

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

***RENDICONTO AL 31/12/2012***



**IDeA FIMIT<sub>sg</sub>r**

IDeA FIMIT SGR S.p.A.  
info@ideafimit.it — www.ideafimit.it

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

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

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

- **Relazione degli Amministratori**
  - **Situazione Patrimoniale**
  - **Sezione Reddittuale**
  - **Nota integrativa**
  - **Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo**
  - **Prospetto dei cespiti disinvestiti dall'avvio operativo alla data del Rendiconto**
  - **Estratto relazione di stima degli Esperti Indipendenti**
-

**Relazione degli Amministratori  
al Rendiconto al 31 dicembre 2012**

<b>1. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE</b>	<b>2</b>
<b>2. DATI DESCRITTIVI DEL FONDO</b>	<b>10</b>
A. IL FONDO ALPHA IN SINTESI	10
B. LA CORPORATE GOVERNANCE	13
<b>3. ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO E DELLE DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO</b>	<b>13</b>
A. L'ATTIVITÀ DI GESTIONE	17
B. POLITICHE DI INVESTIMENTO E DI DISINVESTIMENTO	18
<b>4. EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA VERIFICATISI NELL'ESERCIZIO</b>	<b>20</b>
<b>5. LINEE STRATEGICHE CHE SI INTENDONO ADOTTARE PER IL FUTURO</b>	<b>22</b>
<b>6. ILLUSTRAZIONE DEI RAPPORTI INTRATTENUTI NELL'ESERCIZIO CON ALTRE SOCIETÀ DEL GRUPPO</b>	<b>22</b>
<b>7. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO</b>	<b>22</b>
<b>8. LA GESTIONE FINANZIARIA</b>	<b>23</b>
A. FINANZIAMENTI	23
B. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	24
<b>9. PERFORMANCE DEL FONDO, ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA SUL MERCATO E INDICATORI DI REDDITIVITÀ E FINANZIARI</b>	<b>25</b>
<b>10. PROVENTI POSTI IN DISTRIBUZIONE</b>	<b>26</b>
<b>11. ALTRE INFORMAZIONI</b>	<b>27</b>

## 1. Andamento del mercato immobiliare

### Lo scenario macroeconomico

Nel corso del secondo e terzo trimestre del 2012 l'economia internazionale ha fatto registrare nuovamente un rallentamento, dopo un primo trimestre caratterizzato da timidi segnali di ripresa.

Il rallentamento della crescita riguarda anche i paesi in via di sviluppo, con particolare riferimento a Brasile e India, soprattutto a causa della diminuzione della domanda interna. In generale le prospettive di crescita globale si sono indebolite, sebbene persistano evidenti differenze fra i paesi avanzati e i paesi emergenti.

La seguente tabella mostra le stime del Fondo Monetario Internazionale, rilasciate lo scorso ottobre, di crescita del Prodotto Interno Lordo ("PIL") mondiale per il biennio 2012-2013, con evidenza delle differenze rispetto alle stime di luglio.

**Crescita del PIL a livello mondiale**  
Variazioni percentuali

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

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

L'area Euro presenta un quadro macroeconomico piuttosto allarmante con molti paesi in recessione e un indebitamento elevato. I paesi periferici si trovano in una situazione più critica e, nonostante si confermi un divario di crescita tra i diversi paesi, il rallentamento si è esteso anche alle economie più solide.

Il peggioramento delle prospettive economiche, che emerge dall'aggiornamento di ottobre del *World Economic Outlook* pubblicato dal Fondo Monetario Internazionale, è da imputare, da un lato, al riemergere delle tensioni sui titoli di stato dei paesi periferici dell'area Euro, dall'altro, alla progressiva spinta recessiva delle misure di austerità introdotte per migliorare il bilancio dello stato in diversi paesi europei.

Occorre sottolineare che da fine estate grazie agli interventi convenzionali e non convenzionali annunciati dalla Banca Centrale Europea ("BCE") sono stati scongiurati i rischi estremi della crisi e si è registrata un'inversione di tendenza sui mercati finanziari e sull'andamento dei differenziali di rendimento dei titoli di stato. Lo scorso luglio la BCE ha tagliato ulteriormente il tasso ufficiale di sconto di 25 punti base portandolo a 75 punti base, mentre lo scorso settembre il presidente della BCE, Mario Draghi, ha annunciato le nuove misure *Outright Monetary Transactions* che prevedono la possibilità di acquisto illimitato, da parte della BCE, dei titoli di stato dei paesi in difficoltà dell'area Euro sul mercato secondario. Dagli inizi di luglio i rendimenti sui titoli di stato italiani sono passati dal 6% al 4,3%, con lo *spread* in riduzione da 470 a 270 punti base, mentre l'indice azionario italiano ha fatto registrare un aumento di oltre il 20%.

Nel corso dell'anno si è registrato un incremento generalizzato per tutti i paesi dell'area Euro del tasso di disoccupazione, specialmente nella fascia giovane della popolazione, e una diminuzione della produzione industriale.

L'Area Euro, nel terzo e quarto trimestre ha registrato una variazione negativa del PIL dello 0,6% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, senza eccessivi scostamenti sulle previsioni per la fine dell'anno.

Con riferimento all'Italia, la situazione è problematica soprattutto in relazione al peggioramento, oltre le attese, delle prospettive di crescita dovute alla sottostima degli effetti recessivi delle misure fiscali introdotte. Nella nota di aggiornamento della Documentazione Economico Finanziaria diffusa lo scorso settembre dal Ministero delle Finanze, le stime di fine anno per la variazione del PIL italiano sono del -2,4% contro il -1,2% stimato ad aprile.

Le preoccupazioni per il crescente rapporto Debito/PIL hanno condotto il governo a interventi di contenimento del *deficit* pubblico attraverso un aumento significativo della tassazione con effetti diretti sulla riduzione dei consumi e degli investimenti.

Per quanto riguarda i prezzi al consumo, secondo le stime dell'Eurostat, l'inflazione complessiva nell'Area Euro nel secondo e nel terzo trimestre si è attestata al 2,5%, mentre le prospettive per il 2013 sono di una normalizzazione del tasso sulla soglia del 2%.

In Italia nel corso del terzo trimestre l'inflazione è rimasta al di sopra della soglia del 3% riflettendo principalmente gli effetti del rincaro a livello annuale dei prodotti energetici e delle imposte indirette, di conseguenza il potere di acquisto reale delle famiglie ha continuato ad indebolirsi ostacolando la crescita.

Il sistema creditizio rappresenta l'ostacolo principale allo sviluppo economico ed in particolare per il settore immobiliare: il boom del mercato nel periodo 2006-2007 è stato determinato dalla stabilizzazione della situazione finanziaria e dalla disponibilità di credito, mentre oggi l'offerta di credito continua a ridursi. I crediti in sofferenza in Italia sono in costante aumento, circa 120 miliardi di euro ad ottobre, +12% da inizio anno e, data la riduzione nella disponibilità di credito, è in aumento anche la loro incidenza sul totale impieghi, che raggiunge il 6,2%. Il reale stato di salute delle banche italiane non è ancora chiaro e permane il rischio che gli accantonamenti già effettuati non siano ancora sufficienti.

Nel settore bancario è in atto un processo di *deleveraging* volto a ridurre gli attivi patrimoniali più rischiosi, in particolare quelli finalizzati agli investimenti immobiliari, con la finalità di migliorare gli indici patrimoniali in vista dell'introduzione della nuova normativa Basilea 3.

Prendendo in considerazione lo scenario recessivo italiano e l'aumento dello *spread*, le nostre banche richiedono una maggiore remunerazione dei prestiti rispetto agli altri principali operatori europei; infatti, sopportando un maggiore costo del *funding*, a causa del rischio paese, sono costrette a richiedere tassi più elevati. Anche se negli ultimi mesi i tassi sui prestiti alle società non finanziarie hanno registrato una flessione per i paesi periferici grazie alla riduzione degli *spread* dei relativi titoli di stato.

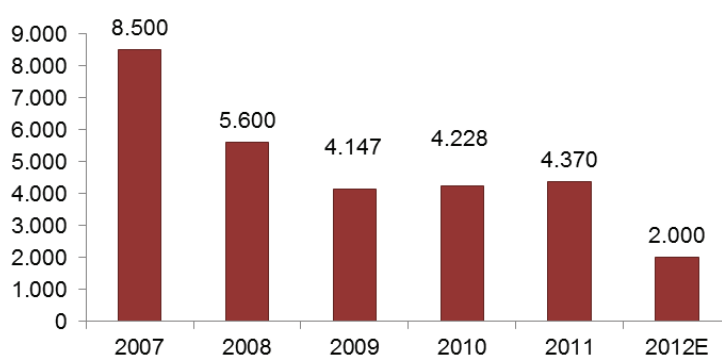
### Il mercato immobiliare Italiano

Il settore immobiliare italiano ha risentito significativamente delle difficoltà economiche e della stretta creditizia, che si sono riflesse in una sostanziale contrazione delle compravendite e, solo marginalmente, attraverso una riduzione dei prezzi.

Il volume totale degli investimenti immobiliari realizzati da investitori istituzionali si stimano inferiori a 2 miliardi di euro per fine anno, ovvero circa la metà della media dei tre anni precedenti e un quarto del controvalore medio scambiato nel periodo 2006-2007. Inoltre l'incidenza delle compravendite italiane sul totale europeo nei primi nove mesi dell'anno passa a 1,6%, dal 3,7% del 2011<sup>1</sup>.

Nei primi nove mesi del 2012 il volume delle transazioni è stato pari a 1,2 miliardi di euro e appena 351 milioni di euro nel terzo trimestre, circa il 74% in meno rispetto allo stesso trimestre del 2011 e circa l'8,2% in meno rispetto al trimestre precedente.

**Figura 1 – Andamento delle compravendite degli investitori istituzionali (€ mln)**



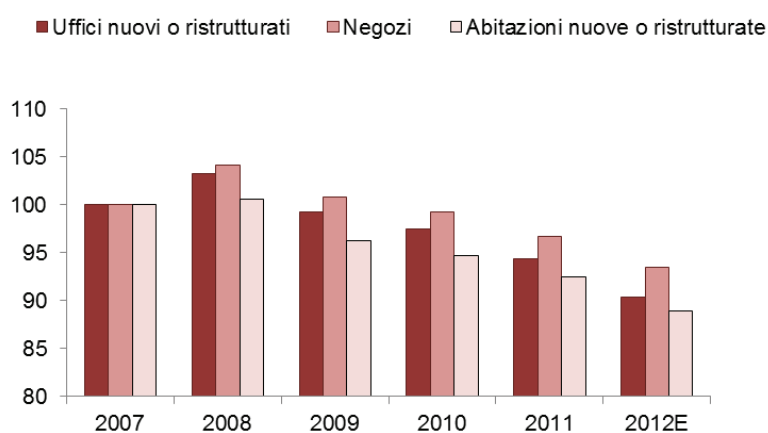
Fonte: CBRE, BNP Real Estate

Il mercato immobiliare italiano presenta un potenziale recessivo significativo. Esiste una forte preoccupazione per la lenta erosione dei prezzi, che dal 2008 ad oggi hanno accumulato una discesa dei

<sup>1</sup> CBRE, Italian Investment Quarterly Q3 2012

valori contenuta pari al 10-12%, a fronte di un'analogia riduzione dei canoni<sup>2</sup>. Tale andamento dei prezzi rilevato nel mercato italiano è semplicemente frutto del mancato incontro tra offerta e domanda. Finora l'andamento dei prezzi non ha seguito la forte contrazione delle compravendite e del credito a disposizione per finanziare le operazioni ed anche i rendimenti delle locazioni non sono stati influenzati significativamente dai rialzi sui rendimenti dei titoli di stato. Si prevede che i prezzi degli immobili si ridurranno nel corso dei prossimi trimestri anche perché molti investitori si potrebbero vedere costretti a liquidare i propri asset.

**Figura 2 – Andamento medio dei prezzi nelle 13 principali città italiane (2007=100)**



Fonte: Nomisma

Gli ultimi dati forniti dall'Osservatorio sul Mercato Immobiliare (OMI) dell'Agenzia del Territorio<sup>3</sup> mostrano un significativo calo del volume delle compravendite immobiliari. Nei primi tre trimestri del 2012 la variazione è stata rispettivamente del -18%, -25% e -26% rispetto al numero di transazioni effettuate nei primi tre trimestri dell'anno precedente.

Il settore residenziale, che rappresenta circa il 45% dell'intero mercato immobiliare, ha registrato la *performance* peggiore nel terzo trimestre 2012 con circa 96 mila transazioni ed un calo degli scambi pari al 27% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente e del 20% rispetto al trimestre precedente.

I dati forniti dall'OMI hanno evidenziato un calo generalizzato per tutti gli ambiti territoriali, con flessioni analoghe per i capoluoghi e i comuni minori. Nelle diverse metropoli la situazione del settore residenziale nel terzo trimestre si è presentata ovunque negativa ad eccezione di Napoli dove si è registrato un numero di compravendite sostanzialmente invariato rispetto al terzo trimestre 2011.

Anche i settori non residenziali hanno fatto registrare una flessione significativa nei primi tre trimestri del 2012. In particolare, le flessioni maggiori si sono osservate nel settore terziario, che nel terzo trimestre ha

<sup>2</sup> Nomisma, III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2012

<sup>3</sup> Agenzia del Territorio, OMI – Nota III Trimestre 2012.

registrato una diminuzione dei volumi di compravendita del 28%, mentre il settore commerciale e quello produttivo hanno subito cali dei volumi di compravendite, rispettivamente, del 30% e del 26%. Tutti i settori hanno raggiunto il livello minimo dell'indice del numero delle transazioni normalizzate (Indice calcolato dall'Agenzia del territorio) dal 2004.

Per quanto riguarda la suddivisione settoriale, mentre i primi due trimestri sono stati caratterizzati da una prevalenza di investimenti nel settore alberghiero, nel terzo trimestre si è riaffermata la prevalenza di investimenti nel settore commerciale, che nel 2011 rappresentava il 60% del totale e che nel 2012 ha quasi dimezzato il suo peso.

La distribuzione geografica del volume investito nel terzo trimestre si concentra tra Milano e Roma rispettivamente per il 27% e il 39% del totale investimenti dei primi nove mesi dell'anno. Milano continua ad offrire un portafoglio più diversificato che include uffici, commerciale ed immobili ad uso misto, mentre Roma ha registrato solo la transazione del centro commerciale La Rinascente per un controvalore stimato di 130 milioni di euro.

Gli investitori nazionali rappresentano il 78% degli investimenti, anche se il terzo trimestre ha fatto registrare un ritorno degli investitori esteri nel mercato italiano con 235 milioni di euro investiti. Tale risultato è stato raggiunto attraverso 3 operazioni, messe a segno da Hines, Carlyle e la società Thailandese Central Retail Corporation (CRC) che ha firmato il suo primo contratto per l'acquisto dell'immobile di via del Tritone a Roma, destinato a diventare il principale *department store* romano della catena di grandi magazzini La Rinascente<sup>4</sup>.

I rendimenti "prime" lordi, nei primi tre trimestri 2012 hanno registrato un incremento generale, i dati di DTZ indicano che i rendimenti del settore uffici passano dal 6% di fine 2011 al 6,5% nel terzo trimestre del 2012, mentre per i settori commerciale e industriale i rendimenti raggiungono rispettivamente il 5,5% e l'8%<sup>5</sup>.

### **Uffici**

Nei primi nove mesi del 2012 il volume di investimenti immobiliari nel settore uffici realizzati da investitori istituzionali in Italia è stato pari a circa 0,3 miliardi euro, rispetto a 1,5 miliardi di euro del 2011, ed ha rappresentato circa il 27% del totale investimenti del comparto<sup>6</sup>.

Per quanto riguarda i prezzi, la variazione media secondo Nomisma sarà del -4,2% nel 2012 e l'andamento negativo dovrebbe proseguire con un -4,7% nel 2013 ed un -2,7% nel 2014.

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

---

<sup>4</sup> DTZ, Investment Market Update, Italia T3 2012

<sup>5</sup> DTZ, Investment Market Update, Italia T3 2012

<sup>6</sup> BNP Paribas Real Estate, Investimenti in Italia Q3 2012



In particolare, a Milano nel terzo trimestre dell'anno sono stati investiti circa 87 milioni di euro, pari a circa il 25% dell'ammontare complessivo investito in Italia, in forte riduzione rispetto ai 301 milioni di euro dell'ultimo trimestre dello scorso anno ed ai 110 milioni di euro del trimestre precedente. Per quanto riguarda Roma, nel terzo trimestre 2012 sono stati investiti nel settore circa 130 milioni di euro, una contrazione significativa rispetto ai 430 milioni di euro investiti nel terzo trimestre dello scorso anno ed anche rispetto ai 230 milioni di euro del secondo trimestre 2012.

Il confronto con le principali città europee non presenta un quadro confortante. Infatti ad eccezione di Madrid, dove si registra una riduzione degli investimenti del 48%, i dati indicano *performance* migliori per Parigi in riduzione solo del 13%, Londra in aumento del 35% e Berlino in aumento del 137%. Per tutte le principali città europee si registrano buoni risultati nel quarto trimestre dell'anno, con volumi decisamente superiori ai precedenti trimestri.

In termini di rendimenti, a Milano, i *prime* passano dal 5,5% al 5,6%, mentre a Roma si passa dal 5,9% al 6%. In entrambi i casi gli operatori prevedono alla luce delle condizioni attuali di mercato, un'ulteriore crescita dei rendimenti *prime* nei prossimi mesi<sup>7</sup>.

Da un punto di vista di assorbimento, nel terzo trimestre 2012, a Milano si registra un aumento con 67.000 mq di spazi uffici, il 53% in più rispetto all'anno precedente ed il 14% in più rispetto al trimestre precedente. Per quanto riguarda Roma l'assorbimento di spazi ad uso ufficio diminuisce ulteriormente rispetto al trimestre precedente, attestandosi a 7.300 mq, a causa della razionalizzazione dei costi delle società e della forte dipendenza dal settore pubblico, l'unico in grado di dare dinamicità al mercato e alle grandi transazioni.

A Milano il volume dello sfitto è in leggera diminuzione e si attesta a 1.300.000 mq, pari all'11% del totale. Nel 2013 verranno ultimate numerose iniziative di sviluppo, di cui soltanto una parte già locate e, poiché l'assorbimento netto atteso per i prossimi mesi dovrebbe essere negativo, il volume di sfitto è atteso in crescita per i prossimi trimestri. A Roma il volume di sfitto uffici è in lieve aumento e si attesta a 658.000 mq, pari al 6,8% dello *stock* rispetto al 6,2% di fine 2011. Questo a causa della complessiva inattività del mercato: i costruttori hanno fermato o rallentato i lavori in attesa della ripresa, ma questo non è stato sufficiente a fermare la crescita del volume dello sfitto.

Per quanto riguarda i canoni di locazione, a Milano l'aumento del volume dello sfitto sta mettendo pressione sui locatori, con canoni medi nel centro in diminuzione del 6% nel corso del terzo trimestre e del 16 % rispetto ad un anno fa. A Roma, invece, l'aumento del volume di sfitto non si riflette sui canoni che restano sostanzialmente costanti rispetto ai precedenti trimestri.

### **Commerciale**

Gli investimenti nel commerciale, in Europa, sono migliorati nettamente nel terzo trimestre 2012, dopo i modesti volumi scambiati nella prima parte dell'anno. Le analisi svolte, seppure preliminari, fanno rilevare

---

<sup>7</sup> BNP Paribas Real Estate – City News Milano Q3 2012 e City News Roma Q3 2012

che l'investimento diretto immobiliare della grande distribuzione nel terzo trimestre è stato pari a circa 6 miliardi di euro, in crescita rispetto ai 3,9 miliardi di euro del secondo trimestre 2012. Nonostante tale ripresa, il volume totale relativo ai primi tre trimestri dell'anno, stimato in 13 miliardi di euro, è sostanzialmente inferiore sia rispetto ai 23,3 miliardi di euro dello stesso periodo del 2011, sia alla media dei primi tre trimestri del quinquennio in corso, pari 15,4 miliardi di euro. Geograficamente, come nel primo semestre dell'anno, la maggior parte delle attività rimane focalizzata sui grandi mercati, maggiormente liquidi, del Regno Unito, della Germania e della Francia, dove è stato scambiato il 75% dei volumi totali europei. Le attese sono per un volume di investimenti totale nel 2012 compreso tra i 18 e 20 miliardi di euro, sostanzialmente in linea con la media quinquennale di 21 miliardi di euro<sup>8</sup>.

Nei primi nove mesi dell'anno, in Italia, l'investimento nel segmento commerciale è stato pari a 0,4 miliardi di euro, pari al 32% degli investimenti complessivi ed in riduzione rispetto ai 2,4 miliardi di euro del 2011.

Tra le transazioni principali degli ultimi sei mesi si registra la vendita de La Rinascente di Roma del gruppo Prelios per 130 milioni di euro e la vendita di un negozio di 160 mq a Milano in Piazza Duomo del gruppo Damiani per 39 milioni di euro.

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

Per ciò che concerne i prezzi dei negozi, i dati di Nomisma indicano una riduzione del 3,3% nel 2012 e prospettano un'ulteriore riduzione del 4,1% nel 2013 e del 2,2% nel 2014.

Visto il permanere di un buon livello di domanda, i rendimenti lordi sono in crescita nel segmento *high street* nel corso del 2012, dal 5,25% del primo trimestre al 5,75% del terzo. Per quanto riguarda i centri commerciali, anche i rendimenti *prime* lordi sono saliti dal 6,5% al 7,25%, mentre i rendimenti lordi relativi a localizzazioni secondarie sono passati dal 7,75% all'8,5%.

Nel confronto sui volumi degli investimenti commerciali tra le principali città europee nel 2012, Milano presenta la *performance* peggiore, con un variazione del -94% che si confronta con il -69% di Londra, il -47% di Madrid, il +23% di Berlino ed il +114% di Parigi<sup>9</sup>.

In generale in Italia gli indicatori macroeconomici dipingono uno scenario difficile per gli operatori, che si trovano a dover affrontare il calo del potere d'acquisto e dei consumi delle famiglie.

---

<sup>8</sup> Jones Lang Lasalle "European retail real estate investment volumes", ottobre 2012

<sup>9</sup> CBRE, Main Investment Market Indicators Q4 2012

**Industriale - logistico**

Il settore Industriale al termine dei primi nove mesi dell'anno rappresenta soltanto il 3% del totale compravendite, circa 35 milioni di euro rispetto ai circa 180 milioni di euro del 2011<sup>10</sup>, in sensibile calo rispetto al 2010 (euro 350 milioni).

I dati dell'Agenzia del Territorio indicano una riduzione del numero delle transazioni riguardanti il settore produttivo rispetto al 2011, nel terzo trimestre la variazione è pari al -26,4% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Il rendimento *prime* nel terzo trimestre 2012 è pari al 7,75%, in progressiva crescita nel corso dell'anno e leggermente più elevato rispetto al *net initial prime yield* ponderato europeo relativo alla logistica di Jones Lang LaSalle pari al 7,5% (in crescita di 10 punti base nel secondo semestre).

A Milano nel 2012 si registrano soltanto 2 milioni di euro di investimenti nel settore industriale, rispetto ai 30 milioni di euro dell'anno precedente<sup>11</sup>. Facendo un confronto con gli altri principali mercati europei, si registra un andamento crescente per Berlino, +42% ed un andamento costante per Parigi.

I canoni *prime* di locazione al terzo trimestre sono pari a euro 55mq/anno per Milano e euro 57/mq/anno per Roma, in leggero aumento nel corso dell'anno. La percentuale di sfritto è inferiore al 5% sia a Milano che a Roma, anche se a Milano si registra un leggero aumento nel corso dell'anno<sup>12</sup>.

La causa principale della contrazione del mercato è riconducibile alla variazione negativa della produzione industriale per tutto il corso del 2012, all'andamento negativo dei mercati finanziari, alla difficoltà di ottenere credito dalle banche e all'aumento del rischio paese dell'Italia. Si registra una forte contrazione dei capitali esteri in entrata: in particolare i capitali tedeschi risultano essere solo un terzo rispetto a quelli investiti in Italia nel settore logistico nel 2010.

**Fondi immobiliari**

I fondi immobiliari italiani con circa 37,2 miliardi di euro rappresentano circa il 10,9% dei fondi immobiliari europei in termini di patrimonio netto e per il 2013 si prevede che la loro incidenza possa aumentare all'11,4%<sup>13</sup>.

Il rapporto semestrale sui fondi immobiliari realizzato da Assogestioni e IPD evidenzia le proprietà anticicliche del mercato dei fondi immobiliari italiani, ancora in espansione nonostante lo scenario macroeconomico avverso. La raccolta nel primo semestre del 2012 è stata pari a oltre 1,4 miliardi di euro, mentre il volume delle attività si è attestato sopra la soglia dei 42 miliardi di euro con un incremento del

---

<sup>10</sup> CBRE, Italian Investment Quarterly Q3 2012

<sup>11</sup> BNP Paribas Real Estate, Main investments markets in Western Europe Q4 2012

<sup>12</sup> JLL, Corporate occupiers face looming supply shortage, dicembre 2012

<sup>13</sup> Scenari Immobiliari, I fondi immobiliari in Italia e all'estero, Aggiornamento 2012

4,2% rispetto al semestre precedente. Il patrimonio netto dei 185 fondi immobiliari censiti rimane stabile, pari a circa 26 miliardi di euro.

Nel corso del semestre sono stati istituiti 4 nuovi fondi non speculativi, tutti costituiti mediante apporto e destinati a investitori qualificati.

L'offerta del settore è costituita per l'88% da fondi riservati, che detengono un patrimonio di circa 21 miliardi di euro. Ai fondi *retail*, il 12% dell'offerta, spetta la gestione di un patrimonio superiore a 5 miliardi di euro.

La composizione delle attività è costituita per il 90% da immobili e diritti reali immobiliari. Restano invariate le percentuali sul fronte delle destinazioni d'uso, dove il 54% degli investimenti è concentrato nel settore degli immobili a destinazione uffici. Gli immobili a destinazione *retail* pesano il 16%. È pari al 9% la categoria residenziale, mentre gli altri investimenti (caserme, centraline telefoniche e terreni) sono pari all'8%.

A livello geografico il nord ovest (45%) e il centro (33%) sono le aree in cui si registrano i principali investimenti. Si rileva inoltre nel corso del semestre la crescita della percentuale investita nel nord est e all'estero.

Al termine del primo semestre del 2012, si rileva che il 77,3% dei fondi ha fatto ricorso alla leva per incrementare le attività investite. Il grado di utilizzo della leva (ossia il rapporto tra quanto ciascun fondo si è indebitato e quanto avrebbe potuto indebitarsi) è in leggero aumento nell'ultimo semestre e passa dal 71,2% a dicembre 2011 al 71,9% a fine giugno 2012. Si è incrementato anche il valore totale delle attività, pari al 30 giugno 2012 a 42.138 milioni di euro (+1,6% in sei mesi +4,2% a un anno e +19,2% a tre anni).

Per quanto riguarda i fondi immobiliari italiani quotati, si confermano i problemi collegati alla scarsa liquidità del settore e all'elevato sconto dei valori di quotazione in borsa dei fondi rispetto al NAV.

Negli ultimi sei mesi la media giornaliera degli scambi nel mercato dei fondi chiusi quotati è stata pari a circa 86 quote. Il mercato si presenta pertanto fermo, e lo sconto sul NAV è ormai prossimo al 60% per tutti i fondi.

## **2. Dati descrittivi del Fondo**

### **A. Il Fondo Alpha in sintesi**

Il Fondo "Alpha Immobiliare – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo Chiuso" ("Fondo"), è un Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso ad apporto pubblico, istituito e gestito da IDeA FIMIT sgr S.p.A. (di seguito "IDeA FIMIT" o la "SGR"). Il Fondo è stato istituito con delibera del Consiglio di Amministrazione della SGR del 27 giugno 2000 ed 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.

<b>Data di istituzione del Fondo</b>	27 giugno 2000
<b>Valore nominale iniziale complessivo netto del Fondo</b>	€ 259.687.500
<b>Numero delle quote emesse all'apporto</b>	103.875
<b>Valore nominale iniziale delle quote</b>	€ 2.500
<b>Quotazione</b>	Mercato degli Investment Vehicles (MIV) segmento mercato dei Fondi Chiusi (MTA) dal 4 luglio 2002
<b>Banca Depositaria</b>	State Street Bank S.p.A.
<b>Esperto Indipendente</b>	Europrogetti & Finanza Srl
<b>Società di Revisione</b>	Reconta Ernst & Young S.p.A.
<b>Valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2012</b>	€ 384.442.764
<b>Valore unitario delle quote al 31 dicembre 2012</b>	€ 3.701,013
<b>Valore al 31 dicembre 2012 del portafoglio immobiliare</b>	€ 407.040.000

La tabella di seguito riportata illustra l'evoluzione del Fondo Alpha dalla data del collocamento al 31 dicembre 2012.

	Aperto (01.03.2001)		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	31.12.2012	
Valore complessivo netto del fondo <sup>(1)</sup>	(C/min)	259,688	367,024	399,778	386,257	390,974	390,010	393,513	402,859	393,513	408,405	410,291	394,551	384,443	
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	103,875	
Valore unitario delle quote	(C)	2.500,000	3.533,328	3.848,642	3.718,479	3.763,888	3.754,606	3.800,468	3.878,306	3.788,333	3.931,696	3.949,851	3.798,321	3.701,013	
Prezzo quotazione di Borsa a fine periodo	(C)	-	2.365	2.450	2.450	2.905	3.081	3.070	3.660	1.950	2.400	2.316	1.515	1.058	
Valore degli immobili	(C/min)	246,701	320,849	391,850	434,925	445,504	440,529	428,722	446,038	467,006	475,967	453,251	421,988	407,040	
Costo storico e oneri capitalizzati <sup>(2)</sup>	(C/min)	246,507	234,443	298,195	331,532	333,285	326,121	312,340	317,587	348,911	354,738	334,890	321,490	323,428	
Patrimonio immobiliare	n.immobili	27	26	24	24	23	21	19	19	20	20	18	17	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	298,622	
Redditività lorda <sup>(3)</sup>	%	-	10,84	10,20	10,64	11,39	11,86	11,83	10,79	9,30	9,26	9,02	9,38	8,59	
Finanziamenti	(C/min)	-	46,422	62,945	64,377	70,201	53,952	74,604	88,502	116,692	95,339	84,485	63,142	16%	
Loan to value (LTV) <sup>(4)</sup>	(%)	-	12%	14%	14%	16%	13%	17%	19%	19%	25%	21%	20%	16%	
Loan to cost (LTC) <sup>(5)</sup>	(%)	-	16%	19%	19%	22%	17%	23%	23%	25%	33%	28%	26%	20%	
Destinazioni d'uso prevalenti <sup>(6)</sup>	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 55% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%	ufficio 60% Altre 24% Lazio 83% - Lombardia 12% - Emilia Romagna 5%
Risultato dell'esercizio	(C/min)	-	32,753	26,160	40,917	28,754	30,960	31,573	3,685	19,857	13,260	4,189	-	10,107	
Distribuzione proventi per quota <sup>(7)</sup>	(C)	-	39,680	23,684	28,534	26,239	25,081	19,466	5,630	10,886	12,330	4,674	-	-	
Distribuzione proventi per quota	(C)	-	382	228	275	241	187	54	105	119	45	-	-	-	
Rimborsi totali	(C/min)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Rimborsi per quota	(C)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Valore nominale della quota <sup>(8)</sup>	(C)	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	2.500,000	
Dividend Yield <sup>(9)</sup>	%	-	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) Calcola quale rapporto tra il totale dei canoni, incluso 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 nel 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 gestiti ed alla prevenzione di eventuali situazioni di potenziale conflitto di interessi, anche mediante l'adozione di appositi presidi organizzativi e procedurali.

Ai sensi dello Statuto della SGR, il Consiglio di Amministrazione di IDeA FIMIT è composto da tredici membri, di cui due sono Amministratori Indipendenti. Il Consiglio di Amministrazione è stato nominato dall'Assemblea degli Azionisti tenutasi in data 3 ottobre 2011, a seguito del perfezionamento dell'operazione di fusione per incorporazione di First Atlantic Real Estate SGR S.p.A. in FIMIT SGR, che ha assunto la nuova denominazione di IDeA FIMIT.

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

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

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

A seguito delle dimissioni rassegnate dal Consigliere (nonché componente del Comitato Esecutivo) Dott. Carlo Felice Maggi, a far data dal 31 dicembre 2012, il Consiglio di Amministrazione in data 30 gennaio 2013 ha cooptato il Cav. Salomone Gattegno, designandolo altresì quale componente del Comitato Esecutivo.

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

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

In particolare, ai sensi del Protocollo Assogestioni e del Regolamento Interno degli Amministratori Indipendenti, approvato, da ultimo, con delibera del Consiglio di Amministrazione di IDeA FIMIT del 26

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

La sussistenza in capo agli Amministratori Indipendenti dei requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza richiesti ai sensi delle disposizioni normative tempo per tempo vigenti, dallo Statuto e dal predetto Regolamento Interno è effettuata dal Consiglio di Amministrazione, avendo riguardo più alla sostanza che alla forma, entro trenta giorni dalla loro nomina. Gli Amministratori Indipendenti sono altresì tenuti a sottoscrivere annualmente una dichiarazione relativa alla permanenza dei requisiti di indipendenza e, comunque, si impegnano a comunicarne immediatamente l'eventuale venir meno.

Il Regolamento Interno degli Amministratori Indipendenti prevede che la SGR per almeno due anni dalla cessazione della carica degli Amministratori Indipendenti non possa intrattenere con costoro significativi rapporti di lavoro, professionali o di affari.

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

In particolare, agli Amministratori Indipendenti sono demandati compiti attinenti alla prevenzione di eventuali situazioni di potenziale conflitto di interessi. Gli Amministratori Indipendenti, infatti, esprimono un parere: (i) in ordine alla stipulazione di Convenzioni con Parti Correlate alla SGR (come definite nel Protocollo Assogestioni); (ii) sul contenuto delle convenzioni tra SGR promotrice e gestore, per i contratti che presentino profili riguardanti il rispetto delle disposizioni in materia di conflitto di interessi; (iii) sulle operazioni, presentate al Consiglio di Amministrazione, che si caratterizzano per la presenza di un potenziale conflitto di interessi, così come definito dalla Parte V, Titolo II, Capo II del Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob; (iv) sulle operazioni aventi ad oggetto il conferimento o la cessione ai fondi gestiti dalla SGR di beni appartenenti ai soci della SGR o alle società facenti parte del Gruppo (come definito nel Protocollo Assogestioni), nonché sulle operazioni aventi ad oggetto la cessione di beni di proprietà dei fondi gestiti ai soggetti indicati; (v) sulle proposte di investimento in ordine alle quali sussista un contemporaneo interesse da parte di due o più fondi gestiti dalla SGR; (vi) in ordine alle ipotesi di coinvestimento da parte di due o più fondi gestiti dalla SGR; (vii) sugli investimenti dei fondi gestiti in: strumenti finanziari emessi o collocati da Società del Gruppo o da Società Partecipanti; acquisto di quote o azioni di OICR gestiti, istituiti o commercializzati dalla SGR o da altre società di gestione del risparmio o SICAV del Gruppo o da Società Partecipanti (come definite nel Protocollo Assogestioni), anche di diritto estero; strumenti finanziari oggetto di patti parasociali cui partecipano Società del Gruppo o Società Partecipanti; strumenti finanziari di un emittente nel quale una Società del Gruppo o una Società Partecipante abbia una partecipazione rilevante o di un emittente che abbia una partecipazione rilevante in una Società del Gruppo o in una Società Partecipante; strumenti finanziari per i quali una Società del Gruppo o una Società Partecipante svolge il ruolo di operatore specialista; strumenti finanziari



rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della SGR o da Società del Gruppo ovvero da Società Partecipanti; strumenti finanziari emessi da società finanziate o garantite da Società del Gruppo o da Società Partecipanti, qualora dall'esito del collocamento dipenda la possibilità di rimborsare, in tutto o in misura rilevante, il finanziamento alla Società del Gruppo o alla Società Partecipante che ha erogato il credito; strumenti finanziari emessi da società alla quale è conferito l'incarico di esperto indipendente per la valutazione dei beni conferiti o acquisiti dai fondi gestiti, ovvero da una società incaricata di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti in un fondo gestito rispetto alla politica di gestione e all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo medesimo; strumenti finanziari di un emittente nei cui organi societari siano presenti Soggetti Rilevanti con Deleghe Operative (come definiti nel Protocollo Assogestioni); (viii) in merito all'eventuale adozione di cosiddette "Restricted list" e "Watch list"; (ix) in ordine ai criteri generali per la scelta delle controparti contrattuali e di ripartizione degli incarichi tra le stesse; (x) in ordine alle verifiche che il Consiglio di Amministrazione compie ai sensi dell'art. 9.2, comma 3 del Protocollo Assogestioni; (xi) in ordine alle valutazioni che il Consiglio di Amministrazione compie circa l'adozione di: a) barriere di tipo informativo e procedure interne atte a prevenire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti impegnati in attività che possono dare origine a conflitti di interessi; b) barriere di tipo gerarchico (direzione separata delle strutture che svolgono attività tra loro conflittuali) e segregazione di funzioni; (xii) ai fini delle deliberazioni che il Consiglio di Amministrazione assume per assicurare comunque l'equo trattamento degli OICR e dei partecipanti agli stessi quando le misure e le procedure adottate non risultano sufficienti ad escludere, con ragionevole certezza, il rischio che il conflitto di interessi rechi pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi; (xiii) negli eventuali altri casi previsti dal corpus normativo interno della SGR di tempo in tempo vigente nonché ove richiesto dal Consiglio di Amministrazione.

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

Gli Amministratori Indipendenti, inoltre, possono proporre al Consiglio di Amministrazione di avvalersi, a spese della SGR ed entro un congruo limite di importo prefissato all'inizio di ogni esercizio dal Consiglio di Amministrazione, di consulenti esterni privi di ogni significativa relazione con la SGR e/o le eventuali società controllanti e/o ad essa collegate ovvero con gli Amministratori Indipendenti stessi per lo studio e la valutazione obiettiva di particolari questioni, per le quali gli Amministratori Indipendenti siano privi di specifica competenza professionale.

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

Nella seduta del 3 ottobre 2011, il Consiglio di Amministrazione ha istituito, al suo interno, un Comitato Esecutivo, composto da sette membri di cui due sono Amministratori Indipendenti, e in data 26 ottobre 2011 ha approvato il relativo Regolamento Interno.

Nella medesima riunione del 26 ottobre 2011, il Consiglio di Amministrazione ha altresì istituito un comitato, denominato "Comitato di Supervisione dei Rischi e dei Controlli", composto da tre Consiglieri di

Amministrazione, di cui due sono Amministratori Indipendenti ai sensi dello Statuto (uno dei quali con funzione di Presidente del Comitato), approvandone altresì il relativo Regolamento Interno. A tale Comitato è rimesso il compito di: a) individuare i presidi per la gestione di eventuali situazioni di potenziale conflitto con l'interesse dei partecipanti ai fondi comuni di investimento gestiti dalla SGR; b) sovrintendere all'attuazione degli indirizzi e delle politiche in materia di gestione dei rischi, controllo di conformità e revisione interna determinati dal Consiglio di Amministrazione; c) formulare al Consiglio di Amministrazione proposte per la remunerazione degli Amministratori destinatari di deleghe ai sensi dello Statuto e valutare le politiche e prassi remunerative e gli incentivi previsti per la gestione del rischio; d) svolgere gli ulteriori compiti che gli vengano attribuiti dal Consiglio di Amministrazione. Il Comitato riferisce al Consiglio di Amministrazione sulle attività svolte con periodicità almeno semestrale, formulando altresì, ove del caso, le proprie raccomandazioni.

La SGR ha adottato un Codice Etico ed un Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del D.Lgs. 8 giugno 2001, n. 231 – recante la “Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell’art. 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300” – volto a prevenire la commissione dei reati contemplati dal Decreto stesso nonché ad esimere la SGR dalla responsabilità derivante dalla eventuale commissione, nel suo interesse o a suo vantaggio, di reati da parte di soggetti che fanno parte dell’organizzazione aziendale.

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

La SGR, inoltre, ha adottato un “Codice Interno di Comportamento e Regolamento sulle Operazioni Personali dei Soggetti Rilevanti” (il “Codice”), che si pone in linea di continuità con il codice di comportamento precedentemente adottato da FIMIT SGR (ora IDeA FIMIT) ai sensi del Regolamento Consob in materia di intermediari n. 11522 del 1° luglio 1998 (abrogato, a far data dal 2 novembre 2007, a seguito dell’entrata in vigore della delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007). Il Codice definisce, tra l’altro, le regole di condotta applicabili ai componenti degli organi amministrativi e di controllo, ai dipendenti ed ai collaboratori della 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.

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

#### **A. *L'attività di gestione***

La gestione ordinaria del Fondo nel corso dell'anno 2012 è stata caratterizzata dalle attività di seguito descritte.

#### ***Contratti di locazione***

Nel corso dell'anno 2012 è proseguita l'attività di razionalizzazione dei contratti di locazione già in essere, di novazione di quelli in scadenza e di riunificazione di più contratti facenti capo allo stesso conduttore.

Nel periodo di riferimento, sono pervenute comunicazioni di recesso da parte dei conduttori del Fondo, e sono state effettuate le riconsegne di alcune unità immobiliari, in virtù dei recessi già occorsi. In particolare è stato completato il trasferimento di un importante gruppo multinazionale dall'immobile sito a Roma, in via del Giorgione 59 nel centro direzionale "Da Vinci".

Al 31 dicembre 2012 la superficie complessiva locabile lorda degli immobili in portafoglio ammonta a 298.622 mq, di cui 215.347 mq locati. Risulta, quindi, messo a reddito il 72,11% delle consistenze degli immobili del Fondo.

Al 31 dicembre 2011 la superficie complessiva locabile lorda degli immobili in portafoglio era la medesima, di cui 222.090 mq locati. A tale data, risultava a reddito il 74,37% delle consistenze degli immobili del Fondo.

Pertanto, rispetto alla situazione rilevata in occasione del Rendiconto al 31 dicembre 2011, a parità di immobili detenuti, la percentuale di consistenze locate ha subito una flessione, stante i rilasci che sono avvenuti nel corso dell'anno 2012.

Alla data del 31 dicembre 2012 risultano vigenti 76 posizioni locative (comprendenti sia contratti di locazione che indennità di occupazione), di cui 62 riferite a conduttori privati e 14 afferenti alla Pubblica Amministrazione. Nel corso dell'anno sono cessati 14 contratti e ne sono stati stipulati 6 nuovi.

L'importo dei canoni di competenza dell'anno 2012 ammonta a 27,793 milioni di euro, mentre il valore contrattuale annuo delle posizioni in essere alla data del 31 dicembre 2012 risulta di circa 27,697 milioni di euro, di cui il 68% è riferibile ai conduttori pubblici.

Il valore contrattuale annuo delle posizioni al 31 dicembre 2011 era invece di circa 29,373 milioni di euro.

### **Crediti verso locatari**

Alla data del 31 dicembre 2012 l'importo dei crediti verso conduttori per fatture emesse, al netto delle fatture da emettere e dei debiti, è di circa 13,806 milioni di euro, facendo rilevare un decremento del 15,99% rispetto al medesimo dato rilevato in sede di Rendiconto al 31 dicembre 2011, pari a circa 16,433 milioni di euro.

I crediti per fatture emesse e scadute da oltre 30 giorni rispetto alla data di riferimento sono pari a 13,797 milioni di euro. Di tale importo circa 11,090 milioni di euro, pari all'80,38% del totale, è ascrivibile ai conduttori pubblici e di questi, per la maggior parte, al Ministero dell'Economia e delle Finanze per un valore complessivo di 8,549 milioni di euro.

Alla data del 31 dicembre 2012 risultano avviate azioni giudiziali di recupero (decreti ingiuntivi) per un ammontare complessivo di circa 48,785 milioni di euro, a fronte delle quali sono stati recuperati 37,595 milioni di euro circa, corrispondenti al 77,06% dell'importo totale oggetto di azione legale di recupero.

Pur avendo conseguito nell'anno 2012 una riduzione dell'esposizione creditizia verso i conduttori pubblici, la morosità degli stessi rimane comunque elevata. A causa della perdurante sfavorevole situazione economica, si continua inoltre a rilevare il ritardo nel pagamento dei canoni anche da parte dei conduttori privati.

Per contrarre i tempi di pagamento dei crediti insoluti si conferma il sistematico ricorso alle procedure giudiziali di recupero della morosità, sia per la quasi totalità dei conduttori afferenti alla Pubblica Amministrazione, sia per un numero crescente di società private, oltre ad azioni di sollecito e richiamo svolte direttamente e periodicamente presso i soggetti, in particolare quelli pubblici, da parte della SGR e del *property manager*.

Si fa infine presente che nonostante il rischio di insolvenza dei locatari sia remoto, dato l'elevato *rating* degli stessi, le posizioni che presentano un potenziale rischio di inesigibilità sono coperte da un fondo di svalutazione crediti che, alla data del 31 dicembre 2012, ammonta a 3,583 milioni di euro e che rappresenta il 25,71% dei crediti verso locatari per fatture emesse.

***Manutenzioni Straordinarie (Capex)***

Nel corso dell'esercizio 2012 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. Il totale dei costi capitalizzati, per opere e lavori eseguiti nel corso dell'esercizio, è stato di 1,939 milioni di euro circa. I fabbricati che hanno comportato maggiori oneri di spesa sono stati quelli siti in Agrate Brianza, Edificio Orione nel Centro Direzionale Colleoni, e Roma, in via Capitan Bavastro 92/94 e in via Cristoforo Colombo 44, per opere di riqualificazione ed adeguamento impiantistico.

***Politiche di investimento e di disinvestimento***

Nel corso dell'anno 2012 non sono stati effettuati nuovi investimenti.

Gli immobili di proprietà del Fondo al 31 dicembre 2012 sono 17, oltre alla partecipazione nella Da Vinci S.r.l..

Nel corso dell'esercizio sono proseguite le attività negoziali relative agli edifici siti a Roma, in via Cristoforo Colombo 44 ed in via Capitan Bavastro 174, finalizzate alla stipula 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 merito al centro commerciale "Raffaello" sito a Roma, in via Longoni 3 (già liberato dal conduttore alla fine dell'anno 2009) ed al limitrofo immobile a destinazione logistica, sito in via Longoni 95 (occupato dalla Pubblica Amministrazione ed in corso di rilascio), si rammenta che il piano di recupero congiunto, presentato al Comune di Roma nell'anno 2011 e prevedente il cambio di destinazione d'uso, è attualmente in itinere.

Circa il complesso sito a Roma, in vicolo del Casal Lumbroso 77 (già liberato dal Ministero dell'Interno nell'anno 2007), interessato da un piano di recupero per la riqualificazione e cambio di destinazione d'uso, in data 11 luglio 2012 si è tenuta una assemblea pubblica per la consultazione partecipativa della cittadinanza.

Per quanto riguarda il dettaglio del portafoglio immobiliare alla data di chiusura del presente Rendiconto, si rinvia alla tabella allegata "**Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo**".

***Partecipazioni in società immobiliari***

Il Fondo detiene una partecipazione nella società Da Vinci S.r.l. pari al 25% del capitale sociale. Essa è stata costituita nell'anno 2007, è partecipata da altri tre Fondi gestiti dalla SGR ed è proprietaria del lotto edificabile sito nel Comune di Roma, in località Ponte Galeria dove è stato edificato il complesso direzionale "Da Vinci".

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

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

Si ricorda che nello scorso mese di giugno un primario gruppo multinazionale ha inaugurato la nuova sede italiana nel centro, per una superficie complessiva ad uffici di circa 3.000 mq. Inoltre, nel mese di dicembre 2012 sono stati finalizzati due nuovi rapporti locativi, mentre sono in itinere alcune trattative volte all'affitto di parte delle consistenze residue.

La superficie locabile complessiva del centro direzionale "Da Vinci" risulta pari a circa 37.850 mq. La stessa non comprende gli ambiti destinati al connettivo orizzontale e verticale, le autorimesse al primo e secondo livello interrato, nonché i posteggi esterni.

Alla data del 31 dicembre 2012 risulta locata una superficie complessiva di circa 12.250 mq, pari al 32,5% delle consistenze locabili totali, in virtù dei contratti di locazione sopra citati.

Per quanto riguarda la movimentazione intervenuta si rimanda a quanto riportato nella Nota Integrativa nel § II.1 "Strumenti finanziari non quotati".

### **Strumenti finanziari**

Alla data del 31 dicembre 2012 il Fondo detiene 100 quote di classe A del Fondo Conero, gestito dalla SGR, acquistate in data 4 agosto 2011 per un valore complessivo di 10 milioni di euro. Il valore delle quote al 31 dicembre 2012 è stato adeguato a quello risultante dal Rendiconto del Fondo Conero alla medesima data.

Si rammenta che il Fondo Alpha, in data 27 giugno 2012, ha finalizzato l'integrale cessione delle 28 quote del Fondo comune di investimento immobiliare riservato ad investitori qualificati denominato "Fondo Prelios Office Fund - Cloe", gestito da Prelios SGR S.p.A. (già "Pirelli & C. Real Estate SGR S.p.A.") sottoscritte in data 29 giugno 2004 per un importo complessivo di 7 milioni di euro.

La vendita delle quote, in favore di un Fondo immobiliare chiuso gestito da una SGR senza rapporti di correlazione con IDeA FIMIT, è avvenuta ad un prezzo unitario di 137.044 euro e complessivo di 3.837.233 euro.

Considerando il prezzo totale di acquisto delle quote, a fronte dei rimborsi parziali per complessivi 3.714.176 euro e dei proventi distribuiti per complessivi 4.073.885 euro, il rendimento effettivo dell'investimento è stato pari al 12,59%.

#### **4. Eventi di particolare importanza verificatisi nell'esercizio**

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

In data 17 febbraio 2012 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato il Rendiconto di gestione al 31 dicembre 2011 mentre in data 30 luglio 2012 ha approvato la Relazione semestrale del Fondo al 30 giugno 2012.

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

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

In ottemperanza agli obblighi previsti, la SGR ha redatto e successivamente pubblicato i Resoconti intermedi di gestione al 31 marzo 2012 e al 30 settembre 2012, secondo le previsioni dell'art. 154-ter, comma 5, del TUF, applicabile ai fondi comuni di investimento immobiliari di tipo chiuso quotati su un mercato regolamentato ai sensi dell'art. 103, comma 3, del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/1999, e successive modifiche e integrazioni.

Si rammenta che in data 30 luglio 2012 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato di prorogare la durata del Fondo, esercitando il diritto previsto dall'art. 2.2, lettera b), del Regolamento di gestione del Fondo. La proroga è stata disposta per 15 anni, il massimo previsto dal Regolamento stesso, e quindi la durata del Fondo è stata portata al 27 giugno 2030.

Con comunicato in data 13 novembre 2012, ai sensi dell'art. 103 della Deliberazione CONSOB n. 11971/1999, la SGR ha tra l'altro informato il mercato di voler indirizzare *“le politiche di gestione del Fondo in una direzione marcatamente liquidatoria così da pervenire alla dismissione dei suoi asset in un lasso di tempo più breve (entro il 2019) di quello risultante per effetto della predetta proroga”*.

Con riferimento all'affidamento in *outsourcing* di servizi immobiliari - a seguito dello scioglimento, avvenuto con lettera dell'11 aprile 2012, degli accordi quadro del 3 novembre 2010 tra la SGR e Ingenium Real Estate S.p.A. (di seguito "Ingenium") - la SGR ha sottoscritto in data 12 dicembre 2012 un accordo quadro con Innovation Real Estate S.p.A. (già IDeA Servizi Immobiliari S.p.A., di seguito "IRE"), società indirettamente controllata da DeA Capital S.p.A., a sua volta controllante indiretta della SGR, per la prestazione - in *outsourcing* e nel rispetto delle previsioni di vigilanza ed in particolare del Regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob del 29 ottobre 2007 - di servizi sostanzialmente analoghi a quelli già forniti da Ingenium:



- *property management*;
- *facility management*;
- *credit management*;
- *project and construction management*;
- *advisory*, da intendersi quale coordinamento delle attività di *agency*, che verrebbero svolte da IRE per il tramite della propria partecipata in via totalitaria Innovation Real Estate Advisory S.r.l. (già IDeA Agency S.r.l, già First Atlantic Intermediazioni S.r.l.)
- pertinenti attività di assistenza giuridico-amministrativa.

La scelta di IRE è stata motivata da:

- *standing* nel settore;
- qualità della sua organizzazione aziendale;
- *know how* acquisito nell'assistenza fornita ad alcuni dei Fondi gestiti dalla SGR, sulla base degli incarichi a suo tempo affidati da First Atlantic Real Estate SGR S.p.A. (poi incorporata nella SGR),
- efficienza del passaggio di consegne con Ingenium per aver acquisito, sempre in data 12 dicembre 2012; un ramo di azienda da Ingenium stessa, comprensivo dei rapporti derivanti dagli accordi quadro cessati, oltre che del personale già dedicato da Ingenium all'espletamento dei Servizi, tra l'altro in favore del Fondo;
- corrispettivi migliorativi rispetto a quelli applicati da Ingenium, anche in ragione dei rapporti di gruppo esistenti con la SGR.

L'attivazione del nuovo accordo quadro è avvenuta in data 30 gennaio 2013 in relazione a specifici servizi prestati da IRE, acquisito il parere favorevole del Comitato Investimenti del Fondo.

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

Il piano delle attività future del Fondo si concentrerà tra l'altro sulle seguenti principali attività:

- riscadenzamento delle vendite, con distribuzione volta a superare le attuali difficoltà del mercato e a consentire un'ulteriore valorizzazione degli immobili;
- indirizzo delle politiche di gestione in un'ottica più marcatamente liquidatoria, con completamento delle dismissioni entro il mese di dicembre 2019;
- regolarizzazione dei rapporti locativi con la Pubblica Amministrazione a fronte di attività di adeguamento tecnico-manutentivo, ovvero liberazione di alcuni immobili detenuti in assenza di titolo per la loro ristrutturazione e messa a reddito, ferme restando le azioni in corso volte al recupero delle morosità presenti sul Fondo e al miglioramento della redditività da locazione.

#### **6. Illustrazione dei rapporti intrattenuti nell'esercizio con altre società del Gruppo**

IDeA FIMIT 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 ed il Gruppo di appartenenza si concretizzano nei normali flussi informativi previsti all'interno del Gruppo industriale.

Come descritto in dettaglio nel § 4. Eventi di particolare importanza verificatisi nell'esercizio, si precisa che la SGR ha sottoscritto in data 12 dicembre 2012 un accordo quadro con IRE, società appartenente al Gruppo De Agostini, avente per oggetto l'affidamento in *outsourcing* dei servizi immobiliari.

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

Si rammenta che in data 1° febbraio 2013 si è estinto il finanziamento ipotecario concesso da Unicredit S.p.A. relativamente all'immobile sito in Roma, vicolo del Casal Lumbroso 77.

### **8. La gestione finanziaria**

#### **A. Finanziamenti**

I contratti di finanziamento in essere alla data del 31 dicembre 2012 sono di seguito sinteticamente descritti:

- un finanziamento ipotecario di 50.000.000 di euro, concesso da Unicredit S.p.A. (già UniCredit MedioCredito Centrale S.p.A.) in data 1° maggio 2003 e scadenza 1° febbraio 2013, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, vicolo del Casal Lumbroso 77; il debito residuo al 31 dicembre 2012 è di 1.617.645 euro. Il finanziamento si è estinto in data 1° febbraio 2013;
- un finanziamento ipotecario di 13.549.119 euro, concesso da Aareal Bank AG (già Depfa Bank AG) in data 15 giugno 2003 e scadenza il 15 giugno 2019, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, via Tor Cervara 285; il debito residuo al 31 dicembre 2012 è di 6.353.657 euro;
- un finanziamento ipotecario di 9.950.000 euro, concesso da Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A. in data 30 aprile 2009 e scadenza il 31 marzo 2014, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, via Ippolito Nievo 25-38; il debito residuo al 31 dicembre 2012 è di 3.669.221 euro;
- un finanziamento ipotecario di 69.000.000 di euro, concesso da Banca IMI S.p.A. in data 12 luglio 2012 e scadenza 31 dicembre 2016, con ipoteca di primo grado su diversi immobili di proprietà del Fondo. Di tale finanziamento è stata erogata una prima *tranche* di 50.000.000 di euro utilizzata per rimborsare anticipatamente le seguenti due linee di credito preesistenti e prossime alla scadenza: linea di credito concessa da Intesa Sanpaolo S.p.A. scadente il 21 luglio 2012 per 39.827.130 euro e linea di credito concessa da Banca IMI S.p.A. scadente il 10 febbraio 2013 per 10.000.000 euro. Il debito residuo al 31 dicembre 2012 è di 47.500.000 euro;

- un fido per complessivi 8.000.000 di euro, concesso da Unipol Banca S.p.A. in data 21 dicembre 2012 e scadenza a revoca da utilizzare come elasticità di cassa; il debito residuo al 31 dicembre 2012 è di 4.001.625 euro.

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

Si evidenzia inoltre che, il 30 novembre 2012 si è proceduto al rimborso del fido, utilizzato come elasticità di cassa, concesso da Banca Popolare di Vicenza S.C.p.A. per complessivi 7.000.000 di euro.

Alla data di chiusura del presente Rendiconto, la leva finanziaria utilizzata dal Fondo, intesa come il rapporto tra l'indebitamento esistente alla data del 31 dicembre 2012 e il valore di mercato degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari<sup>14</sup> è pari al 18%. La leva utilizzata dal Fondo risulta pertanto al di sotto del limite massimo consentito dalla vigente normativa pari al 60% del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in società immobiliari e delle parti di altri fondi immobiliari, più un ulteriore 20% del valore degli altri beni.

La liquidità disponibile alla data del 31 dicembre 2012 è di 1.933.209 euro (al 31 dicembre 2011 era di 14.459.782 euro), di cui 184.132 euro relativi a conti correnti vincolati a seguito della concessione dei finanziamenti ipotecari da parte degli istituti di credito.

### **B. Strumenti finanziari derivati**

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

- in data 3 marzo 2009 è stata acquistata un'opzione *CAP* da Barclays Bank PLC, con scadenza 28 febbraio 2014 e nozionale ammontante a 18 milioni di euro, un *cap rate* del 2,50%, con il pagamento di un premio *up front* di 270 mila euro e con decorrenza 31 agosto 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, un *cap rate* del 3%, con il pagamento di un premio *up front* di 405 mila euro e con decorrenza 15 giugno 2010;

---

<sup>14</sup> Come previsto dal Regolamento Banca Italia dell'8 maggio 2012, il valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari, da utilizzare come riferimento per calcolare il limite di assunzione di prestiti dei fondi immobiliari, è pari alla media tra il costo storico (costo d'acquisto maggiorato degli oneri capitalizzati) e il valore determinato in base ai criteri di valutazione del patrimonio del Fondo, previsti nel Titolo V, Capitolo IV (valore attuale). Qualora il valore attuale degli immobili sia inferiore al costo storico degli stessi e resti tale per almeno un esercizio, il valore di riferimento per il calcolare il limite di assunzione dei prestiti è il valore attuale.

- 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 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 31 dicembre 2009.
- in data 12 ottobre 2012, è stata acquistata un'opzione *CAP* da Banca IMI S.p.A. a fronte del finanziamento concesso dalla stessa, con scadenza 31 dicembre 2016 e nozionale ammontante a 39.191.835 euro, ad un *cap rate* del 3%, con il pagamento di un premio *up front* di 75 mila euro e con decorrenza 31 dicembre 2012.

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, all'a data del presente Rendiconto, il valore complessivo netto (NAV) del Fondo si è incrementato passando da 259.687.500 euro a 384.442.764 euro (394.550.636 euro al 31 dicembre 2011). Il valore unitario della quota è passato da 2.500,000 euro a 3.701,013 euro (3.798,321 euro al 31 dicembre 2011) con un incremento del 48,04% (51,93% al 31 dicembre 2011); considerando le distribuzioni dei proventi effettuate sino alla data del 31 dicembre 2012, 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 123,59% (127,49% al 31 dicembre 2011).

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 2012, risulta del 9,48% mentre lo stesso tasso di rendimento calcolato sul valore di collocamento della quota (2.600 euro) è del 10,83%.

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	Risultato del periodo/NAV medio del periodo	-2,60%
ROA	Risultato gestione immobiliare/valore immobili <sup>15</sup>	0,66%
Leverage	Finanziamenti/valore immobili	15,51%
Livello di impiego asset immobiliari	Valore immobili/ totale attività	89,06%
Valore medio beni immobili	Valore immobili/n. immobili	23,944 mln

### 10. Proventi posti in distribuzione

Ai sensi dell'articolo 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 articolo 13.1. Al suddetto fine, le plusvalenze non realizzate sono calcolate al netto delle relative imposte stanziate”*.

In base a quanto sopra esposto, si potrebbe porre in distribuzione un ammontare complessivo di 9.778.608 euro, corrispondente a 94,14 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione; tale somma corrisponde alla totalità dei proventi maturati al 31 dicembre 2012, 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 2011	331.067.430
Risultato dell'esercizio 2012	-10.107.872
Plusvalenze non realizzate su beni immobili e partecipazioni immobiliari dall'inizio dell'operatività del Fondo al 31 dicembre 2012	112.821.687
Plusvalenze nette non realizzate su strumenti finanziari dall'inizio dell'operatività del Fondo al 31 dicembre 2012	2.154.969
Utili distribuiti dall'inizio dell'operatività del Fondo al 31 dicembre 2012	196.204.294
Proventi distribuibili al 31 dicembre 2012	9.778.608

<sup>15</sup> Media aritmetica del valore degli immobili 31/12/2012 – 31/12/2011

Con l'approvazione del presente Rendiconto, in considerazione della necessità di dover mantenere nelle disponibilità del Fondo la liquidità necessaria per far fronte alle uscite di cassa previste per l'esercizio 2013, si ritiene opportuno non procedere alla distribuzione dei proventi.

### **11. Altre informazioni**

#### **Regime fiscale delle imposte sui redditi dei partecipanti**

Nel quadro normativo delineato dall'art. 32 del decreto legge n. 78 del 31 maggio 2010 - come da ultimo modificato dalla legge n. 106 del 12 luglio 2011 - il regime di tassazione, ai fini delle imposte dirette, dei partecipanti ai fondi immobiliari varia in funzione della natura degli investitori e dell'entità della partecipazione da essi detenuta.

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

1. mantengono in ogni caso, a prescindere dall'entità della partecipazione detenuta, l'ordinario regime fiscale relativo ai redditi di capitale disciplinato dall'art. 7 del decreto legge 351/2001<sup>16</sup> nonché relativo ai redditi diversi di natura finanziaria ex art.67, comma 4, lett. c-ter) e comma 1-*quater*, le seguenti categorie di investitori (c.d. "investitori istituzionali"): (a) lo Stato e gli enti pubblici italiani, (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 (a titolo esemplificativo vengono fatti rientrare tra tali soggetti i "fondi sovrani").

---

<sup>16</sup> Come noto, tale regime fiscale prevede l'applicazione di una ritenuta nella misura del 20% sui proventi di cui all'art.44, comma 1, lett. g) del Tuir ossia sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione al Fondo immobiliare e percepiti in costanza di partecipazione ovvero realizzati in sede di riscatto/liquidazione delle quote del Fondo. Tale ritenuta è operata (dalla SGR o dall'intermediario depositario delle quote dematerializzate) "a titolo di acconto" se i suddetti proventi attengono a quote detenute nell'esercizio di impresa commerciale (da parte di imprenditori individuali, società di persone, società di capitali, ecc.), mentre è operata "a titolo di imposta" nei confronti di tutti gli altri soggetti, compresi quelli esenti o esclusi da imposta sul reddito delle società. In via derogatoria, tale ritenuta non deve essere applicata sui proventi (derivanti dalla partecipazione al Fondo immobiliare) percepiti da forme di previdenza complementare ex D.Lgs. n. 252/2005 e dagli Organismi di Investimento Collettivi del Risparmio istituiti in Italia e disciplinati dal Testo Unico della Finanza (ad es: fondi mobiliari aperti e chiusi, SICAV, fondi immobiliari).

2. per i quotisti diversi da quelli indicati nel precedente punto 1, che detengano una partecipazione superiore al 5% del patrimonio del fondo, i redditi conseguiti dal fondo e rilevati nei rendiconti di gestione (con esclusione dei proventi e degli oneri da valutazione) sono imputati “per trasparenza” (proporzionalmente alla quota di partecipazione al fondo rilevata alla fine del periodo d’imposta); i predetti redditi rientrano nella categoria dei “redditi di capitale”. Considerato che la percentuale di partecipazione “rilevante” deve essere verificata al termine del periodo di imposta, come chiarito dalla Circolare, al momento della distribuzione dei redditi conseguiti dal fondo il sostituto d’imposta dovrà applicare provvisoriamente la ritenuta del 20% di cui all’art. 7 del decreto legge n. 351 del 2001. Nel caso in cui i partecipanti esercitino attività di impresa rilevano eventuali perdite attribuite dal fondo.

3. sono in ogni caso soggetti a tassazione con aliquota del 20% al momento della loro corresponsione i proventi percepiti da soggetti non residenti, fatta salva la verifica in merito all’eventuale riduzione in applicazione delle convenzioni contro le doppie imposizioni; a determinate condizioni, la ritenuta non si applica nei confronti di (i) fondi pensione e OICR esteri, sempreché istituiti in Stati o territori inclusi nella così detta *white list* (e sempreché sussista una forma di vigilanza sul fondo o sull’organismo ovvero sul soggetto incaricato della gestione); (ii) enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e (iii) Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato. In base al Provvedimento tale regime non spetta per le partecipazioni detenute dai predetti soggetti in via mediata, tuttavia in relazione ai proventi percepiti dagli investitori non residenti, la Circolare ha chiarito che la predetta ritenuta non si applica nei confronti dei (i) fondi sovrani a condizione che siano interamente posseduti dallo Stato; (ii) veicoli di natura societaria interamente posseduti dai fondi sovrani; (iii) veicoli interamente posseduti da fondi pensione e OICR vigilati.

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

Con riferimento ai fondi diversi da quelli c.d. “istituzionali<sup>17</sup>” nei quali almeno un partecipante deteneva quote superiori al 5 per cento alla data del 31 dicembre 2010, la società di gestione del risparmio avrebbe potuto deliberarne la liquidazione entro la data del 31 dicembre 2011.

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

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

### **Imposta di bollo**

Stante quanto disposto dall'art.13 comma 2-*ter* del D.P.R. n.642/1972, e dal decreto ministeriale del 24 maggio 2012 attuativo della riforma operata in materia dal decreto legge 201/2011 e successive modificazioni e integrazioni<sup>18</sup>, va ricordato che le comunicazioni periodiche alla clientela<sup>19</sup> relative a prodotti finanziari (ivi incluse quelle relative a quote di fondi immobiliari) sono generalmente soggette ad imposta di bollo nella misura proporzionale dello 0,1% per l'anno 2012 (con un minimo di 34,20 euro e fino ad un massimo di 1.200 euro) e dello 0,15% per gli anni successivi (con un tetto massimo di euro 4.500 per la clientela che è soggetto diverso da persona fisica, ai sensi di quanto previsto dalla legge n.228 del 24 dicembre 2012 - c.d. “Legge di Stabilità 2013”).

---

<sup>17</sup> Sono definiti “fondi istituzionali” i fondi partecipati *esclusivamente* da “investitori istituzionali” ossia da quei soggetti indicati nel precedente punto 1),.

<sup>18</sup> L'Agenzia delle Entrate ha recentemente fornito, con la Circolare n.48 del 21 dicembre 2012, alcuni chiarimenti per la corretta applicazione delle nuove disposizioni normative in materia di imposta di bollo.

<sup>19</sup> Ai sensi dell'art.1 comma 1, lett.b) del sopra citato decreto ministeriale del 24 maggio 2012, per la nozione di “*cliente*” occorre far riferimento alla definizione contenuta nel Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 9 febbraio 2011 n.38 (in materia di “*Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*”) che è stato successivamente sostituito da un nuovo Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia pubblicato in data 20 giugno 2012.



**Novità in tema di fiscalità immobiliare introdotte dal c.d. “Decreto Sviluppo”**

Il c.d. “Decreto Sviluppo” (decreto legge n.83/2012 – di seguito “Decreto”) entrato in vigore il 26 giugno 2012 e convertito con legge il 7 agosto 2012 ha, *inter alia*, riformato il regime IVA delle locazioni e delle cessioni immobiliari (novellando l’art.10, comma 1, n.8, 8 *bis* e 8 *ter* del DPR n.633/1972).

Per quanto concerne più specificamente le locazioni di fabbricati strumentali, le nuove norme hanno previsto la possibilità generalizzata di assoggettare ad IVA i relativi canoni mediante opzione espressamente manifestata nel contratto di locazione e ciò anche quando il conduttore non è soggetto-IVA oppure ha un pro-rata di detraibilità IVA pari o inferiore al 25%. In assenza di tale opzione, la locazione di fabbricati strumentali è sempre esente IVA.

Il Decreto in parola non ha tuttavia previsto una normativa transitoria applicabile ai contratti di locazione di fabbricati strumentali stipulati prima della data di sua entrata in vigore (26 giugno 2012); in particolare, non è stato chiarito come (ed entro quale termine) i proprietari possano esercitare l’opzione per il regime IVA in relazione a quei contratti di locazione nei quali tale scelta non era stata espressamente manifestata in atto stante l’imponibilità IVA “per legge” applicabile (ad es: è il caso dei fabbricati strumentali locati a conduttori, quali banche ed assicurazioni, aventi un pro-rata di detraibilità IVA pari o inferiore al 25%).

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

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

- a) il regime di imponibilità IVA su opzione applicabile alle cessioni di fabbricati abitativi effettuate dall’impresa costruttrice (o ristrutturatrice) dopo 5 anni dall’ultimazione dei lavori<sup>20</sup>; qualora l’acquirente sia soggetto IVA, l’applicazione dell’IVA avviene, in tali circostanze, con il meccanismo del c.d. *reverse charge*;
- b) il regime di imponibilità IVA (non *ex lege* ma su opzione) applicabile alle cessioni di fabbricati strumentali effettuati da imprese (diverse dall’impresa costruttrice / ristrutturatrice) nei confronti dei soggetti IVA aventi pro-rata di detraibilità IVA pari o inferiore al 25%<sup>21</sup>; in caso di opzione, l’applicazione dell’IVA avviene con il meccanismo del c.d. *reverse charge*.

**Spending Review**

Il decreto legge n. 95 del 2012 (di seguito anche il “Decreto Legge”) convertito dalla legge 7 agosto 2012, n. 135, in tema di “spending review”, ha avuto effetti rilevanti sul patrimonio immobiliare avente come

---

<sup>20</sup> Fino al 26 giugno u.s., tali cessioni erano *ex lege* esenti IVA

<sup>21</sup> Fino al 26 giugno u.s., tali cessioni erano *ex lege* soggette ad IVA (applicata nei modi ordinari).



conduttore soggetti pubblici, avuto riguardo al contenuto dell'articolo 3 "razionalizzazione del patrimonio pubblico e riduzione dei costi per locazioni passive". Infatti, le disposizioni di cui all'articolo 3 recano misure, da una parte, orientate alla riduzione e razionalizzazione degli spazi occupati dalle pubbliche amministrazioni per esigenze istituzionali e, dall'altra, al contenimento della spesa per le locazioni passive.

Il comma 1° del suddetto art. 3 statuisce che, a decorrere dalla data di entrata in vigore del provvedimento (7 luglio 2012), per gli anni 2012, 2013 e 2014 il canone di locazione dovuto dalle Amministrazioni pubbliche - inserite nel conto economico consolidato della pubblica amministrazione, come individuate dall'Istituto nazionale di statistica ai sensi dell'articolo 1, comma 3, della legge 31 dicembre 2009 n. 196 - relativo all'utilizzo degli immobili destinati a finalità istituzionali, non sarà soggetto all'aggiornamento riguardante la variazione dell'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai ed impiegati, accertato dallo stesso ISTAT.

Il comma 4° del decreto legge 95/2012 disciplina in vece la riduzione del canone del 15%, a decorrere dal 1° gennaio 2015, con riferimento ai contratti di locazione passiva aventi ad oggetto immobili a uso istituzionale, contratti stipulati dalle Amministrazioni centrali, come individuate dall'ISTAT ai sensi dell'articolo 1, comma 3, della legge 31 dicembre 2009, n. 196, nonché dalle Autorità indipendenti ivi inclusa la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob).

Tale riduzione si applica unicamente alle Amministrazioni centrali, come individuate nel suddetto elenco pubblicato dall'ISTAT. Nei confronti delle Regioni e Province autonome e degli Enti del servizio sanitario nazionale, il comma 4° dell'art. 3 non trova invece applicazione in maniera diretta, ma tali ultimi enti dovranno necessariamente dare attuazione a tale normativa mediante l'implementazione della stessa a livello locale.

Con riferimento ai contratti scaduti o rinnovati dopo la data del 15 agosto 2012, tale riduzione del 15% del canone si applica, secondo quanto stabilito dallo stesso comma 4, dalla data di entrata in vigore della legge di conversione (15 agosto 2012).

### **Commissione Variabile Finale**

Ai sensi dell'articolo 9.1.1.2 del Regolamento di gestione del Fondo sono corrisposte alla SGR una commissione variabile annuale ("CVA") e una commissione variabile finale ("CVF").

L'importo della CVF, nell'eventualità del verificarsi delle condizioni previste dall'art. 9.1.1.2 del Regolamento di gestione, sarà determinabile in modo definitivo *nell'an* e nel *quantum* solamente al momento della liquidazione del Fondo. La SGR ha tuttavia stimato la quota maturata della CVF nell'ipotesi in cui il valore di liquidazione del Fondo fosse pari all'ammontare dell'attivo netto alla fine di ciascun periodo, nel caso di specie al 31 dicembre 2012.

Facendo riferimento ai dati relativi al presente Rendiconto, la CVF sarà calcolata come di seguito:

- (a) si calcola la somma (il cui risultato è di seguito definito "Risultato Complessivo del Fondo"):
- (i) dell'ammontare dell'attivo netto del Fondo liquidato, pari a 384,4 milioni di euro;
  - (ii) dei proventi eventualmente distribuiti ai sensi dell'articolo 3.2 e dei rimborsi parziali eventualmente effettuati ai sensi dell' articolo 8.4, pari complessivamente a 196,2 milioni di euro; tali voci vengono capitalizzate secondo il regime di capitalizzazione composta ad un tasso negativo del 4,70%, pari al *Benchmark* relativo ai dodici mesi antecedenti l'integrale smobilizzo dell'attivo netto del Fondo per raggiungere un valore di 142,1 milioni di euro;
- (b) si calcola la differenza, definita "Rendimento Complessivo in Eccesso del Fondo", tra il Risultato Complessivo del Fondo, pari a 526,4 milioni di euro e il valore iniziale del Fondo, pari a 259,7 milioni di euro - capitalizzato secondo le stesse modalità di cui al punto precedente - e pertanto pari a 147,1 milioni di euro; il Rendimento Complessivo in Eccesso del Fondo è pari a 379,3 milioni di euro.

La Società di Gestione percepirà un ammontare uguale al 20% del Rendimento Complessivo in Eccesso del Fondo, che risulta pari a 75,9 milioni di euro al 31 dicembre 2012.

La Commissione Variabile Finale non potrà in ogni caso eccedere l'importo come di seguito calcolato:

- (a) si rileva il *Benchmark*<sup>22</sup> relativo a ciascun esercizio;
- (b) si calcola la somma (il cui risultato è di seguito definito "Risultato Complessivo Alternativo del Fondo"):
- (i) dell'ammontare dell'attivo netto del Fondo liquidato, pari a 384,4 milioni di euro;
  - (ii) dei proventi eventualmente distribuiti ai sensi dell'articolo 3.2 e dei rimborsi parziali eventualmente effettuati ai sensi dell'articolo 8.4, pari complessivamente a 196,2 milioni di euro; tali voci vengono capitalizzate secondo il regime di capitalizzazione composta utilizzando, anno per anno, il *Benchmark* (vedi nota 13) relativo e risultano pari a 279,7 milioni di euro;
- (c) si calcola la differenza, definita "Rendimento Complessivo in Eccesso Alternativo del Fondo", tra il Risultato Complessivo Alternativo del Fondo, pari a 664,1 milioni di euro, e il valore iniziale del Fondo, pari a 259,7 milioni di euro - capitalizzato secondo le stesse modalità di cui al punto precedente - e pertanto pari a 492,4 milioni di euro; il Rendimento Complessivo in Eccesso Alternativo del Fondo è pari a 171,7 milioni di euro;

---

<sup>22</sup> Il *Benchmark* è definito nel Regolamento di gestione del Fondo nel modo seguente: "la variazione percentuale nell'esercizio in questione dell'indice di capitalizzazione lorda dei Buoni del Tesoro Pluriennali rilevato dalla MTS S.p.A. e si maggiora tale variazione di 0,75 punti percentuali". Per l'esercizio 2012, la variazione percentuale in questione dell'indice al 28 dicembre 2012, pubblicato da Il Sole 24 Ore, è pari al 19,84%.

(d) si calcola il 20% del Rendimento Complessivo in Eccesso Alternativo del Fondo, che risulta pari a 34,3 milioni di euro al 31 dicembre 2012.

In conclusione, sulla base dei dati disponibili al 31 dicembre 2012, è possibile dare una informativa a titolo indicativo, su quale sarebbe il limite massimo della Commissione Variabile Finale a tale data; il limite massimo stimato dalla SGR, della suddetta Commissione Variabile Finale, spettante alla stessa, sarebbe pari a circa 34,3 milioni di euro.

### ***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 il Consiglio di Amministrazione, in data 9 marzo 2012, ha deliberato la nomina di EPF Europrogetti & Finanza S.r.l. quale Esperto Indipendente del Fondo Alpha, che pertanto ha effettuato la valutazione del portafoglio immobiliare al 30 giugno 2012 ed al 31 dicembre 2012.

Allo stesso ed alle società appartenenti al gruppo dell'Esperto Indipendente, nel corso dell'anno 2012 sono stati conferiti i seguenti ulteriori incarichi per conto di altri fondi gestiti dalla SGR: incarico di *property management* e incarico di supervisione tecnica di lavori edili.

Inoltre, non si evidenziano per l'anno 2012 incarichi rilevanti assegnati all'Esperto Indipendente del Fondo, presso altre società facenti parte del gruppo di appartenenza rilevante della SGR.

\* \* \*

Il presente Rendiconto al 31 dicembre 2012 si compone complessivamente di n.78 pagine oltre all'estratto della Relazione di Stima degli Esperti Indipendenti.

Per Il Consiglio d'Amministrazione  
Il Presidente  
Antonio Mastrapasqua

**RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 31/12/2012**  
**Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso**

**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

	Situazione al 31/12/2012		Situazione a fine esercizio precedente	
<b>ATTIVITA'</b>	<b>Valore complessivo</b>	<b>In percentuale dell'attivo</b>	<b>Valore complessivo</b>	<b>In percentuale dell'attivo</b>
<b>A. A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>13.431.412</b>	<b>2,94%</b>	<b>19.788.764</b>	<b>4,02%</b>
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>	<b>13.431.412</b>	<b>2,94%</b>	<b>19.788.764</b>	<b>4,02%</b>
A1. Partecipazioni di controllo	1.113.525	0,24%	1.770.751	0,36%
A2. Partecipazioni non di controllo	-	0,00%	-	0,00%
A3. Altri titoli di capitale	-	0,00%	-	0,00%
A4. Titoli di debito	-	0,00%	-	0,00%
A5. Parti di O.I.C.R.	12.317.887	2,70%	18.018.013	3,66%
<b>Strumenti finanziari quotati</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
A6. Titoli di capitale	-	0,00%	-	0,00%
A7. Titoli di debito	-	0,00%	-	0,00%
A8. Parti di O.I.C.R.	-	0,00%	-	0,00%
<b>Strumenti finanziari derivati</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
A9. Margini presso org. di comp. e garanzia	-	0,00%	-	0,00%
A10. Opzioni, premi o altri strum. Finanziari derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
A11. Opzioni, premi o altri strum. Finanziari derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>407.040.000</b>	<b>89,06%</b>	<b>421.988.195</b>	<b>85,65%</b>
B1. Immobili dati in locazione	307.597.318	67,28%	358.431.013	72,75%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	0,00%	-	0,00%
B3. Altri immobili	99.442.682	21,78%	63.557.182	12,90%
B4. Diritti reali immobiliari	-	0,00%	-	0,00%
<b>C. CREDITI</b>	<b>17.866.212</b>	<b>3,91%</b>	<b>16.799.254</b>	<b>3,41%</b>
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	0,00%	-	0,00%
C2. Altri	17.866.212	3,91%	16.799.254	3,41%
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
D1. a vista	-	0,00%	-	0,00%
D2. altri	-	0,00%	-	0,00%
<b>E. ALTRI BENI</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
E1. Altri beni	-	0,00%	-	0,00%
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>1.933.209</b>	<b>0,42%</b>	<b>14.459.782</b>	<b>2,93%</b>
F1. Liquidità disponibile	1.933.209	0,42%	14.459.782	2,93%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>16.772.811</b>	<b>3,67%</b>	<b>19.640.917</b>	<b>3,99%</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	0,00%	-	0,00%
G2. Ratei e risconti attivi	1.763.155	0,39%	988.588	0,20%
G3. Risparmio di imposta	-	0,00%	-	0,00%
G4. Altre	775.418	0,17%	911.558	0,19%
G5. Credito Iva	-	0,00%	-	0,00%
G6. Crediti verso i locatari	14.234.238	3,11%	17.740.771	3,60%
crediti lordi	17.816.837	3,90%	21.203.651	4,30%
fondo svalutazione crediti	-3.582.599	-0,79%	-3.462.880	-0,70%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>457.043.644</b>	<b>100,00%</b>	<b>492.676.912</b>	<b>100,00%</b>

**RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 31/12/2012**  
**Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso**

**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2012		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del passivo	Valore complessivo	In percentuale del passivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>63.142.155</b>	<b>86,97%</b>	<b>84.484.777</b>	<b>86,10%</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	59.140.524	81,46%	81.484.037	83,04%
H2. Pronti contro termine passivi e op. assimilate	-	0,00%	-	0,00%
H3. Altri	4.001.631	5,51%	3.000.740	3,06%
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
I1. Opzioni, premi o altri strum. Fin. Derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
I2. Opzioni, premi o altri strumenti fin. Derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
<b>L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>	<b>-</b>	<b>0,00%</b>
L1. Proventi da distribuire	-	0,00%	-	0,00%
L2. Altri debiti versi i partecipanti	-	0,00%	-	0,00%
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>9.458.725</b>	<b>13,03%</b>	<b>13.641.499</b>	<b>13,90%</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	40.502	0,06%	40.327	0,04%
M2. Debiti di imposta	2.359.994	3,25%	3.166.613	3,23%
M3. Ratei e risconti passivi	201.960	0,28%	855.846	0,87%
M4. Altre	6.341.563	8,73%	9.047.519	9,22%
M5. Fondo Svalutazione Partecipazioni	-	0,00%	-	0,00%
M6. Debiti per cauzioni ricevute	514.706	0,71%	531.194	0,54%
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>72.600.880</b>	<b>100,00%</b>	<b>98.126.276</b>	<b>100,00%</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>384.442.764</b>		<b>394.550.636</b>	
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>103.875</b>		<b>103.875</b>	
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>3.701,013</b>		<b>3.798,321</b>	
<b>Proventi distribuiti per quota</b>	<b>1.888,850</b>		<b>1.888,850</b>	
<b>Rimborsi distribuiti per quota</b>	<b>0,000</b>		<b>0,000</b>	

**RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 31/12/2012**  
**Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso**

**SEZIONE REDDITUALE**

		Rendiconto al 31/12/2012	Rendiconto esercizio precedente
<b>A.</b>	<b>STRUMENTI FINANZIARI</b>		
	<b>Strumenti finanziari non quotati</b>		
A1.	PARTECIPAZIONI	3.482.226	7.058.186
A1.1	dividendi e altri proventi	-	-
A1.2	utili/perdite da realizzi	-	-
A1.3	plus/minusvalenze	3.482.226	7.058.186
A2.	ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	1.216.846	2.407.687
A2.1	interessi, dividendi e altri proventi	483.130	181.758
A2.2	utili/perdite da realizzi	1.644.529	-
A2.3	plus/minusvalenze	55.447	2.225.929
	<b>Strumenti finanziari quotati</b>		
A3.	STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	-	-
A3.1	interessi, dividendi e altri proventi	-	-
A3.2	utili/perdite da realizzi	-	-
A3.3	plus/minusvalenze	-	-
	<b>Strumenti finanziari derivati</b>		
A4.	STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-	-
A4.1	di copertura	-	-
A4.2	non di copertura	-	-
	<b>Risultato gestione strumenti finanziari ( A )</b>	<b>4.699.072</b>	<b>4.650.499</b>
<b>B.</b>	<b>IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>		
B1.	CANONI DI LOCAZIONE ALTRI PROVENTI	30.330.390	33.069.675
B1.a	canoni di locazione	27.793.816	30.153.970
B1.b	altri proventi	2.536.574	2.915.705
B2.	UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-	1.030.499
B3.	PLUS/MINUSVALENZE	16.886.925	15.394.831
B4.	ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	7.145.044	7.353.420
B4.a	oneri non ripetibili	3.092.758	2.934.766
B4.b	oneri ripetibili	4.033.270	4.399.866
B4.c	interessi su depositi cauzionali	-	-
B4.d	altri oneri gestione immobiliare	19.016	18.788
B5.	AMMORTAMENTI	-	-
B6.	SPESE IMU/ICI	3.563.530	1.939.638
	<b>Risultato gestione beni immobili ( B )</b>	<b>2.734.891</b>	<b>7.351.287</b>
<b>C.</b>	<b>CREDITI</b>		
C1.	interessi attivi e proventi assimilati	1.066.959	1.518.622
C2.	incrementi/decrementi di valore	-	-
	<b>Risultato gestione crediti ( C )</b>	<b>1.066.959</b>	<b>1.518.622</b>
<b>D.</b>	<b>DEPOSITI BANCARI</b>		
D1.	interessi attivi e proventi assimilati	-	24
	<b>Risultato gestione depositi bancari ( D )</b>	<b>-</b>	<b>24</b>
<b>E.</b>	<b>ALTRI BENI (da specificare)</b>		
E1.	Proventi	-	-
E2.	Utile/perdita da realizzi	-	-
E3.	Plusvalenze/minusvalenze	-	-
	<b>Risultato gestione altri beni ( E )</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Risultato Gestione Investimenti (A+B+C+D+E)</b>		<b>897.222</b>	<b>4.219.434</b>

**RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 31/12/2012**  
**Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso**

**SEZIONE REDDITUALE**

		Rendiconto al 31/12/2012		Rendiconto esercizio precedente	
<b>F.</b>	<b>RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>				
F1.	OPERAZIONI DI COPERTURA	-	-	-	-
F1.1	Risultati realizzati	-	-	-	-
F1.2	Risultati non realizzati	-	-	-	-
F2.	OPERAZIONI NON DI COPERTURA	-	-	-	-
F2.1	Risultati realizzati	-	-	-	-
F2.2	Risultati non realizzati	-	-	-	-
F3.	LIQUIDITA'	-	-	-	-
F3.1	Risultati realizzati	-	-	-	-
F3.2	Risultati non realizzati	-	-	-	-
	<b>Risultato gestione cambi ( F )</b>		-		-
<b>G.</b>	<b>ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE</b>				
G1.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PCT E ASSIMILATE	-	-	-	-
G2.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI	-	-	-	-
	<b>Risultato altre operazioni di gestione ( G )</b>		-		-
<b>Risultato Lordo della Gestione Caratteristica (RGI + F + G)</b>			<b>- 897.222</b>		<b>4.219.434</b>
<b>H.</b>	<b>ONERI FINANZIARI</b>				
H1.	INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	- 3.086.699	- 3.000.567	- 3.000.567	- 3.000.567
H1.1	su finanziamenti ipotecari	- 2.796.466	- 2.991.878	- 2.991.878	- 2.991.878
H1.2	su altri finanziamenti	- 290.233	- 8.689	- 8.689	- 8.689
H2.	ALTRI ONERI FINANZIARI	- 552.111	- 452.690	- 452.690	- 452.690
	<b>Oneri finanziari ( H )</b>		<b>- 3.638.810</b>		<b>- 3.453.257</b>
<b>Risultato Netto della Gestione Caratteristica (RLGC + H)</b>			<b>- 4.536.032</b>		<b>766.177</b>
<b>I.</b>	<b>ONERI DI GESTIONE</b>				
I1.	Provvigione di gestione SGR	- 4.279.668	- 4.301.515	- 4.301.515	- 4.301.515
I2.	Commissioni banca depositaria	- 81.005	- 80.653	- 80.653	- 80.653
I3.	Oneri per esperti indipendenti	- 81.600	- 54.000	- 54.000	- 54.000
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	- 52.451	- 122.621	- 122.621	- 122.621
I5.	Altri oneri di gestione	- 626.738	- 680.018	- 680.018	- 680.018
I6.	Spese di quotazione	- 72.724	- 69.682	- 69.682	- 69.682
	<b>Totale oneri di gestione ( I )</b>		<b>- 5.194.186</b>		<b>- 5.308.489</b>
<b>L.</b>	<b>ALTRI RICAVI ED ONERI</b>				
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	23.468	187.159	187.159	187.159
L2.	Altri ricavi	484.062	307.062	307.062	307.062
L3.	Altri oneri	- 885.184	- 141.195	- 141.195	- 141.195
	<b>Totale altri ricavi ed oneri ( L )</b>		<b>- 377.654</b>		<b>353.026</b>
<b>Risultato della Gestione Prima delle Imposte (RNGC + I + L)</b>			<b>- 10.107.872</b>		<b>4.189.286</b>
<b>M.</b>	<b>IMPOSTE</b>				
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-	-	-	-
M2.	Risparmio d'imposta	-	-	-	-
M3.	Altre imposte	-	-	-	-
	<b>Totale imposte ( M )</b>		<b>-</b>		<b>-</b>
<b>Utile/perdita dell'esercizio (RGPI + M)</b>			<b>10.107.872</b>		<b>4.189.286</b>

Si segnala che per effetto di una diversa riclassificazione di alcune voci rispetto all'esercizio precedente i dati del rendiconto al 31.12.2011 sono stati riclassificati per permettere un confronto con i dati dell'esercizio.



**Nota Integrativa**  
**al Rendiconto al 31 dicembre 2012**

<b>Parte A – Andamento del valore della quota</b>	<b>2</b>
<b>Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto</b>	<b>9</b>
SEZIONE I – Criteri di valutazione	9
SEZIONE II – Le attività	13
SEZIONE III – Le passività	23
SEZIONE IV – Il valore complessivo netto	27
SEZIONE V – Altri dati patrimoniali	28
<b>Parte C – Il risultato economico dell’esercizio</b>	<b>28</b>
SEZIONE I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari	28
SEZIONE II – Beni immobili	29
SEZIONE III – Crediti	31
SEZIONE IV – Depositi bancari	31
SEZIONE V – Altri beni	31
SEZIONE VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari	31
SEZIONE VII – Oneri di gestione	31
SEZIONE VIII – Altri ricavi e oneri	34
SEZIONE IX – Imposte	34
<b>Parte D – Altre informazioni</b>	<b>34</b>

**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 e alla data del presente Rendiconto risulta dalla seguente tabella.

<b>Periodo di riferimento</b>	<b>Valore complessivo netto del Fondo</b>	<b>Numero quote</b>	<b>Valore unitario delle quote</b>
Valore iniziale del Fondo	259.687.500	103.875	2.500,000
Rendiconto al 31/12/2001	367.024.425	103.875	3.533,328
Rendiconto al 31/12/2002	399.777.640	103.875	3.848,642
Rendiconto al 31/12/2003	386.257.019	103.875	3.718,479
Rendiconto al 31/12/2004	390.973.891	103.875	3.763,888
Rendiconto al 31/12/2005	390.009.648	103.875	3.754,606
Rendiconto al 31/12/2006	394.773.621	103.875	3.800,468
Rendiconto al 31/12/2007	402.859.079	103.875	3.878,306
Rendiconto al 31/12/2008	393.513.054	103.875	3.788,333
Rendiconto al 31/12/2009	408.404.887	103.875	3.931,696
Rendiconto al 31/12/2010	410.290.822	103.875	3.949,851
Rendiconto al 31/12/2011	394.550.636	103.875	3.798,321
Rendiconto al 31/12/2012	384.442.764	103.875	3.701,013

Il Dividend Yield medio (rapporto tra utili distribuiti e valore nominale delle quote del Fondo) evidenzia un rendimento dell’investimento pari al 6,38% dalla data del collocamento al 31 dicembre 2012. 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%
<b>Totale 2001</b>	<b>2.500,00</b>		<b>-</b>	<b>0,00%</b>
1° semestre 2002	2.500,00			0,00%
2° semestre 2002	2.500,00	06/03/2003	382,00	30,31%
<b>Totale 2002</b>	<b>2.500,00</b>		<b>382,00</b>	<b>15,28%</b>
1° semestre 2003	2.500,00			0,00%
2° semestre 2003	2.500,00	11/03/2004	228,00	18,09%
<b>Totale 2003</b>	<b>2.500,00</b>		<b>228,00</b>	<b>9,12%</b>
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%
<b>Totale 2004</b>	<b>2.500,00</b>		<b>274,70</b>	<b>10,99%</b>
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%
<b>Totale 2005</b>	<b>2.500,00</b>		<b>252,60</b>	<b>10,10%</b>
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%
<b>Totale 2006</b>	<b>2.500,00</b>		<b>241,45</b>	<b>9,66%</b>
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%
<b>Totale 2007</b>	<b>2.500,00</b>		<b>187,40</b>	<b>7,50%</b>
1° semestre 2008	2.500,00	18/09/2008	54,20	4,36%
2° semestre 2008	2.500,00		-	0,00%
<b>Totale 2008</b>	<b>2.500,00</b>		<b>54,20</b>	<b>4,36%</b>
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%
<b>Totale 2009</b>	<b>2.500,00</b>		<b>104,80</b>	<b>4,19%</b>
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%
<b>Totale 2010</b>	<b>2.500,00</b>		<b>118,70</b>	<b>4,75%</b>
1° semestre 2011	2.500,00	22/09/2011	45,00	3,63%
2° semestre 2011	2.500,00			
<b>Totale 2011</b>	<b>2.500,00</b>		<b>45,00</b>	<b>1,80%</b>
1° semestre 2012	2.500,00			0,00%
2° semestre 2012	2.500,00			0,00%
<b>Totale 2012</b>	<b>2.500,00</b>		<b>-</b>	<b>0,00%</b>
<b>Totale dal collocamento</b>	<b>2.500,00</b>		<b>1.888,85</b>	<b>6,38%</b>

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
<b>Totale flussi netti</b>	<b>(611,15)</b>	

## 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 10.107.872 euro, pari alla perdita del periodo; conseguentemente, il valore della quota è diminuito di 97,308 euro (-2,56%) e la stessa ammonta a 3.701,013 euro.

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

- canoni di locazione ed altri proventi per 30.330.390 euro;
- minusvalenze al netto delle plusvalenze da valutazione degli immobili per 16.886.925 euro;
- risultato negativo della gestione degli strumenti finanziari per 4.699.072 euro;
- oneri per la gestione di beni immobili e spese IMU per 10.708.574 euro;
- risultato positivo della gestione dei crediti per 1.066.959 euro;
- oneri finanziari per 3.638.810 euro;
- oneri di gestione per 5.194.186 euro;
- altri oneri al netto degli altri ricavi per 377.654 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'articolo 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 2011 – 31 dicembre 2012 l'indice ha registrato un incremento del 19,84% (valore al 31 dicembre 2011: 456,59; valore al 31 dicembre 2012: 547,18). Il *benchmark* di riferimento, quindi, ha evidenziato un incremento del 20,59%.

Per un raffronto omogeneo tra le due grandezze, occorre considerare l'incidenza di una eventuale 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 2011	3.798,321	456,59
31 dicembre 2012	3.701,013	547,18
Variazione % esercizio	-2,56%	19,84%
Incidenza % distribuzione proventi	-	-
Maggiorazione dell'indice BTP	-	0,75%
Variazione quota - <i>benchmark</i>	-2,56%	20,59%

La minore variazione della quota rispetto a quella del *benchmark* risulta del 23,15%.

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

Fondo "Alpha Immobiliare" - Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso" è quotato sul segmento MIV di Borsa Italiana S.p.A dal luglio 2002 (codice di negoziazione QFAL; codice ISIN IT0003049605).

Nel corso del 2012 il Fondo ha avuto sul mercato un andamento meno negativo rispetto a quello dell'anno precedente (dove l'oscillazione delle quotazioni tra inizio e fine anno era stata pari a circa -36,7%). Infatti il valore di quotazione al 2 gennaio 2012 (primo giorno di negoziazioni dell'anno) è stato di 1.570 euro, mentre il 28 dicembre il Fondo ha chiuso con una quotazione pari a 1.058 euro (-32,6%). Alla data del presente Rendiconto lo sconto sul NAV (al 30 giugno 2012 pari al 67%) è pari a circa il 72%.

Il prezzo minimo è stato registrato il 16 ottobre 2012 con una quotazione pari a 1.018 euro per quota; la quotazione massima invece è stata raggiunta il 27 gennaio con un valore di 1.620 euro per quota.

Gli scambi giornalieri si sono attestati su una media di 35,1 quote (in aumento rispetto all'anno precedente). Il picco massimo degli scambi in termini di numero di quote il 27 novembre 2012: 295 quote per un controvalore pari a 308.979 euro.

#### **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 dell'articolo 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 stanziare”*.

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.

Con l'approvazione del presente Rendiconto, in considerazione della necessità di dover mantenere nelle disponibilità del Fondo la liquidità necessaria per far fronte alle uscite di cassa previste per l'esercizio 2013, si ritiene opportuno non procedere alla distribuzione dei proventi.

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

Il Fondo, inoltre, ai sensi dell'articolo 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

Al fine di implementare un sistema di *Risk management* adeguato alla struttura organizzativa della SGR e conforme alla normativa vigente, la Società ha predisposto e formalizzato uno specifico sistema di gestione dei rischi. A far data dal 1° ottobre 2012 la funzione di *Risk management*, fino a tale data affidata in *outsourcing* alla società Prometeia S.p.A., è stata internalizzata, con la relativa assunzione del responsabile.

Il *Risk manager* ha il compito di identificare, misurare e controllare tutti i rischi di natura immobiliare, finanziaria e di tipo operativo inerenti sia ai fondi gestiti sia alla SGR. Nello specifico, al *Risk manager* spetta il compito di:

- 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 sia della SGR che dei 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 dei rischi;
  - misure correttive in caso di superamento dei limiti.

Inoltre, la funzione di *Risk management*:

- predispone i flussi informativi necessari al controllo delle esposizioni ai rischi finanziari dei patrimoni gestiti e alla rilevazione delle anomalie riscontrate nell'operatività;
- verifica, 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;
- verifica a livello di fondo *i)* eventuali incoerenze nelle metodologie e nei principi utilizzati nelle perizie immobiliari da parte dell'esperto indipendente, *ii)* la presenza degli elementi necessari per una completa ricostruibilità delle perizie, *iii)* eventuali errori di calcolo nelle perizie;
- effettua il controllo dei fondi gestiti relativamente al rispetto delle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio;
- predispone 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;

- si relaziona 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, i *business plan* dei fondi, approvati annualmente dal Consiglio di Amministrazione, forniscono un quadro d'insieme completo delle attività di gestione e permettono un controllo sistematico sul raggiungimento degli obiettivi di breve termine nonché la possibilità di una pianificazione più dettagliata e di ampio respiro. Tali documenti, ogni qual volta predisposti o rivisti in corso d'anno, sono sottoposti alla *review* del *Risk manager*, il quale formalizza in un apposito *report*:

- 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 tali attività sono svolte dalla funzione Pianificazione e Controllo Fondi, in collaborazione con la Direzione Asset Management della SGR.

Per la copertura dei rischi sui fabbricati, le polizze assicurative, stipulate con primarie compagnie, garantiscono 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 controllato 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.



Si rammenta infine che la SGR è dotata delle funzioni di *Compliance* e di Revisione Interna, entrambe interne all'azienda, le quali effettuano i controlli di competenza posti in essere su tutta l'attività della SGR e dei Fondi gestiti a seguito di verifiche periodiche effettuate nell'ambito dei Piani Annuali delle attività approvati dal Consiglio di Amministrazione.

## **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 immobiliari chiusi, i prospetti contabili ed i criteri di valutazione previsti dal Provvedimento Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 ("Provvedimento"), pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 112 del 15 maggio 2012 Supplemento ordinario n. 99, 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 2012 della partecipata approvata dal relativo consiglio di amministrazione in data 14 febbraio 2013 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 4<sup>1</sup> delle “definizioni” nel Titolo I del Provvedimento e del comma 2, numero 3), lettera b) dell’articolo 23 del Testo Unico Bancario.

La norma recita:

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

*[...]*

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

*[...]*

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

Per la partecipazione detenuta dal Fondo nella “Da Vinci S.r.l.” si è pertanto proceduto ad adeguare il valore alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo risultante dall’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:

- Metodologia di comparazione: Il criterio comparativo di mercato utilizza i dati di immobili comparabili che siano stati oggetto di transazioni recenti o per cui sia noto il prezzo richiesto per stimare il valore dell’immobile. In base ai prezzi comparabili è possibile stimare il valore di un immobile mediante adeguamenti che tengano conto delle specificità di ciascun bene. Data la

---

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

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

- Metodologia della trasformazione: Il criterio di trasformazione (o estrazione) solitamente si utilizza per valutare le aree o gli immobili da riqualificare, cioè beni non utilizzabili allo stato attuale, e consiste nell’identificare il “miglior” utilizzo possibile tenendo conto delle vigenti norme di pianificazione territoriale, cioè nell’identificare la costruzione dell’immobile che permette di generare i canoni di locazione o i prezzi di vendita più elevati. Il metodo può essere applicato con una semplice sommatoria dei ricavi e dei costi (incluso in tal caso un margine per la remunerazione del capitale proprio dello sviluppatore e per gli oneri finanziari sul debito), oppure mediante l’attualizzazione dei flussi di cassa operativi previsti, in maniera simile al criterio finanziario.
- Metodologia economica: La metodologia di valutazione economica ricerca il valore di un immobile stimando la sua capacità di produrre benefici economici nell’orizzonte temporale considerato; la denominazione deriva dall’utilizzo di metodologie e principi che sono applicabili e applicati a tutte le altre tipologie di investimento in quanto permette di esprimere il valore di un bene in funzione dei medesimi fattori che determinano il valore di un qualsiasi *asset*: il reddito atteso e il rischio associato al suo conseguimento. Tale metodologia si basa sul fondamentale assunto che un acquirente razionale non è disposto a pagare un prezzo superiore al valore attuale dei benefici economici che il bene sarà in grado di produrre. La metodologia di valutazione economica si articola in due differenti criteri applicativi che si basano su diverse misure di reddito atteso, includendo diverse assunzioni riguardanti la relazione tra reddito e valore:
  - criterio reddituale (*direct capitalization*): è utilizzato per convertire la previsione del reddito atteso di un singolo periodo in un’indicazione di valore mediante un passaggio diretto, che si sostanzia nella divisione del reddito stimato per un appropriato tasso di capitalizzazione (un reddito e un tasso).
  - Criterio finanziario (*yield capitalization*): è utilizzato per convertire tutti i flussi futuri in un valore presente, attualizzando ogni beneficio atteso per un appropriato tasso di attualizzazione (pluralità di flussi).

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 2011 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.

### ***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 sono valutati, coerentemente con la passività coperta, al valore nominale. La finalità di copertura deve risultare da una stretta correlazione (per importo, durata, ecc.), adeguatamente documentata, tra lo strumento derivato e la passività oggetto di copertura.

L’eventuale quota del derivato eccedente il valore nominale della passività coperta è valutata al valore corrente (costo di sostituzione) secondo le pratiche prevalenti sul mercato. Ove dalla valutazione della quota eccedente emerga una attività/passività a carico del Fondo, della stessa si tiene conto ai fini della determinazione del valore netto complessivo.

### ***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.

<b>ATTIVITA'</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2011</b>
A. Strumenti finanziari	2,94%	4,02%
B. Immobili e diritti reali immobiliari	89,06%	85,65%
C. Crediti	3,91%	3,41%
F. Posizione netta di liquidità	0,42%	2,93%
G. Altre attività	3,67%	3,99%
<b>Totale attività</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

### **II.1 Strumenti finanziari non quotati**

#### Sottovoce A1 "Partecipazioni di controllo"

La sottovoce A1 "Partecipazioni di controllo", di 1.113.525 euro, è relativa alla quota del 25% del patrimonio netto 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

<b>Società: Da Vinci S.r.l. con sede in Roma, Via Crescenzo n. 14</b>					
<b>Attività esercitata: settore edilizio</b>					
<b>Titoli nel portafoglio del Fondo</b>	<b>Quantità</b>	<b>% del totale titoli emessi</b>	<b>Costo d'acquisto <sup>(1)</sup></b>	<b>Valore alla data del Rendiconto</b>	<b>Valore alla data del Rendiconto precedente</b>
1) Titoli di capitale con diritto di voto	1	25%	20.060.000	1.113.525	1.770.751

(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 del 2011;
- 2.825.000 euro in conto aumento capitale mediante versamenti effettuati nel corso del 2012.

B) Dati di bilancio dell'emittente

<b>Dati Patrimoniali</b>	<b>Bilancio 31/12/2012</b>	<b>Bilancio 31/12/2011</b>	<b>Bilancio 31/12/2010</b>
1) Totale attività	163.036.959	167.581.872	179.556.057
2) Partecipazioni		-	-
3) Immobili	132.886.750	136.470.041	149.918.966
4) Indebitamento a breve termine	62.470.469	69.734.314	1.519.597
5) Indebitamento a medio/lungo termine	96.112.391	90.764.555	176.320.713
6) Patrimonio netto	4.454.099	7.083.003	1.715.747

<b>Dati Redditali</b>	<b>Bilancio 31/12/2012</b>	<b>Bilancio 31/12/2011</b>	<b>Bilancio 31/12/2010</b>
1) Fatturato	1.620.258	1.287.244	329.667
2) Margine operativo lordo	-5.278.462	-16.720.905	9.352.880
3) Risultato operativo	-5.382.006	-16.953.607	8.993.987
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-7.963.505	-11.278.923	- 11.854.271
5) Saldo proventi/oneri straordinari	-83.393	-215	- 409.839
6) Risultato prima delle imposte	-13.428.904	-28.232.745	- 3.270.123
7) Utile (perdita) netto	-13.428.904	-28.232.745	- 3.692.653
8) Ammortamenti dell'esercizio	-103.544	-232.702	- 358.893

**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 31/12/2012 (a+b+c-d)
25.000	13.035.000	7.000.000	18.946.475	1.113.525

Si precisa che, per l'adeguamento del valore della partecipazione al 31 dicembre 2012, è stato effettuato il confronto tra il costo di acquisto della stessa (pari a 13.060.000 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 2012 di pertinenza del Fondo (25% pari a 1.113.525 euro). La differenza ha determinato un valore negativo di 18.946.475 euro che esprime la svalutazione complessiva della partecipazione dalla data di acquisto al 31 dicembre 2012. 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 2012 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 2012 relativa alla quota di proprietà del Fondo ammonta a 3.482.226 euro, data dalla differenza tra il valore della partecipazione al 31 dicembre 2011 (1.770.751 euro), aumentata dei versamenti in conto capitale (2.825.000 di euro) ed il valore della partecipazione al 31 dicembre 2012 (1.113.525 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 14.200.000 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 S.r.l.", 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.

Nel primo semestre 2012 si è conclusa l'attività volta all'esercizio dell'opzione di estensione della scadenza del contratto di finanziamento sottoscritto nel 2007, originariamente prevista per il 29 luglio 2011 e poi prolungata al 31 luglio 2012. La nuova data di scadenza è, pertanto, stata posticipata al 31 luglio 2013.



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:

- in data 25 luglio 2011, i Soci della Da Vinci s.r.l., 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 nell'esercizio 2011.
- 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 nel corso dell'esercizio 2011.
- in data 10 febbraio 2012 il Consiglio di Amministrazione della Da Vinci s.r.l. ha deliberato di procedere alla richiesta di un versamento in conto capitale per un importo complessivo di 3,3 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;
- in data 23 luglio 2012 il Consiglio di Amministrazione della Da Vinci s.r.l. ha deliberato di procedere alla richiesta di un versamento in conto capitale per un importo complessivo di 6 milioni di euro, da effettuarsi in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale, al fine di poter ripianare il finanziamento in essere. Il contributo è stato interamente versato da ciascun Fondo alla data del presente Rendiconto.
- sempre in data 23 luglio 2012 il Consiglio di Amministrazione della Da Vinci s.r.l. ha deliberato di procedere alla richiesta di un versamento in conto capitale per un importo complessivo di 2 milioni di euro, da effettuarsi in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale per soddisfare varie esigenze finanziarie. Il contributo è stato versato da ciascun Fondo nel mese di ottobre 2012, ad eccezione del Fondo Gamma che ha provveduto ad effettuare il versamento in data 25 gennaio 2013.

Si rammenta altresì che in data 25 gennaio 2013 i Soci della "Da Vinci S.r.l.", hanno effettuato un versamento di 1.000.000 di euro, così come deliberato dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 30 luglio 2012, a titolo di versamento in conto capitale.

Sottovoce A5 "Parti di OICR"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 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 12.317.887 euro.

Il valore iscritto al 31 dicembre 2012 corrisponde alla valutazione delle singole quote, pari a 123.178,870 euro, che costituisce l'ultimo valore reso noto al pubblico, ossia quello risultante dal rendiconto del Fondo Conero al 31 dicembre 2012, contro un valore al 31 dicembre 2011 pari a 125.362,515 euro al netto dei rimborsi parziali pro-quota effettuati nel corso dell'esercizio che ammontano a 162.918 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			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Parti di OICR				
- chiusi	12.317.887	-	-	-
<b>Totale</b>	<b>12.317.887</b>	-	-	-

Si rammenta che il Fondo Alpha, in data 27 giugno 2012, ha finalizzato l'integrale cessione delle 28 quote del fondo comune di investimento immobiliare riservato ad investitori qualificati denominato "Fondo Prelios Office Fund - Cloe", gestito da Prelios SGR S.p.A. (già "Pirelli & C. Real Estate SGR S.p.A.") sottoscritte in data 29 giugno 2004 per un importo complessivo di 7 milioni di euro. Per un maggior dettaglio si rimanda al § 3. "Illustrazione dell'attività di gestione del Fondo e delle direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento – Strumenti finanziari".

**II.2 Strumenti finanziari quotati**

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2012.

### 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 407.040.000 euro, è rappresentato dalla voce B.1 "Immobili dati in locazione" per 307.597.318 euro e dalla voce B.3 "Altri immobili" per 99.442.682 euro, che accoglie il valore degli immobili presenti nel portafoglio del Fondo non locati alla data del 31 dicembre 2012.

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

Valore degli immobili al 31/12/2011	421.988.195
Costi capitalizzati	1.938.730
Svalutazione netta dell'esercizio	-16.886.925
<b>Valore degli immobili al 31/12/2012</b>	<b>407.040.000</b>

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 canoni (*)	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria (a)	Locazione finanziaria (b)	Importo totale c=(a + b)	%
Fino a 1 anno	100.882.463	8.784.505	0	8.784.505	31,61%
Da oltre 1 a 3 anni	109.184.508	10.327.435	0	10.327.435	37,16%
Da oltre 3 a 5 anni	7.604.746	782.079	0	782.079	2,81%
Da oltre 5 a 7 anni	45.898.110	4.396.763	0	4.396.763	15,82%
Da oltre 7 a 9 anni	11.558.544	1.255.630	0	1.255.630	4,52%
Oltre 9 anni	32.468.947	2.242.264	0	2.242.264	8,07%
A) Totale beni immobili locati	307.597.318	27.788.676	0	27.788.676	100,00%
B) Totale beni immobili non locati	99.442.682	5.140	0	5.140	
Totale	407.040.000	27.793.816	0	27.793.816	

(\*) Per la predisposizione della tabella sono state considerate le scadenze del secondo periodo contrattuale.

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'elenco dei beni immobili detenuti dal Fondo alla data del 31 dicembre 2012 è allegato alla presente Nota Integrativa.

Il prospetto dei cespiti disinvestiti dal Fondo dalla data di avvio dell'operatività al 31 dicembre 2012 è allegato alla presente Nota Integrativa.

## II.5 Crediti

La sottovoce C2 "Altri" esposta nel Rendiconto per complessivi 17.866.212 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 era 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 7.435.940 euro, di cui 792.000 euro di competenza dell'esercizio 2012;
- (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 730.645 euro, di cui 274.959 euro di competenza dell'esercizio 2012.

## II.6 Depositi bancari

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2012.

## II.7 Altri beni

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2012.

## II.8 Posizione netta di liquidità

La presente voce esposta nel Rendiconto, per un totale di 1.933.209 euro, risulta interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile" ed è la risultante dei saldi al 31 dicembre 2012, 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 e i rimborsi pro quota.

STATE STREET c/c Bavastro	949.329
STATE STREET c/c Liquidità	642.872
STATE STREET c/c operativo Finanziamento Banca IMI	125.810
STATE STREET c/c Immobiliare	91.071
STATE STREET c/c operativo Intesa Sanpaolo	65.804
STATE STREET c/c Casal Lumbroso	51.389
STATE STREET c/c Vendite	5.597
STATE STREET c/c Ippolito Nievo	1.284
STATE STREET c/c Tor Cervara	53
<b>Totale disponibilità liquide</b>	<b>1.933.209</b>

I conti rubricati "Ippolito Nievo", "Casal Lumbroso", "Tor Cervara", "Vendite" e "C/Operativo finanziamento Banca IMI" sono vincolati a seguito della concessione dei finanziamenti ipotecari da parte degli istituti di credito come descritti nel §.III.1 "Finanziamenti ricevuti". In particolare, i canoni di locazione dei suddetti

immobili<sup>2</sup> affluiscono su tali conti correnti. 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 finanziamento Banca IMI" esclusivamente per effettuare, ad ogni data di scadenza degli interessi, i pagamenti secondo l'ordine di priorità che, in via generale, si elencano:

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

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

Sul conto "Vendite" dovranno essere versati i proventi derivanti dalla vendita degli immobili oggetto del contratto di finanziamento concesso da Banca IMI 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 16.772.811 euro, ha registrato al 31 dicembre 2012, rispetto all'esercizio precedente, un decremento di 2.868.106 euro. Tale voce è così composta:

- sottovoce G2 "Ratei e risconti attivi", di 1.763.155 euro, è composta per 1.115.445 euro da risconti attivi su oneri finanziari, per 465.813 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 111.270 euro da risconti attivi su imposte di registro a carico della proprietà, per 55.833 euro da risconti attivi sulle spese assicurative sostenute a fronte della polizza "globale fabbricati" e per 14.794 euro da risconti attivi di diversa natura.
- sottovoce G4 "Altre", di 775.418 euro, è così composta:

---

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

Crediti per fatture emesse-clienti diversi	307.788
Fornitori c/anticipi	214.972
Crediti verso fornitori	169.274
Note di credito da ricevere	142.495
Crediti verso assicurazioni	66.371
Professionisti c/anticipi	51.083
Crediti diversi	31.839
Depositi cauzionali su utenze	17.303
Depositi cauzionali a garanzia	13.304
Riten.su professionisti c/anticipi	9.737
Crediti verso property	1.010
Fondo svalutazione crediti clienti diversi/fornitori	-249.758
<b>Totale</b>	<b>775.418</b>

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.

L'ammontare dei crediti verso fornitori è considerato al netto del relativo fondo svalutazione crediti.

- sottovoce G6 "Crediti verso locatari", di 14.234.238 euro. La composizione della sottovoce al 31 dicembre 2012 è la seguente:

Crediti per fatture emesse	13.935.251
Crediti per fatture da emettere	3.881.586
Fondo svalutazione crediti	-3.582.599
<b>Totale crediti verso locatari</b>	<b>14.234.238</b>

Il fondo svalutazione crediti è stato calcolato in modo analitico anche in relazione allo stato del contenzioso seguito dagli studi legali incaricati, sulla base dell'effettivo rischio di inesigibilità dei crediti iscritti al 31 dicembre 2012 nonché di un ulteriore accantonamento forfetario a fronte dei crediti per fatture da emettere. La consistenza del fondo ammonta al 25,71% 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.

<b>PASSIVITA'</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2011</b>
H. Finanziamenti ricevuti	86,97%	86,10%
M. Altre passività	13,03%	13,90%
<b>Totale passivo</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

### III.1. Finanziamenti ricevuti

<b>Finanziamenti ricevuti</b>	<b>Importo</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	59.140.524
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	-
H3. Altri	4.001.631
<b>Totale finanziamenti ricevuti</b>	<b>63.142.155</b>

Tale voce, di complessivi 63.142.155 euro, accoglie essenzialmente:

- (i) un finanziamento ipotecario di 13.549.119 euro, concesso da Aareal Bank AG (già Depfa Bank AG) in data 15 giugno 2003 e scadenza il 15 giugno 2019, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, via Tor Cervara 285; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 6.353.657 euro;
- (ii) un finanziamento ipotecario di 50.000.000 di euro, concesso da Unicredit S.p.A. (già UniCredit MedioCredito Centrale S.p.A.) in data 1° maggio 2003 e scadenza 1° febbraio 2013, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, vicolo del Casal Lumbroso 77; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 1.617.645 euro;
- (iii) un finanziamento ipotecario di 9.950.000 euro, concesso da Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A. in data 30 aprile 2009 e scadenza il 31 marzo 2014, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, via Ippolito Nievo 25-38; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 3.669.221 euro;
- (iv) un finanziamento ipotecario di 69.000.000 di euro, concesso da Banca IMI S.p.A. in data 12 luglio 2012 e scadenza 31 dicembre 2016, con ipoteca di primo grado su diversi immobili di proprietà del Fondo; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 47.500.000 euro;
- (v) un fido per complessivi 8.000.000 di euro, concesso da Unipol Banca S.p.A. in data 21 dicembre 2012 e scadenza a revoca da utilizzare come elasticità di cassa; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 4.001.625 euro.

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



- un contratto *Cap* stipulato con Barclays; al 31 dicembre 2012 il nozionale di riferimento dello strumento è di 4.000.000 di euro ed il valore di mercato è di 4 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 2012 il nozionale di riferimento dello strumento è pari a 3.669.221 euro ed il valore di mercato è pari a 88 euro.
- Un contratto *Cap* stipulato con Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. a copertura del contratto di finanziamento stipulato con UniCredit S.p.A. (già UniCredit MedioCredito Centrale S.p.A.); al 31 dicembre 2012 il nozionale di riferimento è pari a 1.603.217 euro ed il valore di mercato è nullo.
- Un contratto *Cap* stipulato con Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. a copertura del contratto di finanziamento stipulato con Aareal Bank AG (già Depfa Bank AG); al 31 dicembre 2012 il nozionale di riferimento è pari a 6.345.556 euro ed il valore di mercato è pari a 13.010 euro.
- Un contratto *Cap* stipulato con Banca IMI S.p.A. a copertura del relativo contratto di finanziamento; al 31 dicembre 2012 il nozionale di riferimento dello strumento è pari a 39.191.835 euro ed il valore di mercato è pari a 31.603 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 2012.

### **III.4. Altre passività**

La voce M “Altre passività”, ammontante a complessivi 9.458.725 euro, risulta decrementata rispetto al 31 dicembre 2011 di 4.182.774 euro principalmente per effetto del decremento 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 all’articolo 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 2012; mentre la commissione da riconoscere alla Banca Depositaria risulta pari a 40.502 euro.

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

IVA in sospensione ("differita")	2.117.082
Erario c/IVA	172.358
Debiti IMU	64.784
Ritenute su lavoro autonomo	5.770
<b>Totale</b>	<b>2.359.994</b>

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

Risconti passivi su canoni di locazione	195.303
Ratei passivi su finanziamenti ipotecari	6.657
<b>Totale</b>	<b>201.960</b>

- sottovoce M4 "Altre", così composta:

Debiti verso fornitori	5.110.422
Debiti diversi	429.174
Note credito da emettere	366.017
Fondo interessi su depositi cauzionali	157.611
Debiti verso altri Fondi	148.810
Debiti verso Clienti	129.509
<b>Totale</b>	<b>6.341.563</b>

I debiti verso i fornitori, suddivisi tra debiti per fatture ricevute per 2.802.668 euro e per fatture da ricevere per 2.307.754 euro, sono relativi a prestazioni di servizi (manutenzioni, progettazioni, utenze, ecc.) e 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.

La voce "Debiti verso altri Fondi" si riferisce principalmente al debito verso il Fondo Rho Comparto Plus gestito dalla SGR per errato incasso di canoni di locazione di competenza di quest'ultimo.

- sottovoce M6 "Debiti per cauzioni ricevute" accoglie i depositi cauzionali versati al Fondo per 514.706 euro sia da parte dell'INPS ex gestione 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 31/12/2012

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.

	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse x prezzo di emissione)	259.687.500	100,00%
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	259.687.500	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-18.946.474	-7,30%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	7.534.048	2,90%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	458.765.373	176,66%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti	401.285	0,15%
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	-31.907.005	-12,29%
I. Oneri di gestione complessivi	-85.811.985	-33,04%
L. Altri ricavi ed oneri complessivi	2.834.529	1,09%
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	332.941.138	128,21%
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2012</b>	<b>384.442.764</b>	<b>148,04%</b>
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO		<b>9,48%</b>

**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 2.270.103 euro relativo a polizze fideiussorie rilasciate dai conduttori a titolo di garanzia sui contratti di locazione;
  - l'ammontare di 69.127 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. ed a 138 milioni di euro per il finanziamento 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 3.482.226 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 483.130 euro, distribuiti dal Fondo “Cloe” e dal Fondo “Conero”.

Nella voce A.2.2 è iscritta la perdita derivante dalle vendite delle 28 quote del Fondo “Cloe” che ammonta a 1.644.529 euro.

Nella voce A.2.3 è iscritta la minusvalenza di 55.447 euro, derivante dall'adeguamento al valore di mercato al 31 dicembre 2012 del valore delle quote detenute nel Fondo “Conero” 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 2012.

Risultato complessivo delle operazioni su	Utile/perdita da realizzati	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/ minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate 1. di controllo 2. non di controllo			-3.482.226 -	
B. Strumenti finanziari non quotati 1. altri titoli di capitale 2. titoli di debito 3. parti di OICR – <b>Cloe</b> 3. parti di OICR - <b>Conero</b>	-1.644.529		- - -55.447	- - -
C. Strumenti finanziari quotati 1. titoli di debito 2. titoli di capitale 3. parti di OICR	- - -	- - -	- - -	- - -

Nel corso del 2012, come evidenziato nella tabella a seguire, sono stati percepiti proventi per 483.130 euro.

Data pagamento provento	Descrizione	Provento unitario	Proventi complessivi
28 febbraio 2012	Proventi Fondo Cloe 12/11	1.970,72	55.180
8 marzo 2012	Proventi Fondo Conero 12/11	1.525,00	152.500
13 settembre 2012	Proventi Fondo Conero 06/12	2.754,50	275.450

## 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 2.734.891 euro deriva da canoni di locazione per 27.793.816 euro, da altri proventi per 2.536.574 euro, da minusvalenze nette per adeguamento del valore del patrimonio a quello di libero mercato per l'importo di 16.886.925 euro, dagli oneri della gestione immobiliare pari complessivamente a 7.145.044 euro e dalle spese per IMU per 3.563.530 euro.

## Risultato economico dell'esercizio su beni immobili

	Immobili residenziali	Immobili commerciali	Immobili industriali	Terreni	Altri
<b>1. PROVENTI</b>	-	11.071.737	-	-	19.258.653
1.1 canoni di locazione non finanziaria	-	8.837.115	-	-	18.956.701
1.2 canoni di locazione finanziaria	-	-	-	-	-
1.3 altri proventi	-	2.234.622	-	-	301.952
<b>2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI</b>	-	-	-	-	-
2.1 beni immobili	-	-	-	-	-
2.2 diritti reali immobiliari	-	-	-	-	-
<b>3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE</b>	-	-5.287.316	-	-	-11.599.609
3.1 beni immobili	-	-5.287.316	-	-	-11.599.609
3.2 diritti reali immobiliari	-	-	-	-	-
<b>4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI</b>	-	-4.173.835	-	-	-2.971.209
<b>5. AMMORTAMENTI</b>	-	-	-	-	-
<b>6. SPESE IMU</b>	-	-1.574.524	-	-	-1.989.006

Gli oneri della gestione immobiliare, complessivamente di 7.145.044 euro, sono così ripartiti:

Oneri ripetibili ai conduttori	4.033.270
Oneri a carico della proprietà	3.092.758
Altri oneri della gestione immobiliare	19.016
<b>Totale oneri gestione di beni immobili</b>	<b>7.145.044</b>

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

Gli oneri a carico della proprietà sono quelli sostenuti per l'attività di *property* e *facility management* per 1.090.009 euro, per la manutenzione degli immobili e per oneri condominiali per 645.091 euro, per polizze assicurative su fabbricati per 352.049 euro, per le spese dell'imposta di registro per 274.234 euro, per intermediazione nelle operazioni di locazione degli immobili per 48.120 euro, per le spese legali e notarili per recupero crediti da locazione per 583.282 euro, per le spese legali attinenti operazioni di vendita per 28.005 euro, e per consulenze tecniche e *due diligence* per 71.968 euro.

L'imposta di registro sui contratti di locazione assoggettati, come da Decreto Legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito, con modificazioni, nella Legge 4 agosto 2006, n. 248, anche ad IVA, è stata contabilizzata, per la parte da ribaltare ai conduttori, tra i crediti per fatture da emettere, per la parte a carico della proprietà tra gli oneri non ripetibili.

Gli altri oneri della gestione immobiliare comprendono le spese condominiali in cointestazione per 19.016 euro.

La voce B.6, di 3.563.530 euro, accoglie l'importo dell'imposta municipale unica sugli immobili di proprietà.

**SEZIONE III – Crediti**

La voce Crediti ha un saldo positivo di 1.066.959 euro è composta dagli interessi attivi maturati nell'esercizio calcolati sul credito dilazionato nei riguardi della società controllata "Da Vinci S.r.l."

**SEZIONE IV – Depositi bancari**

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2012.

**SEZIONE V – Altri beni**

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 31 dicembre 2012.

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

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

<b>Oneri finanziari</b>	<b>Importo</b>
H1. Interessi passivi su finanziamenti ricevuti	3.086.699
H2. Altri oneri finanziari	552.111
<b>Totale</b>	<b>3.638.810</b>

**SEZIONE VII – Oneri di gestione**

La sezione del Rendiconto relativa agli "Oneri di gestione", per un totale di 5.194.186 euro risulta così ripartita:

Oneri di Gestione	Importo
<b>I1 - Provvigioni di gestione SGR</b>	<b>4.279.668</b>
Commissione fissa	4.279.668
<b>I2 - Commissioni banca depositaria</b>	<b>81.005</b>
<b>I3 - Oneri per esperti indipendenti</b>	<b>81.600</b>
<b>I4 - Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico</b>	<b>52.451</b>
<b>I5 - Altri oneri di gestione</b>	<b>626.738</b>
Iva indetraibile pro-rata	304.620
Spese professionali	277.783
Spese di revisione	21.000
Spese pubblicita' e stampe	8.508
Spese postali	6.945
Contributo di vigilanza	2.820
Spese e commissioni bancarie	2.593
Spese montetitoli,intermediari	1.661
Spese legali e notarili	750
Oneri diversi di gestione	58
<b>I6 - Spese di quotazione</b>	<b>72.724</b>
Spese per specialist	60.124
Borsa italiana spa	12.600
<b>Totale oneri di gestione</b>	<b>5.194.186</b>

- la sottovoce I1 "Provvigioni di gestione SGR" per complessivi 4.279.668 euro, accoglie il costo a carico del Fondo derivante dalle commissioni di gestione a favore della SGR. L'articolo 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, sono prevalentemente costituiti dal corrispettivo dovuto alla “Europrogetti & Finanza S.r.l.” per le valutazioni effettuate sul patrimonio immobiliare alla data del 30 giugno e del 31 dicembre 2012;
- 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;
  - dall’ammontare dell’iva indetraibile pro-rata;
  - spese per la revisione contabile del Rendiconto annuale del Fondo;
- la sottovoce I6 “Spese di quotazione”, accoglie per 60.124 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 nel periodo

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	4.280	1,10%	0,94%		-	0,00%	0,00%	
Provvigioni di base	4.280	1,10%	0,94%		-	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	21	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	82	0,02%	0,02%		-	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	10.098	2,59%	2,21%		-	0,00%	0,00%	
8) Spese legali e giudiziarie	611	0,16%			-	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	52	0,01%			-	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo	678	0,17%			-	0,00%		
<b>Total Expense Ratio (TER)</b> (somma da 1 a 10)	<b>15.903</b>	<b>4,08%</b>			-	0,00%		
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari di cui: - su titoli azionari - su titoli di debito - su derivati - altri (da specificare)	-				-			
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	3.639			5,76%	-			0,00%
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo	-	0,00%			-	0,00%		
<b>TOTALE SPESE</b> (somma da 1 a 13)	<b>19.542</b>	<b>5,02%</b>			-	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:

<b>Altri Ricavi e Oneri</b>	<b>Importo</b>
<b>L1. Interessi attivi su disponibilità liquide</b>	<b>23.468</b>
<b>L2. Altri ricavi</b>	<b>484.062</b>
- Proventi diversi	263.227
- Sopravenienze e abbuoni attivi	220.835
<b>L3. Altri oneri</b>	<b>-885.184</b>
- Incremento fondo svalutazione crediti	-540.532
- Sopravenienze e abbuoni passivi	-288.625
- Perdite su crediti	-56.027
<b>Totale altri ricavi ed oneri</b>	<b>-377.654</b>

**SEZIONE IX – Imposte**

Tale voce non risulta movimentata.

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

**Parte D – Altre informazioni**

1. Ai sensi del vigente Regolamento del Fondo (articolo 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 (per un maggior dettaglio si veda il § 11 della Relazione degli Amministratori):

- 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 2012,

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 2012, dare un'indicazione, esclusivamente a scopo informativo, su quale sarebbe il limite massimo della Commissione Variabile Finale; il limite massimo stimato della suddetta Commissione Variabile Finale spettante alla SGR sarebbe di 34,345 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*)<sup>3</sup>.
4. Non sono stati accesi finanziamenti finalizzati al rimborso anticipato di quote.
5. Non sono state effettuate operazioni immobiliari con soci della SGR, con soggetti appartenenti al gruppo di questi ultimi o società facenti parte del gruppo della SGR.

Per il Consiglio di Amministrazione  
Il Presidente  
Antonio Mastrapasqua

---

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

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO																
N	Descrizione e ubicazione	Anno / epoca di costruzione prevalente	Superficie locabile (mq)	Superficie locata (mq)	Canone/ indenn. al 31/12/2012	Canone/ indenn. competenza anno 2012	Canone annuo medio (€ / mq)	Tipo contratto	Range scadenza contratto	Tipologia conduttore	Valore storico (1)	Ipoteche (2)	Reddito vita dei beni locati			
													Destinazione d'uso prevalente	Anno / epoca di costruzione prevalente	Superficie locabile (mq)	Superficie locata (mq)
<b>LAZIO</b>																
1	Intero immobile Roma via Capitani Bavastro, 92/94	1974	12.876	12.876	2.090.243	2.090.243	162,34	Affitto	Da oltre 1 a 3 anni	Pubblica Amministrazione	14.250.117					
2	Intero immobile Roma via Capitani Bavastro, 174	1969	9.818	9.818	1.530.473	1.530.473	155,89	Indennità di occupazione	Fino a 1 anno	Pubblica Amministrazione	9.243.663	47.500.000				
3	Intero immobile Roma via Cristoforo Colombo, 44	1966	32.051	32.051	4.442.751	4.442.751	138,61	Indennità di occupazione	Fino a 1 anno	Pubblica Amministrazione	29.706.852	47.500.000				
4	Intero immobile Roma via N. Parboni, 6 - via I. Nievo, 25/38	1976	11.804	11.804	2.099.400	2.097.080	177,85	Indennità di occupazione	Fino a 1 anno	Pubblica Amministrazione	14.799.366	3.669.221				
5	Intero immobile Roma via Vincenzo Lamuro, 41/61/61	1980	11.876	8.925	1.386.918	1.255.630	155,40	Affitto	Da oltre 7 a 9 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	14.944.685	47.500.000				
6	Intero immobile Roma via Emilio Longoni, 99/125	1981	12.153	11.858	695.733	714.201	58,67	Indennità occ. e affitto	Fino a 1 anno	Pubblica Amministrazione	2.956.132					
7	Intero immobile Roma via Emilio Longoni, 37	1969	20.602	-	-	-	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero	14.191.630	47.500.000				
8	Intero immobile Roma via Casilina, 1/3	1971	12.223	12.223	1.843.649	1.865.773	150,83	Affitto	Da oltre 1 a 3 anni	Pubblica Amministrazione	10.827.629	47.500.000				
9	Intero immobile Roma via Cavour, 5 - via Turati, 38/40	fine XIX sec.	17.702	17.702	3.562.068	3.565.824	201,22	Affitto	Da oltre 1 a 3 anni	Pubblica Amministrazione e commerciale	21.824.119					
10	Intero immobile Roma via del Giorgione, 59/63	1969	20.929	12.838	2.206.304	2.328.345	171,85	Affitto	Da oltre 5 a 7 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	29.854.101	47.500.000				
11	Intero immobile Roma vicolo del Casal Lumbroso, 77	1986	-	35.699	-	5.140	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero (ex Pubbl. Amm.)	76.078.900	1.617.645				
12	Intero immobile Roma via di Tor Cervara, 285/C	1988	25.403	22.576	1.600.000	1.595.255	70,87	Affitto	Oltre 9 anni	Impresa commerciale	30.033.060	6.353.657				
<b>LOMBARDIA</b>																
13	Intero immobile Milano via Castiglione Crespi, 12	1986	8.661	6.360	801.920	782.079	126,09	Affitto	Da oltre 3 a 5 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	7.612.022	47.500.000				
14	Intero immobile Agrate Br. Colleoni - Ed. Orione, via Colleoni, 13/19	1986	14.817	7.569	934.668	1.018.457	123,49	Affitto	Da oltre 5 a 7 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	15.517.215	47.500.000				
15	Intero immobile Assago Milanofori - Strada 3, Fabbricato B5	1991	6.575	6.458	652.077	647.009	100,97	Affitto	Oltre 9 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	6.237.670	47.500.000				
16	Intero immobile Melzo via Cristoforo Colombo, 24	1974	26.544	26.544	1.059.677	1.049.961	39,92	Affitto	Da oltre 5 a 7 anni	Impresa logistica	9.339.431	47.500.000				
<b>EMILIA ROMAGNA</b>																
17	Intero immobile Bologna "Fiera Distinct" - viale A. Moro, 28/44/68/70	1984	19.073	15.744	2.791.282	2.805.595	177,30	Affitto	Da oltre 1 a 3 anni	Pubblica Amministrazione	16.011.626	47.500.000				
											<b>298.622</b>	<b>215.347</b>	<b>27.697.162</b>	<b>27.793.816</b>		
											<b>323.428.239</b>					

(1) Il valore storico comprende anche eventuali oneri e spese incrementative patrimonializzati.

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

(3) Per gli immobili indicati il debito residuo sul finanziamento ipotecario ammonta complessivamente a 47.500.000 euro.

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (DALL'AVVIO OPERATIVO ALLA DATA DEL RENDICONTO)									
Cespiti disinvestiti	Superficie	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo Acquisto		Data	Ricavo di vendita			
<b>Anno 2001</b> Via Barberini 44 (Roma) Viale Bruno Buozzi 46 (Roma)	6.045 5.147	01/03/2001 01/03/2001	7.808.828 3.514.474	8.676.476 3.514.474	29/11/2001 31/05/2001	13.944.336 10.329.138	930.109 4.624	458.336 46.604	6.607.281 6.772.685
<b>Anno 2002</b> Via Restelli 3 (Milano) Via Vitruvio 43 (Milano) Via di Villa Ricotti 42 (Roma)	4.439 13.189 5.353	01/03/2001 01/03/2001 01/03/2001	2.520.310 11.133.943 4.338.238	3.615.199 11.393.305 5.870.000	12/04/2002 31/05/2001 10/10/2002	7.488.600 12.630.000 7.000.000	- 1.711.876 1.280.446	88.575 774.349 201.311	4.879.715 2.433.584 3.740.897
<b>Anno 2003</b> Galleria 38-bis - Centergross Funo di Argeiolo (Bologna)	17.931	01/03/2001	6.372.903	5.280.700	22/12/2003	6.525.000	1.331.674	960.048	523.723
<b>Anno 2004</b> Via Lanciani, 11 (Roma) Via Vitruvio, 43 (Milano)	3.759 142	01/03/2001 01/03/2001	2.543.897 254.413	3.067.100 337.529	29/12/2004 vend.frazionata	7.500.000 289.000	1.446.793 29.884	109.012 23.854	6.293.884 40.617
<b>Anno 2005</b> Via Gentile, 135 (Roma) Via Rasella, 41 (Roma) Via Vitruvio, 43 (Milano)	8.227 1.031 83	01/03/2001 01/03/2001 01/03/2001	7.891.461 2.481.433 205.893	7.960.624 2.601.501 204.780	30/03/2005 27/12/2005 vend.frazionata	8.150.000 2.739.000 166.500	4.250 708.890 1.153.848	594.272 171.534 533.513	-331.483 794.923 580.942
<b>Anno 2006</b> Via Oceano Pacifico 42/46 (Roma) Via Cassanese - Palazzo Caravaggio (Segrate) Via Cassanese - Palazzo Tintoretto (Segrate)	3.851 8.300 8.300	01/03/2001 01/03/2001 01/03/2001	4.719.490 11.259 1.280	4.607.956 8.224.328 9.275.672	23/06/2006 28/03/2006 28/03/2006	6.500.000 8.224.328 9.275.672	3.692.161 5.811.047 5.192.437	216.182 1.685.268 1.561.344	5.256.489 4.793.849 6.776.548
<b>Anno 2007</b> Nuova Fiera di Roma (Roma)	7.283	08/01/2007	19.174.420	19.175.000	26/07/2007	19.175.000	-	10.901	-10.321
<b>Anno 2010</b> Via Colombo 70 (Roma) Via Vitruvio 43 - Residenziale (Milano)	8.938 43	29/12/2008 01/03/2001	23.970.433 28.612	25.500.000 145.000	11/02/2010 21/01/2010	25.500.000 145.000	83.097 26.061	179.228 18.317	1.433.436 124.132
<b>Anno 2011</b> Via Storza - Palazzi Volta/Gailliei (Basiglio)	14.225	01/03/2001	16.885.225	18.880.221	29/06/2011	18.000.000	26.519.227	6.953.029	20.680.974
			<b>113.856.513</b>	<b>138.329.865</b>		<b>163.581.574</b>	<b>49.926.424</b>	<b>14.585.677</b>	<b>71.391.874</b>

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

**“ALPHA”**

***IDeA FIMIT SGR S.p.A.***



**Parte Prima –  
Relazione Generale  
*31 dicembre 2012***

## Indice

Introduzione .....	2
Definizioni .....	2
Premesse metodologiche .....	3
Contenuto della relazione .....	4
Avvertenze e limiti del presente documento .....	4
Riservatezza .....	5
Analisi di mercato .....	6
Quadro macro-economico .....	6
Andamento del mercato immobiliare italiano .....	10
Metodologia di valutazione .....	22
Metodologia di comparazione .....	22
Metodologia di trasformazione (o estrazione) .....	23
Metodologia economica .....	23
Conclusioni .....	30
Allegato 1 – Valore di mercato 17 immobili Fondo “Alpha” al 31 dicembre 2012 .....	31
Allegato 2 – Valore di mercato “Centro Direzionale Da Vinci” al 31 dicembre 2012 .....	32



## Introduzione

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

## Definizioni

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

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

### Premesse metodologiche

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

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

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

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

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

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

## Contenuto della relazione

La presente relazione contiene le stime di valore di mercato al 31 dicembre 2012 dei seguenti immobili appartenenti al fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso denominato "Alpha Immobiliare – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo Chiuso" ("Fondo Alpha"), oltre alla valutazione del Centro Direzionale Da Vinci (Viale G. E. Eiffel, 13 – Roma):

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

4

## Avvertenze e limiti del presente documento

La redazione del presente documento rientra nel contesto normativo previsto per i fondi immobiliari chiusi. In tale senso costituisce impegno e dichiarazione:

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

La presente relazione di stima è stata redatta sulla base delle informazioni e della documentazione fornite da IDeA FIMIT SGR S.p.A. (il “Committente”), che sono state assunte come attendibili e accurate. Tuttavia vi sono alcuni limiti inerenti alla relazione stessa di seguito segnalati:

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

### **Riservatezza**

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

## Analisi di mercato

### Quadro macro-economico

Secondo l'analisi del quadro macroeconomico mondiale condotta da Banca d'Italia (Bollettino Economico n. 69 – luglio 2012, n. 70 – ottobre 2012 e n. 71 – gennaio 2013), alla fine del 2012 persiste la debolezza del contesto internazionale. Se infatti nel primo trimestre 2012 l'economia mondiale aveva continuato a espandersi a ritmi contenuti, anche se frenata dalla stagnazione in Europa e dal rallentamento negli Stati Uniti e nei paesi emergenti, nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno l'economia mondiale ha nuovamente rallentato, risentendo dell'indebolimento dell'attività sia nei paesi avanzati sia in quelli emergenti e il commercio internazionale ha perso vigore. I rischi per l'economia mondiale si sono attenuati nel quarto trimestre a seguito dell'accordo raggiunto negli Stati Uniti per evitare il *fiscal cliff*, dell'allentamento delle tensioni finanziarie nell'area dell'euro e del miglioramento delle prospettive nei paesi emergenti, ma non sono tuttavia venuti meno. Le stime di crescita del commercio internazionale formulate dai principali previsori per il 2013 sono state riviste al ribasso e nelle previsioni degli analisti l'espansione del prodotto mondiale dovrebbe rafforzarsi nel 2014.

### Area Euro

Nell'area dell'euro l'attività economica ha continuato a perdere vigore nell'ultimo trimestre del 2012. Le conseguenze delle tensioni finanziarie che hanno colpito, nel corso dell'anno, alcuni paesi dell'area e gli effetti del necessario consolidamento dei bilanci pubblici si sono trasmessi anche alle economie finora ritenute più solide e l'Eurosistema ha rivisto significativamente al ribasso le previsioni di crescita per il 2013. Sono molto migliorate tuttavia le condizioni dei mercati finanziari, il cui deterioramento aveva finora rappresentato un ostacolo alla ripresa ciclica nell'area. I rendimenti dei titoli di Stato sono scesi nei paesi maggiormente interessati dalle tensioni e gli afflussi di capitali verso alcune delle economie più colpite dalla crisi del debito sovrano sono ripresi. I saldi sul sistema dei pagamenti TARGET2, che riflettono gli squilibri nei flussi di capitali privati nei paesi dell'area, hanno mostrato segni di aggiustamento.

A questi sviluppi favorevoli hanno contribuito gli effetti dell'annuncio, in estate, delle *Outright Monetary Transactions* da parte della BCE e, più recentemente, le decisioni prese a livello europeo. In particolare, in novembre l'Eurogruppo ha rinnovato il sostegno alla Grecia e l'operazione del governo greco di riacquisto di titoli del proprio debito in circolazione, terminata l'11 dicembre, ha implicato una riduzione del debito di circa dieci punti percentuali del prodotto. Inoltre, il Consiglio dei ministri economici e finanziari dei paesi dell'Unione europea ha raggiunto un accordo sull'istituzione di un meccanismo unico di vigilanza bancaria, volto a impedire il circolo vizioso tra debito sovrano e condizioni del sistema bancario. Questi progressi sono stati resi possibili dalla credibilità acquisita dall'azione dei governi nazionali. Le condizioni sui mercati restano però incerte e va confermato l'impegno a proseguire nell'adozione delle misure necessarie a garantire la coesione dell'Unione.

Il miglioramento dei mercati del debito sovrano si è riflesso positivamente sulle condizioni monetarie e finanziarie nei paesi interessati dalle tensioni. Persistono tuttavia divari nei tassi bancari attivi, che riflettono sia i ritardi con cui le variazioni delle quotazioni dei titoli di Stato si trasmettono alle condizioni del mercato del credito, sia l'effetto dello sfavorevole quadro congiunturale sul merito di credito della

clientela bancaria. In Italia e in Spagna il costo medio di finanziamento di famiglie, imprese e intermediari finanziari ad ottobre 2012 era ancora superiore di circa 110 punti base a quello osservato nei paesi dell'area meno colpiti dalla crisi.

### **Italia**

Le previsioni del Governo e dei principali analisti, pur prefigurando per l'Italia una crescita negativa nella media del 2013, restano coerenti con un'uscita dalla recessione tra il 2013 e il 2014. A un più rapido ritorno alla crescita può contribuire un miglioramento delle condizioni del credito e del clima di fiducia.

**Prodotto Interno Lordo** – A fine 1012 la domanda interna non aveva ancora raggiunto un punto di svolta. Secondo gli indicatori congiunturali la dinamica del PIL è stata negativa anche nel quarto trimestre dell'anno e rimarrà debole nel primo trimestre 2013. Sono tuttavia emersi lievi segnali di stabilizzazione e si è arrestata la prolungata fase di deterioramento dei giudizi delle imprese sulle prospettive dell'economia. La domanda estera continua a fornire un contributo positivo all'attività economica e, negli ultimi mesi, l'aumento delle esportazioni è stato sostenuto dalle vendite verso i paesi esterni alla UE. Tra gennaio e ottobre il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti in rapporto al PIL è diminuito di oltre due punti percentuali rispetto allo stesso periodo del 2011, a seguito del miglioramento del saldo mercantile.

Il PIL dell'Italia sarebbe sceso di poco più del 2 per cento nella media del 2012, sostanzialmente in linea con quanto previsto in luglio. La stima per il 2013 è stata rivista al ribasso (da -0,2 a -1,0 per cento), per effetto del peggioramento del contesto internazionale e del protrarsi della debolezza dell'attività nei mesi più recenti.

**Occupazione** – L'occupazione si è mantenuta pressoché stabile nel secondo trimestre 2012, ma l'aumento dell'offerta di lavoro – concentrato tra i giovani, le donne e nelle regioni meridionali – ha sospinto il tasso di disoccupazione sopra il 10 per cento. Le retribuzioni lorde si sono ridotte in termini reali. Le informazioni più recenti e le inchieste qualitative presso le imprese prefigurano un quadro occupazionale ancora sfavorevole. Gli effetti della recessione non si sono finora riflessi in una caduta dell'occupazione, ma hanno determinato soprattutto un maggiore ricorso alla cassa integrazione guadagni e un aumento delle persone in cerca di lavoro che ha spinto verso l'alto il tasso di disoccupazione, in particolare quello giovanile. Nel terzo trimestre del 2012 quest'ultimo era superiore di oltre sei punti percentuali rispetto a un anno prima. A fronte di un significativo aumento della partecipazione al mercato del lavoro, già osservato nella prima parte del 2012, il tasso di disoccupazione si porterebbe al di sopra dell'11 per cento nel 2013.

**Inflazione** – Il graduale calo dell'inflazione al consumo negli ultimi mesi (al 2,3 per cento in dicembre) riflette in larga parte l'allentamento delle spinte provenienti dalle quotazioni petrolifere e l'esaurirsi dell'impatto delle manovre sulle imposte indirette varate nell'autunno del 2011. La debolezza della domanda e le minori pressioni dal lato dei costi dovrebbero continuare a moderare la crescita dei prezzi nel 2013.

**Credito** – Le condizioni del credito hanno beneficiato, nel corso dell'anno, della graduale rimozione dei vincoli di liquidità che gravavano sulle banche italiane, anche grazie alle politiche attuate dall'Eurosistema. L'offerta di finanziamenti è tuttavia ancora frenata dall'elevato rischio percepito dagli intermediari, in relazione agli effetti della recessione sui bilanci delle imprese. I crediti deteriorati sono aumentati in misura significativa.

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

Nei tre mesi terminanti in luglio si sono interrotti i disinvestimenti di portafoglio in titoli italiani da parte di operatori esteri. Nel terzo trimestre i rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti su tutte le scadenze; la discesa si è consolidata in settembre. Il calo si è trasmesso anche ai rendimenti delle obbligazioni delle banche e delle imprese ed è stato accompagnato da una decisa ripresa delle quotazioni azionarie. Alcune banche italiane sono tornate a emettere sui mercati esteri.

Le condizioni del credito bancario hanno beneficiato della riduzione dei tassi ufficiali di luglio e, nel terzo trimestre dell'anno, del calo degli spread sovrani. I tassi sui prestiti a famiglie e imprese sono scesi in agosto; i criteri di concessione dei finanziamenti sono divenuti più favorevoli rispetto a quelli assai restrittivi di inizio anno.

Restano tensioni che indicano una trasmissione ancora diseguale della politica monetaria e il costo del credito rimane superiore alla media dell'area. Emergono però segnali positivi: la raccolta al dettaglio è in crescita, le condizioni di liquidità sono migliorate e alcuni intermediari sono tornati a emettere sui mercati all'ingrosso. Il *core tier 1 capital ratio* dei principali gruppi bancari è ulteriormente aumentato.

**Disavanzo pubblico** – Si può stimare che nel 2012 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle dismissioni e dei prestiti dello European Financial Stability Facility, si sia collocato intorno al 3 per cento del PIL, contro il 3,9 del 2011. Nonostante la debolezza congiunturale, le manovre approvate nel secondo semestre del 2011 consentiranno di migliorare ulteriormente i saldi di finanza pubblica nel biennio 2013-14. Il rapporto tra debito pubblico e PIL inizierebbe a scendere nel 2014, grazie all'ulteriore aumento dell'avanzo primario e alla ripresa dell'attività.

**Prospettive di crescita** – Lo scenario attuale prefigura un ritorno alla crescita nella seconda metà del 2013, sia pure su ritmi modesti e con ampi margini di incertezza. La svolta ciclica sarebbe resa possibile dalla graduale ripresa degli investimenti, a seguito della normalizzazione delle condizioni di finanziamento e del recupero della domanda nell'area dell'euro, nonché del parziale miglioramento del clima di fiducia. In tale quadro la dinamica del prodotto resterebbe comunque negativa nella media del 2013 e tornerebbe lievemente positiva nel 2014.



I maggiori fattori di rischio al ribasso sono legati all'andamento della domanda interna e alle condizioni del credito: il ritorno a tassi positivi di accumulazione potrebbe essere ritardato da un'evoluzione meno favorevole delle aspettative delle imprese; gli effetti sull'attività delle banche del deterioramento dei bilanci bancari e dell'accresciuta rischiosità della clientela potrebbero essere più persistenti. Un'evoluzione più positiva potrebbe invece derivare da un ulteriore rafforzamento delle prospettive per l'area dell'euro. Requisiti indispensabili per un ritorno alla crescita sono il continuo miglioramento dell'offerta di credito, condizioni favorevoli sui mercati dei titoli di Stato e un recupero della fiducia che consenta di riavviare gli investimenti. Resta essenziale garantire che i progressi finora realizzati in questi ambiti grazie all'azione congiunta di tutte le politiche economiche, nazionali ed europee, siano duraturi. In Italia è indispensabile consolidare il riequilibrio dei conti pubblici e intensificare lo sforzo di riforma volto a rilanciare la competitività e a innalzare il potenziale di crescita dell'economia.



## Andamento del mercato immobiliare italiano

Il 2012 è stato segnato da un importante e progressivo rallentamento del mercato immobiliare, almeno per quanto riguarda il numero di transazioni registrate, indice che ne rivela la dinamicità e che ha registrato, in riferimento all'ultima osservazione disponibile, un andamento fortemente negativo con una flessione del dato di variazione su base annua pari a -24% (primi 3 trimestri 2012 su primi 3 trimestri 2011).

Si tratta sicuramente della flessione più importante registrata nell'ultimo triennio, il quale era stato caratterizzato da una forte alternanza che non aveva particolarmente pregiudicato il livello di transazioni immobiliari registrate nell'arco del periodo (variazione 2009-2011: -2,1%).

**Tabella 1 – Numero di transazioni immobiliari 2009-2012**

Settore	Totale 2009	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	Parziale 2012
Tutti	<b>674.127</b>	156.533	187.921	141.319	189.197	<b>674.970</b>	150.366	176.372	144.810	188.373	<b>659.921</b>	121.439	131.245	105.748	<b>358.432</b>
Variazione annuale		3,78%	3,42%	-3,34%	-3,16%	<b>0,13%</b>	-3,94%	-6,15%	2,47%	-0,44%	<b>-2,23%</b>	-19,24%	-25,59%	-26,97%	<b>-23,99%</b>

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

In linea con il calo delle transazioni, la cui maggiore componente è rappresentata dal segmento residenziale (che rappresenta circa il 90% del volume totale), sono i segnali che arrivano dal monitoraggio degli investimenti da parte degli investitori istituzionali (€900mln nei primi tre trimestri 2012), investimenti che difficilmente per l'anno 2012 si ipotizza possano aver raggiunto il 30% di quanto registrato mediamente nell'ultimo triennio (media annua 2009-2011: €3,8 Miliardi).

Le ragioni di questa "fuga" vanno individuate non solo nel rallentamento del mercato immobiliare italiano, ma anche, e soprattutto, nella situazione di stagnazione in cui versa l'intera economia italiana per la quale gli addetti ai lavori non intravedono segnali incoraggianti né per il 2013, in cui si prevede un ulteriore calo del prodotto interno lordo, né per il biennio successivo, in cui i ritmi di crescita potrebbero essere poco superiori allo 0%.

**Tabella 2 – Aspettative sull'andamento del mercato immobiliare – Ottobre 2012**

Periodo	Attese per il trimestre in corso rispetto a quello di riferimento (%)			Attese nei prossimi due anni rispetto al trimestre di riferimento (%)		
	peggiore	uguale	migliore	peggiore	uguale	migliore
<b>Terzo trimestre 2012</b>	56,4	41,4	2,7	38,9	33,7	27,5
<b>Secondo trimestre 2012</b>	64,0	34,3	1,8	47,8	26,3	25,8
<b>Primo trimestre 2012</b>	57,0	40,4	2,6	40,7	30,4	28,8
<b>Quarto trimestre 2011</b>	61,0	35,3	3,7	40,2	29,6	30,2
<b>Terzo trimestre 2011</b>	43,1	50,2	6,8	35,8	31,9	32,3
<b>Secondo trimestre 2011</b>	34,8	58,3	7,0	24,5	32,7	42,8
<b>Primo trimestre 2011</b>	23,5	65,8	10,7	18,7	31,6	49,7
<b>Quarto trimestre 2010</b>	21,4	62,4	16,2	14,0	26,2	59,8
<b>Terzo trimestre 2010</b>	16,7	66,1	17,3	13,0	26,0	61,0
<b>Secondo trimestre 2010</b>	28,4	63,1	8,5	17,2	25,9	56,9
<b>Primo trimestre 2010</b>	23,0	65,2	11,8	14,5	25,1	60,4

Fonte: Banca d'Italia

Secondo le aspettative degli operatori immobiliari il mercato del “mattoncino” seguirà l'andamento che gli economisti prevedono per l'andamento del PIL del Paese; il 60% del campione consultato, infatti, prevede per il prossimo biennio un andamento stabile o migliore rispetto all'ultimo trimestre osservato (terzo trimestre 2012).

### Prezzi Generali

Ad oggi la forte flessione del numero di transazioni registrate nei primi nove mesi del 2012 non hanno comportato effetti della stessa importanza sull'andamento dei valori immobiliari di vendita. Dalle rilevazioni effettuate da Nomisma emerge infatti che la tendenza registrata nell'ultimo semestre del 2011 risulta essenzialmente confermata.

Unico settore in cui, nel corso del primo semestre 2012, si registra una variazione del livello dei prezzi di vendita di intensità maggiore rispetto al semestre precedente è il settore residenziale, il quale riporta un calo del -1,77% contro il -0,71% (dato II semestre 2011).

**Tabella 3 – Andamento dei prezzi di compravendita immobiliare nelle 13 grandi città italiane 2008-2012**

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

Fonte: Banca d'Italia su dati Nomisma

Il dato fornito dalla Banca d'Italia è la risultante di due forze opposte considerando la localizzazione dei beni immobiliari: dati positivi sono stati registrati per gli immobili situati in localizzazioni primarie sia a livello macro (Milano e Roma a livello nazionale) sia a livello micro (vicinanza al centro cittadino a livello locale), mentre una perdita di valore è stata registrata per immobili di non elevata qualità e situati in posizioni decentrate.

Focalizzando invece l'attenzione sul rendimento dell'investimento immobiliare e, quindi, sull'andamento dei canoni di locazione, si osserva che continua a registrarsi una generale riduzione in tutti i comparti; infatti dal 2009 ad oggi i diversi segmenti hanno visto un calo del valore medio annuo delle locazioni compreso tra il -1,5% e il -1,9%. Nel semestre appena concluso l'unico settore immobiliare che ha registrato una flessione non compresa nella forbice sopra indicata è stato il residenziale, comparto che più degli altri ha segnato un andamento discontinuo.

12

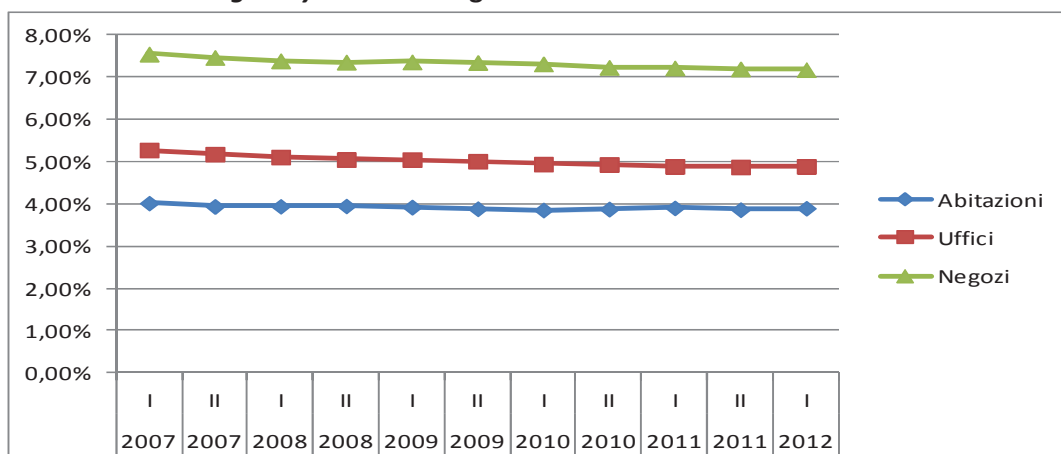
**Tabella 4 – Variazione dei canoni di locazione nelle 13 grandi città italiane 2008-2012**

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

Fonte: Nomisma

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

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



Fonte: Elaborazione di EPF su dati Nomisma

### **Mercato di fondi immobiliari, investitori professionali e costruzioni**

Il mercato immobiliare non è il solo a lanciare segnali negativi: il mercato del risparmio gestito che, pur registrando per la prima volta nell'anno un saldo della raccolta positivo nel terzo trimestre 2012, fornisce indicazioni non incoraggianti in due delle tipologie storicamente più rilevanti ("azionari", "bilanciati").

Nel dato generale appena presentato assume maggior peso il segmento dei fondi immobiliari, il quale ha registrato un incremento della raccolta di 359 milioni di euro, unica tipologia di fondo con saldo della raccolta positivo insieme alle tipologie "flessibili" e "obbligazionari"; quest'ultima tipologia in particolare ha registrato una raccolta positiva per oltre 8 miliardi di euro, segno questo di una predilezione degli investitori per prodotti finanziari che presentano una ridotta rischiosità.

13

**Tabella 5 – Gestione collettiva del risparmio – III trimestre 2012**

Tipologia fondi	Raccolta netta		Patrimonio promosso		Patrimonio gestito	
	Mln di €	in %	Mln di €	in %	Mln di €	in %
AZIONARI	-1.071	-1,0%	109.172	11,2%	110.427	11,1%
BILANCIATI	-1.092	-0,5%	213.208	21,9%	217.050	21,9%
OBBLIGAZIONARI	8.452	2,6%	328.958	33,8%	334.080	33,7%
MONETARI	-5.653	-12,3%	40.392	4,2%	41.122	4,1%
FLESSIBILI	1.503	2,0%	76.648	7,9%	76.291	7,7%
HEDGE	-532	-6,3%	7.934	0,8%	8.079	0,8%
IMMOBILIARI	353	0,8%	42.194	4,3%	42.224	4,3%
NON CLASSIFICATO	-521	-0,3%	153.631	15,8%	162.975	16,4%
<b>TOTALE</b>	<b>1.439</b>	<b>0,1%</b>	<b>972.136</b>	<b>100%</b>	<b>992.248</b>	<b>100%</b>

Fonte: Assogestioni

Nel quadro del risparmio gestito, i fondi immobiliari, pur occupando una quota marginale poco superiore al 4 per cento, rappresentano un segmento in crescita sia nel breve sia nel medio periodo, facendo registrare una raccolta media annua di 1,5 miliardi di euro (dato 2009-2011: €2,3 miliardi).

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

Tipologia fondi	IV Trim. 2011	I Trim. 2012	II Trim. 2012	III Trim. 2012	Ultimo anno	2011-2012	2010-2012
	Mln di €	Mln di €	Mln di €	Mln di €	Mln di €	Mln di €	Mln di €
AZIONARI	-1.819	-1.776	-3.763	-1.071	-8.429	-10.247	-7.367
BILANCIATI	-3.806	-2.625	-1.828	-1.092	-9.352	-13.158	-12.042
OBBLIGAZIONARI	-7.730	7.012	2.886	8.452	10.620	2.890	2.834
MONETARI	-5.099	-3.407	-516	-5.653	-14.674	-19.774	-27.520
FLESSIBILI	-4.455	-2.723	-1.963	1.503	-7.638	-12.093	-12.711
HEDGE	-429	-511	-639	-532	-2.112	-2.541	-3.205
IMMOBILIARI	1.073	39	947	353	2.411	3.484	4.550
NON CLASSIFICATO	-1.799	1.051	430	-521	-838	-2.638	-1.937
<b>TOTALE</b>	<b>-24.065</b>	<b>-2.940</b>	<b>-4.447</b>	<b>1.439</b>	<b>-30.012</b>	<b>-54.077</b>	<b>-57.398</b>

Fonte: Assogestioni

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

In linea con quanto sin qui evidenziato, il Centro Studi ANCE continua a fornire previsioni negative sull'andamento degli investimenti immobiliari in costruzioni per quanto riguarda l'anno 2013, con una revisione in ribasso rispetto alle previsioni formulate nel 2011 e nel 2012.

Questa prolungata riduzione degli investimenti sta portando la dimensione degli impieghi finanziari per le sole nuove costruzioni leggermente al di sotto dei 90 miliardi di euro, in linea con i dati che venivano registrati a fine anni Novanta.

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

	2012 Milioni di euro°	Variazioni % in quantità						Quinquennio 2009-2013
		2008	2009	2010°	2011°	2012°	2013°	
<b>COSTRUZIONI</b>	<b>130.679</b>	<b>-2,40%</b>	<b>-8,60%</b>	<b>-6,60%</b>	<b>-5,30%</b>	<b>-7,60%</b>	<b>-3,80%</b>	<b>-29,90%</b>
Abitazioni	69.577	-0,40%	-8,10%	-5,10%	-2,90%	-6,30%	-2,70%	-23,10%
Non residenziali	61.102	-4,40%	-9,10%	-8,10%	-7,90%	-9,10%	-5,10%	-36,60%

° Stima Ance

Fonte: Centro Studi Ance

L'aggiornamento delle previsioni degli investimenti per l'anno 2013 vede ancora una variazione negativa, in controtendenza rispetto alle precedenti previsioni in cui, seppure per un solo decile, la variazione degli investimenti sembrava potesse tornare in campo positivo.

### Mercato residenziale

Dopo quello industriale, il mercato residenziale è quello che, nel terzo trimestre del 2012, ha registrato il minore rallentamento del numero delle compravendite, con un calo, sebbene importante, del 23,9% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

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

Settore	Totale 2009	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	Parziale 2012
Residenziale	<b>609.145</b>	141.917	171.405	129.240	169.243	<b>611.805</b>	136.718	160.073	131.125	170.181	<b>598.097</b>	110.021	119.673	95.951	<b>325.645</b>
Variazione annuale		4,26%	4,53%	-2,69%	-3,97%	<b>0,44%</b>	-3,66%	-6,61%	1,46%	0,55%	<b>-2,24%</b>	-19,53%	-25,24%	-26,82%	<b>-23,90%</b>

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

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

15

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

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

Fonte: Nomisma

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

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

**Tabella 10 – Prospettive del mercato immobiliare – Comparto residenziale – Ottobre 2012**

Periodo	Condizioni del mercato			Numero atteso di nuovi incarichi a vendere nel trimestre in corso rispetto a quello di riferimento			Livello atteso dei prezzi nel trimestre in corso rispetto a quello di riferimento		
	<i>sfavorevoli</i>	<i>normali</i>	<i>favorevoli</i>	<i>inferiore</i>	<i>uguale</i>	<i>superiore</i>	<i>inferiore</i>	<i>uguale</i>	<i>superiore</i>
<b>Terzo trimestre 2012</b>	49,0	43,6	7,4	13,0	55,5	31,6	70,6	29,4	0,1
<b>Secondo trimestre 2012</b>	58,5	36,5	5,0	19,9	49,9	30,1	71,2	28,6	0,2
<b>Primo trimestre 2012</b>	48,8	42,3	9,0	13,1	50,7	36,2	66,6	32,0	1,4
<b>Quarto trimestre 2011</b>	55,0	35,7	9,3	18,8	51,2	30,0	68,0	31,1	0,9
<b>Terzo trimestre 2011</b>	36,8	48,6	14,5	14,9	53,6	31,5	50,8	47,4	1,8
<b>Secondo trimestre 2011</b>	34,9	52,7	12,4	21,8	52,5	25,7	43,0	55,1	1,9
<b>Primo trimestre 2011</b>	20,1	55,8	24,1	12,4	55,0	32,6	35,3	61,2	3,6
<b>Quarto trimestre 2010</b>	18,2	57,3	24,5	11,5	52,3	36,2	32,7	64,7	2,6
<b>Terzo trimestre 2010</b>	16,5	56,3	27,2	10,5	56,7	32,8	28,9	67,1	4,0
<b>Secondo trimestre 2010</b>	30,3	54,5	15,2	23,1	51,7	25,2	32,0	65,8	2,3
<b>Primo trimestre 2010</b>	16,8	58,4	24,8	14,8	57,3	27,8	35,2	62,6	2,2

Fonte: Banca d'Italia

16

Dall'analisi dei dati pubblicati da Banca d'Italia la riduzione delle transazioni potrebbe essere ancora ricondotta alla viscosità dei prezzi di vendita, la cui riduzione non ha tuttora raggiunto il livello di disponibilità a pagare della domanda corrente. Il motivo per il quale invece gli operatori si attendono un aumento del numero di nuovi incarichi a vendere è rinvenibile nell'aumento delle aliquote di tassazione delle proprietà immobiliari.

Dallo stesso rapporto si evince come nel terzo trimestre dell'anno corrente le transazioni abbiano registrato uno sconto medio del 15,4% tra la richiesta iniziale dei venditori e il prezzo effettivamente pagato al momento del rogito, mentre la massima frequenza viene osservata nella forchetta di sconto 10-20%.

**Tabella 11 – Rapporto prezzo richiesto e prezzo pagato – Comparto residenziale – Ottobre 2012**

Rapporto tra prezzo pagato all'acquisto e prezzo inizialmente richiesto dal venditore	Uguale superiore	Inferiore meno del 5%	Inferiore tra il 5 e il 10%	Inferiore tra il 10 e il 20%	Inferiore tra il 20 e il 30%	Inferiore di oltre il 30%	Riduzione media
Terzo trimestre 2012	1,9	5,3	21,5	45,7	21,8	3,7	15,4
Secondo trimestre 2012	1,5	4,3	22,3	47,1	20,8	4,0	15,4
Primo trimestre 2012	1,4	5,8	26,5	47,1	15,8	3,4	14,3
Quarto trimestre 2011	1,1	7,8	25,3	50,7	13,0	2,0	13,7
Terzo trimestre 2011	2,9	11,1	32,7	37,7	13,9	1,7	12,5
Secondo trimestre 2011	2,7	8,5	38,5	36,9	11,7	1,7	12,1
Primo trimestre 2011	2,8	9,2	36,9	39,3	9,9	1,9	12,0

Fonte: Banca d'Italia

### Mercato commerciale

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

Il terzo semestre dell'anno 2012 ha fatto registrare una consistente diminuzione del numero delle transazioni rispetto allo stesso periodo dell'anno 2011 pari al -29,6%, valore questo mitigato se si considera il dato aggregato osservato nei primi nove mesi dell'anno 2012.

17

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

Settore	Totale 2009	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	Parziale 2012
Commerciale	<b>36.880</b>	8.682	9.741	6.892	10.755	<b>36.070</b>	7.916	9.202	7.708	10.064	<b>34.890</b>	6.521	6.583	5.420	<b>18.524</b>
Variazione annuale		-0,55%	-4,68%	-10,07%	4,75%	<b>-2,20%</b>	-8,82%	-5,53%	11,84%	-6,42%	<b>-3,27%</b>	-17,62%	-28,46%	-29,68%	<b>-25,38%</b>

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

Nell'economia italiana il commercio, così come il settore terziario, è quello che presenta le maggiori difficoltà e di conseguenza il mercato immobiliare, nel suo segmento *retail*, è quello che ha incrementato la propria "rischiosità" locativa determinando un allontanamento degli investitori non solo istituzionali.

Il crescente rischio legato al comparto commerciale nell'ultimo semestre ha prodotto riduzioni dei valori di vendita e dei canoni di locazione sostanzialmente allineate tra di loro; questo determina che il rendimento offerto da questa tipologia di investimenti resta sostanzialmente allineato a quanto osservato nel semestre precedente; dall'altra parte questo livello di rendimento non è pienamente condiviso dagli investitori istituzionali i quali attribuiscono all'investimento in immobili a destinazione commerciale un profilo di rischio più elevato con la diretta conseguenza che le loro scelte di impiego di capitali ricadono su altre tipologie di investimento.



**Tabella 13 – Andamento dei prezzi di compravendita immobiliare nelle 13 grandi città italiane (variazione semestrale) – Comparto commerciale 2008-2012**

	2008		2009		2010		2011		2012
	I	II	I	II	I	II	I	II	II
Negozi	3,00%	0,30%	-2,30%	-1,60%	-1,20%	-0,70%	-0,71%	-1,95%	-1,61%

Fonte: Nomisma

Nel segmento negozi si continua inoltre a registrare un'importante forbice tra i valori di locazione *prime* (zone centrali e di passaggio) e *location* secondarie. Nel primo caso le richieste permangono a livelli importanti con una conseguente stabilizzazione degli *yield* (dove i massimi rincari si attestano a 25bp). Nella seconda fattispecie, dove il livello di *vacancy* resta importante, corrisponde un calo – anche importante – dei canoni di locazione delineando conseguentemente un ulteriore innalzamento dei rendimenti.

Così come avviene per il comparto residenziale, bisogna analizzare la composizione dei dati di sintesi appena rappresentati facendo preciso riferimento alla localizzazione degli immobili, la quale costituisce una variabile di importanza tale da causare un disallineamento delle tendenze di mercato appena rappresentate. Se infatti per le *High Street* si registrano rendimenti leggermente in salita sempre compresi tra il 5,0 e il 6,0 per cento con massima frequenza che si attesta al 5,6 per cento, per le *location* meno prestigiose i rendimenti possono essere superiori all'8 per cento.

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

Per lo stesso motivo al momento i progetti di sviluppo in questo ambito destano scarso interesse negli investitori istituzionali che preferiscono strategie più conservative di tipo core.

La principale transazione avvenuta nel corso dei primi nove mesi del 2012 riguarda la nuova sede de "la Rinascente" di Roma, un immobile da ristrutturare e per la quale la commercializzazione dei nuovi spazi è ancora in corso, motivo per cui i numeri di questa operazione non riescono a fornirci un benchmark aggiornato dei valori di questo comparto. Per quanto riguarda le strutture di vendita di grande superficie localizzate a ridosso delle due più grandi città italiane si registrano *yield* tra il 6,75 e il 7,00 per cento.

Infine, relativamente ai canoni di locazione, lo stesso periodo ha visto una revisione dei canoni di locazione per il comparto *retail*, con una riduzione fino al -25% per strutture di recente apertura situate in *location* secondarie.

### Mercato terziario

Nel terzo trimestre 2012 il comparto terziario ha fatto registrare un ulteriore forte calo nel numero delle transazioni, con una riduzione del -27,6% (dato che potrebbe essere considerato positivo se confrontato con quello del trimestre precedente, -32,6%). Gli investitori istituzionali concentrano il loro interesse su immobili a reddito preferibilmente di pregio in termini di location e qualità edilizio-architettonica.

Segnali divergenti arrivano invece dal mercato delle locazioni, il quale è mosso dall'interesse degli utilizzatori di razionalizzare gli spazi e di ridurre i costi di gestione, motivo per cui i potenziali conduttori continuano a guardare con molto interesse immobili di recente costruzioni con elevate caratteristiche qualitative (classe energetica, funzionalità degli spazi etc). Questo trend del mercato degli utilizzatori contribuisce a delineare una generalizzata crescita del livello di vacancy su tutto il mercato italiano, la cui composizione vede un forte divario tra immobili di classe A, per i quali si registrano nuovi contratti di locazione, e immobili di classe B, con livelli di occupazione sempre minori.

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

Settore	Totale 2009	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	Parziale 2012
Terziario	15.820	3.409	3.738	2.967	5.134	15.248	3.258	3.888	3.028	4.289	14.463	2.618	2.621	2.191	7.430
Variazione annuale		-1,33%	-14,05%	-2,98%	3,55%	-3,62%	-4,43%	4,01%	2,06%	-16,47%	-5,15%	-19,64%	-32,59%	-27,64%	-26,97%

Fonte: Elaborazioni proprie su dati Agenzia del Territorio

19

Segnali negativi arrivano anche dall'andamento dei valori dei prezzi di compravendita e di locazione del comparto, i quali si attestano entrambi intorno al -2%; da questa corrispondenza deriva una sostanziale stabilità dei rendimenti di mercato che, per la tipologia prime office, si attestano tra il 5,75% ed il 6,75% nelle principali città italiane.

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

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

Fonte: Nomisma

La diminuzione dei valori immobiliari è anche motivata dall'introduzione dell'IMU, la quale ha avuto un riflesso diretto sull'innalzamento della redditività lorda richiesta dai nuovi investitori soprattutto per quei Comuni che hanno optato per una addizionale massima: in questi casi l'aumento richiesto dagli investitori si attesta allo 0,5% circa rispetto all'anno precedente.

### Mercato terziario – Roma

I segnali di flessione registrati nel primo trimestre 2012 sono stati confermati e amplificati nel semestre successivo; infatti l'introduzione della "spending review" ha portato ad un drastico calo del livello degli affitti di uffici specie nel centro della capitale (-8,0%), dove è maggiormente concentrata la presenza di sedi di enti statali.

I valori immobiliari sono conseguentemente ridotti anche se con intensità inferiore nelle zone di pregio (centro, EUR) come nelle zone di importanza secondaria; questo dato è motivato non solo dai provvedimenti del Governo in materia di spesa pubblica, ma anche dall'inasprimento della fiscalità sul possesso degli immobili.

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

Zona	Prezzi (€/mq)	Canoni (€/mq/anno)	Yield
<b>Media Roma</b>	<b>€ 4.311</b>	<b>€ 284</b>	<b>6,6%</b>
<i>centro</i>	€ 6.778	€ 407	6,0%
<i>semicentro</i>	€ 4.487	€ 292	6,5%
<i>periferia terziaria</i>	€ 4.167	€ 292	7,0%
<i>periferia</i>	€ 1.813	€ 145	8,0%

Fonte: Elaborazione EPF su fonti varie

Nonostante la riduzione dei valori il mercato capitolino ha visto un forte rallentamento nel livello di nuove locazioni le quali nei primi tre trimestri del 2012 hanno raggiunto un livello inferiore ai 30.000 mq; il livello di *vacancy* continua a rimanere ragionevolmente basso intorno al 7,0%.

### Mercato terziario – Milano

Il mercato del capoluogo lombardo ha registrato un calo dei valori dei canoni di locazione importante (-3,8%) anche se in misura inferiore se paragonato a quello della città capitolina; coincidenti invece le motivazioni di questo calo: la nuova normativa sulla "spending review" e l'aumento delle aliquote dell'IMU.

Il livello di *vacancy* è sostanzialmente stabile e si attesta intorno all'11,0%; le nuove locazioni sono sempre dettate dalla ricerca da parte dei conduttori di un maggior rapporto tra qualità ed efficienza degli spazi e canone richiesto. Tutto questo nonostante nel corso dell'anno siano stati completati nuovi spazi per una superficie superiore a 100.000 mq, di cui ben 50.000 mq dal completamento del progetto di Porta Nuova. Inoltre, tra il quarto trimestre 2012 e l'inizio dell'anno 2013, si aspetta la consegna di ulteriori 170.000 mq concentrati principalmente nel semicentro cittadino.

I valori immobiliari continuano a scendere seppur con una lieve intensità, trainati principalmente dal calo diffuso dei canoni di locazione in tutte le zone di Milano e dall'importante offerta di spazi di nuova realizzazione.

Lo *yield* medio resta anche in questo periodo sostanzialmente stabile per tutti i segmenti; il lieve aumento registrato, pari allo 0,25%, è legato agli stabili collocati nelle zone non *prime*.

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

Zona	Prezzi (€/mq)	Canoni (€/mq/anno)	Yield
<b>Media Milano</b>	<b>€ 5.373</b>	<b>€ 346</b>	<b>6,4%</b>
<i>prime</i>	€ 8.783	€ 505	5,8%
<i>CBD</i>	€ 5.440	€ 340	6,3%
<i>semicentro</i>	€ 4.690	€ 340	7,3%
<i>periferia</i>	€ 2.581	€ 200	7,8%

Fonte: Elaborazione EPF su fonti varie

### Mercato industriale

Nel terzo trimestre 2012 il comparto industriale, in linea con gli altri segmenti del mercato immobiliare, ha registrato per il quarto trimestre consecutivo una flessione del numero delle compravendite, attestandosi su un livello di circa 2.200 transazioni, in diminuzione di quasi 800 unità rispetto allo stesso rilievo effettuato l'anno precedente (-25,9%). Nonostante ciò quello industriale è il segmento che nell'arco del 2012 ha registrato la minore flessione del numero di transazioni in termini relativi (-20,8%).

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

Settore	Totale 2009	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	Parziale 2012
Produttivo	<b>12.281</b>	2.525	3.037	2.220	4.065	<b>11.847</b>	2.474	3.209	2.949	3.839	<b>12.471</b>	2.279	2.368	2.186	<b>6.833</b>
Variazione annuale		-0,16%	-4,23%	-16,89%	3,96%	<b>-3,54%</b>	-2,02%	5,66%	32,84%	-5,55%	<b>5,27%</b>	-7,88%	-26,21%	-25,87%	<b>-20,84%</b>

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

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

I rendimenti offerti da questa tipologia di investimenti rimane stabile e non vengono registrate importanti differenze geografiche, con rendimenti di mercato intorno tra il 7,75% e l'8,00% per Roma e Milano e tra l'8,00% e l'8,50% per le *location* secondarie.

## Metodologia di valutazione

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

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

## Metodologia di comparazione

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

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

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

### Metodologia di trasformazione (o estrazione)

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

Tale metodologia richiede le seguenti operazioni:

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

Il metodo può essere applicato con una semplice sommatoria dei ricavi e dei costi (incluso in tal caso un margine per la remunerazione del capitale proprio dello sviluppatore e per gli oneri finanziari sul debito), oppure mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi previsti, in maniera simile al criterio finanziario. La metodologia di trasformazione con criterio finanziario è stata ritenuta la più idonea alla valutazione dello sviluppo di Via di Casal Lumbroso, 77 – Roma.

### Metodologia economica

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

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

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

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

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

### **Critério reddituale**

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

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

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

dove:

$r$  = tasso di capitalizzazione;

$C_t$  = reddito.

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

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

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

### **Critério finanziario**

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



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

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

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

dove:

$V$  = valore dell'immobile;

$i$  = tasso di attualizzazione;

$Ft$  = flusso del periodo.

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

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

25

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

### ***Determinazione dei tassi di attualizzazione e capitalizzazione***

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

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



### **Tasso di capitalizzazione**

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

### **Tassi di attualizzazione**

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

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

### **Struttura finanziaria**

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

### **Costo del debito (Kd)**

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

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

### **Costo del capitale proprio (Ke)**

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

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

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

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

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

- *Rischio settore immobiliare:* differenziale di rendimento richiesto per investire nel mercato immobiliare rispetto a un'attività priva di rischio (rischio normativo, amministrativo, legislativo, fiscale, ambientale ecc.). Rappresenta il livello minimo di rischio per un investimento che non comporta altri fattori incrementativi di rischio specifico immobiliare. A fine dicembre 2012 tale spread è stato stimato in 3,70%, in aumento di 40 punti base rispetto a fine giugno 2012 per compensare la riduzione del tasso base *risk-free* in una situazione di sostanziale allineamento alle condizioni macroeconomiche e immobiliari registrate nella precedente valutazione.
- *Rischio localizzazione:* è il rischio derivante dallo specifico mercato in cui il bene si trova. Si compone di un elemento di rischio a livello nazionale (aree primarie e aree secondarie) e a livello locale (qualità e futuri sviluppi dell'area di riferimento – quartiere e via). La maggiore appetibilità di una localizzazione per gli utilizzatori determina un minor rischio. Tra gli elementi rientrano l'andamento economico del mercato di riferimento, le infrastrutture, le vie di comunicazione e l'accessibilità.
- *Rischio tipologia:* è il rischio specifico di ciascuna tipologia immobiliare che presenta caratteristiche fisiche e di mercato diverse, che si traducono in differenti tassi. È legato alla fungibilità per possibilità di utilizzo e di utilizzatore.
- *Rischio tecnico-costruttivo:* è il rischio caratteristico della fase di sviluppo dell'immobile ed è legato alla variazione dei costi e dei tempi di costruzione e realizzazione del bene immobile, oltre che alla corrispondenza effettiva del manufatto al progetto iniziale.
- Rischi specifici immobili a reddito
  - *Rischio immobile:* è il rischio derivante dalle caratteristiche fisiche del singolo immobile (livello di obsolescenza tecnica e funzionale, design, eventuali caratteristiche di pregio, qualità costruttiva, stato manutentivo, ecosostenibilità ecc.).
  - *Rischio commerciale:* è il rischio di sfritto (*vacancy*) o di mancato pagamento (*credit loss*) da parte del conduttore. È funzione dello standing creditizio del conduttore e delle condizioni contrattuali in essere. È anche il rischio generale di ricerca di un nuovo conduttore nell'ipotesi di un immobile sfritto, al momento della scadenza del contratto in essere o nell'ipotesi di un recesso anticipato.

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

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

**Tabella 19 – Intervalli valori *risk premium* immobiliari**

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

28

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

Fonte: EPF – elaborazioni proprie

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

### **Ulteriori assunzioni generali**

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

**Inflazione:** le stime dell'inflazione per il 2013 (2,0%) e il 2014 (1,7%) sono quelle emesse dalla Commissione Europea a novembre 2012. Per gli anni successivi si è assunto un tasso di inflazione del 2%, valore target dell'inflazione nella zona euro nel medio-lungo periodo.

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

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

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

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

## Conclusioni

Il presente documento è stato redatto a seguito dell'incarico di Esperto Indipendente conferito a Europrogetti & Finanza srl ("EPF") da IDeA FIMIT SGR S.p.A. e contiene la valutazione semestrale alla data del 31 dicembre 2012 relativa al valore di mercato dei 17 immobili direttamente detenuti dal fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso denominato "Alpha Immobiliare – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo Chiuso" e del "Centro Direzionale Da Vinci".

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

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

**407.040.000 Euro**

**(quattrocentosettemilioni quarantamila euro)**

30


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

**128.350.000 Euro**

**(centoventottomilioni trecentocinquanta euro)**

Milano, 30 gennaio 2013

In fede,



Ing. Edoardo Viganò

(Consigliere delegato Europrogetti & Finanza srl)

## Allegato 1 – Valore di mercato 17 immobili Fondo “Alpha” al 31 dicembre 2012

	<b>Immobile</b>	<b>Indirizzo</b>	<b>Città</b>
1	Bavastro 92/94	Via Capitan Bavastro, 92/94	Roma
2	Bavastro 174	Via Capitan Bavastro, 174	Roma
3	Colombo 44	Via Cristoforo Colombo, 44	Roma
4	Parboni 6	Via N. Parboni, 6 - Via I. Nievo, 25/38	Roma
5	Lamaro 51	Via Vincenzo Lamaro, 41/61	Roma
6	Longoni 95	Via Emilio Longoni, 95/123	Roma
7	Longoni 3	Via Emilio Longoni, 3/7	Roma
8	Casilina 3	Via Casilina, 1/3/5	Roma
9	Cavour 5	Via Cavour, 5 - Via Turati, 38/40	Roma
10	Giorgione 59/63	Via Giorgione, 59/63	Roma
11	Casal Lumbroso 77	Vicolo del Casal Lumbroso, 77	Roma
12	Tor Cervara 285/C	Via di Tor Cervara, 285/C	Roma
13	Crespi 12	Via Gaetano Crespi, 12	Milano
14	Orione - Colleoni	Via Colleoni, 13/15/17/19 - Centro Direzione Colleoni, Edificio Orione	Agrate Brianza (MB)
15	Milanofiori 5B	Milanofiori - Strada 3, Fabbricato A1 B - Lotto C	Assago (MI)
16	Colombo 24	Via Cristoforo Colombo, 24	Melzo (MI)
17	Moro 44	"Fiera District" - Viale Aldo Moro, 28/44/68/70	Bologna
<b>VALORE DI MERCATO 17 IMMOBILI FONDO "ALPHA"</b>			<b>€ 407.040.000</b>
<b>AL 31 DICEMBRE 2012</b>			

31



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

## Allegato 2 – Valore di mercato “Centro Direzionale Da Vinci” al 31 dicembre 2012

Immobile	Indirizzo	Città	Valore di mercato 31 dicembre 2012
Centro Direzionale Da Vinci	Viale G.E. Eiffel, 13	Roma	<b>€ 128.350.000</b>



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