Marche a seguito della stipula, in fase di apporto, di contratti di locazione di tipologia *double net* e durata 15/18/25+6 anni.

¹⁴ Non si considera qui la partecipazione nella "Da Vinci S.r.l." in quanto riferibile all'attività immobiliare

Gli immobili, il cui valore di mercato al 31 dicembre 2011 è pari a circa 265 milioni di euro, sono stati apportati al Fondo con uno sconto portafoglio in linea con le *best practice* di mercato (circa il 10%). Contestualmente all'apporto, gli immobili sono stati concessi in locazione a Banca Marche sulla base di contratti di locazione a lungo termine.

Il valore delle relative quote al 31 dicembre 2011 è stato adeguato a quello risultante dal rendiconto del Fondo alla medesima data.

Si ricorda che il fondo era gestito da First Atlantic Sgr Spa, successivamente incorporata in IDeA FIMIT sgr.

4. Eventi di particolare importanza verificatisi nell'esercizio

In data 28 febbraio 2011 il Consiglio di Amministrazione ha approvato il rendiconto di gestione del Fondo al 31 dicembre 2010 ed ha deliberato la distribuzione dei proventi maturati nell'esercizio 2010, per un ammontare complessivo di 6.876.525 euro, corrispondenti a 66,20 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione; tale somma corrispondeva alla totalità dei proventi distribuibili nell'esercizio 2010, al netto dei proventi già posti in distribuzione per il primo semestre 2010 (5.453.437,50 euro).

In ottemperanza agli obblighi previsti, la SGR ha redatto e successivamente pubblicato due resoconti intermedi di gestione al 31 marzo 2011 ed al 30 settembre 2011, secondo le previsioni dell'art. 154-ter, comma 5, del TUF, applicabile ai fondi comuni di investimento immobiliari di tipo chiuso quotati su un mercato regolamentato ai sensi dell'art. 103, comma 3, del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/1999, e successive modifiche e integrazioni.

In data 29 agosto 2011 il Consiglio di Amministrazione ha approvato il rendiconto di gestione del Fondo al 30 giugno 2011 ed ha deliberato la distribuzione dei proventi maturati nel primo semestre dell'esercizio 2011, per un ammontare complessivo di 4.674.375 euro, corrispondenti a 45 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione.

Modifiche al regolamento di gestione del Fondo

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

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

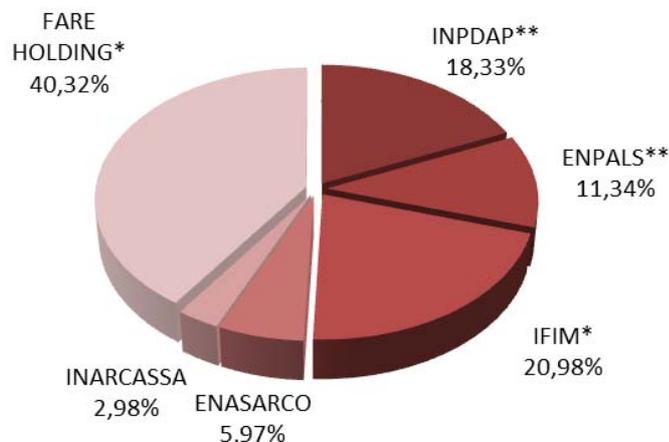
Dette modifiche, in base alle previsioni del D.M. 197/2010, hanno efficacia dalla data di pubblicazione (10 marzo 2011).

Inoltre, con provvedimento del 30 maggio 2011, la Banca d'Italia ha approvato le modifiche ai paragrafi 2.4 e 2.5 del Regolamento di gestione del Fondo Alpha volte ad ampliare il novero dei diritti reali immobiliari oggetto di possibile investimento da parte del Fondo, ricomprendendovi altresì quelli derivanti da contratti di *leasing* immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori. Dette modifiche hanno efficacia a decorrere dalla data del 10 giugno 2011, coincidente con la data di pubblicazione sulle testate giornalistiche indicate dal Regolamento del Fondo.

Operazione di fusione IDeA FIMIT sgr S.p.A

In data 26 settembre 2011, a rogito del Notaio Giovanni Giuliani di Roma, rep. n. 57.962 racc. n. 20.783, e con efficacia dal 3 ottobre 2011 si è perfezionata l'operazione di fusione per incorporazione di First Atlantic RE SGR ("FARE SGR") in FIMIT SGR ed è stata attribuita alla società scaturente dalla fusione la nuova denominazione sociale di "IDeA FIMIT – Società di Gestione del Risparmio Società per Azioni"; IDeA FIMIT è la prima SGR immobiliare italiana, con circa 9,8 miliardi di euro di masse in gestione e 23 fondi gestiti, di cui 5 quotati, posizionandosi come uno dei principali interlocutori presso investitori istituzionali italiani e internazionali nella promozione, istituzione e gestione di fondi comuni di investimento immobiliari chiusi.

Al 31 dicembre 2011 l'assetto societario di IDeA FIMIT è il seguente:



*Società controllate da DeA Capital S.p.A. (Gruppo DE AGOSTINI), rispettivamente al 70% (FARE Holding S.p.A.) e al 58,31% (I.F.I.M. S.r.l. – Istituto Fondi Immobiliari).

**Si segnala che per effetto delle disposizioni dell'art. 21 del D.L. 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla L. 22 dicembre 2011, n. 214, è stata disposta la soppressione dell'INPDAP e dell'ENPALS ed il trasferimento delle relative funzioni all'INPS (Istituto Nazionale della Previdenza Sociale), che succede in tutti i rapporti attivi e passivi degli Enti soppressi a decorrere dal 1° gennaio 2012.

5. Linee strategiche che si intendono adottare per il futuro

L'obiettivo che il Fondo si prefigge è quello di massimizzare il rendimento per i titolari delle quote, da realizzarsi eventualmente attraverso forme di investimento diversificate nel comparto immobiliare e dando luogo ad una politica commerciale più incisiva, anche in considerazione delle perduranti condizioni di mercato "riflessivo". Le strategie di vendita, aggiornate in sede di approvazione del *business plan* del Fondo Alpha per l'anno 2012, prevedono una tempistica volta a dotare il Fondo della liquidità da destinare alla riduzione dell'esposizione finanziaria ed alla distribuzione dei proventi.

Gli indirizzi di gestione di riferimento sono i seguenti:

- a) ottimizzazione del patrimonio immobiliare esistente, per la valorizzazione e la massimizzazione dei rendimenti;
- b) disinvestimenti immobiliari orientati sia verso immobili critici (sfitti oppure a rischio recessivo), giunti a maturità locativa e manutentiva, o che possano garantire interessanti ritorni economici di breve periodo, pur mantenendo la diversificazione del patrimonio;

- c) riduzione dell'esposizione verso la Pubblica Amministrazione, sia in termini di recupero della morosità sia con riguardo alle situazioni di permanenza in regime di indennità di occupazione;
- d) eventuali investimenti immobiliari, anche attraverso veicoli societari, e/o sviluppo di attività immobiliari innovative con l'obiettivo di sfruttare eventuali fasi "riflessive del mercato";
- e) eventuale utilizzo della leva finanziaria, entro i limiti imposti dalla normativa vigente;
- f) eventuali investimenti in strumenti finanziari;
- g) alleanze con operatori di settore per eventuali operazioni di sviluppo.

Le politiche di medio-lungo periodo saranno orientate:

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

6. Illustrazione dei rapporti intrattenuti nell'esercizio con altre società del Gruppo di IDeA FIMIT sgr

IDeA FIMIT sgr, come specificato nel precedente § 4 "Eventi di particolare importanza verificatisi nell'esercizio" in merito all'operazione di fusione, fa parte del Gruppo DE AGOSTINI che, attraverso la SGR, rafforza il suo posizionamento strategico nel settore immobiliare in Italia, creando le condizioni per un futuro sviluppo dell'attività anche sui mercati esteri.

La *corporate governance* nel Gruppo conferisce autonomia gestionale alle sub-holding e alle società controllate, che sono responsabili della propria gestione operativa, così come dell'identificazione e del perseguimento di opportunità di crescita nei rispettivi mercati, sia attraverso nuove combinazioni prodotto/mercato sia mediante operazioni straordinarie coerenti con la strategia di business.

In considerazione di quanto sopra, i rapporti tra IDeA FIMIT sgr ed il Gruppo di appartenenza si concretizzano nei normali flussi informativi previsti all'interno del Gruppo industriale.

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

Come sopra anticipato, in data 17 gennaio 2012, a seguito delle dimissioni dalla carica rassegnate dal Presidente del Consiglio di Amministrazione, Avv. Paolo Crescimbeni, il Consiglio di Amministrazione ha cooptato il Dott. Antonio Mastrapasqua, in data 19 gennaio 2012,

designandolo quale Presidente del Consiglio di Amministrazione ed attribuendo allo stesso i poteri connessi alla carica.

8. La gestione finanziaria

A. Finanziamenti

Il Fondo possiede attualmente 7 contratti di finanziamento:

- i. un finanziamento ipotecario di 50 milioni di euro, concesso da Unicredit S.p.A. (ex UniCredit MedioCredito Centrale S.p.A.) in data 1° maggio 2003 e scadenza 1° febbraio 2013, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Via Casal Lumbroso n. 77; il debito residuo al 31 dicembre 2011 è di 7.945.219 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 n. 285; il debito residuo al 31 dicembre 2011 è di 7.200.714 euro.
- iii. Un finanziamento ipotecario di 20 milioni di euro, concesso da Barclays Bank PLC in data 27 febbraio 2009 e scadenza il 28 febbraio 2014, con ipoteca sugli immobili siti in Roma, Via Cavour n. 5 e Via Capitan Bavastro n. 92; il debito residuo al 31 dicembre 2011 è di 10.000.000 euro.
- iv. 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 nn. 25-38; il debito residuo al 31 dicembre 2011 è di 6.510.974 euro.
- v. Un finanziamento ipotecario di 70 milioni di euro, concesso da Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. in data 21 luglio 2009 e scadenza il 21 luglio 2012, con ipoteca su diversi immobili di proprietà del Fondo; il debito residuo al 31 dicembre 2011 è di 39.827.130 euro.
- vi. 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 31 dicembre 2011 è di 10.000.000 euro.
- vii. Fido per complessivi 7 milioni di euro, concesso da Banca Popolare di Vicenza S.C.p.A. in data 29 dicembre 2011 e scadenza 31 maggio 2012 da utilizzare come elasticità di cassa; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 3.000.740 euro.

Alla data del 31 dicembre 2011 la leva finanziaria utilizzata dal Fondo ammonta al 20% del valore di mercato dei beni immobili alla stessa data. Si evidenzia che tale percentuale è ampiamente al di sotto del livello massimo consentito dalla vigente normativa (60% del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari, più un ulteriore 20% del valore degli altri beni).

La liquidità disponibile alla data del 31 dicembre 2011 è di 14,460 milioni di euro (al 31 dicembre 2010 era di 14,169 milioni di euro), di cui 10,077 milioni di euro relativi a conti correnti vincolati a seguito della concessione dei finanziamenti ipotecari da parte degli istituti di credito come descritti nella nota integrativa §.III.1 "Finanziamenti ricevuti".

B. Strumenti finanziari derivati

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

- in data 3 marzo 2009, è stata acquistata un'opzione *CAP*, da Barclays Bank PLC a fronte del finanziamento concesso al Fondo dalla stessa, con scadenza 28 febbraio 2014 e nozionale ammontante a 18 milioni di euro, ad un *cap rate* del 2,50%, con il pagamento di un premio *up front* di 270 mila euro e con decorrenza dal 31 agosto 2009;
- in data 3 settembre 2009, è stata acquistata un'opzione *CAP* da Intesa Sanpaolo S.p.A. a fronte del finanziamento concesso dalla stessa, con scadenza 21 luglio 2012 e nozionale ammontante a 50 milioni di euro, ad un *cap rate* del 2,50%, con il pagamento di un premio *up front* di 430 mila euro e con decorrenza dal 31 dicembre 2009;
- in data 30 ottobre 2009, è stata acquistata un'opzione *CAP*, da Intesa Sanpaolo S.p.A. a fronte del finanziamento concesso al Fondo da Depfa Bank AG (ora Aareal Bank AG), con scadenza 15 giugno 2019 e nozionale ammontante a 8.405.758 euro del valore nominale del finanziamento, ad un *cap rate* del 3%, con il pagamento di un premio *up front* di 405 mila euro e con decorrenza dal 15 giugno 2010;
- in data 30 ottobre 2009 è stata acquistata un'opzione *CAP*, da Intesa Sanpaolo S.p.A. a fronte del finanziamento concesso al Fondo da MCC S.p.A. (ora UniCredit S.p.A.), con scadenza 1° febbraio 2013 e nozionale pari a 18.474.115 euro, 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.

In particolare, 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.

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

Per quanto riguarda le *performance* del Fondo e l'andamento del valore della quota si fa rinvio alla Nota Integrativa e, più precisamente, alla Parte A §§ da 1 a 4. Si riportano in questa sede alcune informazioni sintetiche.

Dalla data di apporto, ossia dal 1° marzo 2001, alla data del presente Rendiconto, il valore complessivo netto (NAV) del Fondo si è incrementato passando da 259.687.500 euro a 394.550.636 euro (410.290.822 euro al 31 dicembre 2010). Il valore unitario della quota è passato da 2.500,000 euro a 3.798,321 euro (3.949,851 euro al 31 dicembre 2010) con un incremento del 51,93% (57,99% al 31 dicembre 2010); considerando le distribuzioni dei proventi effettuate sino alla data del 31 dicembre 2011, per un totale di 1.888,85 euro a quota, che hanno inciso per il 75,55% rispetto al valore iniziale della quota (2.500 euro), l'incremento di valore realizzato è pari al 127,49% (129,10% al 31 dicembre 2010).

Il Tasso Interno di Rendimento, calcolato sulla base del valore iniziale del Fondo, dei flussi di cassa in uscita e del NAV al 31 dicembre 2011, risulta del 10,34% mentre lo stesso tasso di rendimento calcolato sul valore di collocamento della quota (2.600 euro) è dell'11,96%.

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

Indicatore	Descrizione	Valore
ROE	Utile del periodo/NAV medio del periodo	-1,04%
ROA	Risultato gestione immobiliare/valore immobili ¹⁵	1,68%
<i>Dividend yield</i>	Provento ¹⁶ /prezzo della quota al 31/12/2011	2,97%
<i>Leverage</i>	Finanziamenti/valore immobili	20,02%
Livello di impiego asset immobiliari	Valore immobili/ totale attività	85,65%
Valore medio beni immobili	Valore immobili/n. immobili	24,823 mln

¹⁵ Media aritmetica del valore degli immobili 31/12/2010 – 31/12/2011

¹⁶ Somma dei proventi unitari maturati al 31 dicembre 2011: 45,00 euro

10. Proventi posti in distribuzione

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

In base a quanto sopra esposto, si potrebbe porre in distribuzione un ammontare complessivo di 5.822.577 euro, corrispondente a 56,05 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione; tale somma corrisponde alla totalità dei proventi maturati al 31 dicembre 2011, al netto dei dovuti arrotondamenti. Le modalità di calcolo dell'importo di cui sopra risultano dalla seguente tabella:

Totale Utili cumulati dall'inizio dell'operatività del Fondo al 31 dicembre 2010	335.256.716
Utile/perdita dell'esercizio 2011	-4.189.286
Plusvalenze non realizzate su beni immobili e partecipazioni immobiliari dall'inizio dell'operatività del Fondo al 31 dicembre 2011	124.308.370
Plusvalenze nette non realizzate su strumenti finanziari dall'inizio dell'operatività del Fondo al 31 dicembre 2011	4.732.189
Utili distribuiti dall'inizio dell'operatività del Fondo al 31 dicembre 2011	196.204.294
Proventi distribuibili nel secondo semestre 2011	5.822.577

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 di alcuni enti pubblici con i quali è in corso di negoziazione un piano di rientro dei debiti pregressi, si ritiene opportuno non procedere alla distribuzione dei proventi.

La remissione delle condizioni sopra indicate potrà consentire, in occasione della rendicontazione semestrale, una distribuzione dei proventi che ricomprenderà utili non distribuiti con il presente rendiconto.

11. Altre informazioni

Legge del 12 luglio 2011 n. 106

La legge n. 106 del 12 luglio 2011 che ha convertito, con modificazioni, il decreto legge 13 maggio 2011 n. 70 ha apportato importanti modifiche all'art. 32 del decreto legge n. 78 del 31 maggio 2010 (convertito dalla legge 30 luglio 2010 n. 122). Inoltre sono state fornite alcune specificazioni con il Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate del 16 dicembre 2011 ("Provvedimento").

Di seguito le principali modifiche apportate dalla legge n. 106 del 12 luglio 2011:

- è abrogato il comma 2 dell'art. 32 del decreto legge n. 78 del 31 maggio 2010, che demandava ad un decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze l'individuazione delle disposizioni di attuazione delle modifiche al TUF contenute nel comma 1;

- è modificato il regime di tassazione, ai fini delle imposte dirette, dei partecipanti ai fondi immobiliari in funzione della natura degli investitori e dell'entità della partecipazione da essi detenuta. In particolare:

1. mantengono in ogni caso, a prescindere dall'entità della partecipazione detenuta, l'attuale regime di tassazione 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 perseguono esclusivamente determinate finalità no-profit e le società residenti che perseguono 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. 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". Nel caso in cui i partecipanti esercitano 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 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. Tale regime non spetta per le partecipazioni detenute dai predetti soggetti in via mediata.

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 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 2011. L'imposta può essere versata a cura della società di gestione del risparmio o dell'intermediario depositario delle quote in due rate di pari importo, rispettivamente entro il 16 gennaio 2012 (maggiorata degli interessi rispetto al precedente termine del 16 dicembre 2011 in base a quanto previsto dal Provvedimento) e il 16 giugno 2012 (a tal fine il partecipante è tenuto a fornire la provvista).

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 per cento alla data del 31 dicembre 2010, la società di gestione del risparmio poteva deliberarne la liquidazione.

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 deve essere versata dalla SGR per il 40% entro il 31 marzo 2012 e per la restante parte in due rate di pari importo da versarsi 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 liquidazione 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 delle 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.

Commissione Variabile Finale

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

Le modalità di calcolo della suddetta commissione si basano sulla determinazione del cosiddetto "Rendimento complessivo in eccesso del Fondo", ossia la differenza tra il "Risultato Complessivo del Fondo"¹⁷ e il Valore Iniziale del Fondo¹⁸. Alla SGR verrà riconosciuta una commissione pari al 20% del Rendimento complessivo in eccesso del Fondo, se e solo se questo ultimo avrà un valore positivo.

Come riportato nella Parte D "Altre informazioni" della Nota Integrativa, il Consiglio di Amministrazione ha introdotto una modifica al regime della Commissione Variabile Finale. Pur

¹⁷ 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.

¹⁸ Ossia il valore di Apporto, anch'esso capitalizzato al tasso *benchmark*.

lasciando la relativa metodologia di calcolo invariata, si è previsto che questa venga integrata con l'inserimento di un limite massimo quantitativo (20% del "Rendimento in Eccesso Alternativo" del Fondo) ancorato alla dinamica dell'indice BTP per tutta la durata del Fondo. In particolare, ai fini della definizione del suddetto "cap", i flussi per l'investitore (proventi e rimborsi di capitale) ed il valore iniziale del Fondo, saranno capitalizzati utilizzando, anno per anno, il *benchmark* relativo.

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

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

Pertanto, come precisato nella Nota Integrativa, Parte D "Altre informazioni", essendo l'ammontare dell'onere non suscettibile di alcuna stima attendibile, l'applicazione dei corretti principi contabili non consente di effettuare alcun accantonamento nel Rendiconto in quanto 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 31 dicembre 2011, dare un'indicazione, esclusivamente a scopo informativo, su quale sarebbe il limite massimo della Commissione Variabile Finale; il limite massimo stimato della suddetta Commissione Variabile Finale spettante alla SGR sarebbe pari a circa 43,631 milioni di euro.

Trasparenza degli incarichi assegnati agli esperti indipendenti

Presidi organizzativi e procedurali per il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli esperti

La SGR ha adeguato le proprie disposizioni interne in tema di gestione dei rapporti con gli Esperti Indipendenti e valutazione di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, ai principi contenuti nella Comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29

luglio 2010 "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento" e alle Linee Guida predisposte dalla Assogestioni (cfr. il rapporto tra le SGR e gli "Esperti Indipendenti" nell'attività di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, del 27 maggio 2010).

Le disposizioni interne vigenti disciplinano, tra le altre:

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

Le disposizioni interne sopra menzionate, prevedono altresì i seguenti principali presidi organizzativi, procedurali e di controllo, al fine di garantire il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli esperti indipendenti dei Fondi gestiti da IDeA FIMIT sgr S.p.A.:

- collazione, verifica e consegna dei dati inerenti il patrimonio immobiliare dei Fondi gestiti agli esperti indipendenti da parte dei Team di Gestione dei Fondi;
- analisi della relazione di stima da parte dei Team di gestione e dei relativi Responsabili, volta ad accertare la congruenza dei dati ivi contenuti con quelli trasmessi, l'adeguatezza del processo valutativo seguito dagli Esperti Indipendenti, la coerenza dei criteri di valutazione utilizzati con quelli previsti dalla normativa vigente e dal mandato ricevuto, la correttezza nell'elaborazione dei dati e la coerenza delle assunzioni di stima;
- verifica delle relazioni di stima e della correttezza del metodo di valutazione applicato da parte del *Risk Manager*, nonché della coerenza, nel tempo, dei criteri di valutazione con gli obiettivi per cui le valutazioni sono state predisposte, con i principi definiti dalla normativa di riferimento;
- accertamento dell'adeguatezza del processo valutativo e delle metodologie utilizzate ed approvazione della relazione di stima da parte del Consiglio di Amministrazione, sulla base

delle note redatte dal Direttore *Asset Management* e presentate dall'Amministratore Delegato.

Incarichi assegnati agli Esperti Indipendenti dei Fondi Gestiti

Si segnala che l'incarico di Esperto Indipendente è stato conferito a Scenari Immobiliari S.r.l., al quale sono stati conferiti ulteriori incarichi nel corso del 2011. In particolare è stato conferito l'incarico di analisi di *benchmarking* sul livello di commissioni praticate nel mercato immobiliare italiano per i servizi di *property e facility management, project management e agency*.

* * *

Il presente Rendiconto al 31 dicembre 2011 si compone complessivamente di n. 88 pagine oltre all'estratto della Relazione di Stima degli Esperti Indipendenti e all'elenco, in ordine decrescente di valore, dei beni di cui all'art. 4, comma 2 del Decreto Ministeriale n. 228/1999, redatto ai sensi dell'art. 75 comma 1, lettera b) del Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 ("Regolamento Intermediari").

Per Il Consiglio d'Amministrazione
Il Presidente
Antonio Mastrapasqua

RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 31/12/11
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SITUAZIONE PATRIMONIALE

	Situazione al 31/12/11		Situazione a fine esercizio precedente	
ATTIVITA'	Valore complessivo	in percentuale dell'attivo	Valore complessivo	in percentuale dell'attivo
A. A. STRUMENTI FINANZIARI	19.788.764	4,02%	6.221.022	1,20%
Strumenti finanziari non quotati	19.788.764	4,02%	6.221.022	1,20%
A1. Partecipazioni di controllo	1.770.751	0,36%	428.937	0,08%
A2. Partecipazioni non di controllo	-	0,00%	-	0,00%
A3. Altri titoli di capitale	-	0,00%	-	0,00%
A4. Titoli di debito	-	0,00%	-	0,00%
A5. Parti di O.I.C.R.	18.018.013	3,66%	5.792.085	1,12%
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	421.988.195	85,65%	453.251.289	87,87%
B1. Immobili dati in locazione	358.431.013	72,75%	389.442.721	75,50%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	0,00%	-	0,00%
B3. Altri immobili	63.557.182	12,90%	63.808.568	12,37%
B4. Diritti reali immobiliari	-	0,00%	-	0,00%
B5. Diritti accessori della proprieta'	-	0,00%	-	0,00%
C. CREDITI	16.799.254	3,41%	21.180.632	4,11%
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	0,00%	-	0,00%
C2. Altri	16.799.254	3,41%	21.180.632	4,11%
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'	14.459.782	2,93%	14.168.658	2,75%
F1. Liquidità disponibile	14.459.782	2,93%	14.168.658	2,75%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
G. ALTRE ATTIVITA'	19.640.917	3,99%	21.021.982	4,07%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	0,00%	-	0,00%
G2. Ratei e risconti attivi	988.588	0,20%	1.071.683	0,21%
G3. Risparmio di imposta	-	0,00%	-	0,00%
G4. Altre	911.558	0,19%	577.640	0,11%
G5. Credito Iva	-	0,00%	-	0,00%
G6. Crediti verso i locatari	17.740.771	3,60%	19.372.659	3,75%
crediti lordi	21.203.651	4,30%	25.281.364	4,90%
fondo svalutazione crediti	-3.462.880	-0,70%	-5.908.705	-1,15%
TOTALE ATTIVITA'	492.676.912	100,00%	515.843.583	100,00%

RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 31/12/11
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SITUAZIONE PATRIMONIALE

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/11		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	in percentuale del passivo	Valore complessivo	in percentuale del passivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	84.484.777	86,10%	95.338.702	90,32%
H1. Finanziamenti ipotecari	81.484.037	83,04%	95.338.653	90,32%
H2. Pronti contro termine passivi e op. assimilate	-	0,00%	-	0,00%
H3. Altri	3.000.740	3,06%	49	0,00%
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 versi i partecipanti	-	0,00%	-	0,00%
M. ALTRE PASSIVITA'	13.641.499	13,90%	10.214.059	9,68%
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	40.327	0,04%	40.292	0,04%
M2. Debiti di imposta	3.166.613	3,23%	3.312.597	3,14%
M3. Ratei e risconti passivi	855.846	0,87%	886.597	0,84%
M4. Altre	9.047.519	9,22%	5.366.442	5,08%
M5. Fondo Svalutazione Partecipazioni	-	0,00%	-	0,00%
M6. Debiti per cauzioni ricevute	531.194	0,54%	608.131	0,58%
TOTALE PASSIVITA'	98.126.276	100,00%	105.552.761	100,00%
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	394.550.636		410.290.822	
Numero complessivo delle quote in circolazione	103.875		103.875	
Valore unitario delle quote	3.798,321		3.949,851	
Proventi distribuiti per quota (1)	1.888,850		1.777,650	
Rimborsi distribuiti per quota (1)	0,000		0,000	

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

RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 31/12/11
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SEZIONE REDDITUALE

	Rendiconto al 31/12/11		Rendiconto esercizio precedente	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI	- 7.058.186		- 923.163	
A1.1 dividendi e altri proventi	-		-	
A1.2 utili/perdite da realizzi	-		-	
A1.3 plus/minusvalenze	- 7.058.186		- 923.163	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	2.407.687		61.498	
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	181.758		529.317	
A2.2 utili/perdite da realizzi	-		-	
A2.3 plus/minusvalenze	2.225.929		- 467.819	
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)		- 4.650.499		- 861.665
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE ALTRI PROVENTI	33.069.675		32.914.861	
B1.a canoni di locazione	30.153.970		30.221.199	
B1.b altri proventi	2.915.705		2.693.662	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	- 1.030.499		-	
B3. PLUS/MINUSVALENZE	- 15.394.831		- 1.219.974	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	- 7.361.654		- 6.828.453	
B4.a oneri non ripetibili	- 2.934.766		- 2.223.764	
B4.b oneri ripetibili	- 4.399.866		- 4.581.056	
B4.c interessi su depositi cauzionali	- 8.234		- 6.185	
B4.d altri oneri gestione immobiliare	- 18.788		- 17.448	
B5. AMMORTAMENTI	-		-	
B6. SPESE ICI	- 1.939.638		- 2.034.570	
Risultato gestione beni immobili (B)		7.343.053		22.831.864
C. CREDITI				
C1. interessi attivi e proventi assimilati	1.518.622		1.672.923	
C2. incrementi/decrementi di valore	- 113.803		- 2.519.868	
Risultato gestione crediti (C)		1.404.819		- 846.945
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. interessi attivi e proventi assimilati	24		-	
Risultato gestione depositi bancari (D)		24		-
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)		4.097.397		21.123.254

RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 31/12/11
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SEZIONE REDDITUALE

		Rendiconto al 31/12/11		Rendiconto esercizio precedente	
F.	RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1.	OPERAZIONI DI COPERTURA	-		-	
F1.1	Risultati realizzati	-		-	
F1.2	Risultati non realizzati	-		-	
F2.	OPERAZIONI NON DI COPERTURA	-		-	
F2.1	Risultati realizzati	-		-	
F2.2	Risultati non realizzati	-		-	
F3.	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)		4.097.397		21.123.254	
H.	ONERI FINANZIARI				
H1.	INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	- 2.992.333		- 2.828.517	
H1.1	su finanziamenti ipotecari	- 2.991.878		- 2.828.517	
H1.2	su altri finanziamenti	455		-	
H2.	ALTRI ONERI FINANZIARI	- 452.690		- 427.985	
	Oneri finanziari (H)	- 3.445.023		- 3.256.502	
Risultato Netto della Gestione Caratteristica (RLCG + H)		652.374		17.866.752	
I.	ONERI DI GESTIONE				
I1.	Provvigione di gestione SGR	- 4.301.515		- 4.297.781	
I2.	Commissioni banca depositaria	- 80.653		- 80.583	
I3.	Oneri per esperti indipendenti	- 54.000		- 57.000	
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	- 122.621		- 58.217	
I5.	Altri oneri di gestione	- 680.018		- 167.251	
I6.	Spese di quotazione	- 69.682		- 68.600	
	Totale oneri di gestione (I)	- 5.308.489		- 4.729.432	
L.	ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	187.159		97.075	
L2.	Altri ricavi	307.062		116.454	
L3.	Altri oneri	- 27.392		- 90.602	
	Totale altri ricavi ed oneri (L)	466.829		122.927	
Risultato della Gestione Prima delle Imposte (RNGC + I + L)		- 4.189.286		13.260.248	
M.	IMPOSTE				
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-		-	
M2.	Risparmio d'imposta	-		-	
M3.	Altre imposte	-		-	
	Totale imposte (M)	-		-	
Utile/perdita dell'esercizio (RGPI + M)		- 4.189.286		13.260.248	

Si segnala che per effetto di una diversa riclassificazione delle voci rispetto all'esercizio precedente i dati del rendiconto al 31.12.2010 sono stati di conseguenza riclassificati per permettere un confronto con i dati dell'esercizio.

Nota Integrativa
al Rendiconto al 31 dicembre 2011

Parte A – Andamento del valore della quota	2
Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto	10
SEZIONE I – Criteri di valutazione	10
SEZIONE II – Le attività	13
SEZIONE III – Le passività	25
SEZIONE IV – Il valore complessivo netto	29
SEZIONE V – Altri dati patrimoniali	31
Parte C – Il risultato economico dell'esercizio	31
SEZIONE I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari	31
SEZIONE II – Beni immobili	32
SEZIONE III – Crediti	35
SEZIONE IV – Depositi bancari	35
SEZIONE V – Altri beni	35
SEZIONE VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari	35
SEZIONE VII – Oneri di gestione	35
SEZIONE VIII – Altri ricavi e oneri	39
SEZIONE IX – Imposte	39
Parte D – Altre informazioni	39

Parte A – Andamento del valore della quota**1. Valore della quota alla fine di ciascun esercizio e analisi dei flussi di cassa del Fondo**

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

Periodo di riferimento	Valore complessivo netto del Fondo	Numero quote	Valore unitario delle quote
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

Il Dividend Yield medio (rapporto tra utili distribuiti e valore nominale delle quote del Fondo) evidenzia un rendimento dell'investimento pari al 6,97% dalla data del collocamento al 31 dicembre 2011. Si riporta di seguito tabella con i relativi conteggi.

Periodo	Capitale medio investito (€/quota)	Data di distribuzione	Provento distribuito (€/quota)	Dividend Yield annualizzato del periodo (%)
1° semestre 2001	2.500,00			0,00%
2° semestre 2001	2.500,00			0,00%
Totale 2001	2.500,00		-	0,00%
1° semestre 2002	2.500,00			0,00%
2° semestre 2002	2.500,00	06/03/2003	382,00	30,31%
Totale 2002	2.500,00		382,00	15,28%
1° semestre 2003	2.500,00			0,00%
2° semestre 2003	2.500,00	11/03/2004	228,00	18,09%
Totale 2003	2.500,00		228,00	9,12%
1° semestre 2004	2.500,00	16/09/2004	120,50	9,69%
2° semestre 2004	2.500,00	24/03/2005	154,20	12,27%
Totale 2004	2.500,00		274,70	10,99%
1° semestre 2005	2.500,00	29/09/2005	131,90	10,64%
2° semestre 2005	2.500,00	23/03/2006	120,70	9,58%
Totale 2005	2.500,00		252,60	10,10%
1° semestre 2006	2.500,00	14/09/2006	131,49	10,61%
2° semestre 2006	2.500,00	22/03/2007	109,96	8,73%
Totale 2006	2.500,00		241,45	9,66%
1° semestre 2007	2.500,00	27/09/2007	116,15	9,37%
2° semestre 2007	2.500,00	13/03/2008	71,25	5,65%
Totale 2007	2.500,00		187,40	7,50%
1° semestre 2008	2.500,00	18/09/2008	54,20	4,36%
2° semestre 2008	2.500,00		-	0,00%
Totale 2008	2.500,00		54,20	4,36%
1° semestre 2009	2.500,00	17/09/2009	47,80	3,86%
2° semestre 2009	2.500,00	18/03/2010	57,00	4,52%
Totale 2009	2.500,00		104,80	4,19%
1° semestre 2010	2.500,00	16/09/2010	52,50	4,23%
2° semestre 2010	2.500,00	24/03/2011	66,20	5,25%
Totale 2010	2.500,00		118,70	4,75%
1° semestre 2011	2.500,00	22/09/2011	45,00	3,63%
2° semestre 2011	2.500,00			
Totale 2011	2.500,00		45,00	1,80%
Totale dal collocamento	2.500,00		1.888,85	6,97%

Si riporta infine il riepilogo dei flussi di cassa complessivi per l'investitore dal collocamento alla data del presente Rendiconto.

Data	Flusso (euro/quota)	Descrizione
01/03/2001	(2.500,00)	Sottoscrizione quote
06/03/2003	382,00	Distribuzione provento lordo
11/03/2004	228,00	Distribuzione provento lordo
16/09/2004	120,50	Distribuzione provento lordo
24/03/2005	154,20	Distribuzione provento lordo
29/09/2005	131,90	Distribuzione provento lordo
23/03/2006	120,70	Distribuzione provento lordo
14/09/2006	131,49	Distribuzione provento lordo
22/03/2007	109,96	Distribuzione provento lordo
27/09/2007	116,15	Distribuzione provento lordo
13/03/2008	71,25	Distribuzione provento lordo
18/09/2008	54,20	Distribuzione provento lordo
17/09/2009	47,80	Distribuzione provento lordo
18/03/2010	57,00	Distribuzione provento lordo
16/09/2010	52,50	Distribuzione provento lordo
24/03/2011	66,20	Distribuzione provento lordo
22/09/2011	45,00	Distribuzione provento lordo
Totale flussi netti	(611,15)	

2. Riferimenti sui principali eventi che hanno influito sul valore della quota nell'arco dell'esercizio

Il valore complessivo netto ("NAV") del Fondo è diminuito nell'arco dell'esercizio di 15.740.186 euro, pari alla perdita dell'esercizio (-4.189.286 euro) al netto dei proventi posti in distribuzione nel mese di marzo 2011 (6.876.525 euro) e nel mese di settembre 2011 (4.674.375 euro); conseguentemente, il valore della quota è diminuito di 151,530 euro (-3,84%) e la stessa ammonta a 3.798,321 euro.

Il risultato dell'esercizio risulta influenzato dai seguenti principali fattori:

- canoni di locazione ed altri proventi per 33.069.675 euro;
- minusvalenze al netto delle plusvalenze da valutazione degli immobili per 15.394.831 euro;
- perdite da realizzo derivanti dalla vendita di immobili per 1.030.499 euro;
- risultato negativo della gestione degli strumenti finanziari per 4.650.499 euro;
- oneri per la gestione di beni immobili e spese ICI per 9.301.292 euro;
- risultato positivo della gestione dei crediti per 1.404.819 euro;
- oneri finanziari per 3.445.023 euro;
- oneri di gestione per 5.308.489 euro;
- altri ricavi al netto degli altri oneri per 466.829 euro.

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

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

Nel periodo 31 dicembre 2010 – 31 dicembre 2011 l'indice ha registrato un decremento del 5,45% (valore al 31 dicembre 2010: 482,92; valore al 31 dicembre 2011: 456,59). Il *benchmark* di riferimento, quindi, ha evidenziato un decremento del 4,70%.

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

Le risultanze del confronto vengono riportate nella seguente tabella.

Data di riferimento	Valore unitario della quota	Valore dell'indice BTP MTS
31 dicembre 2010	3.949,851	482,92
31 dicembre 2011	3.798,321	456,59
Variazione % esercizio	-3,84%	-5,45%
Incidenza % distribuzione proventi	2,815%	-
Maggiorazione dell'indice BTP	-	0,75%
Variazione quota - <i>benchmark</i>	-1,021%	-4,702%

La maggiore variazione della quota rispetto a quella del *benchmark* risulta dello 3,681%.

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

Il Fondo Alpha è quotato sul mercato di Borsa Italiana S.p.A. dal 4 luglio 2002, primo fondo immobiliare ad apporto pubblico in Italia. Il fondo è oggi quotato sul segmento MIV – Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* (codice di negoziazione QFAL; codice ISIN IT0003049605).

Nel corso dell'esercizio 2011 il fondo sul mercato ha avuto un andamento negativo rispetto a quello dell'esercizio 2010 (dove l'oscillazione delle quotazioni tra inizio e fine anno era stata pari a +2,54%). Infatti il valore di quotazione al 3 gennaio 2011 (primo giorno di negoziazioni dell'anno) è stato di 2.395,00 euro, mentre il 30 dicembre il fondo ha chiuso l'anno in Borsa con una quotazione pari a 1.515,00 euro (-36,74%). In questa data lo sconto sul NAV (al 30 giugno 2011 pari a 3.900,870 euro) era pari a circa il 61%. Gli scambi giornalieri si sono attestati su una media di 23,93 quote (quasi in parità con i valori scambiati nel 2010). Il picco massimo degli scambi il 10 febbraio: 134 quote per un controvalore pari a 315.592,67 euro. L'andamento del fondo durante l'anno ha senz'altro risentito della negativa performance dei mercati (l'indice FTSEMIB ha perso nel 2011 oltre il 26%).

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

Il Regolamento del Fondo disciplina le modalità di distribuzione ai titolari delle quote dei proventi della gestione del Fondo. Sono considerati proventi della gestione del Fondo, ai sensi del paragrafo 3.1: *"gli utili, al netto della differenza tra plusvalenze e minusvalenze non realizzate rispetto ai valori di acquisizione dei beni immobili, dei diritti reali di godimento su beni immobili e delle partecipazioni detenute dal Fondo, risultanti dal rendiconto della gestione del Fondo. Al suddetto fine, le plusvalenze non realizzate sono calcolate al netto delle relative imposte stanziate"*.

I proventi realizzati nella gestione del Fondo sono distribuiti agli aventi diritto con cadenza annuale in misura non inferiore all'80% degli stessi, fatta salva diversa e motivata determinazione del Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione. I proventi realizzati e non distribuiti in esercizi precedenti, al netto delle eventuali perdite, possono concorrere alla formazione dei proventi da distribuire negli esercizi successivi.

E' in facoltà della Società di Gestione di procedere, anche con cadenza infrannuale, alla distribuzione di proventi della gestione del Fondo.

Nel corso dell'esercizio 2011 il Fondo ha posto in essere, sulla base del rendiconto annuale al 31 dicembre 2010 e del rendiconto al 30 giugno 2011, una distribuzione di proventi rispettivamente relativi al 2° semestre 2010 e al 1° semestre 2011 per un ammontare complessivo di 11.550.900 euro, corrispondenti a 111,20 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione.

Complessivamente i partecipanti al Fondo Alpha, dall'inizio dell'avvio dell'operatività dello stesso alla data del presente rendiconto annuale, hanno beneficiato di proventi unitari per 1.888,85 euro corrispondenti a complessivi 196.204.294 euro.

Il Fondo, inoltre, ai sensi del paragrafo 8.4 del Regolamento di gestione può, a fronte di disinvestimenti realizzati, avvalersi della facoltà di effettuare, nell'interesse dei partecipanti, rimborsi parziali pro-quota. Nell'esercizio in oggetto il Fondo non ha effettuato rimborsi parziali pro-quota.

6. Riferimenti di natura sia qualitativa che quantitativa in ordine ai rischi assunti nell'esercizio

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

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

La missione operativa consiste nel:

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

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

- predisporre flussi informativi necessari al controllo delle esposizioni ai rischi finanziari dei patrimoni gestiti e alla rilevazione delle anomalie riscontrate nell'operatività;
- verificare a livello di fondo, la coerenza delle scelte di investimento e dei risultati attesi con i profili di rischio-rendimento definiti dal Consiglio di Amministrazione;

- verificare a livello di fondo i) incoerenze nelle metodologie e nei principi utilizzati nelle perizie immobiliari da parte dell'esperto indipendente, ii) presenza degli elementi necessari per una completa ricostruibilità delle perizie, iii) errori di calcolo nelle perizie;
- effettuare il controllo dei fondi gestiti relativamente al rispetto delle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio;
- predisporre il *reporting* nei confronti del Consiglio di Amministrazione, dell'Alta Direzione e dei responsabili delle strutture operative circa l'evoluzione dei rischi, l'analisi delle *performance* e le violazioni dei limiti operativi fissati;
- presiede al funzionamento del processo di *risk management* prevedendo periodiche revisioni dello stesso;
- interfacciarsi con le funzioni della SGR per le rispettive competenze in tema di rischio.

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

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

Il documento, ogni qual volta è predisposto/rivisto in corso d'anno è sottoposto anche alla *review* del *Risk Manager* che formalizza in una relazione:

- i principali fattori di rischio a cui il Fondo potrebbe essere esposto;
- le principali variazioni apportate rispetto alla precedente versione;
- la verifica della coerenza del documento rispetto al regolamento di gestione;
- la verifica della coerenza del profilo rischio/rendimento indicato dal documento stesso.

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

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

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

Il rischio di credito è monitorato mensilmente attraverso la redazione di un *report* dettagliato su cui si basano le azioni di recupero in via giudiziale ed extragiudiziale. Allo stesso tempo, viene redatto un *report* sull'*ageing* dei crediti, che evidenzia i crediti secondo la data di generazione e che consente di controllare e gestire le posizioni morose. Le posizioni che presentano rischio di inesigibilità sono coperte da un congruo fondo di svalutazione crediti allo scopo di evitare eventuali ricadute economiche negli esercizi successivi.

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

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

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

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

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

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

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

Partecipazioni

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

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

Partecipazioni di controllo in società immobiliari

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

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

Seguendo tale criterio, per la valutazione della partecipazione detenuta dal Fondo nella "Da Vinci S.r.l.", si è fatto riferimento al bilancio al 31 dicembre 2011 della partecipata approvata dal relativo consiglio di amministrazione in data 10 febbraio 2012 e alla valutazione del complesso immobiliare di proprietà della controllata.

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

partecipazione tra quelle di controllo, in virtù del combinato disposto dell'articolo 1, numero 4¹ delle "definizioni" nel Titolo I del Provvedimento e del comma 2, numero 3), lettera b) dell'articolo 23 del Testo Unico Bancario.

La norma recita:

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

[...]

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

[...]

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

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

Parti di OICR

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

Immobili

Il valore degli immobili tiene conto delle risultanze della Relazione di stima redatta dagli Esperti Indipendenti ai sensi dell'art. 17, Titolo VI, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, nonché di quanto previsto al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafi 2 ("Criteri di valutazione") e 4 ("Esperti Indipendenti") del Provvedimento. I metodi utilizzati nella relazione di stima, in funzione dell'immobile oggetto di stima, sono i seguenti:

- Il metodo dei Flussi di Cassa Attualizzati (*Discounted Cash Flow*): la stima viene basata sull'analisi dei flussi di cassa, positivi e negativi, generabili dall'immobile in un periodo medio o medio-lungo (10, 15 o 20 anni). Il valore immobiliare viene poi desunto

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

dall'attualizzazione dei costi e ricavi, in base ad un tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche del bene.

- Il metodo della trasformazione: si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa (*Discounted Cash Flow*), positivi e negativi, generabili da una determinata operazione immobiliare in un periodo che copre tutte le fasi dell'intervento: dall'avvio dei lavori di costruzione e/o trasformazione, alla fine delle attività di commercializzazione.

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

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

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

Crediti e altre attività

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

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

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

Depositi bancari

I depositi bancari a vista sono valutati al valore nominale.

Posizione netta di liquidità

La liquidità netta disponibile è espressa al valore nominale.

Finanziamenti ricevuti

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

Altre passività

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

Strumenti finanziari derivati

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

Ricavi e costi

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

Si precisa che tutti gli importi della presente nota integrativa sono espressi in euro, salvo ove diversamente indicato.

SEZIONE II – Le attività

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

ATTIVITA'	31/12/2011	31/12/2010
A. Strumenti finanziari	4,02%	1,20%
B. Immobili e diritti reali immobiliari	85,65%	87,87%
C. Crediti	3,41%	4,11%
F. Posizione netta di liquidità	2,93%	2,75%
G. Altre attività	3,99%	4,07%
Totale attività	100,00%	100,00%

II.1 Strumenti finanziari non quotatiSottovoce A1 "Partecipazioni di controllo"

La sottovoce A1 "Partecipazioni di controllo", di 1.770.751 euro, è relativa alla quota del 25% del capitale sociale che il Fondo Alpha detiene nella "Da Vinci S.r.l.".

Si riportano di seguito le informazioni richieste dal Provvedimento.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Società: Da Vinci S.r.l. con sede in Roma, Via Crescenzo n. 14					
Attività esercitata: settore edilizio					
Titoli nel portafoglio del Fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo d'acquisto ⁽¹⁾	Valore al 31/12/2011	Valore al 31/12/2010
1) Titoli di capitale con diritto di voto	1	25%	17.235.000	1.770.751	428.937

(1) Il costo d'acquisto è così composto:

- 25.000 euro a titolo di sottoscrizione capitale;
- 8.810.000 euro a titolo di versamento a fondo perduto per l'esercizio 2007;
- 7.000.000 di euro in conto aumento di capitale mediante rinuncia a parte dei crediti;
- 1.400.000 euro in conto aumento capitale mediante versamenti effettuati nel corso dell'esercizio.

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati Patrimoniali	Bilancio al 31/12/2011	Bilancio al 31/12/2010	Bilancio al 31/12/2009
1) Totale attività	167.581.872	179.556.057	146.136.543
2) Partecipazioni	-	-	-
3) Immobili	136.470.041	149.918.966	119.501.821
4) Indebitamento a breve termine	69.734.314	1.519.597	7.578.411
5) Indebitamento a medio/lungo termine	90.764.555	176.320.713	133.149.731
6) Patrimonio netto	7.083.003	1.715.747	5.408.401

Dati Redditali	Bilancio al 31/12/2011	Bilancio al 31/12/2010	Bilancio al 31/12/2009
1) Fatturato	1.287.244	329.667	-
2) Margine operativo lordo	-16.720.905	9.352.880	770.374
3) Risultato operativo	-16.953.607	8.993.987	496.763
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-11.278.923	- 11.854.271	-10.612.472
5) Saldo proventi/oneri straordinari	-215	- 409.839	175
6) Risultato prima delle imposte	-28.232.745	- 3.270.123	-10.115.534
7) Utile (perdita) netto	-28.232.745	- 3.692.653	-10.140.460
8) Ammortamenti dell'esercizio	-232.702	- 358.893	-273.611

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

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

Acquisto quote (a)	Versamento soci a fondo perduto (b)	Rinuncia parziale al credito in conto capitale (c)	Svalutazione (d)	Valore al 31/12/2011 (a+b+c-d)
25.000	10.210.000	7.000.000	15.464.249	1.770.751

Si precisa che, per l'adeguamento del valore della partecipazione al 31 dicembre 2011, è stato effettuato il confronto tra il costo di acquisto della stessa (pari a 10.235.000 euro comprensivo del versamento soci a fondo perduto) incrementato della rinuncia parziale al credito vantato nei confronti della Da Vinci (pari a 7.000.000 di euro) e la frazione di patrimonio netto della società al 31 dicembre 2011 di pertinenza del Fondo (25% pari a 1.770.751 euro). La differenza ha determinato un valore negativo di 15.464.249 euro che esprime la svalutazione complessiva della partecipazione dalla data di acquisto al 31 dicembre 2011. Con riferimento al complesso immobiliare della partecipata, non si sono resi necessari ulteriori adeguamenti, in quanto l'iscrizione degli stessi all'interno del bilancio della società al 31 dicembre 2011 riflette i valori determinati dagli Esperti Indipendenti dei quattro fondi partecipanti al coinvestimento (si rimanda, per maggiori dettagli, a quanto descritto nella parte relativa ai criteri di valutazione dei beni immobili).

La svalutazione maturata nel corso dell'esercizio 2011 relativa alla quota di proprietà del Fondo ammonta a 7.058.186 euro, data dalla differenza tra il valore della partecipazione al 31 dicembre 2010 (428.937 euro), aumentata dei versamenti in conto capitale (1.400.000 di euro) e

dalla rinuncia ad una parte dei crediti esistenti (7.000.000 di euro), ed il valore della partecipazione al 31 dicembre 2011 (1.770.751 euro).

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

La "Da Vinci S.r.l." detiene il lotto edificabile sito in località Ponte Galeria , nel Comune di Roma, nei pressi della "Nuova Fiera di Roma". Sullo stesso è stato edificato, ed è attualmente operativo, il centro direzionale "Da Vinci".

E) Descrizione dell'operazione

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Alla data del presente Rendiconto si è conclusa l'attività volta al prolungamento della scadenza del contratto di finanziamento sottoscritto nel 2007, originariamente prevista per il 29 luglio 2011. La nuova data di scadenza è il 31 luglio 2012 con un'opzione di estensione per ulteriori 12 mesi.

Si rammenta che il Consiglio di Amministrazione della Da Vinci S.r.l. nel corso del secondo semestre 2011, ha deliberato di procedere ad una ricapitalizzazione della Società per un importo complessivo di 28 milioni di euro, da assumere da parte dei Soci in proporzione alle rispettive quote di partecipazione e da effettuarsi mediante rinuncia dei crediti per finanziamenti. In particolare il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato in data 29 luglio 2011 la rinuncia a 18 milioni di euro, mentre in data 28 settembre 2011 la rinuncia ai restanti 10 milioni di euro.

Si evidenzia inoltre che i Soci della Da Vinci S.r.l., in data 25 luglio 2011 hanno deliberato di procedere alla concessione di un contributo a fondo perduto per un importo complessivo di 5 milioni di euro, da effettuarsi in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale.

Il contributo è stato interamente versato da ciascun Fondo alla data del presente Rendiconto.

Infine, in data 22 settembre 2011 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato di procedere alla concessione di un contributo a fondo perduto alla Da Vinci S.r.l. per un importo complessivo di 600.000 euro, da effettuarsi in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale. Il contributo è stato interamente versato da ciascun Fondo alla data del presente Rendiconto.

Sottovoce A5 "Parti di OICR"

Fondo Immobiliare "Cloe"

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

Il valore delle quote al 31 dicembre 2011 è iscritto tra gli "Strumenti finanziari non quotati" alla sottovoce A5 "Parti di OICR" per un importo di 5.481.762 euro.

Il valore iscritto al 31 dicembre 2011 corrisponde alla valutazione delle singole quote, pari a 195.777,211 euro, che costituisce l'ultimo valore reso noto al pubblico, ossia quello risultante dal rendiconto del Fondo Cloe al 31 dicembre 2011, contro un valore di 206.860,169 euro iscritto al 31 dicembre 2010.

Fondo Immobiliare "Conero"

A seguito della delibera del Consiglio di Amministrazione del 25 luglio 2011, il Fondo Alpha, in data 4 agosto 2011, ha sottoscritto n.100 quote di Classe A ad un prezzo unitario di 100 mila euro del Fondo "Conero", fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso, riservato ad investitori qualificati e gestito da IDeA FIMIT sgr, per un investimento totale di 10 milioni di euro.

Il valore delle quote al 31 dicembre è iscritto tra gli "Strumenti finanziari non quotati" alla sottovoce A5 "Parti di OICR" per un importo di 12.536.251 euro.

Il valore iscritto al 31 dicembre 2011 corrisponde alla valutazione delle singole quote, pari a 125.362,515 euro, che costituisce l'ultimo valore reso noto al pubblico, ossia quello risultante dal rendiconto del Fondo Conero al 31 dicembre 2011, contro un valore di acquisto di 10 milioni di euro.

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

Strumenti finanziari non quotati	Paese di residenza dell'emittente e verso il quale sono indirizzati gli investimenti			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Parti di OICR				
- chiusi	18.018.013	-	-	-
Totale	18.018.013	-	-	-

II.2 Strumenti finanziari quotati

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2011.

II.3 Strumenti finanziari derivati

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

II.4 Beni Immobili e diritti reali immobiliari

Il totale della voce in esame, di 421.988.195 euro, è rappresentato dalla voce B.1 "Immobili dati in locazione" per 358.431.013 euro e dalla voce B.3 "Altri immobili" per 63.557.182 euro, che accoglie il valore degli immobili presenti nel portafoglio del Fondo non locati alla data del 31 dicembre 2011.

La variazione nel corso dell'esercizio della consistenza del portafoglio immobiliare risulta dalla seguente tabella.

Valore degli immobili al 31/12/2010	453.251.289
Acquisti dell'esercizio	-
Vendite dell'esercizio	-19.030.499
Costi capitalizzati	3.162.236
Svalutazione netta dell'esercizio	-15.394.831
Valore degli immobili al 31/12/2011	421.988.195

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

Prospetto dei cespiti disinvestiti

Cespiti disinvestiti	Quantità mq	Data	Acquisto		Realizzo			Oneri sostenuti D	Risultato dell'investimento A-B+C-D
			Costo di acquisto B	Ultima valutazione	Data	Ricavo di vendita A	Proventi generati C		
Via Sforza - Palazzi Volta/Galilei (Basiglio)	14.225,11	01/03/2001	16.885.224,86	18.880.221,00	29/06/2011	18.000.000,00	26.519.227,39	6.953.028,97	20.680.973,56

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

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

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

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei contratti	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria (a)	Locazione finanziaria (b)	Importo totale (a + b)	%
Fino al 31.12.2012[1]	105.080.053	8.857.317	-	8.857.317	30,00%
Tra 1.1.2013 e 31.12.2014	93.464.060	8.326.786	-	8.326.786	28,20%
Tra 1.1.2015 e 31.12.2016	92.631.946	7.000.192	-	7.000.192	23,71%
Tra 1.1.2017 e 31.12.2018	27.580.173	2.358.545	-	2.358.545	7,99%
Tra 1.1.2019 e 31.12.2020	31.822.201	2.351.691	-	2.351.691	7,96%
Oltre 31.12.2020	7.852.580	632.818	-	632.818	2,14%
A) Totale beni immobili locati	358.431.013	29.527.349	-	29.527.349	100,00%
B) Totale beni immobili non locati	63.557.182	28.507	-	28.507	
Totale	421.988.195	29.555.856	-	29.555.856	

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

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

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

L'importo dei canoni degli immobili disinvestiti ammonta a 598.114 euro. Pertanto, l'importo complessivo dei canoni di locazione di competenza dell'esercizio ammonta a 30.153.970 euro.

L'elenco dei beni immobili detenuti dal Fondo alla data del 31 dicembre 2011 è allegato alla presente Nota Integrativa.

II.5 Crediti

La sottovoce C2 "Altri" esposta nel Rendiconto per complessivi 16.799.254 euro si riferisce all'importo erogato alla società partecipata "Da Vinci S.r.l.":

- (i) per 7.200.000 euro al "credito dilazionato" secondo quanto previsto nel contratto di compravendita dell'area edificabile, il cui rimborso è previsto in un'unica soluzione

decorsi 48 mesi dalla data dell'atto sopra citato e la cui remunerazione è al tasso di interesse dell'11%, nonché agli interessi maturati sullo stesso di 6.643.940 euro, di cui 1.277.507 euro di competenza dell'esercizio 2011;

- (ii) per 2.499.627 euro, all'importo corrisposto (in data 18 giugno 2008 per 402.006 euro, in data 14 luglio 2008 per 137.741 euro, in data 25 marzo 2009 per 541.250 euro, al netto di 381.370 euro rimborsati in data 18 marzo 2009, in data 21 dicembre 2009 per 150.000 euro, in data 30 luglio 2010 per 250.000 euro, in data 29 ottobre 2010 per 300.000 euro, in data 28 gennaio 2011 per 400.000 euro, in data 2 maggio 2011 per 300.000 euro e in data 13 giugno 2011 per 400.000 euro) a titolo di contribuzione volontaria alla società di cui sopra, ai sensi dell'art. 5 dell'accordo di contribuzione stipulato in data 26 luglio 2007, remunerato al tasso di interesse dell'11%, e agli interessi maturati sul credito medesimo che ammontano complessivamente a 455.687 euro, di cui 241.115 euro di competenza dell'esercizio 2011.

II.6 Depositi bancari

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2011.

II.7 Altri beni

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2011.

II.8 Posizione netta di liquidità

La presente voce esposta nel Rendiconto, per un totale di 14.459.782 euro, risulta interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile" ed è la risultante dei saldi al 31 dicembre 2011, eventualmente incrementati delle competenze nette del quarto trimestre, dei conti rubricati al Fondo Alpha, accesi presso la banca depositaria, State Street Bank S.p.A. e del conto corrente "split" acceso presso Intesa SanPaolo S.p.A., ai soli fini di effettuare tramite Monte Titoli la distribuzione dei proventi ed i rimborsi pro quota.

C/C "immobile Via Cavour Via C. Bavastro" State Str. B. S.p.A.	8.563.586
C/C "gestione liquidità" State Street Bank S.p.A.	3.022.786
C/C "operativo finanziamento Intesa" State Street Bank S.p.A.	1.504.301
C/C "gestione immobiliare" State Street Bank S.p.A.	1.355.967
C/C "vendite finanziamento Intesa" State Street Bank S.p.A.	5.609
C/C "split" Intesa SanPaolo S.p.A.	4.079
C/C "immobile Tor Cervara" State Street Bank S.p.A.	2.469
C/C "Ippolito Nievo" State Street Bank S.p.A.	762
C/C "immobile Casal Lumbroso" State Street Bank S.p.A.	154
C/C "Deposito Quote Fondo Conero" State Street Bank S.p.A.	69
Totale sottovoce F1	14.459.782

I conti rubricati "Ippolito Nievo", "Casal Lumbroso", "Tor Cervara", "Cavour 5 – Capitan Bavastro 92", "Vendite finanziamento Intesa", "C/Operativo finanziamento Intesa" e "C/Deposito Quote Fondo Conero" sono vincolati a seguito della concessione dei finanziamenti ipotecari da parte degli istituti di credito come descritti nel §.III.1 "Finanziamenti ricevuti". In particolare, i canoni di locazione dei suddetti immobili² affluiscono su tali conti correnti, ad eccezione del conto corrente vincolato e relativo al finanziamento ipotecario ottenuto per l'acquisto delle quote del Fondo "Conero", a seguito della cessione in garanzia del credito a favore degli istituti. Il Fondo, pagate le rate in scadenza, può disporre della liquidità eccedente.

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

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

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

- commissioni della SGR e della banca depositaria.

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

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

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

II.9 Altre attività

La presente voce, di 19.640.917 euro, ha registrato al 31 dicembre 2011, rispetto all'esercizio precedente, un decremento di 1.381.065 euro. Tale voce è così composta:

- sottovoce G2 "Ratei e risconti attivi", di 988.588 euro, è composta per 643.495 euro da risconti attivi sui premi pagati per gli accordi di *hedging* (CAP) stipulati al fine di coprire o ridurre il rischio di tasso sui finanziamenti concessi, per 62.477 euro da risconti attivi sulle spese assicurative sostenute a fronte della polizza "globale fabbricati", per 110.221 euro da risconti attivi su oneri finanziari, per 157.477 euro da risconti attivi su imposte di registro a carico della proprietà e per 14.918 euro da risconti attivi di diversa natura.
- sottovoce G4 "Altre", di 911.558 euro, è così composta:

Fornitori c/anticipi	503.410
Cred. per fatt. emesse ai clienti	129.108
Crediti verso Fornitori	105.942
Professionisti c/anticipi	51.083
Nota di credito da ricevere	34.083
Crediti Diversi	33.765
Depositi cauzionali su utenze	16.073
Crediti v/Banche	15.053
Depositi cauzionali a garanzia	13.304
Ritenute su Professionisti c/anticipi	9.737
Totale	911.558

L'ammontare dei crediti per fatture emesse nei confronti di altri clienti è considerato al netto del relativo fondo svalutazione crediti, stanziato sulla base dello stato del contenzioso seguito dai legali incaricati, e pari a 62.201 euro.

- sottovoce G6 "Crediti verso locatari", di 17.740.771 euro. La composizione della sottovoce al 31 dicembre 2011 è la seguente:

Crediti per fatture emesse	16.558.629
Crediti per fatture da emettere	4.645.022
Fondo svalutazione crediti	-3.462.880
Totale crediti verso locatari	17.740.771

Il fondo svalutazione crediti è stato calcolato in modo analitico anche in relazione allo stato del contenzioso seguito dagli studi legali incaricati, sulla base dell'effettivo rischio di inesigibilità dei crediti iscritti al 31 dicembre 2011 nonché di un ulteriore accantonamento forfetario a fronte dei crediti per fatture da emettere. La consistenza del fondo ammonta al 16,33% del valore nominale dei crediti.

SEZIONE III – Le passività

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

PASSIVITA'	31/12/2011	31/12/2010
H. Finanziamenti ricevuti	86,10%	90,32%
M. Altre passività	13,90%	9,68%
Totale passivo	100,00%	100,00%

III.1. Finanziamenti ricevuti

Finanziamenti ricevuti	Importo
H1. Finanziamenti ipotecari	81.484.037
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	-
H3. Altri	3.000.740
Totale finanziamenti ricevuti	84.484.777

Tale voce, di complessivi 84.484.777 euro, accoglie essenzialmente:

- (i) finanziamento di originari 15.493.707 euro, concesso da Depfa Bank AG (ora Aareal Bank AG) al precedente proprietario dell'immobile sito in Roma, Via di Tor Cervara e accollato al Fondo in sede di acquisto dell'immobile per un debito di 13.549.119 euro, con scadenza il 15 giugno 2019; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 7.200.714 euro.
- (ii) Finanziamento concesso da MCC S.p.A. (ora UniCredit S.p.A.) in data 10 febbraio 2003, di 50 milioni di euro con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Vicolo di Casal Lumbroso e scadenza il 1° febbraio 2013; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 7.945.219 euro.
- (iii) Finanziamento di 20 milioni di euro, concesso da Barclays Bank PLC in data 27 febbraio 2009 e scadenza 28 febbraio 2014, con ipoteca sugli immobili siti in Roma, Via Cavour n. 5 e Via Capitan Bavastro n. 92; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 10.000.000 di euro.
- (iv) Finanziamento di 70 milioni di euro, concesso da Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. in data 21 luglio 2009 e scadenza 21 luglio 2012, con ipoteca su immobili diversi di proprietà del Fondo; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 39.827.130 euro.
- (v) Finanziamento di 9,950 milioni di euro, concesso da Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A. in data 30 aprile 2009 e scadenza il 31 marzo 2014, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Via Ippolito Nievo nn. 25-38; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 6.510.974 euro.
- (vi) Finanziamento ipotecario di 10 milioni di euro, concesso da Banca IMI S.p.A. in data 4 agosto 2011 e scadenza il 10 febbraio 2013, con ipoteca di secondo grado su alcuni immobili di proprietà del Fondo, finalizzato all'acquisizione di n. 100 quote di Classe A del Fondo Conero; il debito residuo alla data di chiusura del Rendiconto è di 10.000.000 di euro.

(vii) Fido per complessivi 7 milioni di euro, concesso da Banca Popolare di Vicenza S.C.p.A. in data 29 dicembre 2011 e scadenza 31 maggio 2012 da utilizzare come elasticità di cassa; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 3.000.740 euro.

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

- un contratto Cap stipulato con Barclays a copertura del relativo contratto di finanziamento; al 31 dicembre 2011 il nozionale di riferimento dello strumento è di 10.000.000 di euro ed il valore di mercato è di 1.323 euro.
- Un contratto Cap stipulato con Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A. a copertura del relativo contratto di finanziamento; al 31 dicembre 2011 il nozionale di riferimento dello strumento è pari a 6.510.973 euro ed il valore di mercato è pari a 830 euro.
- Un contratto Cap stipulato con Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. a copertura del relativo contratto di finanziamento; al 31 dicembre 2011 il nozionale di riferimento dello strumento è pari a 35.714.285 euro ed il valore di mercato è pari a zero.
- Un contratto Cap stipulato con Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. a copertura del contratto di finanziamento stipulato con MCC S.p.A. (ora UniCredit S.p.A.); al 31 dicembre 2011 il nozionale di riferimento è pari a 7.931.298 euro ed il valore di mercato pari a 137 euro.
- Un contratto Cap stipulato con Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. a copertura del contratto di finanziamento stipulato con Depfa Bank AG (ora Aareal Bank AG); al 31 dicembre 2011 il nozionale di riferimento è pari a 7.192.771 euro ed il valore di mercato pari a 75.641 euro.

III.2. Strumenti finanziari derivati

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

III.3. Debiti verso i partecipanti

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2011.

III.4. Altre passività

La voce M "Altre passività", ammontante a complessivi 13.641.499 euro, risulta incrementata rispetto al 31 dicembre 2010 di 3.427.440 euro principalmente per effetto dell'incremento dei debiti verso i fornitori del Fondo.

La voce risulta ripartita nelle seguenti sottovoci:

- nella sottovoce M1 "Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati" viene iscritta la commissione variabile annuale, spettante alla SGR e la commissione da corrispondere alla banca depositaria. La prima viene liquidata in sede di approvazione del rendiconto annuale secondo le modalità stabilite dal paragrafo 9.1.1.2 del Regolamento del Fondo. Alla data del presente Rendiconto il calcolo che determina l'importo della commissione variabile annuale risultava essere negativo e, pertanto, alla SGR non verrà corrisposta alcuna commissione variabile annuale relativa all'esercizio 2011; mentre la commissione da riconoscere alla Banca depositaria risulta pari a 40.327 euro.
- sottovoce M2 "Debiti d'imposta", così composta:

IVA in sospensione ("differita")	2.450.199
Erario c/IVA	714.817
Ritenute su lavoro autonomo	1.597
Totale	3.166.613

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

Risconti passivi su canoni di locazione	699.268
Ratei passivi su finanziamenti ipotecari	156.578
Totale	855.846

- sottovoce M4 "Altre", così composta:

Debiti verso fornitori	8.180.065
Debiti diversi	332.486
Note credito da emettere	257.733
Fondo interessi su depositi cauzionali	151.972
Debiti verso Clienti	125.263
Totale	9.047.519

I debiti verso i fornitori, suddivisi tra debiti per fatture ricevute per 5.171.530 euro e per fatture da ricevere per 3.008.535 euro, sono relativi a prestazioni di servizi (manutenzioni, progettazioni, utenze, ecc.) ed acquisizione di beni relativi al patrimonio immobiliare, nonché a spese a fronte di consulenze o servizi professionali (spese legali, notarili, di revisione, degli esperti indipendenti, ecc.).

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

- sottovoce M6 "Debiti per cauzioni ricevute" accoglie i depositi cauzionali versati al Fondo per 531.194 euro sia da parte dell'INPDAP, successivamente all'atto di conferimento, sia da parte dei locatari, a fronte dei nuovi contratti di locazione stipulati.

SEZIONE IV – Il valore complessivo netto

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

**PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO
DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITA' (1/3/2001) FINO AL 31/12/2011**

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
Importo iniziale del fondo (quote emesse per prezzo di emissione)	259.687.500	100,00%
Totale versamenti effettuati (leggi: valore degli apporti)	259.687.500	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-15.464.248	-5,95%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	8.750.894	3,37%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	456.030.482	175,61%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti	-665.674	-0,26%
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	24	0,00%-
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni	-	-
F. Risultato complessivo della gestione cambi	-	-
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione	71.343	0,03%
H. Oneri finanziari complessivi	-28.268.195	-10,89%
I. Oneri di gestione complessivi	-80.617.799	-31,04%
L. Altri ricavi ed oneri complessivi	3.212.183	1,24%
M. Imposte complessive	-11.981.579	-4,61%
Rimborsi di quote effettuati	-	-
Proventi complessivi distribuiti	-196.204.295	-75,55%
Valore totale prodotto dalla gestione al lordo delle imposte	343.049.010	132,10%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2011	394.550.636	151,93%
Totale importi da richiamare	-	-
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	10,34%	

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

SEZIONE V – Altri dati patrimoniali

1. Il Fondo ha assunto impegni a fronte di cinque accordi di *hedging* (acquisto di opzioni CAP), al fine di fare fronte al rischio tasso sui finanziamenti stipulati, di cui si è fatto cenno nella Relazione degli Amministratori al §8 “La gestione finanziaria” e nella Sezione III.1 dello Stato Patrimoniale “Finanziamenti ricevuti”.
2. Il Fondo non detiene attività e/o passività in valuta diversa dall'euro o beni immobili situati in Paesi diversi da quelli dell'U.E.M.
3. Per quanto riguarda le garanzie a favore del Fondo si evidenzia:
 - l'importo complessivo di 2.413.250 euro relativo a polizze fideiussorie rilasciate dai conduttori a titolo di garanzia sui contratti di locazione;
 - l'ammontare di 223.046 euro relativo a polizze fideiussorie rilasciate al Fondo, a garanzia del buon esito dei lavori commissionati.
4. Le ipoteche gravanti sugli immobili di proprietà del Fondo a fronte dei finanziamenti sopra illustrati ammontano a 100 milioni di euro per il finanziamento Unicredit S.p.A., a 38,7 milioni di euro per il finanziamento Aareal Bank AG, a 19,9 milioni di euro per il finanziamento Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A., a 40 milioni di euro per il finanziamento Barclays Bank PLC ed a 140 milioni di euro per il finanziamento Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. (ora Banca Imi S.p.A.).

Parte C – Il risultato economico dell'esercizio

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

Nella voce A.1.3 è iscritta la minusvalenza di 7.058.186 euro relativa alla svalutazione del valore della partecipazione nella “Da Vinci S.r.l.”.

Nella voce A.2.1 è iscritto l'ammontare dei proventi di 181.758 euro, distribuiti dal Fondo “Cloe”.

Nella voce A.2.3 sono iscritte:

- la minusvalenza di 310.323 euro, derivante dall'adeguamento al valore di mercato al 31 dicembre 2011 del valore delle quote detenute nel Fondo “Cloe” che, come previsto dal Provvedimento, sono state adeguate con l'ultimo valore noto al pubblico, cioè quello risultante dal rendiconto del fondo al 31 dicembre 2010;

- la plusvalenza di 2.536.251 euro, derivante dall'adeguamento al valore di mercato al 31 dicembre 2011 del valore delle quote detenute nel Fondo "Conero", che sono state adeguare rispetto al valore di acquisto iniziale.

Risultato complessivo delle operazioni su	Utile/perdita da realizza	di cui: per variazioni dei tassa di cambio	Plus/ minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassa di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. di controllo	-	-	-7.058.186	-
2. non di controllo	-	-	-	-
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. altri titoli di capitale	-	-	-	-
2. titoli di debito	-	-	-	-
3. parti di OICR - Cloe	-	-	-310.323	-
3. parti di OICR - Conero	-	-	2.536.251	-
C. Strumenti finanziari quotati				
1. titoli di debito	-	-	-	-
2. titoli di capitale	-	-	-	-
3. parti di OICR	-	-	-	-

Nel corso del 2011, come evidenziato nella tabella a seguire, sono stati percepiti proventi per euro 181.758 dal Fondo Cloe.

Data pagamento provento	Descrizione	Provento unitario	Proventi complessivi
25-febbraio-11	Proventi Fondo Cloe 12/10	4.723,49	132.258
24-ogosto-11	Proventi Fondo Cloe 06/11	1.767,87	49.500

SEZIONE II – Beni immobili

Nella seguente tabella si evince il risultato economico della gestione del patrimonio immobiliare diviso per tipologia di immobili. Il risultato di 7.343.053 euro deriva da canoni di locazione per 30.153.970 euro, da altri proventi per 2.915.705 euro, da minusvalenze nette per adeguamento del valore del patrimonio a quello di libero mercato per l'importo di 15.394.831 euro, da perdite da realizzo per dismissioni immobiliari di 1.030.499 euro, dagli oneri della gestione immobiliare pari complessivamente a 7.361.654 euro e dalle spese per ICI per 1.939.638 euro.

Risultato economico dell'esercizio su beni immobili

	Immobili uso commerciale	Immobili uso logistico	Immobili uso ufficio	Altre tipologie	Totale
1. Proventi	25.093	3.407.004	29.633.728	3.850	33.069.675
1.1 canoni loc. non finanziaria	24.758	3.379.791	26.745.671	3.750	30.153.970
1.2 canoni loc. finanziaria	-	-	-	-	-
1.3 altri proventi	335	27.213	2.888.057	100	2.915.705
2. Utile/perdita da realizzati	-	-1.030.499	-	-	-1.030.499
2.1 beni immobili	-	-1.030.499	-	-	-1.030.499
2.2 diritti reali immobiliari	-	-	-	-	-
3. Plusvalenze/ minusvalenze da valutazione	-451.386	-2.527.654	-12.238.087	-177.704	-15.394.831
3.1 beni immobili	-451.386	-2.527.654	-12.238.087	-177.704	-15.394.831
- plusvalenze da valutazione	-	-	126.067	-	126.067
- minusvalenze da valutazione	-451.386	-2.527.654	-12.364.154	-177.704	-15.520.898
3.2 diritti reali immobiliari	-	-	-	-	-
4. Oneri per la gestione di beni immobili	-379.500	-386.240	-5.393.140	-1.202.774	-7.361.654
5. Ammortamenti	-	-	-	-	-
6. Spese ICI	-159.028	-221.450	-1.395.472	-163.688	-1.939.638

Gli oneri della gestione immobiliare, complessivamente di 7.361.654 euro, sono così ripartiti:

Oneri ripetibili ai conduttori	4.399.866
Oneri a carico della proprietà	2.934.766
Altri oneri della gestione immobiliare	18.788
Interessi su depositi cauzionali	8.234
Totale oneri gestione di beni immobili	7.361.654

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

Gli oneri a carico della proprietà sono quelli sostenuti per l'attività di *property* e *facility* management per 1.577.842 euro, per la manutenzione degli immobili e per oneri condominiali per 624.985 euro, per polizze assicurative su fabbricati per 385.905 euro, per le spese dell'imposta di registro per 157.506 euro, per intermediazione nelle operazioni di vendita e locazione degli immobili per 96.728 euro e per consulenze tecniche e *due diligence* per 91.800 euro.

Rispetto all'esercizio precedente le spese per i servizi di *property*, *facility*, le spese legali e assicurative sono state riclassificate nella sottovoce B4 a) "oneri non ripetibili" invece che nella sottovoce I5 "altri oneri di gestione".

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

Gli altri oneri della gestione immobiliare comprendono principalmente le spese condominiali in cointestazione per 18.362 euro mentre la voce "interessi sui depositi cauzionali" di 8.234 euro rappresenta l'importo degli interessi passivi maturato nel corso dell'esercizio sui depositi cauzionali.

La voce B.6, di 1.939.638 euro, accoglie l'importo versato nell'esercizio per l'imposta comunale sugli immobili di proprietà.

SEZIONE III – Crediti

La voce Crediti ha un saldo positivo di 1.404.819 euro ed è la risultante delle seguenti voci:

- sottovoce C1 "Interessi attivi e proventi assimilati" la quale accoglie, nella sottovoce C1, gli interessi attivi maturati nell'esercizio calcolati sul credito dilazionato nei riguardi della società controllata "Da Vinci S.r.l.", di 1.518.622 euro;
- sottovoce C2 "Incrementi e decrementi di valore", per un importo negativo di 113.803 euro, che si riferisce al decremento del fondo svalutazione crediti verso locatari rilevato nell'esercizio, per un importo positivo di 442.060 euro, all'accantonamento al fondo svalutazione crediti verso altri clienti per un importo negativo di 62.201 euro ed alle perdite su crediti per un importo negativo di 493.662 euro.

SEZIONE IV – Depositi bancari

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2011.

SEZIONE V – Altri beni

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2011.

SEZIONE VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

La voce H. "Oneri finanziari" è composta come indicato nella seguente tabella

Oneri finanziari	Importo
H1. Interessi passivi su finanziamenti ricevuti	2.992.333
H2. Altri oneri finanziari	452.690
Totale	3.445.023

SEZIONE VII – Oneri di gestione

La sezione del Rendiconto relativa agli "Oneri di gestione", per un totale di 5.308.489 euro risulta così ripartita:

I1 - Provvigione di gestione SGR	4.301.515
I2 - Commissioni banca depositaria	80.653
I3 - Oneri per Esperti Indipendenti	54.000
I4 - Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	122.621
I5 - Altri oneri di gestione:	680.018
- spese professionali	501.308
- spese di revisione del Rendiconto	50.921
- IVA indetraibile pro-rata	19.811
- spese per consulenze tecniche	97.972
- spese e comm. bancarie, monte titoli e intermediari finanziari	6.957
- spese per contributi di vigilanza	2.875
- spese generali	174
I6 - Spese di quotazione:	69.682
- Specialist	57.082
- Borsa Italiana S.p.A.	12.600
Totale Oneri di Gestione	5.308.489

- la sottovoce I1 "Provvigioni di gestione SGR" per complessivi 4.301.515 euro, accoglie il costo a carico del Fondo derivante dalle commissioni di gestione a favore della SGR. Il paragrafo 9.1.1.1 del Regolamento del Fondo prevede una commissione fissa dell'1,6% annuo "del valore complessivo netto del Fondo quale risulta dal rendiconto annuale, determinato al netto delle plusvalenze non realizzate rispetto ai valori di acquisizione dei beni immobili, dei diritti reali di godimento sui beni immobili e delle partecipazioni detenute dal Fondo, senza tener conto degli ammortamenti eventualmente effettuati";
- per quanto riguarda le commissioni da corrispondere a favore della banca depositaria, il compenso da riconoscere è così ripartito:
 - 0,028% su base annua per la "commissione di controllo" calcolata sul valore complessivo netto del Fondo determinato secondo i criteri fissati dal Regolamento del Fondo indicati per la commissione fissa a favore della SGR;
 - 0,002% su base annua per la "commissione di custodia" calcolata con i medesimi criteri sopra menzionati;

- gli oneri per gli Esperti Indipendenti, di cui alla sottovoce I3, costituiscono il corrispettivo dovuto alla "Scenari Immobiliari S.r.l." per le valutazioni effettuate sul patrimonio immobiliare alla data del 30 giugno e del 31 dicembre 2011;
- per quanto riguarda la sottovoce I5 "Altri oneri di gestione", la stessa è costituita prevalentemente da:
 - spese professionali relative prevalentemente ad oneri legali e notarili;
 - spese per la revisione contabile del Rendiconto semestrale e annuale del Fondo;
 - spese per consulenze tecniche inerenti il patrimonio immobiliare del Fondo;
- la sottovoce I6 "Spese di quotazione", accoglie per 57.082 euro l'onere a carico del Fondo per il contratto di specialista siglato con Intermonte SIM S.p.A, e per 12.600 euro le spese riaddebitate nell'esercizio dalla SGR connesse alla quotazione del Fondo stesso.

SEZIONE VII.1 – Costi sostenuti nell'esercizio

Oneri di gestione	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR(*)			
	Importo (migliaia euro)	% sul valore complessivo netto (**)	% sul totale attività	% su valore del finanziamento	Importo (migliaia euro)	% sul valore complessivo netto (**)	% sul totale attività	% su valore del finanziamento
1) Provvigioni di gestione	4.302	1,07%	0,87%		-	0,00%	0,00%	
Provvigioni di base	4.302	1,07%	0,87%		-	0,00%	0,00%	
Provvigioni di incentivo	-	0,00%	0,00%		-	0,00%	0,00%	
2) TER degli OICR in cui il fondo investe	-	0,00%			-	0,00%		
3) Compenso della banca depositaria	81	0,02%	0,02%		-	0,00%	0,00%	
- di cui eventualmente compenso per il calcolo del valore della quota	-	0,00%	0,00%		-	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del fondo	51	0,01%			-	0,00%		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo		0,00%	0,00%		-	0,00%	0,00%	
6) Compenso spettante agli Esperti Indipendenti	54	0,01%	0,01%		-	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	6.473	1,61%	1,31%		-	0,00%	0,00%	
- spese di gestione e manutenzione	4.321	1,07%			-	0,00%		
- spese <i>property manager</i>	892	0,22%			-	0,00%		
- spese per <i>facility manager</i>	686	0,17%			-	0,00%		
- spese assicurative	386	0,10%			-	0,00%		
- spese di consulenze tecniche	188	0,05%			-	0,00%		
8) Spese legali e giudiziarie	258	0,06%			-	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	123	0,03%			-	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo	555	0,13%			-	0,00%		
- spese professionali	243	0,06%			-	0,00%		
- spese generali	-	0,00%			-	0,00%		
- spese e commissioni bancarie, MT,IF	7	0,00%			-	0,00%		
- interessi passivi su c/c	-	0,00%			-	0,00%		
- spese peritali	-	0,00%			-	0,00%		
- IVA indetraibile pro-rata	20	0,00%			-	0,00%		
- contributo di vigilanza	3	0,00%			-	0,00%		
- spese due diligence	98	0,02%			-	0,00%		
- spese quotazione	70	0,02%			-	0,00%		
- decrementi di valore su crediti	114	0,03%			-	0,00%		
- spese di attività informatica	-	0,00%			-	0,00%		
Total Expense Ratio (TER) (somma da 1 a 10)	11.897	2,96%			-	0,00%		
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari di cui: - su titoli azionari - su titoli di debito - su derivati - altri (da specificare)	-				-			
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	3.445			4,08%	-			0,00%
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo	-	0,00%			-	0,00%		
TOTALE SPESE (somma da 1 a 13)	15.342	3,81%			-	0,00%		

(*) Per gruppo si intende quello che fa capo a DE AGOSTINI e di cui fa parte la SGR

(**) Calcolato come media del periodo

SEZIONE VIII – Altri ricavi e oneri

La voce L del Rendiconto risulta così ripartita:

L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	187.159
L2. Altri ricavi	307.062
- sopravvenienze, abbuoni e arrotondamenti attivi	284.694
- interessi attivi e proventi diversi	22.368
L3. Altri oneri	-27.392
- sopravvenienze e abbuoni passivi	-27.392
Totale altri ricavi ed oneri	466.829

SEZIONE IX – Imposte

Tale voce non risulta movimentata.

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

Parte D – Altre informazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pertanto, essendo l'ammontare dell'onere non suscettibile di alcuna stima attendibile, l'applicazione dei corretti principi contabili non consente di effettuare alcun accantonamento, al fine di non alterare l'attendibilità dei dati del Rendiconto. Dunque, il NAV al 31 dicembre 2011, come è avvenuto nei rendiconti precedenti, non include alcun accantonamento relativo alla commissione variabile finale.

Tuttavia, con l'introduzione nel Regolamento di gestione del Fondo del limite alla commissione sopra descritto è ora possibile, sulla base dei dati disponibili al 31 dicembre 2011, dare un'indicazione, esclusivamente a scopo informativo, su quale sarebbe il limite massimo della Commissione Variabile Finale; il limite massimo stimato della suddetta Commissione Variabile Finale spettante alla SGR sarebbe di 43,631 milioni di euro.

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

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

Antonio Mastrapasqua

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

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO														
Reddittività dei beni locati														
N	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno / epoca di costruzione	Superficie lorda locabile (mq)	Superficie locata (mq)	Canone/ indenn. al 31/12/2011	Canone/ indenn. competenza anno 2011 (***)	Canone annuo medio (€ / mq)	Tipo contratto	Range scadenza contratto	Tipologia conduttore	Valore storico ¹	Ipoteche ²	
LAZIO														
1	Intero Immobile Roma Via Capitan Bavastro 92/94	Ufficio	1974	12.876	12.876	2.090.243	2.053.501	162,34	Affitto	Tra 1.1.2013 e 31.12.2014	Pubblica Amministrazione	13.925.775	10.000.000	Barclays (*)
2	Intero Immobile Roma Via Capitan Bavastro 174	Ufficio	1969	9.818	9.818	1.530.473	1.554.186	155,89	Indennità di occupazione	Fino al 31.12.2012	Pubblica Amministrazione	9.243.683		
3	Intero Immobile Roma Via Cristoforo Colombo 44	Ufficio	1966	32.051	32.051	4.442.751	4.511.117	138,61	Indennità di occupazione	Fino al 31.12.2012	Pubblica Amministrazione	29.078.058		
4	Intero Immobile Roma Via N. Parboni 6 / Via I. Nievo	Ufficio	1976	11.804	11.804	2.099.400	2.065.748	177,85	Indennità di occupazione	Fino al 31.12.2012	Pubblica Amministrazione	14.751.341	6.510.974	BIM
5	Intero Immobile Roma Via Lamaro 51	Ufficio	1990	11.675	8.356	1.346.386	1.330.445	161,13	Affitto	Tra 1.1.2017 e 31.12.2018	industriali e finanziarie	14.831.356	39.827.130	IMI (**)
6	Intero Immobile Roma Via Longoni 92	Ufficio	1981	12.153	12.153	733.017	726.266	60,32	Indennità di occupazione	Fino al 31.12.2012	Pubblica Amministrazione	2.956.132		
7	Intero Immobile Roma Via Longoni 3	Commerciale	1989	20.602	-	-	24.757	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero	14.191.630	39.827.130	IMI (**)
8	Intero Immobile Roma Via Casilina 3	Ufficio	1971	12.223	12.223	1.843.649	1.843.649	150,83	Affitto	Tra 1.1.2015 e 31.12.2016	Pubblica Amministrazione	10.827.629	39.827.130	IMI (**)
9	Intero Immobile Roma Via Cavour 5 / Via Turati	Ufficio	fine XIX sec.	17.702	17.702	3.565.687	3.513.168	201,43	Affitto	Tra 1.1.2013 e 31.12.2014	Pubblica Amministrazione	21.803.779	10.000.000	Barclays (*)
10	Intero Immobile Roma Via del Giorgione 59/63	Ufficio	1969	20.929	15.824	2.822.683	3.045.085	178,38	Affitto	Tra 1.1.2015 e 31.12.2016	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	29.594.459	39.827.130	IMI (**)
11	Intero Immobile Roma Vicolo Casal Lumbroso 77	Altre	1986	35.699	-	-	3.750	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero (ex Pubbl. Amm.)	76.078.900	7.945.219	Unicredit
12	Intero Immobile Roma Via di Tor Cervara 285/C	Logistico	1968	25.403	25.403	2.590.955	2.351.691	102,00	Affitto	Tra 1.1.2019 e 31.12.2020	Impresa commerciale	30.033.060	7.200.714	AAReal
LOMBARDIA														
13	Intero Immobile Milano Via Crespi 12	Ufficio	1986	8.681	6.600	802.986	755.602	121,66	Affitto	Tra 1.1.2015 e 31.12.2016	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	7.580.104		IMI (**)
14	Intero Immobile Agrate Brianza Via Colleoni	Ufficio	1986	14.817	8.535	1.046.135	1.355.856	122,57	Affitto	Tra 1.1.2015 e 31.12.2016	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	15.158.291	39.827.130	IMI (**)
15	Intero Immobile Assago Milanofiori Palazzo 5B	Ufficio	1991	6.575	6.458	636.813	632.818	98,60	Affitto	Oltre 31.12.2020	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	6.159.112	39.827.130	IMI (**)
16	Intero Immobile Melzo Via C. Colombo 24	Logistico	1974	26.544	26.544	1.036.359	1.028.100	39,04	Affitto	Tra 1.1.2017 e 31.12.2018	Impresa logistica	9.322.493	39.827.130	IMI (**)
EMILIA ROMAGNA														
17	Intero Immobile Bologna Via Aldo Moro	Ufficio	1984	19.073	15.744	2.785.686	2.760.116	176,94	Affitto	Tra 1.1.2013 e 31.12.2014	Pubblica Amministrazione	15.953.707	39.827.130	IMI (**)
				298.622	222.090	29.373.223	29.555.856					321.489.509		

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

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

(*) Con riferimento agli immobili Via Capitan Bavastro 92/94 e Via Cavour 5 l'importo del debito residuo sul finanziamento ipotecario ammonta complessivamente a euro 10.000.000,00;

(**) Per gli immobili indicati il debito residuo sul finanziamento ipotecario ammonta complessivamente a euro 39.827.130;

(***) All'importo vanno aggiunti i canoni dell'immobile di Basiglio - Palazzi Volta e Galilei, venduto nel corso dell'anno, pari a € 598.114

Rendiconto al 31 Dicembre 2011

Fondo Alpha Immobiliare

Prospetto dei beni immobili conferiti, acquistati e ceduti dal Fondo

Immobili ceduti

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

SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

**RELAZIONE DI STIMA
17 IMMOBILI DEL
“FONDO ALPHA”
ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2011**

Gennaio 2012

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

Indice

INTRODUZIONE

<i>1. Premessa</i>	<i>pag.</i>	<i>1</i>
<i>2. Andamento del mercato immobiliare</i>		<i>2</i>
<i>3. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione degli immobili</i>		<i>9</i>
<i>4. Metodologie utilizzate nella valutazione degli immobili</i>		<i>11</i>
<i>5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate</i>		<i>14</i>
<i>6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi</i>		<i>15</i>
<i>7. Limiti della presente relazione</i>		<i>16</i>
<i>8. Conclusioni</i>		<i>17</i>

ALLEGATI

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

Milano, 25 gennaio 2012

1. Premessa

In relazione all'incarico ricevuto da **IDEA FIMIT SGR SPA**, *Scenari Immobiliari* ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni atte a determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 31 dicembre 2011, dei seguenti asset:

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

2. Andamento del mercato immobiliare

LO SCENARIO INTERNAZIONALE

Il 2011 è stato un anno difficile per l'economia mondiale e le prospettive restano incerte anche per il 2012. L'Ocse ha recentemente rivisto al ribasso le previsioni di crescita economica, ritenendo probabile per il 2012 un aumento del Pil intorno all'1,6 per cento, contro il 2,8 per cento previsto nel mese di maggio.

Il peggioramento delle aspettative di crescita dell'economia mondiale ha ampliato i timori sulla solidità degli emittenti, sia pubblici che privati, con elevato indebitamento. Queste tensioni hanno coinvolto il sistema bancario internazionale, facendo emergere rischi per la stabilità finanziaria a livello globale. Anche la prima parte del 2012 sarà caratterizzata da questo scenario. Previsto un miglioramento solo nella seconda parte dell'anno.

Si attende un rallentamento dell'economia cinese, nonostante un tasso di crescita ancora decisamente positivo, mentre si ritiene poco probabile una vera recessione degli Stati Uniti, dove gli ultimi indicatori sull'occupazione sono in miglioramento. Il basso rischio risiede soprattutto nella bassa esposizione diretta delle banche americane al debito pubblico europeo, nell'efficienza della Banca Centrale americana e nel maggiore equilibrio raggiunto dal mercato immobiliare. La domanda di immobili residenziali e di beni di consumo è già nettamente inferiore rispetto all'incremento demografico e, dunque, ulteriori crolli sono ritenuti difficili.

Il rischio di recessione dell'Europa, invece, rappresenta la minaccia più grave per l'economia mondiale. Nel 2012 si prevede un tasso di crescita dello 0,5 per cento, mentre nel 2013 si dovrebbe registrare un'accelerazione, con un incremento compreso tra l'1,2 e l'1,5 per cento.

La crescita economica dell'Unione Europea e dell'area dell'euro è ostacolata da tre problematiche principali: la persistente incertezza sul debito pubblico, la debolezza del settore finanziario e lo scarso dinamismo del commercio mondiale. Il rischio è che si inneschi un circolo vizioso: il rallentamento della crescita potrebbe indebolire i Paesi debitori, causando un deterioramento delle condizioni del settore finanziario, che non sarebbe in grado di sostenere la crescita. In questo scenario, inoltre, è improbabile una ripresa dell'occupazione, salvo Germania e area del nord Europa.

A dieci anni dalla nascita, per la prima volta, è messa in pericolo l'esistenza stessa dell'euro, il che non solo potrebbe innescare un disfacimento della comunità europea monetaria ma anche far tornare vincoli e barriere che parevano superati per sempre. Nei primi mesi dell'anno 2012 dovrà essere la politica europea a trovare una soluzione a questo nodo. La speranza è che l'integrazione migliori anziché andare verso uno sfilacciamento di Paesi e monete.

Sul versante positivo, le manovre finanziarie attualmente in fase di approvazione potrebbero contribuire ad instaurare un clima di maggiore fiducia, che a sua volta

potrebbe far ripartire gli investimenti e i consumi privati. Nello stesso tempo un miglioramento del contesto mondiale darebbe nuovo slancio alle esportazioni dell'Unione Europea.

Nonostante le difficoltà del quadro generale, il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei, che aveva registrato un vero e proprio crollo nel 2009 (-13,3 per cento) ed una miniripresa nel 2010 (+0,7 per cento) dovrebbe chiudere il 2011 con un aumento intorno all'1,4 per cento, inferiore rispetto alla stima di settembre. Il 2012 dovrebbe segnare una crescita di circa il due per cento. L'evoluzione è più consistente in Eu27, con un aumento del 2,3 per cento. Una vera ripresa dei mercati immobiliari è spostata verso il 2014/2015.

Il comparto residenziale a livello europeo sta attraversando una fase di stabilizzazione nella maggior parte delle città, sebbene debbano essere ancora compiuti progressi importanti per raggiungere una situazione di reale equilibrio. Il gap tra aree geografiche e segmenti di mercato è sempre più ampio. In generale, i due elementi chiave per la ripresa dei mercati nazionali sono costituiti dall'accesso al credito, anche in considerazione dell'elevato livello di indebitamento delle famiglie e dal trend dei prezzi, condizionato dalla domanda e dai tassi di interesse.

I mercati europei possono essere suddivisi in quattro gruppi, in base alla situazione attuale e alle prospettive per il 2012. Al primo gruppo appartengono le nazioni che hanno risentito della crisi economica in modo limitato e che hanno già mostrato evidenti segnali di ripresa, quali Germania, Austria, Svezia e Svizzera. In questi Paesi anche l'attività edilizia è destinata a tornare ai livelli pre-crisi in tempi relativamente rapidi, grazie ad un buon equilibrio tra domanda ed offerta. Al secondo gruppo appartengono i Paesi che hanno subito gli effetti della crisi in modo più accentuato, ma nei quali i mercati hanno già cominciato a rispondere positivamente, quali Francia, Belgio, Finlandia e Norvegia. Del terzo gruppo fanno parte i Paesi che alternano fasi di ripresa a fasi di ricaduta, quali Italia, Danimarca, Olanda, Portogallo e Regno Unito, fatta eccezione per Londra. L'ultimo gruppo è composto dalle nazioni nelle quali la fase di maggiore crisi non è ancora terminata, quali Spagna, Grecia e Irlanda. Il 2012 potrebbe registrare un ulteriore calo delle quotazioni, sebbene in misura ridotta rispetto all'ultimo biennio, mentre l'attività edilizia non riprenderà prima del 2013-2014.

Dopo un 2009 e un primo semestre 2010 estremamente difficili, nell'ultimo anno il comparto terziario/uffici ha mostrato i primi segnali di miglioramento. La stretta correlazione con la situazione economica e con il mercato del lavoro è la causa principale di un andamento fortemente diversificato nelle diverse aree geografiche. Il 2012 sarà ancora caratterizzato da una contrazione dell'attività edilizia per l'effetto combinato delle difficoltà di finanziamento e della scarsa disponibilità dei promotori ad affrontare un livello di rischio piuttosto elevato. Fanno eccezione i pochi mercati in cui la ripresa ha creato le premesse per l'inizio di un nuovo ciclo di sviluppo, come quello di Londra. La domanda resterà debole nella maggior parte delle piazze. Tuttavia l'attività, sia di investimento che di locazione, sarà più brillante nelle zone sostenute da un trend economico positivo, quali Germania, Paesi nordici, Russia e Polonia. La vacancy rate dovrebbe diminuire lievemente, passando dall'attuale 10,2 per cento al 9,6 per cento previsto per la fine del 2012. Le top location delle città più attrattive per gli

investitori, quali Londra, Parigi e Mosca, cominciano ad evidenziare una carenza di spazi di classe A, con conseguenza tendenza all'aumento dei canoni.

La crisi del mercato del lavoro, l'elevato indebitamento ed il ridotto potere di spesa esercitano una forte pressione sul settore commerciale, caratterizzato da forti differenze tra le diverse aree geografiche ma anche tra le diverse società. Il gap, invece, tende a ridursi per quanto riguarda il livello degli spazi. Fatta eccezione per un ristretto numero di immobili di lusso toccati solo marginalmente dalla crisi, le quotazioni estremamente elevate raggiunte dagli spazi primari spinge una fetta consistente della domanda a rivolgersi verso immobili di seconda fascia. L'attività edilizia relativa alla grande distribuzione è in crescita. Buone prospettive di sviluppo provengono dal comparto outlet, caratterizzato da una domanda di investimento e locazione in forte espansione.

Gli ultimi mesi sono stati positivi per la maggior parte dei mercati industriali europei e i segnali di ripresa dovrebbero trovare conferma nel corso del 2012. Tuttavia, ci vorranno parecchi anni prima che il volume di attività e le quotazioni ritornino ai livelli precedenti alla crisi, i cui effetti sono stati particolarmente pesanti nel comparto industriale negli ultimi tre anni. L'attività produttiva e distributiva associata alla logistica è il principale driver della domanda di spazi industriali. La crescita più significativa è attesa dalle società operative nei settori di importazione ed esportazione. Nel 2012 l'attività edilizia speculativa riprenderà, ma solo nei mercati più dinamici e comunque in presenza di una domanda preesistente. Si assisterà ad una stabilizzazione dei canoni per gli immobili di seconda mano a fronte di un aumento degli spazi nuovi realizzati su misura.

Il mercato dei fondi immobiliari conferma la propria competitività rispetto alle altre forme di investimento. Il numero di società è aumentato in quasi tutti i Paesi e le aspettative di crescita sono interessanti. L'espansione maggiore riguarda la Svizzera e la Francia, seguite dal settore dei fondi riservati tedeschi. Le società più deboli, con carenza di liquidità e di raccolta, tendono a realizzare processi di fusione o di assorbimento da parte di gruppi più importanti. Il 2012 dovrebbe registrare un aumento sia del Nav che delle performance medie nella maggior parte dei Paesi. La tendenza è verso una separazione sempre più marcata tra strumenti destinati agli investitori privati ed istituzionali.

SCENARIO ITALIANO

L'ultimo quadrimestre del 2011 è stato caratterizzato da una profonda crisi politica (risolta con un governo tecnico) e da una difficile situazione della finanza pubblica che poi si è estesa all'economia reale. Il rischio del debito unito a una crescita economica vicino alla zero (e prevista con il segno negativo nel 2012) ha allontanato gli investitori dai titoli del debito pubblico e ampliato il divario (spread) con altri emittenti.

Le varie "manovre" di aggiustamento dei conti pubblici stanno iniziando a dare risultati sulla bilancia nazionale, ma a prezzo di un calo dei consumi delle famiglie e degli investimenti delle imprese. Nell'ultimo quadrimestre 2011 sono avvenuti cambiamenti significativi anche nel mercato immobiliare italiano:

- a) la difficile situazione del credito ha ridotto in modo considerevole le erogazioni di mutui. Rispetto all'ultimo trimestre 2010 il calo si può stimare in meno 30 per cento. Questo significa un calo delle compravendite rogitate entro l'anno e un rallentamento complessivo delle trattative. Chi è in azione per comprare una casa deve prima accertarsi di poter avere il mutuo e poi si impegna con un compromesso o preliminare. Quindi la situazione attuale comporta automaticamente un calo del mercato anche nel primo trimestre 2012
- b) le varie manovre governative impatteranno sui bilanci delle famiglie, con conseguente riduzione dei consumi e conseguenze sul mercato commerciale, dove si dovrebbe ampliare il divario tra piccola e grande distribuzione, con una tendenza positiva solo per questa ultima
- c) la difficoltà dell'economia nel suo complesso determina anche un forte calo degli investimenti in edilizia per nuove sedi uso ufficio o industriale. Ma anche un calo del mercato immobiliare dell'usato. Un flusso di domanda si mantiene verso gli immobili di classe A sia per il terziario che per la logistica.

Tra le tendenze positive del mercato la ripresa degli acquisti nella fascia tra i 5 ed i 10 milioni di euro. Spesso si tratta di capitali "scudati" che vengono investiti nell'immobiliare a reddito. Si comprano palazzine cielo-terra con mix funzionale (uffici, residenza, negozi) con rendimenti tra il 4 e il 6 per cento, posizionate in zone semicentrali dei capoluoghi.

Da segnalare anche una ritrovata presenza di investitori esteri che da ottobre sono tornati a guardare il mercato italiano e stanno compiendo i primi acquisti. Si tratta spesso di fondi o società tedesche attente al differenziale tra rendimenti immobiliari in Germania e in Italia.

Anche il settore dei fondi immobiliari chiude il 2011 in crescita rispetto all'anno precedente, sia nel numero di fondi che di patrimonio. Il settore dei fondi riservati si conferma una valida alternativa agli investimenti finanziari. Le difficoltà dei fondi retail sono invece determinate dalle chiusure che, pur allungate come da normativa, rischiano di creare un eccesso di offerta in alcuni mercati.

Nel complesso (vedi tavola allegata) il 2011 chiude con un fatturato di circa 112,7 miliardi di euro con un incremento dell'1,3 per cento sull'anno precedente. La previsione per il 2012 è di un aumento dello 0,5 per cento.

Si prevede una prima parte dell'anno (sicuramente il primo trimestre, probabile il secondo) di forti cali nel mercato residenziale sul versante delle compravendite. Si presume un ritorno alla normalità del credito dopo i primi mesi del 2012 e un mercato in fase positiva.

Probabile anche un ritorno di attenzione dei piccoli investitori (oltre ai medi che già lo stanno facendo) verso il settore immobiliare come difesa e anche come possibile fonte di reddito complementare a pensioni sempre più impoverite.

IL MERCATO RESIDENZIALE

Sulla base delle indicazioni sopra riportate è ipotizzabile che il numero di compravendite del 2011 si attesti intorno alle 570mila unità. Ma nel 2012 dovrebbe tornare sopra il numero di 600mila, stante la forte pressione della domanda demografica (immigrati e giovani che si trasferiscono nelle grandi città).

I prezzi restano nel complesso stabili, salvo il segmento del nuovo dove le difficoltà di molte imprese di costruzione porta a forti ribassi nelle quotazioni. Rispetto alle compravendite le quotazioni non avranno cali (solo per zone limitate) perché c'è una forte rigidità nell'offerta. E' in calo quella di qualità e aumenta quella di prodotto medio o scadente. La domanda è quindi insoddisfatta.

Un effetto dell'Imu sul mercato immobiliare sarà un aumento dell'offerta di alloggi in locazione, ma con canoni in calo rispetto allo scorso anno. La dinamica dei canoni di locazione, infatti, segue quella dei redditi e non quella dei prezzi di vendita delle case.

Analizzando le singole aree di mercato, si osserva un miglioramento del mercato a Milano e Roma. Gli scambi, nonostante la flessione di fine anno, sono in aumento rispetto al 2010 e la discesa delle quotazioni si è arrestata. Anzi ci sono quartieri con prezzi in lieve risalita.

In miglioramento il mercato della casa a Torino, Bologna e Napoli, mentre è stazionario nei medi capoluoghi. Consistente lo stock di case invendute nei piccoli centri degli hinterland e in regioni quali Veneto o Abruzzo, dove si è molto edificato negli ultimi anni.

La "tenuta" del mercato residenziale italiano è agevolata anche da due fattori di fondo.

Il primo elemento riguarda i risparmi ed è il rapporto con l'investimento immobiliare da parte degli italiani. Non solo la capacità di risparmio delle famiglie è diminuita meno che in altri contesti, ma soprattutto si accentua la tradizionale e solida fiducia delle famiglie per l'investimento immobiliare. Le insicurezze per le finanze familiari nel 2011-2012 non provengono solo dai mercati borsistici ma anche dai titoli del debito pubblico, considerati senza rischio. Queste nuove incertezze porteranno sicuramente a riconsiderare il classico investimento sicuro e anticiclico: la casa. Anche se con un quadro fiscale più appesantito.

L'altro elemento riguarda la dinamica potente che viene dai processi di integrazione economica degli stranieri residenti in Italia: quasi cinque milione di persone che esprimono un fabbisogno abitativo che si colloca tra un milione e due milioni di alloggi.

IL MERCATO TERZIARIO UFFICI

Il settore ha superato nel 2011 la crisi del biennio precedente. Il fatturato nel complesso è salito dell'1,4 per cento, con maggiori scambi e quotazioni in lieve discesa. La crisi economica sta determinando anche una profonda modifica nel mercato degli uffici. Le aziende si spostano verso immobili di nuova realizzazione o di adeguata ristrutturazione cercando di ottimizzare spazi e consumi. Quindi da un lato c'è un aumento dell'offerta di

immobili di classe B e C. Dall'altro cresce la richiesta di immobili adatti alle nuove esigenze della produzione terziaria. La vacancy è in lieve aumento.

Attivo il comparto bancario ma anche quello dell'Itc. Per quanto riguarda le grandi città, andamenti positivi a Roma dove c'è stato anche un certo attivismo della pubblica amministrazione centrale e a Milano dove sono in corso di realizzazione grandi interventi terziari di nuova concezione. In ripresa il mercato di Torino e di Venezia, mentre la crisi colpisce le città di Genova, Bologna e Napoli. Stabili le altre grandi città.

I fondi immobiliari italiani e gli investitori istituzionali esteri preferiscono, al 70 per cento, investire in uffici. Nonostante la fase negativa questi investitori stanno animando il mercato e ancor più lo faranno nel corso del 2012.

La domanda terziaria si colloca nelle due estremità del mercato: sopra i 10mila mq e sotto i 300 mq. Le aziende di maggiore dimensione utilizzano la fase economica (ed i rapporti sindacali) per ristrutturare sedi e spazi di lavoro, anche con spostamenti da una zona all'altra della città o con delocalizzazioni in altre città. Nelle dimensioni più piccole si trovano gli studi professionali che invece tendono a tornare nelle zone centrali dove i cali delle quotazioni, sia canoni che prezzi, determinati negli anni precedenti, rendono più conveniente lo spostamento.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI

Nel secondo semestre 2011 la domanda dei consumi è diminuita in quasi tutti i comparti. Il calo più consistente nell'abbigliamento e le calzature (meno 4,1 per cento), seguito dalla domanda per beni e servizi per la mobilità (meno 2,8 per cento) e dei beni e servizi per la casa (meno 2,1 per cento). Significativa anche la contrazione della domanda per generi alimentari e bevande (meno 1,9 per cento). Fa eccezione soltanto il comparto dei beni e servizi per la comunicazione che ha registrato una variazione positiva (più 12,6 per cento).

Continua a ritmi frenetici la profonda trasformazione che caratterizza il settore del commercio, in generale, e dei consumi, in particolare. Dal lato del consumatore, diminuisce l'interesse per il superfluo e si passa da un acquisto emozionale ad uno più razionale, dedicando grande attenzione al rapporto qualità-prezzo. Nella scelta del prodotto, aumenta l'utilizzo di altri canali informativi (principalmente Internet) e la decisione finale è fortemente influenzata da commenti e valutazioni fatte attraverso i social network.

Dal lato dei retailers, si accentua la concorrenza, diventa indispensabile la flessibilità e l'internazionalizzazione delle imprese. Le aziende devono fronteggiare la crisi difendendo il potere d'acquisto del consumatore e dando molto peso all'ecosostenibilità e alla responsabilità sociale. È in forte rafforzamento il settore del lusso, alimentato dalla domanda di una nuova classe benestante proviene dalle economie emergenti. I più importanti brand proseguono velocemente nei propri processi di espansione globale mantenendo vivace la domanda di spazi soprattutto nelle principali vie dello shopping.

Si avverte una forte sensibilità dei principali gruppi verso la presenza dei covenants, sia all'interno dei centri commerciali che nelle vie, seppur secondarie, delle principali città.

Infatti, all'apertura di un determinato brand in una specifica area segue immediatamente il posizionamento dei suoi principali concorrenti.

Il mercato immobiliare del commercio in Italia nel 2011 ha mantenuto un significativo grado di vivacità, con un incremento del fatturato dell'1,3 per cento. È stato elevato l'interesse da parte degli investitori che cercano immobili di prestigio nelle strade più importanti (immobili *trofeo*) oppure centri commerciali in grado di garantire il rendimento atteso. Prospettive positive anche per il 2012.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI PER LA LOGISTICA

L'andamento dei servizi logistici in Europa è moderatamente positivo, pur con velocità diverse all'interno dei singoli Paesi. Si assiste ad un cambiamento della geografia dei flussi logistici. La delocalizzazione della produzione si è spostata anche oltre oceano (Cina, India e Brasile), dove si è incrementata la domanda di servizi logistici (perché diventati luoghi di consumo). I Paesi dell'est appaiono meno attraenti rispetto a poco tempo fa, perché soggetti a cambiamenti di regolamentazione improvvisi.

Anche in Italia, l'andamento dei servizi logistici nel 2011 è stato mediamente positivo. Molte aziende hanno portato avanti la propria espansione, mediante l'ampliamento del parco clienti e l'acquisizione strategica di operatori locali. Tuttavia, l'aggravarsi della situazione economica generale rischia di compromettere i risultati di fine anno. Infatti, la produzione industriale nella seconda parte dell'anno è rallentata, segnando nel terzo trimestre una diminuzione dello 0,1 per cento. Le variazioni negative più significative si sono registrate soprattutto per i beni di consumo durevoli (meno 2,9 per cento) e beni non durevoli (meno 3 per cento), mentre risultano positive per i beni strumentali (più 2,8 per cento) e per quelli energetici (più 3,2 per cento). Resta il sostegno delle esportazioni, che nello stesso periodo hanno segnato un più 1,5 per cento.

Il mercato immobiliare della logistica in Italia segue un trend positivo. La domanda di capannoni si mantiene leggermente vivace. È alimentata dalla riorganizzazione della rete di operatori che cercano di ridurre gli spazi e ottimizzare la superficie occupata (trasformando anche le piattaforme da monoclient a multiclient) con l'obiettivo di contrarre i costi. Oppure, dal processo di espansione che importanti aziende hanno portato avanti mediante l'acquisizione e la fusione di società locali.

L'offerta di immobili disponibili sul mercato è leggermente aumentata, sebbene un numero elevato di proposte con immobili da costruire su aree già predisposte allo sviluppo, siano state ritirate dal mercato, a causa delle difficili condizioni di accesso al credito. I prezzi medi di vendita sono diminuiti dell'1,8 per cento, mentre i canoni di locazione sono scesi del 2,3 per cento, con conseguente contrazione dei rendimenti.

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

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

2.5 Beni immobili

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

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

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

Il valore corrente di un immobile indica il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali, cioè tali che:

- il venditore non sia indotto da circostanze attinenti alla sua situazione economico-finanziaria a dover necessariamente realizzare l'operazione;*
- siano state espletate nel tempo ordinariamente richiesto le pratiche per commercializzare l'immobile, condurre le trattative e definire le condizioni del contratto;*
- i termini dell'operazione riflettano le condizioni esistenti nel mercato immobiliare del luogo in cui il cespite è ubicato al momento della valutazione;*
- l'acquirente non abbia per l'operazione uno specifico interesse legato a fattori non economicamente rilevanti per il mercato.*

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

- 1. ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche*

morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente;

- 2. facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa. Il tasso di attualizzazione va definito tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine a cui si applica una componente rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;*
- 3. sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno. Per gli immobili dati in locazione con facoltà di acquisto, il valore corrente è determinato, per la durata del contratto, attualizzando i canoni di locazione ed il valore di riscatto dei cespiti, secondo il tasso del contratto eventualmente rettificato per tener conto del rischio di insolvenza della controparte.*

Alternativamente, il valore dei cespiti è determinato sulla base del valore corrente all'atto in cui gli stessi sono concessi in locazione, ridotto della differenza maturata tra il valore corrente di cui sopra e il valore di riscatto alla conclusione della locazione.

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

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

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

4. Metodologia utilizzata nelle valutazioni degli immobili

Metodo del Discounted Cash Flow (Flussi di Cassa Attualizzati)

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

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodo della trasformazione

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono:

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

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

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

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

Nel modello DCF non viene considerato l'aspetto fiscale.

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

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

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

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

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

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

- Euribor 6 mesi;
- spread.

Superfici e processo di ragguaglio

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

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

5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate

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

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

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

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

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

6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi

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

- *regolamento del fondo*
- *documentazione relativa ai singoli immobili (due diligence)*
- *planimetrie*
- *database con estremi dei contratti di locazione in essere al 31 dicembre 2011*
- *copia dei contratti di locazione in essere*
- *elenco analitico della superficie attualmente non locata*
- *elenco dei contenziosi con i conduttori e del dettaglio crediti nei confronti dei conduttori riconducibili alla Pubblica Amministrazione*
- *elenco delle eventuali morosità attuali*
- *elenco delle spese (manutenzione od altro) già deliberate a carico della proprietà (estratto costi di manutenzione straordinaria da BP Alpha)*
- *contratto di gestione amministrativa*
- *contratto di gestione tecnica*
- *tabella simulazione IMU*
- *estremi del contratto di assicurazione in capo al Fondo immobiliare*

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

Il team di lavoro è così composto:

Dott. Andrea Masseroni, parte finanziaria

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

7. Limiti della presente relazione

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

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

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

Roma	Via Cristoforo Colombo 44
Roma	Via I. Nievo, 25/38 - Via N. Parboni
Roma	Via Vincenzo Lamaro, 41/61
Roma	Via Casilina, 1/3/5
Roma	Via Cavour, 5 e Via Turati, 38/40
Roma	Via Giorgione, 59/63
Roma	Vicolo del Casal Lumbroso, 77
Roma	Via di Tor Cervara, 285/C
Milano	Via Gaetano Crespi, 12
Agrate Brianza	Via Colleoni, 13/15/17/19 - Centro Direzionale Colleoni, Edificio Orione
Assago	Milanofiori - Strada 3, Fabbricato A1 B - Lotto C
Bologna	"Fiera District" - Viale Aldo Moro, 28/44/68/70

I sopralluoghi sono stati effettuati nei mesi di novembre e dicembre 2011 a cura di:

- dott. Massimiliano De Cesaris
- arch. Francesco Carezzi
- ing. Marcello Bruni.

SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

SPETTABILE

IDEA FIMIT SGR SPA

Via Crescenzo, 14

00193 - Roma

Milano, 25 gennaio 2012

In relazione all'incarico ricevuto da **IDEA FIMIT SGR SPA**, Vi comunichiamo il Valore di Mercato, stimato alla data del 31 dicembre 2011, degli asset presenti nel Fondo Immobiliare "Alpha":

N	Comune	Indirizzo	Valore al 31.12.2011 (€)
1	Roma	Via Capitan Bavastro 92/94	
2	Roma	Via Capitan Bavastro 174	
3	Roma	Via Cristoforo Colombo 44	
4	Roma	Via I. Nievo, 25/38 - Via N. Parboni	
5	Roma	Via Vincenzo Lamaro, 41/61	
6	Roma	Via Emilio Longoni, 95/123	
7	Roma	Via Emilio Longoni, 3/7	
8	Roma	Via Casilina, 1/3/5	
9	Roma	Via Cavour, 5 e Via Turati, 38/40	
10	Roma	Via Giorgione, 59/63	
11	Roma	Vicolo del Casal Lumbroso, 77	
12	Roma	Via di Tor Cervara, 285/C	
13	Milano	Via Gaetano Crespi, 12	
14	Agrate Brianza	Via Colleoni, 13/15/17/19 - Centro Direzionale Colleoni, Edificio Orione	
15	Assago	Milanofiori - Strada 3, Fabbricato A1 B - Lotto C	
16	Melzo	Via Cristoforo Colombo 24	
17	Bologna	"Fiera District" - Viale Aldo Moro, 28/44/68/70	
TOTALE			421.988.195


Maurizio Sinigaglia

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



Gennaio 2012

(Omissis)

10. Valore del bene

Il valore di mercato del bene immobiliare, stimato al 31 dicembre 2011, è pari a:

Euro 135.549.164,00

(centotrentacinquemilionicinquecentoquarantanovemilacentosessantaquattro/00)

Milano, 25 gennaio 2012



Maurizio Sinigaglia
Maurizio Sinigaglia

FONDO ALPHA - Valutazione al 31 DICEMBRE 2011

N	Indirizzo	Città	Regione	Destinazione d'uso prevalente	Valore al 31/12/2011
1	Roma Via Capitan Bavastro 92/94	Roma	Lazio	ufficio	
2	Roma Via Capitan Bavastro 174	Roma	Lazio	ufficio	
3	Roma Via Cristoforo Colombo 44	Roma	Lazio	ufficio	
4	Roma Via N. Parboni 6 / Via I. Nievo	Roma	Lazio	ufficio	
5	Roma Via Lamaro 51	Roma	Lazio	ufficio	
6	Roma Via Longoni 92	Roma	Lazio	ufficio	
7	Roma Via Longoni 3	Roma	Lazio	commerciale	
8	Roma Via Casilina 3	Roma	Lazio	ufficio	
9	Roma Via Cavour 5 / Via Turati	Roma	Lazio	ufficio	
10	Roma Via del Giorgione 59/63	Roma	Lazio	ufficio	
11	Roma Vicolo Casal Lumbroso 77	Roma	Lazio	altre	
12	Roma Via di Tor Cervara 285/C	Roma	Lazio	logistico	
13	Milano Via Crespi 12	Milano	Lombardia	ufficio	
14	Agrate Brianza Via Colleoni	Agrate Brianza	Lombardia	ufficio	
15	Assago Milanofiori Palazzo 5B	Assago	Lombardia	ufficio	
16	Melzo Via C. Colombo 24	Melzo	Lombardia	logistico	
17	Bologna Via Aldo Moro	Bologna	Emilia Romagna	ufficio	

VALORE COMPLESSIVO DEL PORTAFOGLIO AL 31/12/2011	421.988.195
---	--------------------

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

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

COINVESTIMENTI E PARTECIPAZIONI AL 31/12/2011	33.887.291
--	-------------------

VALORE COMPLESSIVO DEL FONDO AL 31/12/2011	455.875.486
---	--------------------

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

Categoria	Bene	Localizzazione
d	Via Cristoforo Colombo 44	Roma
d	Vicolo del Casal Lumbroso, 77	Roma
d	Via Cavour, 5 e Via Turati, 38/40	Roma
d	Via Giorgione, 59/63	Roma
d	Via di Tor Cervara, 285/C	Roma
d	"Fiera District" - Viale Aldo Moro, 28/44/68/70	Bologna
d	Via I. Nievo, 25/38 - Via N. Parboni	Roma
d	Via Capitan Bavastro 92/94	Roma
d	Via Casilina, 1/3/5	Roma
d	Via Capitan Bavastro 174	Roma
d	Via Colleoni, 13/15/17/19 - Centro Direzionale Colleoni, Edificio Orione	Agrate Brianza
e	Crediti verso "Da Vinci Srl"	
d	Via Vincenzo Lamaro, 41/61	Roma
d	Via Emilio Longoni, 3/7	Roma
b	Quote del Fondo Immobiliare "Conero"	
d	Via Cristoforo Colombo 24	Melzo
d	Via Gaetano Crespi, 12	Milano
d	Milanofiori - Strada 3, Fabbricato A1 B - Lotto C	Assago
d	Via Emilio Longoni, 95/123	Roma
b	Quote del Fondo Immobiliare "Cloe"	
d	Partecipazione nella società "Da Vinci S.r.l."	

Legenda

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