
*"Alpha Immobiliare - Fondo Comune di Investimento Immobiliare
di Tipo Chiuso"*

RENDICONTO AL 30/6/2010

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

***Relazione degli Amministratori
al Rendiconto al 30 giugno 2010***

1. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE	2
A. LA SITUAZIONE ECONOMICA	2
B. IL MERCATO IMMOBILIARE	3
C. IL MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI	7
2. DATI DESCRITTIVI DEL FONDO	8
A. IL FONDO ALPHA IN SINTESI	9
B. LA CORPORATE GOVERNANCE	9
C. LA STRUTTURA FINANZIARIA	13
3. ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO E DELLE DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO	14
A. L'ATTIVITÀ DI GESTIONE	14
B. POLITICHE DI INVESTIMENTO E DI DISINVESTIMENTO	17
4. EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA VERIFICATISI NEL SEMESTRE	19
5. LINEE STRATEGICHE CHE SI INTENDONO ADOTTARE PER IL FUTURO	20
6. ILLUSTRAZIONE DEI RAPPORTI INTRATTENUTI NEL PERIODO CON ALTRE SOCIETÀ DEL GRUPPO DI FIMIT SGR	21
7. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE	21
8. OPERATIVITÀ POSTA IN ESSERE SU STRUMENTI FINANZIARI E SU STRUMENTI DERIVATI	21
9. PERFORMANCE DEL FONDO, ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA SUL MERCATO E INDICATORI DI REDDITIVITÀ E FINANZIARI	22
10. PROVENTI POSTI IN DISTRIBUZIONE	23
11. ALTRE INFORMAZIONI	25

1. Andamento del mercato immobiliare

A. La situazione economica

La recente crisi finanziaria, scaturita dall'accumularsi di eccessi speculativi, ha pesantemente condizionato le dinamiche immobiliari di tutte le economie occidentali. La dimensione globale della finanza e l'ormai evidente integrazione ed interdipendenza dei mercati hanno, infatti, determinato inevitabili ricadute su un settore, che già mostrava segnali di fragilità. Spinto da un quadro macroeconomico di evidente favore, il settore immobiliare aveva visto gonfiare quotazioni e transazioni per circa un decennio, archiviando di fatto la pesante fase recessiva, che lo aveva caratterizzato per gran parte degli anni '90. Proprio quando erano già apprezzabili le avvisaglie di un imminente epilogo della fase espansiva ed i più ottimisti preconizzavano l'approssimarsi di un *soft landing* per un mercato ormai saturo, si è abbattuto sul settore il ciclone finanziario, che ha avuto nella vicenda dei mutui *subprime* americani niente più che un innesco in un contesto evidentemente esplosivo. L'emotiva identificazione dei mutui *subprime* come causa del crollo, associata all'indissolubile legame stabilitosi negli anni del *boom* dell'indebitamento ed espansione immobiliare, ha finito per rinsaldare il legame tra le dinamiche di settore e la congiuntura economica generale. Si tratta di un fenomeno globale a cui neanche i Paesi connotati da una finanziarizzazione relativamente blanda hanno potuto in qualche modo sottrarsi. Di conseguenza, realtà come l'Italia, pur forti di una posizione solida in materia di crediti immobiliari e teoricamente al riparo da una crisi endogena e strutturale, sono risultate evidentemente esposte al tracollo finanziario statunitense. La percezione di rischiosità degli impieghi interbancari ha, infatti, enormemente accresciuto l'onerosità dei finanziamenti, imponendo politiche di razionamento del credito, che non potevano non avere pesanti riflessi sul mercato immobiliare. Se dal punto di vista dei livelli di attività le conseguenze sono risultate da subito eclatanti, sotto il profilo dei prezzi la rigidità dell'offerta e la modesta diffusione di eccessi hanno rallentato l'avvio delle spirali recessive che hanno, invece, interessato molti Paesi occidentali, quali Stati Uniti, Gran Bretagna, Irlanda, Spagna e, in misura minore, Francia e Danimarca¹.

Secondo DTZ Italia S.p.A., infatti, il peggio per il mercato degli investimenti è passato. Lo *stock* di denaro che verrà investito globalmente sul *real estate* crescerà del 5% nel 2010, un piccolo incremento anche se significativo rispetto al difficile anno 2009. La Gran Bretagna segnerà un +8% con i valori che stanno riprendendo. La Cina a fine 2011 sarà il secondo più grande mercato immobiliare mondiale, dietro solo agli Stati Uniti e prima di Giappone e Gran Bretagna. Dato molto significativo considerato che nel 2007 la Cina era in questa classifica fuori dalle *top*

¹ Nomisma: "Il Rapporto sulla finanza immobiliare 2010"

five. Quello che è interessante è che buona parte dei mercati considerati profittevoli dal punto di vista degli investimenti si trovano nell'Europa Continentale, ancora più che negli USA o in Asia. Queste stime positive si inseriscono in un quadro più ampio di quello prettamente immobiliare che stiamo analizzando ma che, come si è detto, ha importanti riflessi sullo stesso.

Infatti, secondo i più importanti osservatori, già dal secondo trimestre dell'anno appena passato, la produzione globale aveva ripreso a crescere e le analisi più recenti sono caratterizzate per la presenza di un ottimismo crescente. Non a caso, nel corso del 2010, le stime dell'*output* mondiale del Fondo Monetario Internazionale sono state corrette al rialzo, una circostanza verificatasi di rado negli ultimi due anni (dal -1,1 al -0,8% tra ottobre e gennaio, fino al -0,6% dell'ultimo rapporto mondiale di aprile). Indicazioni analoghe arrivano dall'OCSE, i cui indici di sintesi mostrano evidenti segnali di miglioramento. La ripresa sarà sicuramente lenta, ma l'inversione di tendenza è ormai evidente e nel 2010, proprio secondo le più recenti previsioni, la dinamica del PIL mondiale tornerà positiva, con un aumento intorno al 4%. Si può, quindi, affermare che, nonostante la crisi sia stata più rapida e più dura del previsto, essa potrebbe durare molto meno di quanto preventivato.

B. Il mercato immobiliare

Per quanto riguarda gli investimenti immobiliari in Italia, secondo quanto riportato nell'ultimo report di Jones Lang LaSalle, nel 2009 il volume degli investimenti diretti nel settore immobiliare in Italia è risultato di circa 3,5 miliardi di euro, con una contrazione del 10% rispetto al 2008.

Nello stesso periodo in Europa la contrazione ha quasi raggiunto il 40%, con un volume totale che ha sfiorato 70 miliardi di euro. Il settore degli uffici ha rappresentato ancora una volta il *target* preferito dagli investitori con il 43% del totale degli investimenti, seguito dal settore *retail* che, con il 39% del totale, ha mostrato una decisa ripresa rispetto al 2008. I settori che hanno sofferto maggiormente gli effetti negativi della crisi sono stati i settori della logistica e degli hotel, che hanno intercettato rispettivamente il 6% e il 7% del volume totale investito.

Roma e Milano hanno attratto il 54% del volume totale degli investimenti effettuati in Italia nel corso del 2009².

Un primo segnale in controtendenza proviene dal settore immobiliare residenziale. Nel primo trimestre 2010 il mercato immobiliare abitativo in Italia, secondo i dati dell'Agenzia del Territorio, ha visto un'interruzione della caduta nel numero di abitazioni compravendute, dopo tre anni

² Jones Lang LaSalle: "Risultati del report sull'evoluzione degli investimenti nel settore immobiliare in Italia nel 2009"

consecutivi di calo che ha portato ad una flessione del mercato del 27,9% (tra il 2006 ed il 2009) in presenza, però, di una sostanziale tenuta dei prezzi di vendita.

L'aumento del 4,2% nel primo trimestre 2010 (confronto con i primi tre mesi del 2009) del numero di abitazioni compravendute potrebbe essere la manifestazione dell'esistenza di un fabbisogno di abitazioni espresso dalle famiglie, ostacolate, tuttavia, dalle incertezze economico-finanziarie legate alla crisi ed alla restrizione del credito.

Dagli studi dell'Ance risulta, infatti, che esiste un potenziale fabbisogno abitativo che ha evitato per l'Italia lo scoppio di una bolla immobiliare diversamente da quanto è accaduto in altri Paesi Europei, come ad esempio in Spagna, che ha visto una produzione di nuove abitazioni ampiamente superiore ai concreti fabbisogni delle famiglie.

Per quanto riguarda il mercato immobiliare nel suo complesso, il primo trimestre 2010 mostra chiaramente un'inversione di tendenza rispetto a quanto rilevato negli ultimi tre anni. Il tasso tendenziale del numero di transazioni normalizzate per l'intero settore immobiliare (variazione percentuale del I trimestre 2010 sul I trimestre 2009) mostra, infatti, un segno positivo: 3,4%³.

Andamento trimestrale compravendite 2009- I trimestre 2010 + tasso tendenziale annuo (I 2009/ I 2010)

	I trimestre 2009	I trimestre 2010	Var.% I 2009/ I 2010
Residenziale	136.115	141.770	4,2%
Terziario	3.455	3.409	- 1,3%
Commerciale	8.730	8.677	-0,6%
Produttivo	2.529	2.525	-0,2%
Pertinenze	108.164	110.373	2,0%
Altro	40.905	43.193	5,6%
Totale	299.898	309.947	3,4%

Complessivamente, nel I trimestre 2010, si sono avute 309.947 compravendite e gli andamenti si differenziano sensibilmente per i diversi settori. In particolare, andamenti positivi si registrano per il 'residenziale' (4,2%), le 'pertinenze' che annoverano posti auto e magazzini (5,6%) e per le tipologie contemplate in 'altro' (5,6%).

Appare, invece, ancora frenato il settore non residenziale. Il settore commerciale e quello produttivo – con, rispettivamente, -0,6% e -0,2% – risultano oramai alla fine del ciclo negativo assumendo valori tendenziali di sostanziale stazionarietà. Il mercato del terziario registra una variazione di -1,3%, che, sebbene modesta, segnala una perdurante incertezza nelle dinamiche che hanno contraddistinto il mercato immobiliare del settore.

Settore residenziale: analizzando con maggior dettaglio il settore residenziale per macro-aree geografiche, risulta evidente che, nel I trimestre 2010, si verifica un recupero in tutte le aree. In

³ Agenzia del Territorio: "Nota trimestrale: andamento del mercato immobiliare nel primo trimestre 2010"

particolare, continua il sensibile recupero (7,9%) per le regioni del Centro, già iniziato nel trimestre precedente.

Volumi compravendite città e province I trimestre 2009 – I trimestre 2010

Città	I trimestre 2009	I trimestre 2010	Var. % I 2009 / I 2010
ROMA	6.543	7.562	15,6%
MILANO	3.888	4.288	10,3%
TORINO	2.643	2.583	-2,3 %
GENOVA	1.468	1.541	4,9%
NAPOLI	1.408	1.636	16,2 %
PALERMO	1.217	1.331	9,4%
BOLOGNA	967	1.044	8,0 %
FIRENZE	892	1.068	19,7%
Totale	19.026	21.053	10,7%
Resto provincia	I trimestre 2009	I trimestre 2010	Var. % I 2009 / I 2010
ROMA	3.934	4.289	9,0%
MILANO	7.764	7.740	-0,3%
TORINO	3.631	3.550	-2,2%
GENOVA	681	809	18,8%
NAPOLI	2.550	2.672	4,8%
PALERMO	1.161	1.195	2,9%
BOLOGNA	1.680	1.736	3,3%
FIRENZE	1.335	1.366	2,3%
Totale	22.736	23.357	2,7%

Settore terziario: il settore terziario, ossia gli uffici più gli istituti di credito, risulta nuovamente in calo (-1,3% mediamente) dopo un trimestre (il IV 2009) in cui aveva avuto una leggera crescita. Tale contrazione del mercato è dovuta al tasso tendenziale decisamente negativo che si registra nelle regioni del Centro (-16% circa), mentre il settore terziario è in leggera crescita nel Nord (1,8%) e, soprattutto, nel Sud (6,8%).

Nel primo trimestre 2010 nelle principali province si è avuto un leggero incremento dell'1% rispetto al 2009. In realtà, sono solo tre le province in aumento – Napoli (55%), Torino (99%) e Bologna (3,8%) – mentre le altre risultano in calo più o meno accentuato.

Settore commerciale e turistico: il settore commerciale (di cui fanno parte negozi, laboratori, centri commerciali ed alberghi) dopo un biennio di continua decrescita, mostra qualche segnale positivo. Mediamente risulta in leggerissima decrescita (-0,6%), ma tale calo nel I trimestre 2010 è da attribuirsi solo alle regioni del Nord (in cui si concentra il 50% circa del mercato) dove il mercato del settore commerciale subisce un ulteriore calo (-5,3%). Nelle altre regioni, invece, il tasso tendenziale è in recupero: 1,9% per il Centro e 5,9% per il Sud. Complessivamente, rispetto al primo trimestre 2009, il mercato si è contratto del 30% circa anche per questo settore.

Per quanto riguarda il settore turistico conviene ricordare che In Italia il sistema turismo contribuisce per il 9,7% alla formazione del PIL per un ammontare complessivo di oltre 147 miliardi di euro ed una occupazione complessiva di circa 2,3 milioni di unità, nell'ordine quindi del 10% del totale. Il legame tra immobiliare e turismo si gioca su tre diversi ambiti "immobiliari":

le seconde case di vacanza; le strutture immobiliari per l'ospitalità (alberghi, campeggi, *bed and breakfast*, ecc.) ed il territorio (infrastrutture, impianti sportivi e per il tempo libero, strutture congressuali, monumenti, paesaggio, ecc.).

Dopo un anno non facile per il settore turistico, che tuttavia ha tenuto più di altri, le previsioni per il 2010 parlano di oltre 1 miliardo di turisti nel mondo che si muovono e soggiornano per affari o per godere dei capolavori artistici, architettonici e naturali. Si stima che al 2020 saliranno a circa 1 miliardo e 600 milioni. Un giro d'affari internazionale che per il 2009 si è attestato a oltre 7 mila miliardi di dollari con un'incidenza del 9,4% sul PIL mondiale, che sale al 9,9% sul PIL europeo (con una previsione di crescita costante del 2,7% all'anno per i prossimi dieci anni) e all'11% su quello italiano. Ancora, un comparto che impiega 220 milioni di persone nel mondo e 2 milioni e mezzo solo in Italia.

Nel 2009, per il secondo anno consecutivo, il volume delle transazioni alberghiere in Europa, Medio Oriente e Nord Africa (EMEA) ha registrato un andamento negativo. Il volume complessivo raggiunto durante lo scorso anno è di 3,1 miliardi di euro, che corrisponde ad un calo del 61% rispetto all'anno precedente, meno di un quinto rispetto al picco del mercato del 2007 (21,4 miliardi di euro).

Il Regno Unito, *leader* storico in Europa nelle transazioni alberghiere, è stato il mercato maggiormente colpito, registrando un volume di soli 391 milioni di euro, in netto calo rispetto ai due miliardi di euro registrati nel 2008 ed ai 7,6 miliardi di euro realizzati nel 2007. La Francia ha registrato il livello di investimenti nel settore alberghiero più alto nella zona EMEA con 708 milioni di euro, seguita da Spagna e Germania rispettivamente con 359 milioni di euro e 338 milioni di euro.

Secondo Jones Lang LaSalle Hotels, nel corso del 2009 i valori degli alberghi nelle principali città della zona EMEA è diminuito tra il 20% ed il 50%. I prezzi degli alberghi però sono rimasti relativamente alti, soprattutto in città come Londra e Parigi, dove la domanda degli investitori è ancora forte⁴.

In Italia il ritardato arrivo della crisi induce a ritenere che gli effetti complessivi della recessione sul comparto turistico risulteranno, in media, più attenuati rispetto agli altri segmenti di mercato, potendo beneficiare dell'opportunità di agganciare il treno della ripresa, che dovrebbe iniziare la sua marcia nel corso del 2011.

La stretta creditizia messa in atto dall'intero sistema bancario ha, tuttavia, penalizzato quel 40% di italiani che faceva ricorso ad un mutuo per acquistare la seconda casa, facendo registrare

⁴ Jones Lang LaSalle Hotels: "Investimenti alberghieri 2009"

un decremento del finanziato a circa il 25%. Malgrado ciò, il mercato immobiliare turistico tiene e continua l'aumento degli immobili messi in vendita (7,2%).

Settore produttivo: il settore produttivo (comprendente capannoni ed industrie) mostra andamenti simili nelle macro-aree del Nord (-4,5%) e del Centro (-4,7%) con un tasso tendenziale ancora negativo nel primo trimestre 2010, mentre nelle regioni del Sud si evidenzia un andamento decisamente positivo (28,2%). Si conferma, inoltre, che questo mercato è molto più presente nel Nord, dove si concentra quasi il 70% delle compravendite.

Complessivamente anche questo mercato si è contratto del 30% circa rispetto al primo trimestre 2009.

C. Il mercato dei fondi immobiliari

Dopo due anni di recessione, i primi mesi del 2010 sono stati caratterizzati da diversi segnali di ripresa nel settore immobiliare, anche se perdura una situazione delicata. Il 2009 si è chiuso con un ampliamento del settore del risparmio gestito nell'immobiliare. Il patrimonio delle diverse forme di strumenti immobiliari (quotati, non quotati, chiusi, aperti, *Reit*) è salito a 1.390 miliardi di euro, che rappresentano una crescita del 6,9% rispetto all'anno precedente.

In generale, i *Reit* hanno reagito positivamente alle difficoltà dei mercati con numerosi investimenti, approfittando delle occasioni presenti sul mercato in seguito al diffuso calo dei valori immobiliari. Nell'ambito dei *Reit*, l'andamento è stato diversificato a seconda dei mercati e delle località: a fronte di un lieve miglioramento in Europa, Stati Uniti e Australia, emerge l'ottima *performance* dei Paesi asiatici.

I fondi immobiliari, invece, hanno seguito una politica più prudente, effettuando un numero limitato di acquisti e, anzi, alienando quote di patrimonio al fine di reperire liquidità. Fanno eccezione i fondi aperti tedeschi, che sono stati i principali compratori in Europa.

In Europa sono operativi circa 1.100 strumenti, con un patrimonio complessivo di 590 miliardi di euro, in lieve calo rispetto all'anno scorso. La quota maggiore appartiene ai fondi non quotati, seguiti a breve distanza dai *Reit*, mentre i fondi quotati rappresentano la minoranza.

In Italia a fine 2009 erano operativi 266 fondi (erano 29 nel 2004), con un aumento del 13,4% rispetto all'anno precedente, con un patrimonio immobiliare di 40,6 miliardi di euro: si tratta del terzo patrimonio a livello europeo, dopo Germania e Olanda, con la crescita più veloce dell'ultimo decennio. Il rendimento medio annuo è stato dell'1,3%, ma con forti oscillazioni tra i diversi fondi. Il NAV (valore del patrimonio netto) è di 31,2 miliardi di euro a fine 2009 e le stime sono di una crescita, nel 2010, a 36,4 miliardi di euro. Il patrimonio immobiliare detenuto direttamente è previsto in crescita a 45 miliardi di euro per la fine di quest'anno, mentre

l'indebitamento di tutto il sistema fondi ammontava a 22,7 miliardi di euro a fine 2009, previsti a 24,5 miliardi di euro per fine 2010.

Secondo le previsioni di Scenari Immobiliari si apre ora una nuova fase per i fondi *real estate* italiani che sarà caratterizzata da un'ulteriore elevata crescita numerica. Tra dieci anni l'Italia sarà il primo Paese in Europa, ma con caratteristiche diverse da quelle attuali. Si assisterà, infatti, ad una concentrazione degli operatori con acquisizioni e fusioni. Aumenterà poi la dimensione media dei fondi, ora intorno ai 150 milioni di euro, cioè pari a 3-4 immobili in portafoglio. Infine, ci sarà anche la spinta del federalismo demaniale, che favorirà lo strumento dei fondi.

Fondi operativi in Italia al 31 dicembre 2009⁵

	<i>Retail</i>	<i>Riservati</i>	<i>Totale</i>
Ad apporto			
No	21	24	45
Sì	6	216	222
Totale	27	240	267

2. Dati descrittivi del Fondo

	Apporto (1/3/2001)	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	30/06/2010
Valore complessivo netto del fondo (Euro/mln)	259,688	367,024	399,778	386,257	390,974	390,010	394,774	402,859	393,513	408,405	408,100
Numero quote	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875	103.875
Valore unitario delle quote (Euro)	2.500	3.533	3.849	3.718	3.764	3.755	3.800	3.878	3.788	3.932	3.929
Prezzo quotazione borsa (Euro)	-	-	2.365	2.450	2.905	3.081	3.070	3.660	1.950	2.400	2.310
Debiti bancari (Euro/mln)	-	-	46,422	62,945	64,377	70,201	53,952	74,604	88,502	116,692	106,385
Utile d'esercizio (Euro/mln)	-	-	32,753	26,160	40,917	28,754	30,960	31,573	3,685	19,857	5,616
Proventi distribuiti ^(*) (Euro/mln)	-	-	39,680	23,684	28,534	26,239	25,081	19,466	5,630	10,886	-
Rimborsi (Euro/mln)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimonio immobiliare (Euro/mln)	246,701	320,849	391,850	434,925	445,504	440,529	428,722	446,038	467,006	475,967	452,101
LTV (%)	0%	0%	12%	14%	14%	16%	13%	17%	19%	25%	24%
Numero immobili	27	26	24	24	23	21	19	19	20	20	18
Destinazioni d'uso prevalenti	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale	ufficio uso speciale commerciale
Mq lordi	417.156	415.767	431.686	442.555	372.716	364.164	313.404	312.891	321.829	321.829	312.848

(*) Trattasi di proventi distribuiti maturati nel periodo.

⁵ Nomisma su dati Assogestioni e Banca d'Italia

A. Il Fondo Alpha in sintesi

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

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

B. La Corporate Governance

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

Attualmente, il Consiglio di Amministrazione è composto da undici membri, di cui cinque sono Amministratori Indipendenti.

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

Inoltre, gli Amministratori Indipendenti devono essere in possesso degli ulteriori requisiti di professionalità stabiliti nel Regolamento Interno degli Amministratori Indipendenti, approvato, da ultimo, con delibera consiliare del 13 maggio 2010.

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

Il Regolamento Interno degli Amministratori Indipendenti prevede che questi per un anno dalla cessazione della carica non possano intrattenere significativi rapporti di affari o professionali, né avere un rapporto di lavoro subordinato con la SGR, con società controllanti o con società da questa controllate, ad essa collegate o sottoposte a comune controllo, né con gli Amministratori Esecutivi.

Ai sensi dello Statuto, tale Regolamento definisce altresì in maniera puntuale le attribuzioni rimesse alla competenza degli Amministratori Indipendenti, anche alla luce dei principi raccomandati nel "Protocollo di Autonomia per le Società di Gestione del Risparmio" adottato da Assogestioni – Associazione italiana del risparmio gestito ("Protocollo Assogestioni"), recepito dalla Fimit SGR, che ha adottato un Protocollo di Autonomia, modificato, da ultimo, con delibera consiliare assunta in data 11 dicembre 2008, anche al fine di tener conto delle disposizioni del Regolamento della Banca d'Italia e della Consob approvato con delibera del 29 ottobre 2007 (il "Regolamento Congiunto").

In particolare, agli Amministratori Indipendenti sono demandati compiti attinenti alla prevenzione di eventuali situazioni di potenziale conflitto di interessi.

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

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

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

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

Nella seduta del 13 maggio 2010, il Consiglio di Amministrazione ha istituito, al suo interno, un Comitato Esecutivo, attualmente composto da cinque membri, e ha approvato il relativo Regolamento Interno.

Nella medesima riunione, il Consiglio di Amministrazione ha altresì istituito un comitato, denominato "Comitato di Supervisione dei Rischi e dei Controlli", composto da tre Amministratori Indipendenti in possesso degli specifici requisiti di professionalità previsti nel relativo Regolamento Interno approvato dal Consiglio di Amministrazione, ulteriori rispetto a quelli individuati, in via generale, per gli esponenti aziendali dalla normativa di settore. A tale Comitato è rimesso il compito di individuare i presidi per la gestione di eventuali situazioni di potenziale conflitto con l'interesse dei partecipanti ai fondi gestiti dalla SGR nonché di sovrintendere all'attuazione degli indirizzi e delle politiche in materia di gestione dei rischi, controllo di conformità e revisione interna determinati dal Consiglio di Amministrazione. Il Comitato riferisce al Consiglio di Amministrazione sulle attività svolte con periodicità almeno semestrale, formulando altresì, ove del caso, le proprie raccomandazioni.

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

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

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

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

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

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

In aggiunta alle strutture di *corporate governance* applicabili alle società di gestione del risparmio in virtù delle disposizioni codicistiche e del TUF ed a quelle sopra specificamente riportate, si evidenzia che il Consiglio di Amministrazione della Fimit SGR ha ritenuto opportuno avvalersi di un ulteriore presidio a tutela degli investitori in relazione al Fondo Alpha, mediante l'istituzione di un Comitato Investimenti avente funzione consultiva, composto da cinque

membri designati dal Consiglio di Amministrazione della Fimit SGR tra soggetti esterni alla Società e dotati di comprovata esperienza nel settore immobiliare e/o finanziario. Le spese inerenti al funzionamento del Comitato Investimenti sono a carico della SGR.

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

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

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

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

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

C. La Struttura finanziaria

A seguito dell'attività di ristrutturazione del debito finanziario, avviata a fine 2008, il Fondo possiede attualmente 5 contratti di finanziamento:

- i. un finanziamento ipotecario di 50 milioni di euro, concesso da UniCredit MedioCredito Centrale S.p.A. in data 1° maggio 2003 e scadenza 1° febbraio 2013, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Via Casal Lumbroso n. 77; il debito residuo al 30 giugno 2010 è di 17.021.370 euro;

- ii. un finanziamento ipotecario di 13,5 milioni di euro, concesso da Aereal Bank AG in data 15 giugno 2003 e scadenza il 15 giugno 2019, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Via Tor Cervara n. 285; il debito residuo al 30 giugno 2010 è di 8.413.133 euro;
- iii. un finanziamento ipotecario di 20 milioni di euro, concesso da Barclays Bank PLC in data 27 febbraio 2009 e scadenza il 28 febbraio 2014, con ipoteca sugli immobili siti in Roma, Via Cavour n. 5 e Via Capitan Bavastro n. 92; il debito residuo al 30 giugno 2010 è di 16.000.000 euro;
- iv. un finanziamento ipotecario di 9,950 milioni di euro, concesso da Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A. in data 30 aprile 2009 e scadenza il 31 marzo 2014, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Via Ippolito Nievo nn. 25-38; il debito residuo al 30 giugno 2010 è di 9.950.000 euro;
- v. un finanziamento ipotecario di 70 milioni di euro, concesso da Banca Intesa Sanpaolo S.p.A.(ora Banca Imi S.p.A.) in data 21 luglio 2009 e scadenza il 21 luglio 2012, con ipoteca su diversi immobili di proprietà del Fondo; il debito residuo al 30 giugno 2010 è di 55.000.000 euro.

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

Alla data del 30 giugno 2010, la leva finanziaria utilizzata dal Fondo ammonta al 23,53% del valore di mercato dei beni immobili alla stessa data. Si evidenzia che tale percentuale è ampiamente al di sotto del livello massimo consentito dalla vigente normativa (60% del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari, più un ulteriore 20% del valore degli altri beni).

La liquidità disponibile alla data del 30 giugno 2010 è di 25,486 milioni di euro (al 31 dicembre 2009 era di 14,588 milioni di euro).

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

A. L'attività di gestione

La gestione ordinaria del Fondo Alpha Immobiliare nel corso del primo semestre dell'anno 2010 è stata caratterizzata dalle attività di seguito descritte.

Contratti di locazione

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

Nel corso del semestre, a causa della perdurante sfavorevole situazione economica, sono pervenute al Fondo alcune ulteriori richieste di recesso per "gravi motivi" (ex art. 29 della Legge n. 392/1978) da parte di conduttori privati in difficoltà.

Al 30 giugno 2010, la superficie locabile lorda totale degli immobili in portafoglio ammonta a 312.848 mq, di cui 237.514 mq locati. Risulta, quindi, messo a reddito il 75,92% delle consistenze degli immobili del Fondo. Al 31 dicembre 2009, invece, la superficie locabile lorda totale degli immobili in portafoglio era di 321.829 mq, di cui 265.341 mq locati. A tale data, risultava a reddito l'82,45% delle superfici. La differenza di superficie complessiva è dovuta alle vendite dell'edificio sito in Roma, Via Colombo n. 70 e dell'appartamento sito in Roma, Via Vitruvio n. 43. Rispetto alla situazione rilevata in occasione del rendiconto 2009, la percentuale di consistenze locate è decrementata, a seguito del rilascio da parte del conduttore dell'immobile sito in Roma, Via Longoni n. 3.

Alla data del 30 giugno 2010, risultano vigenti n. 92 posizioni locative (contratti di locazione ed indennità di occupazione), di cui 79 riferite a conduttori privati e 13 afferenti alla Pubblica Amministrazione. Nel corso del primo semestre 2010, sono cessati 9 contratti e ne sono stati stipulati 5 nuovi. I rapporti locativi con la Pubblica Amministrazione hanno generato una quota parte del 61% sul complessivo dei canoni di locazione del periodo di riferimento.

L'importo dei canoni di competenza del primo semestre dell'anno 2010 ammonta a 14,957 milioni di euro, mentre il valore contrattuale annuo delle posizioni in essere alla data del 30 giugno 2010 risulta di 30,469 milioni di euro. Il valore contrattuale annuo delle posizioni al 31 dicembre 2009, invece, era di 32,971 milioni di euro.

In merito al centro commerciale "Raffaello" sito in Roma, Via Longoni n. 3, si ricorda che nel mese di dicembre 2008 il conduttore aveva trasmesso la formale disdetta del rapporto di locazione. Il conduttore, che occupava l'ipermercato e sublocava tutti gli esercizi della *shopping mall* in virtù di contratti di locazione e di affitto di ramo d'azienda, in data 29 dicembre 2009, ha riconsegnato l'immobile alla proprietà. Sono attualmente in corso le verifiche per l'adozione di misure finalizzate alla rivitalizzazione delle attività commerciali del complesso. In particolare, sono stati contattati i maggiori operatori della grande distribuzione, locali e nazionali, anche al fine di verificare il più opportuno *format* commerciale del centro. Inoltre,

parallelamente, sono state avviate consulenze specialistiche per indagare il potenziale di sviluppo e trasformazione delle consistenze del complesso.

Si rammenta che nel mese di dicembre 2008, al Fondo era pervenuta una richiesta di recesso da parte del conduttore principale dei Palazzi Volta e Galilei siti nel centro direzionale "Milano 3" in Basiglio, un primario gruppo farmaceutico. In considerazione del contratto di locazione, prevedente la facoltà di rilascio, e del contesto locativo non favorevole, sono stati finalizzati accordi prevedenti la restituzione di parte delle consistenze e la stipula di un nuovo contratto decorrente dal giorno 28 dicembre 2009. In virtù di quanto sopra, il canone corrisposto dal conduttore si è sensibilmente ridotto.

Si segnala, infine, che nel corso del semestre è stata finalizzata la trattativa con il conduttore principale dell'immobile sito ad Assago, denominato Palazzo "B5", un primario gruppo operante nel campo della logistica internazionale. A seguito della liberazione di un piano dell'immobile da parte di un conduttore minore, al gruppo sono state locate tutte le consistenze ad uso ufficio presenti nell'edificio stesso, in virtù di un contratto novativo decorrente dal 24 aprile 2010, prevedente un canone di locazione allineato con le attuali condizioni del mercato.

Crediti verso locatari

Si rammenta che al 31 dicembre 2009, l'importo dei crediti verso conduttori per fatture emesse, al netto delle fatture da emettere e dei debiti, risultava di circa 16,622 milioni di euro, facendo registrare un decremento del 5,1% rispetto alla situazione risultante dal rendiconto al 30 giugno 2009. L'importo dei crediti per fatture scadute da oltre 30 giorni si attestava a circa 13,952 milioni di euro, di cui circa 12,127 milioni di euro – l'86,9% del credito maturato – imputabili alla Pubblica Amministrazione (e di questi, per la maggior parte, al Ministero dell'Economia e delle Finanze).

Alla data del 30 giugno 2010, l'importo dei crediti verso conduttori per fatture emesse, al netto delle fatture da emettere e dei debiti, è di circa 19,017 milioni di euro, facendo rilevare un incremento del 14,4% rispetto al dato rilevato in sede di rendiconto 2009. I crediti per fatture scadute da oltre 30 giorni sono pari a 17,233 milioni di euro. Di tale importo, circa 14,812 milioni di euro – pari al 86,0% del totale – è ascrivibile ai conduttori pubblici e di questi, per la maggior parte, al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Al 30 giugno 2010, risultano avviate azioni giudiziali per un ammontare complessivo di 28,765 milioni di euro, a fronte delle quali sono stati recuperati 14,810 milioni di euro circa, corrispondenti al 51,5% dell'importo oggetto di decreto ingiuntivo. In particolare, nel secondo trimestre dell'anno 2010, sono state attivate azioni di recupero giudiziale dei crediti per un totale di 4,93 milioni di euro.

L'esposizione creditizia verso i conduttori del Fondo permane elevata. Si conferma, quale componente principale, l'andamento crescente della morosità dei conduttori pubblici, mentre si registra il ritardo nei tempi di pagamento del canone anche da parte di alcuni conduttori privati che continuano a risentire della sfavorevole congiuntura economica.

Per contrarre i tempi di pagamento dei crediti insoluti, il Fondo continua a perseguire il sistematico ricorso alle procedure giudiziali di recupero della morosità.

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

Manutenzioni Straordinarie (Capex)

Nel corso del primo semestre 2010 sono proseguite le opere di manutenzione straordinaria e di messa a norma e miglioria di alcuni edifici, in linea con il piano degli interventi di adeguamento funzionale e normativo previsti dal *budget* relativo all'anno 2010. Il totale dei costi capitalizzati, per opere e lavori eseguiti, nel corso del semestre e fino alla data del 30 giugno 2010, è stato di 2,5 milioni di euro circa. Il fabbricato che ha comportato maggior oneri di spesa è stato quello sito in Roma, Via del Giorgione nn. 59-63.

B. Politiche di investimento e di disinvestimento

Nel corso del primo semestre dell'anno 2010 è proseguita l'attività di analisi, di valutazione e di studio di opportunità di investimento con l'obiettivo di migliorare l'*asset allocation* e le *performance* del Fondo, mentre non sono stati effettuati investimenti.

In data 21 gennaio 2010, è stata perfezionata la vendita dell'appartamento sito in Milano, Via Vitruvio n. 43, ad un valore di 145.000 euro.

Il giorno 11 febbraio 2010 è stato dismesso l'immobile sito in Roma, Via Cristoforo Colombo n. 70, ad un prezzo di 25,5 milioni di euro. L'acquirente è la Medioleasing S.p.A., nominata dalla Andromeda S.r.l., già intervenuta nel preliminare di vendita, che agisce in veste di parte utilizzatrice, avendo sottoscritto un contratto di locazione finanziaria del cespite. Oltre al prezzo, a fronte della dilazione di pagamento delle rate di acconto previste dal contratto preliminare, la società acquirente ha riconosciuto interessi attivi al Fondo.

Nel corso del semestre sono proseguite le attività per la riqualificazione del complesso degli edifici siti in Roma, Via Colombo n. 44 e Via Capitan Bavastro n. 174, finalizzate al rinnovo del contratto locazione con l'attuale conduttore, il Ministero dell'Ambiente, della Tutela del Territorio e del Mare, insediato negli immobili in regime di indennità di occupazione. Inoltre, nel mese di maggio 2010, il complesso è stato candidato all'"Indagine di mercato immobiliare per

l'individuazione di un immobile da condurre in locazione ed adibire a sede ministeriale", promossa dal Ministero stesso. Gli esiti di tale Indagine non sono ancora noti.

Riguardo al complesso sito in Roma, Vicolo del Casal Lumbroso n. 77, già rilasciato dalla Scuola Allievi Agenti di Polizia nel mese di aprile 2007, si informa che è stato conferito un incarico ad un *developer* finalizzato alla riqualificazione del complesso attraverso il cambio di destinazione d'uso. Il complesso è stato, inoltre, candidato a residenza per studenti universitari, a seguito del bando di gara promosso dall'Università degli studi di Roma "La Sapienza". L'offerta è stata presentata nel mese di marzo 2010.

Si specifica, infine, che il Documento di Programmazione del Fondo per l'anno 2010, prevede il disinvestimento di alcuni immobili.

Partecipazioni in società immobiliari

Si rammenta che il Fondo Alpha detiene una partecipazione di controllo nella "Da Vinci S.r.l.", con una quota del 25%.

La "Da Vinci S.r.l." è stata costituita in data 11 aprile 2007 ed è partecipata in quote paritetiche da quattro fondi gestiti dalla SGR, tra cui appunto il Fondo Alpha. Essa è proprietaria di un lotto edificabile presso la "Nuova Fiera di Roma", in località Ponte Galeria e sta ponendo in essere le attività di sviluppo finalizzate alla costruzione del complesso immobiliare denominato "Da Vinci Center".

Si ricorda che lo scorso anno detta società, in accordo con la banca finanziatrice del progetto, ha affidato alla società di intermediazione Cushman & Wakefield un incarico in esclusiva di durata annuale, con possibilità di rinnovo, finalizzato alla ricerca di opportunità di locazione e/o vendita del complesso immobiliare. Tale incarico è giunto a scadenza in data 30 giugno 2010.

Stante la buona collaborazione avviata con Cushman & Wakefield, in considerazione delle trattative in essere e per dare continuità alle attività di promozione già intraprese, attesa la necessità di accelerare la commercializzazione del complesso direzionale in concomitanza con l'ultimazione dei lavori, in data 14 luglio 2010 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato di rinnovare l'incarico a Cushman & Wakefield in *co-agency* con un'altra società di intermediazione.

In data 22 dicembre 2009, per il tramite dell'attività di mediazione svolta da CB Richard Ellis S.p.A. è stato sottoscritto un contratto di locazione con la Axus Italiana S.r.l. avente ad oggetto una parte degli uffici per una superficie lorda complessiva di circa 4.330 mq (3.932 netti) – allo stato attuale del progetto – oltre a 315 mq lordi di magazzini e 140 posti auto. La consegna degli spazi al conduttore è stata effettuata in data 15 luglio 2010 e la durata del contratto sarà di 6

anni con la possibilità di procedere al rinnovo per un ulteriore sessennio. Il canone di locazione annuo è di 1,1 milioni di euro, corrisposto in rate mensili, con decorrenza del primo pagamento a far data dal 15 settembre 2010.

Alla fine del mese di giugno, le strutture portanti del complesso direzionale e le opere di realizzazione delle facciate vetrate risultano ormai completate (ad eccezione delle strutture di copertura del corpo basso con destinazione d'uso servizi che sono in fase di montaggio e che verranno, presumibilmente, ultimate solo a valle dell'individuazione di un gestore del centro servizi).

Le opere impiantistiche risultano completate per il 97,5% circa, mentre le opere edili risultano realizzate per il 95% circa.

La fine dei lavori è prevista per il 30 settembre 2010.

Con riferimento al mancato completamento dei lavori entro il 30 giugno 2010, così come previsto dagli obblighi del contratto di finanziamento, la banca finanziatrice ha comunicato nel mese di luglio di voler concordare quanto prima le azioni da intraprendere al fine di contrattualizzare la nuova data di completamento lavori ed eliminare l'"evento determinante" in essere.

4. Eventi di particolare importanza verificatisi nel semestre

In data 25 febbraio 2010 il Consiglio di Amministrazione ha approvato il rendiconto di gestione del Fondo al 31 dicembre 2009 ed ha deliberato la distribuzione dei proventi maturati nell'esercizio 2009, per un ammontare complessivo di 5.920.875 euro, corrispondenti a 57 euro per ciascuna delle 10.385 quote in circolazione; tale somma corrisponde alla totalità dei proventi distribuibili nell'esercizio, al netto dei proventi posti in distribuzione per il primo semestre 2009 (4.965.225 euro).

In data 10 maggio 2010 la Fimit SGR ha approvato il Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2010, redatto 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.

Cambio della Banca Depositaria

Il Consiglio di Amministrazione della Fimit SGR nella riunione del 10 maggio 2010 ha approvato in via generale la modifica del Regolamento di gestione del Fondo conseguente alla sostituzione nell'incarico di banca depositaria di Intesa Sanpaolo S.p.A. con State Street Bank S.p.A..

Con efficacia 17 maggio 2010 si è, infatti, perfezionato il conferimento delle attività di *securities*

services svolte dal Gruppo Intesa Sanpaolo nella società Intesa Sanpaolo Servizi Transazionali S.p.A. ("ISST") e la contestuale cessione della partecipazione detenuta in ISST a State Street Bank Luxembourg S.A., primario operatore internazionale nel comparto delle attività di *securities services*. Nel contesto di tale trasferimento, ISST ha modificato la propria denominazione sociale in State Street Bank S.p.A.

Pertanto, a seguito del conferimento del ramo d'azienda e della successiva cessione di ISST, a decorrere dal 17 maggio 2010, State Street Bank S.p.A. è subentrata nel ruolo di banca depositaria del Fondo Alpha.

5. Linee strategiche che si intendono adottare per il futuro

L'obiettivo che il Fondo si prefigge è quello di massimizzare il rendimento per i titolari delle quote, da realizzarsi eventualmente attraverso forme di investimento diversificate nel comparto immobiliare e dando luogo ad una politica commerciale più incisiva, anche in considerazione delle perduranti condizioni di mercato "riflessivo". Le strategie di vendita, aggiornate in sede di approvazione del Documento di Programmazione del Fondo Alpha per l'anno 2010, prevedono una tempistica volta a dotare il Fondo della liquidità da destinare alla riduzione dell'esposizione finanziaria ed alla distribuzione dei proventi.

Gli indirizzi di gestione di riferimento sono i seguenti:

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

Le politiche di medio-lungo periodo saranno orientate:

1. ad una gestione che permetta una distribuzione sistematica dei proventi ai portatori delle quote;

2. ad una pianificazione di *asset management* che operi con un orizzonte temporale anche inferiore agli anni residui procedendo, se del caso, a rimborsi anticipati cogliendo i picchi di mercato/opportunità.

6. Illustrazione dei rapporti intrattenuti nel periodo con altre società del Gruppo di Fimit SGR

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

7. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre

Non si sono verificati eventi significativi successivamente alla data di chiusura del presente Rendiconto.

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

Strumenti Finanziari

L'unico investimento in strumenti finanziari⁶ effettuato dal Fondo dall'avvio dell'operatività è avvenuto nell'anno 2004. In particolare, si rammenta che sono state sottoscritte, in data 29 giugno 2004, a seguito di apposita delibera consiliare del 17 giugno 2004, 28 quote del fondo comune di investimento immobiliare riservato ad investitori qualificati "Pirelli Re Office Fund Cloe" gestito da "Pirelli & C. Real Estate SGR S.p.A.", per un importo complessivo di 7 milioni di euro. Il valore della quota al 30 giugno 2010 è stato adeguato a quello risultante dal rendiconto semestrale del fondo alla medesima data.

Strumenti derivati

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

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

⁶ Non si considera qui la partecipazione nella "Da Vinci S.r.l." in quanto riferibile all'attività immobiliare

- 2012 e nozionale ammontante a 50 milioni di euro, ad un *cap rate* del 2,50%, con il pagamento di un premio *up front* di 430 mila euro e con decorrenza dal 31 dicembre 2009;
- in data 30 ottobre 2009, è stata acquistata un'opzione CAP, da Intesa Sanpaolo S.p.A. a fronte del finanziamento concesso al Fondo da Depfa Bank AG (ora Aareal Bank AG), con scadenza 15 giugno 2019 e nozionale ammontante a 8.405.758 euro del valore nominale del finanziamento, ad un *cap rate* del 3 %, con il pagamento di un premio *up front* di 405 mila euro e con decorrenza dal 15 giugno 2010;
 - in data 30 ottobre 2009 è stata acquistata un'opzione CAP, da Intesa Sanpaolo S.p.A. a fronte del finanziamento concesso al Fondo da MCC S.p.A. (ora UniCredit MedioCredito Centrale S.p.A.), con scadenza 1° febbraio 2013 e nozionale pari a 18.474.115 euro del valore nominale del finanziamento, ad un *cap rate* del 3%, con il pagamento di un premio *up front* pari a 85 mila euro e con decorrenza dal 1° febbraio 2010;
 - in data 30 ottobre 2009 è stata acquistata un'opzione CAP, da Banca Intermobiliare S.p.A. a fronte del finanziamento concesso al Fondo dalla stessa, con scadenza 31 marzo 2014 e nozionale pari al 100% del valore nominale del finanziamento (9.950.000 euro), ad un *cap rate* del 3%, con il pagamento di un premio *up front* pari a 105 mila euro e con decorrenza dal 31 dicembre 2009.

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

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

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

Dalla data di apporto, ossia dal 1° marzo 2001, alla data del presente Rendiconto, il valore complessivo netto (NAV) del Fondo si è incrementato passando da 259.687.500 euro a 408.099.636 euro (408.404.887 euro al 31 dicembre 2009). Il valore unitario della quota è passato da 2.500,000 euro a 3.928,757 euro (3.931,696 euro al 31 dicembre 2009) con un incremento del 57,15% (57,27% al 31 dicembre 2009); considerando le distribuzioni dei proventi effettuate sino alla data del 30 giugno 2010, per un totale di 1.725,15 euro a quota, che hanno inciso per il 69,01% rispetto al valore iniziale della quota (2.500 euro), l'incremento di valore realizzato è pari al 126,16% (123,99% al 31 dicembre 2009).

Il Tasso Interno di Rendimento, calcolato sulla base del valore iniziale del Fondo, dei flussi di cassa in uscita e del NAV al 30 giugno 2010, risulta dell'11,54% mentre lo stesso tasso di rendimento calcolato sul valore di collocamento della quota (2.600 euro) è del 13,68%.

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 semestrale	Utile del periodo/NAV inizio periodo	1,38%
ROA semestrale	Risultato gestione immobiliare/valore immobili ⁷	2,60%
<i>Dividend yield</i>	Provento ⁸ /prezzo della quota al 30/06/2010	2,27%
<i>Price/earning</i>	Prezzo della quota al 30/06/2010/utile al 30/06/2010 per quota	42,73
<i>Leverage</i>	Finanziamenti/valore immobili	23,53%
Livello di impiego asset immobiliari	Valore immobili/ totale attività	86,12%
Valore medio beni immobili	Valore immobili/n. immobili	25,117 mln

10. Proventi posti in distribuzione

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

⁷ Media aritmetica del valore degli immobili 31/12/2009 – 30/06/2010

⁸ Provento unitario maturato nel semestre: 52,50 euro

In base a quanto sopra esposto, con l'approvazione del presente Rendiconto, si potrà porre in distribuzione un ammontare complessivo di 5.453.438 euro, corrispondente a 52,50 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione; tale somma corrisponde alla totalità dei proventi maturati al 30 giugno 2010, 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 2009	321.996.469
Utile del semestre 2010	5.615.624
Plusvalenze non realizzate su beni immobili e partecipazioni immobiliari dall'inizio dell'operatività del Fondo al 30 giugno 2010	140.118.437
Plusvalenze nette non realizzate su strumenti finanziari dall'inizio dell'operatività del Fondo al 30 giugno 2010	2.830.518
Utili distribuiti dall'inizio dell'operatività del Fondo al 31 dicembre 2009	179.199.956
Proventi distribuibili nel semestre	5.463.182
Proventi posti in distribuzione post arrotondamento	5.453.438
Provento <i>pro-quota</i> posto in distribuzione	52,50

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

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

Si ricorda che, nel corso del semestre, il Fondo ha dismesso due immobili generando proventi distribuibili assoggettati a ritenuta. Al riguardo, si segnala che il Fondo dispone ancora di un *plafond*, ammontante a 102,9 milioni di euro, di proventi distribuibili in esenzione da ritenuta fiscale alla fonte in quanto riferiti - in base ad un criterio di individuazione analitico - agli esercizi

chiusi fino al 31 dicembre 2003 e rientranti, quindi, nel regime transitorio previsto dal D.L. n.269/03, per evitare una doppia imposizione sui medesimi proventi (prima in capo al fondo, in base alla disciplina vigente ante D.L. n. 269/03 e poi in capo ai partecipanti in base al nuovo regime).

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

11. Altre informazioni

1. Come riportato nel precedente paragrafo 10, il Decreto Legge n. 78/2010 – convertito, con modificazioni, nella Legge n. 122/2010 – è intervenuto profondamente sulla disciplina regolamentare e fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliare.

In estrema sintesi, tra l’altro, la norma:

- (i) modifica la definizione regolamentare di “fondo comune di investimento” contenuta nel TUF, focalizzandola tra l’altro, su requisiti legati alla pluralità di investitori e all’autonomia della società di gestione rispetto a questi ultimi, rinviando l’individuazione di tali requisiti ad un Decreto del Ministro dell’Economia di prossima pubblicazione;
- (ii) prevede che le SGR dovranno (a) adottare le delibere di adeguamento ai predetti requisiti entro 30 giorni dall’emanazione delle disposizioni attuative e prelevare un’imposta sostitutiva del 5% del valore netto del fondo risultante dal prospetto redatto al 31 dicembre 2009; ovvero, (b) se non si intendono adottare le predette delibere di adeguamento, deliberare entro lo stesso termine la liquidazione del fondo (secondo la specifica procedura e il regime fiscale previsto dalla norma) e prelevare un’imposta sostitutiva del 7%. In quest’ultimo caso, viene prevista anche un’imposta sostitutiva annuale del 7% sui risultati conseguiti dal 1° gennaio 2010 e fino alla conclusione della liquidazione;
- (iii) introduce un regime per attenuare fenomeni di doppia imposizione rispetto alle predette imposte sostitutive;

(iv) prevede l'abrogazione (a) del regime dei così detti fondi di famiglia e dei fondi a ristretta base partecipativa di cui ai commi da 17 a 20 dell'art. 82 del D.L. 25 giugno 2008, n. 112 e (b), con uno specifico regime transitorio, del regime di esenzione da ritenuta alla fonte del 20% per i proventi dei fondi distribuiti ai così detti soggetti "white list" (nei confronti dei quali quindi troveranno applicazione le regole ordinarie). Il regime di esenzione viene confermato, invece, a determinate condizioni, per i proventi percepiti da fondi pensione ed OICR esteri istituiti in Stati o territori inclusi nella c.d. "white list", nonché da enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e da banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato.

Ad oggi, in mancanza dei predetti provvedimenti attuativi del Ministro dell'Economia, non è possibile evidenziare con precisione gli effetti che le nuove disposizioni possono avere sull'organizzazione e sulla fiscalità del Fondo.

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

Le modalità di calcolo della suddetta commissione si basano sulla determinazione del cosiddetto "Rendimento complessivo in eccesso del Fondo", ossia la differenza tra il "Risultato Complessivo del Fondo"⁹ e il Valore Iniziale del Fondo¹⁰. Alla SGR verrà riconosciuta una commissione pari al 20% del Rendimento complessivo in eccesso del Fondo, se e solo se questo ultimo avrà un valore positivo.

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

⁹ Dato dalla sommatoria dell'ammontare netto del fondo liquidato e dei proventi distribuiti e dei rimborsi parziali pro-quota eventualmente effettuati nel corso del tempo, capitalizzati secondo il regime di capitalizzazione composta al tasso *benchmark*, pari alla variazione dell'indice BTP MTS + 0,75% relativo ai dodici mesi antecedenti l'integrale smobilizzo dell'attivo netto del Fondo.

¹⁰ Ossia il valore di Apporto, anch'esso capitalizzato al tasso *benchmark*.

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

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

Pertanto, come precisato nella Nota Integrativa, Parte D "Altre informazioni", essendo l'ammontare dell'onere non suscettibile di alcuna stima attendibile, l'applicazione dei corretti principi contabili non consente di effettuare alcun accantonamento nel Rendiconto in quanto l'importo derivante dall'applicazione del metodo "alternativo" ("*cap*") costituisce esclusivamente il valore del limite massimo della commissione.

Tuttavia, con l'introduzione nel Regolamento di gestione del limite alla Commissione sopra descritto è possibile, sulla base dei dati disponibili al 30 giugno 2010, dare un'indicazione, esclusivamente a scopo informativo, su quale sarebbe il limite massimo della Commissione Variabile Finale; il limite massimo stimato della suddetta Commissione Variabile Finale spettante alla SGR sarebbe pari a circa 40,8 milioni di euro.

* * *

Il presente Rendiconto al 30 giugno 2010 si compone complessivamente di n. 72 pagine oltre all'estratto della Relazione di Stima degli Esperti Indipendenti e all'elenco, in ordine decrescente di valore, dei beni di cui all'art. 4, comma 2 del Decreto Ministeriale n. 228/1999, redatto ai sensi dell'art. 75 comma 1, lettera b) del Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 ("Regolamento Intermediari").

Per Il Consiglio d'Amministrazione

Il Presidente

Avv. Paolo Crescimbeni

RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/10
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

STATO PATRIMONIALE

	Situazione al 30/06/10		Situazione al 31/12/09	
ATTIVITA'	Valore complessivo	% attivo	Valore complessivo	% attivo
A. A. STRUMENTI FINANZIARI	6.326.633	1,21%	7.787.162	1,45%
Strumenti finanziari non quotati	6.326.633	1,21%	7.787.162	1,45%
A1. Partecipazioni di controllo	210.291	0,04%	1.352.100	0,25%
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.	6.116.342	1,17%	6.435.062	1,20%
Strumenti finanziari quotati	-	0,00%	-	0,00%
A6. Titoli di capitale	-	0,00%	-	0,00%
A7. Titoli di debito	-	0,00%	-	0,00%
A8. Parti di O.I.C.R.	-	0,00%	-	0,00%
Strumenti finanziari derivati	-	0,00%	-	0,00%
A9. Margini presso org. di comp. e garanzia	-	0,00%	-	0,00%
A10. Opzioni, premi o altri strum. Finanziari derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
A11. Opzioni, premi o altri strum. Finanziari derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	452.100.922	86,11%	475.967.309	88,49%
B1. Immobili dati in locazione	386.350.953	73,59%	396.422.309	73,70%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	0,00%	-	0,00%
B3. Altri immobili	65.749.969	12,52%	79.545.000	14,79%
B4. Diritti reali immobiliari	-	0,00%	-	0,00%
B5. Diritti accessori della proprietà'	-	-	-	-
C. CREDITI	19.778.634	3,77%	18.957.708	3,52%
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	0,00%	-	0,00%
C2. Altri	19.778.634	3,77%	18.957.708	3,52%
D. DEPOSITI BANCARI	-	0,00%	-	0,00%
D1. a vista	-	0,00%	-	0,00%
D2. altri	-	0,00%	-	0,00%
E. ALTRI BENI	-	0,00%	-	0,00%
E1. Altri beni	-	0,00%	-	0,00%
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	25.485.515	4,85%	14.587.504	2,71%
F1. Liquidità disponibile	25.485.515	4,85%	14.587.504	2,71%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-	0,00%	-	0,00%
G. ALTRE ATTIVITA'	21.297.596	4,06%	20.583.500	3,83%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	0,00%	-	0,00%
G2. Ratei e risconti attivi	1.389.841	0,26%	1.570.097	0,29%
G3. Risparmio di imposta	-	0,00%	-	0,00%
G4. Altre	396.038	0,08%	641.305	0,12%
G5. Credito Iva	-	0,00%	-	0,00%
G6. Crediti verso i locatari	19.511.717	3,72%	18.372.098	3,42%
crediti lordi	24.551.188	4,68%	21.813.111	4,06%
fondo svalutazione crediti	- 5.039.471	-0,96%	- 3.441.013	-0,64%
TOTALE ATTIVITA'	524.989.300	100,00%	537.883.183	100,00%

RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/10
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

STATO PATRIMONIALE

	Situazione al 30/06/10		Situazione al 31/12/09	
PASSIVITA' E NETTO	Valore complessivo	% passivo	Valore complessivo	% passivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	106.384.755	91,01%	116.692.270	90,12%
H1. Finanziamenti ipotecari	106.384.503	91,01%	116.692.270	90,12%
H2. Pronti contro termine passivi e op. assimilate	-	0,00%	-	0,00%
H3. Altri	252	0,00%	-	0,00%
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-	0,00%	-	0,00%
I1. Opzioni, premi o altri strum. Fin. Derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
I2. Opzioni, premi o altri strumenti fin. Derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	-	0,00%	-	0,00%
L1. Proventi da distribuire	-	0,00%	-	0,00%
L2. Altri debiti verso i partecipanti	-	0,00%	-	0,00%
M. ALTRE PASSIVITA'	10.504.909	8,99%	12.786.026	9,88%
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-	0,00%	-	0,00%
M2. Debiti di imposta	3.082.003	2,64%	2.693.237	2,08%
M3. Ratei e risconti passivi	811.171	0,69%	812.009	0,63%
M4. Altre	5.999.326	5,13%	6.062.128	4,68%
M5. Fondo Svalutazione Partecipazioni	-	0,00%	-	0,00%
M6. Debiti per cauzioni ricevute	612.409	0,53%	3.218.652	2,48%
TOTALE PASSIVITA'	116.889.664	100,00%	129.478.296	100,00%
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	408.099.636		408.404.887	
Numero complessivo delle quote in circolazione	103.875		103.875	
Valore unitario delle quote	3.928,757		3.931,696	
Proventi distribuiti per quota (1)	1.725,150		1.668,150	
Rimborsi per quota (1)	0,000		0,000	

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

RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/10
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SEZIONE REDDITUALE

		Situazione al 30/06/10	Situazione al 31/12/09
A.	STRUMENTI FINANZIARI		
	Strumenti finanziari non quotati		
A1.	PARTECIPAZIONI	- 1.141.809	- 2.535.115
A1.1	dividendi e altri proventi	-	-
A1.2	utili/perdite da realizzi	-	-
A1.3	plus/minusvalenze	- 1.141.809	- 2.535.115
A2.	ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	72.898	90.893
A2.1	interessi, dividendi e altri proventi	216.460	144.601
A2.2	utili/perdite da realizzi	-	-
A2.3	plus/minusvalenze	- 143.562	- 53.708
	Strumenti finanziari quotati		
A3.	STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	-	-
A3.1	interessi, dividendi e altri proventi	-	-
A3.2	utili/perdite da realizzi	-	-
A3.3	plus/minusvalenze	-	-
	Strumenti finanziari derivati		
A4.	STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-	-
A4.1	di copertura	-	-
A4.2	non di copertura	-	-
	Risultato gestione strumenti finanziari (A)	- 1.068.911	- 2.444.222
B.	IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI		
B1.	CANONI DI LOCAZIONE ALTRI PROVENTI	16.474.886	36.333.636
B1.a	canoni di locazione	14.957.249	32.866.115
B1.b	altri proventi	1.517.637	3.467.521
B2.	UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-	-
B3.	PLUS/MINUSVALENZE	- 729.214	3.133.750
B4.	ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	- 2.641.861	- 5.161.477
B4.a	oneri non ripetibili	- 439.511	- 564.596
B4.b	oneri ripetibili	- 2.190.617	- 4.559.369
B4.c	interessi su depositi cauzionali	- 3.112	- 20.060
B4.d	altri oneri gestione immobiliare	- 8.621	- 17.452
B5.	AMMORTAMENTI	-	-
B6.	SPESE ICI	- 1.020.537	- 2.112.033
	Risultato gestione beni immobili (B)	12.083.274	32.193.876
C.	CREDITI		
C1.	interessi attivi e proventi assimilati	820.926	1.634.767
C2.	incrementi/decrementi di valore	- 1.650.635	- 705.245
	Risultato gestione crediti (C)	- 829.709	929.522
D.	DEPOSITI BANCARI		
D1.	interessi attivi e proventi assimilati	-	-
	Risultato gestione depositi bancari (D)	-	-
E.	ALTRI BENI (da specificare)		
E1.	Proventi	-	-
E2.	Utile/perdita da realizzi	-	-
E3.	Plusvalenze/minusvalenze	-	-
	Risultato gestione altri beni (E)	-	-
Risultato Gestione Investimenti (A+B+C+D+E)		10.184.654	30.679.176

RENDICONTO DEL FONDO ALPHA IMMOBILIARE al 30/06/10
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SEZIONE REDDITUALE

		Situazione al 30/06/10		Situazione al 31/12/09	
F.	RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1.	OPERAZIONI DI COPERTURA	-		-	
F1.1	Risultati realizzati	-		-	
F1.2	Risultati non realizzati	-		-	
F2.	OPERAZIONI NON DI COPERTURA	-		-	
F2.1	Risultati realizzati	-		-	
F2.2	Risultati non realizzati	-		-	
F3.	LIQUIDITA'	-		-	
F3.1	Risultati realizzati	-		-	
F3.2	Risultati non realizzati	-		-	
	Risultato gestione cambi (F)	-		-	
G.	ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PCT E ASSIMILATE	-		-	
G2.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI	-		-	
	Risultato altre operazioni di gestione (G)	-		-	
Risultato Lordo della Gestione Caratteristica (RGI + F + G)		10.184.654		30.679.176	
H.	ONERI FINANZIARI				
H1.	INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	- 1.444.430		- 2.238.733	
H1.1	su finanziamenti ipotecari	- 1.444.430		- 2.238.733	
H1.2	su altri finanziamenti	-		-	
H2.	ALTRI ONERI FINANZIARI	- 189.558		- 2.101.044	
	Oneri finanziari (H)	- 1.633.988		- 4.339.777	
Risultato Netto della Gestione Caratteristica (RLGC + H)		8.550.666		26.339.399	
I.	ONERI DI GESTIONE				
I1.	Provvigione di gestione SGR	- 2.148.890		- 4.172.541	
I2.	Commissioni banca depositaria	- 40.292		- 78.235	
I3.	Oneri per esperti indipendenti	- 28.500		- 94.500	
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	- 25.990		- 32.610	
I5.	Altri oneri di gestione	- 738.429		- 1.955.085	
I6.	Spese di quotazione	- 32.053		- 52.600	
	Totale oneri di gestione (I)	- 3.014.154		- 6.385.571	
L.	ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	35.349		43.097	
L2.	Altri ricavi	94.961		172.099	
L3.	Altri oneri	- 51.198		- 311.965	
	Totale altri ricavi ed oneri (L)	79.112		- 96.769	
Risultato della Gestione Prima delle Imposte (RNGC + I + L)		5.615.624		19.857.058	
M.	IMPOSTE				
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-		-	
M2.	Risparmio d'imposta	-		-	
M3.	Altre imposte	-		-	
	Totale imposte (M)	-		-	
Utile/perdita dell'esercizio (RGPI + M)		5.615.624		19.857.058	

***Nota Integrativa
al Rendiconto al 30 giugno 2010***

Parte A – Andamento del valore della quota	2
Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto	8
SEZIONE I – Criteri di valutazione	8
SEZIONE II – Le attività	11
SEZIONE III – Le passività	21
SEZIONE IV – Il valore complessivo netto	25
SEZIONE V – Altri dati patrimoniali	26
Parte C – Il risultato economico del semestre	26
SEZIONE I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari	26
SEZIONE II – Beni immobili	27
SEZIONE III – Crediti	29
SEZIONE IV – Depositi bancari	30
SEZIONE V – Altri beni	30
SEZIONE VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari	30
SEZIONE VII – Oneri di gestione	31
SEZIONE VIII – Altri ricavi e oneri	34
SEZIONE IX – Imposte	34
Parte D – Altre informazioni	35

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

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

Periodo di riferimento	Valore complessivo netto del Fondo	Numero quote	Valore unitario delle quote
Valore iniziale del Fondo	259.687.500	103.875	2.500,000
Rendiconto al 31/12/2001	367.024.425	103.875	3.533,328
Rendiconto al 31/12/2002	399.777.640	103.875	3.848,642
Rendiconto al 31/12/2003	386.257.019	103.875	3.718,479
Rendiconto al 31/12/2004	390.973.891	103.875	3.763,888
Rendiconto al 31/12/2005	390.009.648	103.875	3.754,606
Rendiconto al 31/12/2006	394.773.621	103.875	3.800,468
Rendiconto al 31/12/2007	402.859.079	103.875	3.878,306
Rendiconto al 31/12/2008	393.513.054	103.875	3.788,333
Rendiconto al 31/12/2009	408.404.887	103.875	3.931,696
Rendiconto al 30/06/2010	408.099.636	103.875	3.928,757

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

Il valore complessivo netto ("NAV") del Fondo è diminuito nell'arco del semestre di 305.251 euro, pari all'utile del semestre (5.615.624 euro) al netto dei proventi posti in distribuzione per l'esercizio 2009 e distribuiti nel mese di marzo 2010 (5.920.875 euro); conseguentemente, il valore della quota è diminuito di 2,939 euro (0,075%) e la stessa ammonta a 3.928,757 euro.

Il risultato del semestre risulta influenzato dai seguenti principali fattori:

- Canoni di locazione ed altri proventi per 16.474.886 euro;
- Minusvalenze al netto delle plusvalenze da valutazione degli immobili per 729.214 euro;

- Risultato negativo della gestione degli strumenti finanziari per 1.068.911 euro;
- Oneri per la gestione di beni immobili e spese ICI per 3.662.398 euro;
- Risultato negativo della gestione dei crediti per 829.709 euro;
- Oneri finanziari per 1.633.988 euro;
- Oneri di gestione per 3.014.154 euro;
- Altri ricavi al netto degli altri oneri per 79.112 euro.

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

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

Nel periodo 31 dicembre 2009 – 30 giugno 2010 l'indice ha registrato un incremento del 0,97% (valore al 31 dicembre 2009: 484,57; valore al 30 giugno 2010: 489,28). Il *benchmark* di riferimento, quindi, ha evidenziato un aumento dell'1,345%.

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

Le risultanze del confronto vengono riportate nella seguente tabella.

Data di riferimento	Valore unitario della quota	Valore dell'indice BTP MTS
31 dicembre 2009	3.931,696	484,57
30 giugno 2010	3.928,757	489,28
Variazione % semestre	-0,08%	0,97%
Incidenza % distribuzione proventi	1,45%	-
Maggiorazione dell'indice BTP	-	0,375%
Variazione quota - <i>benchmark</i>	1,37%	1,345%

La maggiore variazione della quota rispetto a quella del *benchmark* risulta dello 0,025%.

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

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

Nel primo semestre 2010, si è verificato un andamento sul mercato di Borsa Italiana S.p.A. in linea con quello del secondo semestre 2009 con oscillazioni del prezzo che hanno avuto il loro minimo il 12 marzo con un valore di 2.236 e un prezzo massimo il 22 aprile quando Fondo Alpha ha scambiato 9 quote a 2.609 euro; gli scambi giornalieri si sono attestati su una media di 27 quote.

Il Fondo ha chiuso il semestre il 30 giugno 2010 scambiando 10 quote al prezzo di 2.310 euro corrispondenti a uno sconto sul NAV del 41,20%.

Le quote del Fondo possono essere negoziate (conferendo ordine di compravendita a qualsiasi banca o intermediario finanziario abilitato), presso il segmento MIV di Borsa Italiana.

Da ricordare che dal 28 giugno scorso è più facile trattare le quote dei fondi chiusi scambiati nel segmento MIV. Borsa Italiana S.p.A., infatti, ha allineato gli orari e le modalità di negoziazione delle quote dei fondi comuni di investimento immobiliari chiusi con quelli previsti per il Mercato Telematico Azionario (MTA). Pertanto, ci si attende un incremento di liquidità sul mercato grazie ad un'unica modalità che è ora uguale per tutti gli strumenti quotati e, quindi, con un'asta di apertura che va dalle 8:00 alle 9:00, una negoziazione continua dalle 9:00 alle 17:25 e un'asta di chiusura dalle 17:25 alle 17:30, con anche un'ora in più di negoziazione rispetto al passato. Il codice di negoziazione è QFAL e il codice ISIN è IT0003049605.

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

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

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

Nel corso del primo semestre 2010, sulla base del rendiconto annuale al 31 dicembre 2009, il Fondo ha effettuato una distribuzione di proventi per un ammontare complessivo di 5.920.875 euro, corrispondenti a 57 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione.

Complessivamente i partecipanti al Fondo Alpha, dall'inizio dell'avvio dell'operatività dello stesso alla data del presente Rendiconto semestrale, hanno beneficiato di proventi unitari per 1.725,15 euro corrispondenti a complessivi 179.199.956 euro.

In occasione dell'approvazione del presente Rendiconto semestrale, il Fondo potrà procedere alla distribuzione di un ammontare complessivo di 5.453.438 euro, corrispondente a 52,5 euro per ciascuna delle 103.875 quote in circolazione; tale somma corrisponde alla totalità dei proventi, al netto dei dovuti arrotondamenti, maturati al 30 giugno 2010.

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

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

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

La missione operativa consiste nel:

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

- monitorare l'esposizione al rischio e l'andamento dei rischi assunti proponendo ove necessario all'Alta Direzione:
 - misure di contenimento e riduzione del danno al manifestarsi del rischio;
 - misure correttive in caso di superamento dei limiti.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Partecipazioni

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

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

Partecipazioni di controllo in società immobiliari

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

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

Seguendo tale criterio, per la valutazione della partecipazione detenuta dal Fondo nella "Da Vinci S.r.l.", si è fatto riferimento alla situazione contabile al 30 giugno 2010 della partecipata approvata dal relativo consiglio di amministrazione in data 28 luglio 2010 e alla valutazione del complesso immobiliare in costruzione di proprietà della controllata.

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

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

La norma recita:

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

[...]

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

[...]

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

Per la partecipazione detenuta dal Fondo nella "Da Vinci S.r.l." si è, pertanto, proceduto ad adeguare il valore alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo risultante dall'ultima situazione contabile infrannuale approvata.

Parti di OICR

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

Immobili

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

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

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

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

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

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

Occorre porre in evidenza, peraltro, che il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di discostarsi dalla stima degli Esperti Indipendenti relativamente alla valutazione del complesso immobiliare in costruzione 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 2009 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.

Altre passività

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

I debiti e le altre passività sono iscritti al loro valore nominale, rappresentativo del valore di presumibile estinzione.

Strumenti finanziari derivati

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

Ricavi e costi

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

SEZIONE II – Le attività

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

ATTIVITA'	30/06/2010	31/12/2009
A. Strumenti finanziari	1,21%	1,45%
B. Immobili e diritti reali immobiliari	86,11%	88,49%
C. Crediti	3,77%	3,52%
F. Posizione netta di liquidità	4,85%	2,71%
G. Altre attività	4,06%	3,83%
Totale attività	100,00%	100,00%

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Sottovoce A1 "Partecipazioni di controllo"

La sottovoce A1 "Partecipazioni di controllo", di 210.291 euro, è relativa alla quota del 25% del capitale sociale che il Fondo Alpha detiene nella "Da Vinci S.r.l."

Si riportano di seguito le informazioni richieste dal Provvedimento.

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Società: Da Vinci S.r.l. con sede in Roma, Via Crescenzo n. 14					
Attività esercitata: settore edilizio					
Titoli nel portafoglio del Fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo d'acquisto ⁽¹⁾	Valore al 30/06/2010	Valore al 31/12/2009
1) Titoli di capitale con diritto di voto	1	25%	8.835.000	210.291	1.352.100

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

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati Patrimoniali	Situazione Contabile al 30/06/2010	Bilancio al 31/12/2009
1) Totale attività	167.304.672	146.136.543
2) Partecipazioni	-	-
3) Immobili	138.527.943	119.501.821
4) Indebitamento a breve termine	5.102.969	7.578.411
5) Indebitamento a medio/lungo termine	161.360.537	133.149.730
6) Patrimonio netto	841.166	5.408.402

Dati Redditali	Situazione Contabile al 30/06/2010	Bilancio al 31/12/2009	Situazione Contabile al 30/06/2009
1) Fatturato	-	-	-
2) Margine operativo lordo	1.023.947	770.374	562.606
3) Risultato operativo	861.367	496.763	437.203
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-5.385.572	-10.612.472	- 5.760.683
5) Saldo proventi/oneri straordinari	4.021	175	175
6) Risultato prima delle imposte	-4.528.226	-10.115.534	- 5.323.305
7) Utile (perdita) netto	-4.567.236	-10.140.460	- 5.343.997
8) Ammortamenti del semestre	-162.580	-273.611	- 125.403

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

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

Acquisto quote (a)	Versamento soci a fondo perduto (b)	Svalutazione (c)	Valore al 30/06/2010 (a+b-c)
25.000	8.810.000	8.624.709	210.291

Si precisa che, per l'adeguamento del valore della partecipazione al 30 giugno 2010, è stato effettuato il confronto tra il costo di acquisto della stessa (ammontante a 8.835.000 euro comprensivo del versamento soci a fondo perduto) e la frazione di patrimonio netto della società al 30 giugno 2010 di pertinenza del Fondo (25%, pari a 210.291 euro). La differenza ha determinato un valore negativo di 8.624.709 euro, che esprime la svalutazione complessiva della partecipazione dalla data di acquisto al 30 giugno 2010. Con riferimento al complesso immobiliare della partecipata, non si sono resi necessari ulteriori adeguamenti, in quanto l'iscrizione degli stessi all'interno della situazione contabile infrannuale della società al 30 giugno 2010 riflette i valori determinati dagli Esperti Indipendenti dei quattro Fondi partecipanti al coinvestimento (si rimanda, per maggiori dettagli, a quanto descritto nella parte relativa ai criteri di valutazione dei beni immobili).

La svalutazione maturata nel corso del semestre relativa alla quota di proprietà del Fondo ammonta a 1.141.809 euro, data dalla differenza tra il valore della partecipazione al 31 dicembre 2009 (1.352.100 euro) e quello al 30 giugno 2010 (210.291 euro).

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

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

E) Descrizione dell'operazione

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

L'investimento, a cui hanno partecipato più Fondi gestiti dalla SGR, ha comportato per il Fondo Alpha un esborso monetario 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 euro, fino alla data del 30 giugno 2010, e 11.000.000 euro successivamente nel caso in cui quest'ultima non sia in grado di far fronte agli impegni di pagamento assunti ("contribuzioni obbligatorie"). Inoltre, è prevista la possibilità di contribuzioni "volontarie" da parte dei singoli soci anche oltre gli importi sopra descritti e per finalità diverse.

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.

Si informa, infine, che alla data di chiusura del semestre, le strutture portanti del complesso direzionale e le opere di realizzazione delle facciate vetrate risultano ormai completate (ad eccezione delle strutture di copertura del corpo basso con destinazione d'uso servizi che sono in fase di montaggio e che verranno, presumibilmente, ultimate solo a valle dell'individuazione di un gestore del centro servizi).

Le opere impiantistiche risultano completate per il 97,5% circa, mentre le opere edili risultano realizzate per il 95% circa.

La fine dei lavori è prevista per il 30 settembre 2010.

Con riferimento al mancato completamento dei lavori entro il 30 giugno 2010, così come previsto dagli obblighi del contratto di finanziamento, la banca finanziatrice ha comunicato nel mese di luglio di voler concordare quanto prima le azioni da intraprendere al fine di contrattualizzare la nuova data di completamento lavori ed eliminare l'Evento Determinante in essere.

Sottovoce A5 "Parti di OICR"

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

Il valore delle quote al 30 giugno è appostato tra gli "Strumenti finanziari non quotati" alla sottovoce A5 "Parti di OICR" per un importo di 6.116.342 euro.

Il valore iscritto al 30 giugno 2010 corrisponde alla valutazione delle singole quote, pari a 218.440,794 euro, che costituisce l'ultimo valore reso noto al pubblico, ossia quello risultante dal rendiconto del Fondo Cloe al 30 giugno 2010, contro un valore di 229.823,641 euro iscritto al 31 dicembre 2009.

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

Strumenti finanziari non quotati	Paese di residenza dell'emittente e verso il quale sono indirizzati gli investimenti			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Parti di OICR				
- chiusi	6.116.342	-	-	-
Totale	6.116.342	-	-	-

II.2 Strumenti finanziari quotati

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2010.

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 452.100.922 euro, è rappresentato dalla voce B.1 "Immobili dati in locazione" per 386.350.953 euro e dalla voce B.3 "Altri immobili" per 65.749.969 euro, che accoglie il valore degli immobili presenti nel portafoglio del Fondo non locati alla data del 30 giugno 2010.

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

Valore degli immobili al 31/12/2009	475.967.309
Acquisti del semestre	-
Vendite del semestre	25.645.000
Costi capitalizzati	2.507.827
Svalutazione netta del semestre	729.214
Valore degli immobili al 30/06/2010	452.100.922

La voce "Vendite del semestre" si riferisce alle dismissioni degli immobili siti nel Comune di Roma, Via Colombo n. 70, e di Milano, Via Vitruvio n. 43, perfezionatesi nel corso del semestre; tali

cessioni non hanno generato utili o perdite da realizzo in quanto il valore della vendita avvenuta nel corso del primo semestre 2010 di tali immobili era pari al valore al 31 dicembre 2009. Per ulteriori dettagli dell'operazione si rinvia al §3. della Relazione degli Amministratori "Illustrazione dell'attività di gestione del Fondo e delle direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento".

Cespiti disinvestiti	Quantità mq	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati C	Oneri sostenuti D	Risultato dell'investimento A-B+C-D
		Data	Valore B		Data	Ricavo di vendita A			
Via Colombo 70 (Roma)	8.938	29/12/2008	23.970.433	25.500.000,00	11/02/2010	25.500.000	83.097	179.228	1.433.436
Via Vitruvio 43 - Residenziale (Milano)	43	01/03/2001	28.612	145.000,00	21/01/2010	145.000	26.061	18.317	124.132

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

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

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

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei contratti	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria (a)	Locazione finanziaria (b)	Importo totale (a + b)	%
Fino al 31.12.2011[1]	106.409.485	4.274.146	-	4.274.146	28,62%
Tra 1.1.2012 e 31.12.2013	-	-	-	-	0,00%
Tra 1.1.2014 e 31.12.2015	126.419.075	5.386.583	-	5.386.583	36,07%
Tra 1.1.2016 e 31.12.2017	66.922.977	2.310.564	-	2.310.564	15,47%
Tra 1.1.2018 e 31.12.2019	28.853.319	1.168.783	-	1.168.783	7,83%
Oltre 31.12.2019	57.746.097	1.794.518	-	1.794.518	12,01%
A) Totale beni immobili locati	386.350.953	14.934.594	-	14.934.594	100,00%
B) Totale beni immobili non locati	65.749.969	14.800	-	14.800	
Totale	452.100.922	14.949.394	-	14.949.394	

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

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

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

L'importo dei canoni degli immobili disinvestiti ammonta a 7.855 euro. Pertanto, l'importo complessivo dei canoni di locazione di competenza del semestre ammonta a 14.957.249 euro.

L'elenco dei beni immobili detenuti dal Fondo alla data del 30 giugno 2010 è allegato alla presente Nota Integrativa.

II.5 Crediti

La sottovoce C2 "Altri" esposta nel Rendiconto per complessivi 19.778.634 euro si riferisce all'importo erogato alla società partecipata "Da Vinci S.r.l.":

- (i) per 14.200.000 euro al "credito dilazionato" secondo quanto previsto nel contratto di compravendita dell'area edificabile, il cui rimborso è previsto in un'unica soluzione decorsi 48 mesi dalla data dell'atto sopra citato e la cui remunerazione è al tasso di interesse dell'11%, nonché agli interessi maturati sullo stesso di 4.579.014 euro, di cui 774.581 euro di competenza del primo semestre 2010;
- (ii) per 849.627 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) 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 149.993 euro, di cui 46.345 euro di competenza del primo semestre 2010.

II.6 Depositi bancari

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2010.

II.7 Altri beni

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2010.

II.8 Posizione netta di liquidità

La presente voce esposta nel Rendiconto, per un totale di 25.485.515 euro, risulta interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile" ed è la risultante dei saldi al 30 giugno 2010, eventualmente incrementati delle competenze nette del secondo trimestre, dei conti rubricati

al Fondo Alpha, accesi presso la banca depositaria, State Street Bank S.p.A., e dei conti "liquidità" e "immobiliare" presso UniCredit Corporate Banking S.p.A.

C/C "gestione immobiliare" UniCredit Corporate Banking S.p.A.	91.412
C/C "gestione liquidità" UniCredit Corporate Banking S.p.A.	494.144
C/C "gestione immobiliare" State Street Bank S.p.A.	2.673.216
C/C "gestione liquidità" State Street Bank S.p.A.	5.171.019
C/C "Ippolito Nievo" State Street Bank S.p.A.	180
C/C "immobile Casal Lumbroso" State Street Bank S.p.A.	47.159
C/C "immobile Tor Cervara" State Street Bank S.p.A.	106.058
C/C "immobile Via Cavour Via C. Bavastro" State Str. B. S.p.A.	6.313.916
C/C "vendite finanziamento Intesa" State Street Bank S.p.A.	13
C/C "operativo finanziamento Intesa" State Street Bank S.p.A.	10.588.378
C/C Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A.	20
Totale sottovoce F1	25.485.515

I conti rubricati "Casal Lumbroso", "Tor Cervara", "Cavour 5 – Capitan Bavastro 92", "Ippolito Nievo", e "C/Operativo Intesa" sono vincolati a seguito della concessione dei finanziamenti ipotecari da parte degli istituti di credito come descritti nel §.III.1 "Finanziamenti ricevuti". In particolare, i canoni di locazione dei suddetti immobili² affluiscono su tali conti correnti a seguito della cessione in garanzia del credito a favore degli istituti. Il Fondo, pagate le rate in scadenza, può disporre della liquidità eccedente.

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

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

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

- commissioni della SGR e della banca depositaria.

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

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

La remunerazione sui conti correnti bancari è pari al tasso Euribor 1 mese - 1° giorno lavorativo del mese, diminuito dello 0,175%.

II.9 Altre attività

La presente voce, di 21.297.596 euro, ha registrato al 30 giugno 2010, rispetto al periodo precedente, un incremento di 714.096 euro. Tale voce è così composta:

- sottovoce G2 "Ratei e risconti attivi", di 1.389.841 euro, è composta per 1.135.008 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 e per 254.833 euro da risconti attivi sulle spese assicurative sostenute a fronte della polizza "globale fabbricati".
- sottovoce G4 "Altre", di 396.038 euro, è così composta:

Crediti v/clienti	163.024
Fornitori c/anticipi	69.298
Crediti verso Fornitori	38.247
Crediti diversi	33.121
Depositi cauzionali attivi	27.851
Note di credito da ricevere	25.626
Crediti v/UniCredit Banca di Roma	15.048
Depositi cauzionali a garanzia	11.804
Professionisti c/anticipi	10.093
Ritenute su Professionisti c/anticipi	1.926
Totale	396.038

- sottovoce G6 "Crediti verso locatari", di 19.511.717 euro. La composizione della sottovoce al 30 giugno 2010 è la seguente:

Crediti per fatture emesse	19.136.491
Crediti per fatture da emettere	5.414.697
Fondo svalutazione crediti	(5.039.471)
Totale crediti verso locatari	19.511.717

Il fondo svalutazione crediti è stato calcolato in modo analitico anche in relazione allo stato del contenzioso seguito dagli studi legali incaricati, sulla base dell'effettivo rischio di inesigibilità dei crediti iscritti al 30 giugno 2010 nonché di un ulteriore accantonamento forfetario a fronte dei crediti per fatture da emettere. La consistenza del fondo ammonta al 20,53% del valore nominale dei crediti.

SEZIONE III – Le passività

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

PASSIVITA'	30/06/2010	31/12/2009
H. Finanziamenti ricevuti	91,01%	90,12%
M. Altre passività	8,99%	9,88%
Totale passivo	100,00%	100,00%

III.1. Finanziamenti ricevuti

Tale voce, di complessivi 106.384.755 euro, accoglie essenzialmente:

- finanziamento n. 1029071600 di originari 15.493.707 euro, concesso da Depfa Bank AG (ora Aareal Bank AG) al precedente proprietario dell'immobile sito in Roma, Via di Tor Cervara e accollato al Fondo in sede di acquisto dell'immobile per un debito di 13.549.119 euro, con scadenza il 15 giugno 2019; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 8.413.133 euro;
- finanziamento n. 109164 concesso da MCC S.p.A. (ora UniCredit MedioCredito Centrale S.p.A.) in data 10 febbraio 2003, di 50 milioni di euro con ipoteca sull'immobile sito in Roma,

Vicolo di Casal Lumbroso e scadenza il 1° febbraio 2013; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 17.021.370 euro;

- (iii) finanziamento n. 16838 di 20 milioni di euro, concesso da Barclays Bank PLC in data 27 febbraio 2009 e scadenza 28 febbraio 2014, con ipoteca sugli immobili siti in Roma, Via Cavour n. 5 e Via Capitan Bavastro n. 92; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 16.000.000 euro;
- (iv) finanziamento n. 2001 di 70 milioni di euro, concesso da Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. (ora Banca Imi S.p.A.) in data 21 luglio 2009 e scadenza 21 luglio 2012, con ipoteca su immobili diversi di proprietà del Fondo; alla data di chiusura del Rendiconto il debito residuo ammonta a 55.000.000 euro;
- (v) finanziamento n. 1/634 di 9,950 milioni di euro, concesso da Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A. in data 30 aprile 2009 e scadenza il 31 marzo 2014, con ipoteca sull'immobile sito in Roma, Via Ippolito Nievo nn. 25-38; al 30 giugno 2010 il debito residuo ammonta a 9.950.000 euro.

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

- un contratto Cap stipulato con Barclays a copertura del relativo contratto di finanziamento; al 30 giugno 2010 il nozionale di riferimento dello strumento è di 16.000.000 euro ed il valore di mercato è di 44.049 euro;
- un contratto Cap stipulato con Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A. a copertura del relativo contratto di finanziamento; al 30 giugno 2010 il nozionale di riferimento dello strumento è pari a 9.950.000 euro ed il valore di mercato pari a 84.170 euro;
- un contratto Cap stipulato con Banca IMI S.p.A. a copertura del contratto di finanziamento stipulato con Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. (ora Banca Imi S.p.A.); al 30 giugno 2010 il nozionale di riferimento dello strumento è pari a 46.428.571,43 euro ed il valore di mercato pari a 58.309 euro;
- un contratto Cap stipulato con Banca IMI S.p.A. a copertura del contratto di finanziamento stipulato con MCC S.p.A. (ora UniCredit MedioCredito Centrale S.p.A.); al 30 giugno 2010 il nozionale di riferimento è pari a 17.008.177,51 euro ed il valore di mercato pari a 12.234 euro;

- un contratto Cap stipulato con Banca IMI S.p.A. a copertura del contratto di finanziamento stipulato con Depfa Bank AG (ora Aareal Bank AG); al 30 giugno 2010 il nozionale di riferimento è pari a 8.405.758,31 euro ed il valore di mercato pari a 173.701 euro.

III.2. Strumenti finanziari derivati

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

III.3. Debiti verso i partecipanti

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2010.

III.4. Altre passività

La voce M "Altre passività", ammontante a complessivi 10.504.909 euro, risulta diminuita rispetto al 31 dicembre 2009 di 2.281.117 euro. Tale decremento è essenzialmente riconducibile alla conclusione della vendita dell'immobile sito in Roma, Via Cristoforo Colombo n. 70, avvenuta in data 11 febbraio 2010, ed alla conseguente compensazione dell'acconto prezzo di 2.550.000 euro con il prezzo di vendita.

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. Tale commissione viene liquidata in sede di approvazione del rendiconto annuale secondo le modalità stabilite dal paragrafo 9.1.1.2 del Regolamento del Fondo. Per il rendiconto al 31 dicembre 2009 il calcolo che determina l'importo della commissione variabile annuale risultava essere negativo e pertanto alla SGR non è stata corrisposta alcuna commissione variabile annuale relativa all'esercizio 2009.
- sottovoce M2 "Debiti d'imposta", così composta:

IVA in sospensione ("differita")	2.853.174
Erario c/IVA	225.846
Ritenute su lavoro autonomo	2.983
Totale	3.082.003

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

Risconti passivi su canoni di locazione	612.758
Ratei passivi su finanziamenti ipotecari	180.660
Ratei Passivi diversi (spese Specialist)	17.753
Totale	811.171

- sottovoce M4 "Altre", così composta:

Debiti verso fornitori	5.461.871
Fondo interessi su depositi cauzionali	144.307
Note credito da emettere	127.458
Debiti verso Clienti	119.990
Debiti diversi	85.161
Debiti v/banche	40.292
Debiti v/Comune di Assago	20.247
Totale	5.999.326

I debiti verso i fornitori, suddivisi tra debiti per fatture ricevute per 2.378.531 euro e per fatture da ricevere per 3.083.340 euro, sono relativi a prestazioni di servizi (manutenzioni, progettazioni, utenze, ecc.) ed acquisizione di beni relativi al patrimonio immobiliare, nonché a spese a fronte di consulenze o servizi professionali (spese legali, notarili, di revisione, degli esperti indipendenti, ecc.).

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

L'importo di 20.247 euro è costituito dall'impegno nei riguardi del Comune di Assago a titolo di contributo per i lavori di prolungamento della linea M2 della metropolitana milanese che permetterà di valorizzare l'immobile di proprietà del Fondo sito nel Comune medesimo.

- sottovoce M6 "Debiti per cauzioni ricevute" accoglie i depositi cauzionali versati al Fondo per 612.409 euro sia da parte dell'INPDAP, successivamente all'atto di conferimento, sia da parte dei locatari, a fronte dei nuovi contratti di locazione stipulati.

SEZIONE IV – Il valore complessivo netto

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

**PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO
DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITA' (1/3/2001) FINO AL 30/06/2010**

	Importo	% importo iniziale
Importo iniziale del fondo (quote emesse per prezzo di emissione)	259.687.500	100,00%
Totale versamenti effettuati (leggi: valore degli apporti)	259.687.500	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-8.624.708	-3,32%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	6.354.607	2,44%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	436.650.290	168,14%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti	-2.053.257	-0,79%
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	-	-
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni	-	-
F. Risultato complessivo della gestione cambi	-	-
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione	71.343	0,03%
H. Oneri finanziari complessivi	-23.200.658	-8,93%
I. Oneri di gestione complessivi	-72.305.484	-27,84%
L. Altri ricavi ed oneri complessivi	2.701.539	1,04%
M. Imposte complessive	-11.981.579	-4,61%
Rimborsi di quote effettuati	-	-
Proventi complessivi distribuiti	-179.199.957	-69,01%
Valore totale prodotto dalla gestione al lordo delle imposte	339.593.672	130,77%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 30/06/2010	408.099.636	157,15%
Totale importi da richiamare	-	-
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	11,54%	

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

SEZIONE V – Altri dati patrimoniali

1. Il Fondo ha assunto impegni a fronte di cinque accordi di *hedging* (acquisto di opzioni CAP), al fine di fare fronte al rischio tasso sui finanziamenti stipulati, di cui si è fatto cenno nella Relazione degli Amministratori al §8 " *Operatività posta in essere su strumenti finanziari e su strumenti derivati*" e nella Sezione III.1 dello Stato Patrimoniale " *Finanziamenti ricevuti*".
2. Il Fondo non detiene attività e/o passività in valuta diversa dall'euro o beni immobili situati in Paesi diversi da quelli dell'U.E.M.
3. Per quanto riguarda le garanzie a favore del Fondo si evidenzia:
 - l'importo complessivo di 2.283.029 euro relativo a polizze fideiussorie rilasciate dai conduttori a titolo di garanzia sui contratti di locazione;
 - l'ammontare di 618.674 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 MCC S.p.A., a 38,7 milioni di euro per il finanziamento Aareal Bank AG, a 19,9 milioni di euro per il finanziamento Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A., a 40 milioni di euro per il finanziamento Barclays Bank PLC ed a 140 milioni di euro per il finanziamento Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. (ora Banca Imi S.p.A.).

Parte C – Il risultato economico del semestre

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

Nella voce A.1.3 è iscritta la minusvalenza di 1.141.809 euro relativa alla svalutazione del valore della partecipazione nella "Da Vinci S.r.l."

Nella voce A.2.3 è iscritta la minusvalenza di 143.562 euro, derivante dall'adeguamento al valore di mercato al 30 giugno 2010 del valore delle quote detenute nel Fondo "Pirelli RE Office Fund – Cloe" che, come previsto dal Provvedimento, sono state adeguate con l'ultimo valore noto al pubblico, cioè quello risultante dal rendiconto del fondo al 30 giugno 2010.

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	-	-	-1.141.809	-
2. non di controllo	-	-	-	-
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. altri titoli di capitale	-	-	-	-
2. titoli di debito	-	-	-	-
3. parti di OICR	-	-	-143.562	-
C. Strumenti finanziari quotati				
1. titoli di debito	-	-	-	-
2. titoli di capitale	-	-	-	-
3. parti di OICR	-	-	-	-

Nel corso del semestre, come evidenziato nella tabella a seguire, sono stati percepiti proventi per euro 216.460 dal Fondo Cloe.

Data provento	Descrizione	Provento unitario	Proventi complessivi
26-feb-10	Proventi Fondo Cloe 12/09	7.730,73	216.460,44

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 12.083.274 euro deriva da canoni di locazione per 14.957.249 euro, da altri proventi per 1.517.637 euro, da minusvalenze nette per adeguamento del valore del patrimonio a quello di libero mercato per l'importo di 729.214 euro, dagli oneri della gestione immobiliare pari complessivamente a 2.641.861 euro e dalle spese per ICI per 1.020.537 euro.

	Immobili uso commerciale	Immobili uso logistico	Immobili uso ufficio	Altre tipologie	Totale
1. Proventi	33	1.572.717	14.887.336	14.800	16.474.886
1.1 canoni loc. non finanziaria	-	1.556.634	13.385.815	14.800	14.957.249
1.2 canoni loc. finanziaria	-	-	-	-	-
1.3 altri proventi	33	16.083	1.501.521	-	1.517.637
2. Utile/perdita da realizzi	-	-	-	-	-
2.1 beni immobili	-	-	-	-	-
2.2 diritti reali immobiliari	-	-	-	-	-
3. Plusvalenze/ minusvalenze da valutazione	-461.643	-525.159	2.957.588	-2.700.000	-729.214
3.1 beni immobili	-461.643	-525.159	2.957.588	-2.700.000	-729.214
- plusvalenze da valutazione	-	-	3.897.022	-	3.897.022
- minusvalenze da valutazione	-461.643	-525.159	-939.434	-2.700.000	-4.626.236
3.2 diritti reali immobiliari	-	-	-	-	-
4. Oneri per la gestione di beni immobili	-59.403	-41.266	-2.156.214	-384.978	-2.641.861
5. Ammortamenti	-	-	-	-	-
6. Spese ICI	-79.514	-110.678	-748.540	-81.805	-1.020.537
Totale gestione beni immobili	-600.527	895.614	14.940.170	-3.151.893	12.083.274

Gli oneri della gestione immobiliare, complessivamente di 2.641.861 euro, sono così ripartiti:

Oneri ripetibili ai conduttori	2.190.617
Oneri a carico della proprietà	439.511
Altri oneri della gestione immobiliare	8.621
Interessi su depositi cauzionali	3.112
Totale oneri gestione di beni immobili	2.641.861

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

Gli oneri a carico della proprietà sono quelli sostenuti per la manutenzione degli immobili, di 240.604 euro e per le spese dell'imposta di registro, di 198.907 euro.

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

Gli altri oneri della gestione immobiliare comprendono le spese condominiali in contestazione per 8.621 euro mentre la voce "interessi sui depositi cauzionali" di 3.112 euro rappresenta l'importo degli interessi passivi maturato nel corso del semestre sui depositi cauzionali.

La voce B6., di 1.020.537 euro, accoglie l'importo versato nel mese di giugno per l'imposta comunale sugli immobili di proprietà.

SEZIONE III – Crediti

La voce Crediti ha un saldo negativo di 829.709 euro ed è la risultante delle seguenti voci:

- sottovoce C1 "Interessi attivi e proventi assimilati" la quale accoglie, nella sottovoce C1, gli interessi attivi maturati nel semestre calcolati sul credito dilazionato nei riguardi della società controllata "Da Vinci S.r.l.", di 820.926 euro;
- sottovoce C2 "Incrementi e decrementi di valore", per un importo negativo di 1.650.635 euro, che si riferisce all'accantonamento del semestre al fondo svalutazione crediti verso locatari, per un importo di 1.650.383 euro ed alle perdite su crediti per un importo di 252 euro.

SEZIONE IV – Depositi bancari

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2010.

SEZIONE V – Altri beni

Non vi sono fattispecie rientranti in tale categoria al 30 giugno 2010.

SEZIONE VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

La voce H. "Oneri finanziari", di complessivi 1.633.988 euro, accoglie i costi relativi agli interessi su finanziamenti ipotecari, per 1.444.430 euro, il premio di competenza per i contratti derivati di tipo CAP stipulati per 139.251 euro, le commissioni di mancato utilizzo inerenti la concessione del finanziamento Banca Imi S.p.A. di 50.278 euro e gli interessi passivi maturati sullo scoperto di conto corrente di 29 euro.

I tassi passivi applicati sono rispettivamente:

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

SEZIONE VII – Oneri di gestione

La sezione del Rendiconto relativa agli "Oneri di gestione", per un totale di 3.014.154 euro risulta così ripartita:

I1 - Provvigione di gestione SGR	2.148.890
I2 - Commissioni banca depositaria	40.292
I3 - Oneri per Esperti Indipendenti	28.500
I4 – Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	25.990
I5 - Altri oneri di gestione:	738.429
- provvigioni <i>property manager</i>	263.236
- spese <i>facility manager</i>	203.548
- spese assicurative	187.746
- spese professionali	47.136
- spese di revisione del Rendiconto	22.784
- spese per consulenze tecniche	5.040
- spese di intermediazione immobiliare	2.900
- spese generali	236
- spese e comm. bancarie, monte titoli e intermediari finanziari	3.048
- spese per contributi di vigilanza	2.755
I6 - Spese di quotazione:	32.053
- <i>Specialist</i>	25.753
- Borsa Italiana S.p.A.	6.300
Totale Oneri di Gestione	3.014.154

- la sottovoce I1 "Provvigioni di gestione SGR" per complessivi 2.148.890 euro, accoglie il costo a carico del Fondo derivante dalle commissioni di gestione a favore della SGR. Il paragrafo 9.1.1.1 del Regolamento del Fondo prevede una commissione fissa dell'1,6% annuo "del valore complessivo netto del Fondo quale risulta dal rendiconto annuale, determinato al netto delle plusvalenze non realizzate rispetto ai valori di acquisizione dei beni immobili, dei diritti reali di godimento sui beni immobili e delle partecipazioni detenute dal Fondo, senza tener conto degli ammortamenti eventualmente effettuati";
- per quanto riguarda le commissioni da corrispondere a favore della banca depositaria, il compenso da riconoscere è così ripartito:

- 0,028% su base annua per la "commissione di controllo" calcolata sul valore complessivo netto del Fondo determinato secondo i criteri fissati dal Regolamento del Fondo indicati per la commissione fissa a favore della SGR;
- 0,002% su base annua per la "commissione di custodia" calcolata con i medesimi criteri sopra menzionati;
- gli oneri per gli Esperti Indipendenti, di cui alla sottovoce I3, costituiscono il corrispettivo dovuto alla "Scenari Immobiliari – Istituto Indipendente di Studi e Ricerche S.r.l." per le valutazioni effettuate sul patrimonio immobiliare alla data del 30 giugno 2010;
- per quanto riguarda la sottovoce I5 "Altri oneri di gestione", la stessa è costituita prevalentemente da:
 - oneri derivanti dalla gestione tecnico-amministrativa del patrimonio immobiliare da parte della Ingenium RE S.p.A.;
 - dalle spese sostenute per il servizio di *facility management* fornito dalla medesima Ingenium RE S.p.A.;
 - dalle spese assicurative relative alla polizza "globale fabbricati" stipulata con la compagnia Toro Assicurazioni S.p.A.;
 - dalle spese professionali relative prevalentemente ad oneri legali e notarili;
 - dalle spese per la revisione contabile del Rendiconto semestrale del Fondo;
 - dalle spese per consulenze tecniche inerenti il patrimonio immobiliare del Fondo;
- la sottovoce I6 "Spese di quotazione", accoglie per 25.753 euro l'onere a carico del Fondo per il contratto di specialista, di cui 8.000 euro per il periodo 1 gennaio 2010 – 14 marzo 2010 derivanti dall'accordo stipulato con Bayerische Hypo – und Vereinsbank AG, Milan Branch, società del Gruppo UniCredit, cessato il 14 marzo 2010, e 17.753 euro per il periodo 15 marzo 2010 – 30 giugno 2010 derivanti dal nuovo contratto siglato con Intermonte SIM S.p.A, e per 6.300 euro le spese riaddebitate nel semestre dalla SGR connesse alla quotazione del Fondo stesso.

SEZIONE VII.1 – Costi sostenuti nel semestre

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	2.149	0,53%	0,41%		-	0,00%	0,00%	
Provvigioni di base	2.149	0,53%	0,41%		-	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	40	0,01%	0,01%		-	0,00%	0,00%	
- di cui eventualmente compenso per il calcolo del valore della quota	-	0,00%	0,00%		-	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del fondo	23	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	29	0,01%	0,01%		-	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	2.805	0,69%	0,53%		-	0,00%	0,00%	
- spese di gestione e manutenzione	2.145	0,53%			-	0,00%		
- spese <i>property manager</i>	263	0,06%			-	0,00%		
- spese per <i>facility manager</i>	204	0,05%			-	0,00%		
- spese assicurative	188	0,05%			-	0,00%		
- spese di consulenze tecniche	5	0,00%			-	0,00%		
8) Spese legali e giudiziarie	45	0,01%			-	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	26	0,01%			-	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo	1.691	0,41%			-	0,00%		
- spese professionali	2	0,00%			-	0,00%		
- spese generali	-	0,00%			-	0,00%		
- spese e commissioni bancarie, MT,IF	3	0,00%			-	0,00%		
- interessi passivi su c/c	-	0,00%			-	0,00%		
- spese intermediazione imm.	3	0,00%			-	0,00%		
- spese peritali	-	0,00%			-	0,00%		
- spese <i>credit management</i>	-	0,00%			-	0,00%		
- studi di fattibilità	-	0,00%			-	0,00%		
- spese due diligence	-	0,00%			-	0,00%		
- spese quotazione	32	0,01%			-	0,00%		
- decrementi di valore su crediti	1.651	0,40%			-	0,00%		
- spese di attività informatica	-	0,00%			-	0,00%		
Total Expense Ratio (TER) (somma da 1 a 10)	6.808	1,67%			-	0,00%		
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari	-				-			
di cui: - su titoli azionari								
- su titoli di debito								
- su derivati								
- altri (da specificare)								
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	1.634			1,54%	-			0,00%
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo	-	0,00%			-	0,00%		
TOTALE SPESE (somma da 1 a 13)	8.442	2,07%			-	0,00%		

(*) Calcolato come media del periodo

SEZIONE VIII – Altri ricavi e oneri

La voce L del Rendiconto risulta così ripartita:

L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	35.349
L2. Altri ricavi	94.961
- interessi attivi e proventi diversi	25.955
- sopravvenienze, abbuoni e arrotondamenti attivi	69.006
L3. Altri oneri	-51.198
- sopravvenienze e abbuoni passivi	-51.198
Totale altri ricavi ed oneri	79.112

SEZIONE IX – Imposte

Tale voce non risulta movimentata.

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

Parte D – Altre informazioni

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

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

- il tasso *benchmark*, pari alla variazione dell'indice BTP MTS + 0,75% relativo ai dodici mesi antecedenti l'integrale smobilizzo dell'attivo netto del Fondo;
- il risultato complessivo del Fondo, dato dalla sommatoria dell'ammontare netto del Fondo liquidato e dei proventi distribuiti e dei rimborsi parziali *pro-quota* eventualmente effettuati nel corso del tempo, capitalizzati secondo il regime di capitalizzazione composta al tasso *benchmark*;
- il valore iniziale del Fondo, ovvero il valore di apporto, anch'esso capitalizzato al tasso *benchmark*;
- il rendimento complessivo in eccesso del Fondo, ovvero la differenza tra il risultato complessivo del Fondo e il valore iniziale del Fondo, come sopra definiti.

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

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

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

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

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

Pertanto, essendo l'ammontare dell'onere non suscettibile di alcuna stima attendibile, l'applicazione dei corretti principi contabili non consente di effettuare alcun accantonamento, al fine di non alterare l'attendibilità dei dati del Rendiconto. Dunque, il NAV al 30 giugno 2010, come è avvenuto nei rendiconti precedenti, non include alcun accantonamento relativo alla commissione variabile finale.

Tuttavia, con l'introduzione nel Regolamento di gestione del Fondo del limite alla commissione sopra descritto è ora possibile, sulla base dei dati disponibili al 30 giugno 2010, 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 40,766 milioni di euro.

2. Per quanto riguarda la Commissione Variabile Annuale, prevista dal paragrafo 9.1.1.2 del Regolamento, i rendiconti semestrali non prevedono alcun accantonamento poiché l'effettiva sussistenza ovvero l'entità dell'onere saranno verificabili solo alla fine dell'esercizio in quanto legati a parametri quali la media dei prezzi ufficiali di Borsa delle quote durante il mese di dicembre nonché la variazione percentuale del *benchmark* nell'intero esercizio, determinabili solo alla chiusura del rendiconto annuale.
3. Il Fondo ha sottoscritto degli accordi di *hedging* per la copertura del rischio di tasso sui finanziamenti bancari contratti. Per maggiori dettagli in merito, si rinvia a quanto descritto nel §8 "Operatività posta in essere su strumenti finanziari e strumenti derivati" della Relazione degli Amministratori e nella Sezione III.1 dello Stato Patrimoniale "Finanziamenti ricevuti" della presente Nota Integrativa.

4. Non ci sono state utilità a favore della SGR oltre a quelle relative alle commissioni di gestione (es: *soft commission*)³.
5. Non sono stati accesi finanziamenti finalizzati al rimborso anticipato di quote.
6. 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.
7. In allegato al presente Rendiconto sono forniti i seguenti documenti:
 - determinazione del valore di mercato del patrimonio immobiliare del Fondo alla data del 30 giugno 2010 redatta dall' Esperto Indipendente Scenari Immobiliari;
 - relazione della società di revisione Reconta Ernst & Young S.p.A.

Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente

Avv. Paolo Crescimbeni

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

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO													
Reddittività dei beni locati													
N	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno / Epoca di costruzione	Superficie lorda (mq)	Superficie locata (mq)	Canone/indennità annuale al 30/6/2010	Canone / indennità competenza I semestre 2010	Canone annuo medio per mq	Tipo contratto	Range scadenza contratto	Tipologia conduttore	Valore storico ¹	Ipoteche ²
LAZIO													
1	Intero immobile Roma Via Capitan Bavastro 92/94	Ufficio	1974	12.876	12.876	2.015.555	1.007.777	156,54	Affitto	Scadenza tra 1.1.2014 e 31.12.2015	Pubblica Amministrazione	13.689.891	(*) 16.000.000,00
2	Intero immobile Roma Via Capitan Bavastro 174	Ufficio	1969	9.818	9.818	1.501.199	742.249	152,91	Indennità di occupazione	Scadenza entro il 31.12.2011	Pubblica Amministrazione	9.243.683	
3	Intero immobile Roma Via Cristoforo Colombo 44	Ufficio	1966	32.051	32.051	4.357.775	2.154.648	135,96	Indennità di occupazione	Scadenza entro il 31.12.2011	Pubblica Amministrazione	28.874.020	
5	Intero immobile Roma Via N. Parboni 6 / Via I. Nievo	Ufficio	1976	11.804	11.804	2.033.344	1.022.289	172,26	Indennità di occupazione	Scadenza entro il 31.12.2011	Pubblica Amministrazione	14.276.752	9.500.000,00
6	Intero immobile Roma Via Lamaro 51	Ufficio	1990	11.675	8.780	1.338.731	665.227	152,47	Affitto	Scadenza tra 1.1.2018 e 31.12.2019	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	14.807.153	(**)55.000.000,00
7	Intero immobile Roma Via Longoni 92	Ufficio	1981	12.153	12.153	709.920	354.960	58,42	Indennità di occupazione	Scadenza entro il 31.12.2011	Pubblica Amministrazione	2.950.532	
8	Intero immobile Roma Via Longoni 3	Commerciale	1989	20.602	-	-	-	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero	14.191.630	(**)55.000.000,00
9	Intero immobile Roma Via Casilina 3	Ufficio	1971	12.223	12.223	1.817.746	908.873	148,71	Affitto	Scadenza tra 1.1.2014 e 31.12.2015	Pubblica Amministrazione	9.897.201	(**)55.000.000,00
10	Intero immobile Roma Via Cavour 5 / Via Turati	Ufficio	fine XIX sec.	17.702	17.702	3.452.610	1.717.291	195,04	Affitto	Scadenza tra 1.1.2014 e 31.12.2015	Pubblica Amministrazione	21.781.499	(*) 16.000.000,00
11	Intero immobile Roma Via del Giorgione 59/63	Ufficio	1969	20.929	18.285	3.095.028	1.523.900	169,27	Affitto	Scadenza tra 1.1.2016 e 31.12.2017	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	28.437.683	(**)55.000.000,00
12	Intero immobile Roma Vicolo Casal Lumbroso 77	Altre	1986	35.699	-	-	-	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero (ex Pubbl. Amm.)	75.692.549	17.021.369,77
13	Intero immobile Roma Via di Tor Cervara 285/C	Logistico	1968	25.403	25.403	2.200.000	1.053.078	86,61	Affitto	Scadenza tra 1.1.2014 e 31.12.2015	Impresa commerciale	30.033.060	8.413.133,69
LOMBARDIA													
14	Intero immobile Milano Via Crespi 12	Ufficio	1986	8.681	6.772	818.077	408.694	120,80	Affitto	Scadenza tra 1.1.2014 e 31.12.2015	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	7.372.309	
16	Intero immobile Agrate Brianza Via Colleoni	Ufficio	1986	14.817	12.137	1.622.745	787.125	133,71	Affitto	Scadenza tra 1.1.2016 e 31.12.2017	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	14.953.738	(**)55.000.000,00
17	Intero immobile Asago Milanofiori Palazzo 5B	Ufficio	1991	6.575	6.458	623.306	164.873	96,51	Affitto	Scadenza oltre 31.12.2019	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	5.904.755	(**)55.000.000,00
18	Intero immobile Basiglio Palazzo Volta / Galilei	Ufficio	1993	14.225	9.093	1.153.227	576.567	126,83	Affitto	Scadenza oltre 31.12.2019	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	16.412.259	(**)55.000.000,00
19	Intero immobile Melzo Via C. Colombo 24	Logistico	1974	26.544	26.544	1.016.537	503.556	38,30	Affitto	Scadenza tra 1.1.2018 e 31.12.2019	Impresa logistica	8.802.661	(**)55.000.000,00
EMILIA ROMAGNA													
20	Intero immobile Bologna Via Aldo Moro	Ufficio	1984	19.073	15.417	2.713.146	1.343.948	175,99	Affitto	Scadenza tra 1.1.2014 e 31.12.2015	Pubblica Amministrazione	15.927.308	(**)55.000.000,00
				312.848	237.514	30.468.944	14.935.055 (***)				333.248.683		

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

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

(*) Con riferimento agli immobili Via Capitan Bavastro 92/94 e Via Cavour 5 l'importo del debito residuo sul finanziamento ipotecario ammonta complessivamente a euro 16.000.000,00;

(**) Per gli immobili indicati il debito residuo sul finanziamento ipotecario ammonta complessivamente a euro 55.000.000,00;

(***) All'importo vanno aggiunti i canoni degli immobili venduti nel corso del semestre e i canoni derivanti da locazioni temporanee per un totale di 22.655,00 euro.

Immobili Venduti

Data	Oggetto	Importo (Euro)	Controparte	Gruppo di appartenenza
21-gen-10	Porzione di immobile Milano (MI) - Via Vitruvio, 43	€ 145.000	Giovenzana Gabriele	NA
11-feb-10	Porzione di immobile Roma (RM)- Via Colombo, 70	€ 25.500.000	Andromeda S.r.l.	Cerasi
		€ 25.645.000,00		

SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

**RELAZIONE DI STIMA
18 IMMOBILI DEL
“FONDO ALPHA”
ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2010**

Luglio 2010

Indice

INTRODUZIONE

<i>1. Premessa</i>	<i>pag.</i>	<i>1</i>
<i>2. Andamento del mercato immobiliare</i>		<i>2</i>
<i>3. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione degli immobili</i>		<i>9</i>
<i>4. Metodologie utilizzate nella valutazione degli immobili</i>		<i>11</i>
<i>5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate</i>		<i>15</i>
<i>6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi</i>		<i>16</i>
<i>7. Limiti della presente relazione</i>		<i>17</i>
<i>8. Conclusioni</i>		<i>18</i>

ALLEGATI

Milano, 20 luglio 2010

SPETTABILE
FIMIT SGR SPA
Via Crescenzo, 14
00193 - Roma

1. Premessa

In relazione all'incarico ricevuto da **FIMIT SGR SPA**, *Scenari Immobiliari* ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni atte a determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 30 giugno 2010, dei seguenti asset:

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

2. Andamento del mercato immobiliare

LO SCENARIO

LO SCENARIO INTERNAZIONALE

Il primo semestre del 2010 ha mostrato significativi segnali di ripresa nella maggior parte delle economie mondiali, sebbene ad un ritmo differenziato nelle diverse parti del mondo.

Cina, India e gli altri mercati asiatici emergenti, insieme a Brasile e Medio Oriente, giocano un ruolo cruciale nella ripresa. Al contrario, lo sviluppo economico in Europa, Stati Uniti e Giappone rimane incerto e sostenuto dal debito pubblico, che ha assunto proporzioni drammatiche sia in alcuni Paesi piccoli, come Grecia, Irlanda e Islanda, che in quelli più grandi, come Giappone, Gran Bretagna e Stati Uniti.

Nel 2010 il Pil dovrebbe aumentare dello 0,7 per cento sia nell'Unione europea che nell'area dell'euro, mentre si prevede un'inflazione dell'1,4 per cento nell'Unione europea e dell'1,1 per cento nell'area dell'euro.

In Europa permangono numerose problematiche, quali la debolezza della produzione industriale (che ha registrato una crescita marginale negli ultimi mesi e continua ad essere al di sotto di circa un quinto rispetto ai livelli precedenti la crisi), il calo delle esportazioni nella maggior parte dei Paesi, il crescente debito pubblico e, soprattutto, un tasso di disoccupazione in costante aumento, soprattutto tra i giovani. Le incertezze del mercato del lavoro, a loro volta, frenano la ripresa dei consumi privati e degli investimenti, anche nel settore immobiliare.

Il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei, che nel 2009 aveva registrato un calo di circa il 13 per cento rispetto al 2008, è in fase di ripresa e il 2010 si dovrebbe chiudere con un aumento intorno all'uno per cento. Pertanto il fatturato complessivo dovrebbe superare i 600 miliardi di euro. Il trend sarà più positivo a livello Eu27, con un aumento previsto intorno al 2,6 per cento.

I miglioramenti più evidenti riguardano il comparto residenziale, che era stato fortemente penalizzato dalla crisi del mercato del lavoro e dal calo dei consumi privati in quasi tutti i Paesi europei. Nonostante il rallentamento dell'attività edilizia e la presenza di abitazioni invendute, la ripresa del mercato è resa possibile da alcuni fattori, quali l'abbassamento dei tassi di interesse, l'atteggiamento meno restrittivo delle banche, le misure governative finalizzate al sostegno del mercato e al miglioramento dello scenario economico.

L'andamento migliore riguarda i Paesi scandinavi, dove i prezzi hanno già registrato qualche aggiustamento verso l'alto e nella seconda parte del 2010 si prevede un deciso incremento dell'attività. Altri mercati, quali Germania, Olanda e Francia si trovano in una situazione intermedia: hanno ormai superato la fase più bassa del ciclo e stanno attraversando un periodo di stabilità, ma dovranno attendere il 2011 per assistere ad una vera ripresa. La situazione peggiore è riscontrabile nelle Repubbliche Baltiche, dove il crollo del mercato è stato particolarmente pesante, seguite da Spagna, Grecia e Irlanda.

In questi Paesi la recessione non è ancora terminata ed i prossimi mesi vedranno ulteriori cali di transazioni, investimenti e quotazioni.

La ripresa del settore degli uffici è più lenta; in generale i prossimi mesi dovrebbero essere caratterizzati da una situazione di sostanziale stabilità nella maggior parte dei mercati, anche se si fanno ancora sentire gli effetti della crisi del mercato del lavoro. La domanda è debole ed è dominata dalla rinegoziazione dei contratti di locazione esistenti più che dalla stipulazione di nuovi contratti. Il crescente squilibrio tra domanda ed offerta ha spinto le vacancy rate verso livelli elevati. Nell'Europa occidentale, il trend peggiore è stato registrato da Madrid, Londra e Dublino, ma i crolli più gravi sono riscontrabili nelle città dell'Europa centrale ed orientale.

Il calo del potere di spesa ha avuto un impatto pesante sul settore commerciale: la domanda ha registrato una forte flessione in quanto le società sono concentrate sul contenimento dei costi di gestione e rimandano i progetti di espansione. Molti gruppi sono usciti dal mercato o hanno deciso di limitare la propria presenza in un numero più ristretto di mercati ed, in ogni caso, tendono a valutare con maggiore attenzione ogni decisione, allungando i tempi di chiusura dei contratti. Tuttavia, le prospettive per il secondo semestre 2010 sono positive, soprattutto con riferimento ai negozi nelle top location e ai centri commerciali situati in posizione strategica. Inoltre, si prevede un'ottima performance dei discount e degli outlet.

Il comparto industriale è in crisi, in quanto ha risentito del calo della produzione industriale e degli scambi commerciali in tutti i Paesi europei. Tuttavia, alcuni settori, quali quello alimentare e dei servizi logistici, hanno mantenuto un discreto livello di attività e guideranno la domanda di spazi industriali anche nel secondo semestre 2010. Grazie alla bassa volatilità del mercato industriale, la flessione dei canoni di locazione è stata modesta rispetto al comparto degli uffici, anche se la concessione di incentivi e sconti ha notevolmente abbassato le quotazioni reali. I prossimi mesi dovrebbero essere caratterizzati da una ripresa della domanda che, accompagnata da un'offerta limitata, contribuirà a conferire stabilità al mercato, ma un aumento dei canoni, in generale, sarà possibile solo a partire dal 2011. La performance migliore riguarderà i complessi logistici moderni ed efficienti, situati nei pressi dei porti e degli aeroporti delle città più importanti.

Il miglioramento della situazione del mercato immobiliare ha avuto riflessi positivi anche sul comparto del risparmio gestito; patrimonio detenuto dalle diverse forme di fondi nel mondo è aumentato di quasi il 7 per cento nel 2009 e dovrebbe crescere di un ulteriore 15 per cento entro la fine del 2010. Nonostante la flessione registrata l'anno scorso, i fondi continuano a mostrare rendimenti competitivi rispetto alla maggior parte degli altri strumenti finanziari.

Nel complesso, la seconda parte del 2010 dovrebbe consolidare i segnali di ripresa emersi a partire dall'ultimo trimestre 2009, nonostante le perduranti difficoltà di molti mercati. Nei prossimi mesi il volume di investimenti sarà limitato, in quanto la maggior parte delle società si dedicherà alla gestione e alla razionalizzazione del proprio patrimonio. Solo i grandi gruppi saranno in grado di espandere il proprio patrimonio, approfittando delle numerose occasioni presenti sui mercati internazionali.

LO SCENARIO ITALIANO: UN QUADRO D'INSIEME

È prematuro dire che la crisi immobiliare è finita, ma è molto probabile che il peggio sia ormai alle spalle e che sia iniziata una lenta risalita.

Con il peggioramento delle Borse nel secondo trimestre dell'anno 2010, la propensione all'investimento in immobili è salita fortemente sia per le famiglie che per gli investitori istituzionali. Come si vede nella tabella sulle previsioni per il 2010, aggiornata da Scenari Immobiliari a giugno, si nota un rialzo del fatturato per l'intero anno del 3,6 per cento, superando i 113 miliardi di euro. Nessun comparto è negativo.

In ripresa il **residenziale**, con un previsto aumento delle compravendite tra il 5 e l'8 per cento per la fine dell'anno. Per il 2011 si può ipotizzare un ulteriore miglioramento negli scambi e anche un aumento delle quotazioni. La discesa dei prezzi si è fermata dopo il primo trimestre e attualmente la situazione è stabile in quasi tutti i settori. Riprendono leggermente anche le vendite nei nuovi cantieri dopo un lungo stop. Da un lato molti operatori hanno ribassato i listini e dall'altro c'è un più facile accesso al credito da parte dei potenziali compratori a reddito più basso.

Le aree che stanno crescendo di più sono:

a) **residenze di alta gamma**: la domanda, con anche una componente di rientro dallo scudo fiscale, era diventata più attiva già sul finire dello scorso anno, ed attualmente questo mercato sta dando netti segnali di ripresa. Va bene a Milano, Roma, Venezia e nelle località turistiche top

b) **capoluoghi medi del nord** (come Piacenza, Novara, Parma, Modena, Rimini) dove c'è una buona dinamica economica e si assiste ad una leggera ripresa dell'occupazione. Questo, unito anche al calo dei prezzi medi, sta facendo migliorare il mercato cittadino

c) **alcune città del sud**, come Lecce, Bari, Matera e Catania, dove si assiste ad un fenomeno di rientro delle famiglie dalle zone esterne verso il capoluogo.

In generale la domanda è più attiva rispetto alla seconda parte del 2009, stimolata sia da bassi tassi di interesse sui mutui che da una, relativa, maggiore disponibilità delle banche a concedere mutui. Comunque la percentuale mutuabile è sempre intorno al cinquanta per cento e quindi il numero di scambi ne risulta rallentato.

Guardando alle due principali città, il 2009 si è chiuso all'insegna di un ulteriore ridimensionamento di tutti i principali indicatori, ma nel 2010 si stima una stabilizzazione dei valori.

A Roma l'andamento delle compravendite residenziali si prevede ancora di lieve segno negativo. Anche il tasso di assorbimento, storicamente piuttosto elevato nella capitale, prosegue il trend negativo (nel 2009 si era fermato al 73 per cento); la stima per l'anno in corso è di un ulteriore lieve calo, più marcato per il comparto delle nuove costruzioni, a causa dell'aumentata offerta sul mercato. Relativamente ai prezzi, la città di Roma ha registrato nel 2009 una flessione moderata rispetto alla media delle altre città europee e per il 2010 è in corso una stabilizzazione delle quotazioni, con possibile aumento compreso tra l'1 e il 2,5 per cento nelle zone centrali.

A **Milano** il mercato immobiliare rappresenta uno dei cardini della trasformazione, ma nell'ultimo triennio gli effetti della recessione economica hanno coinvolto anche gli scambi di case nel capoluogo lombardo, con ripercussioni sui prezzi degli immobili e sul giro d'affari complessivo. La stima di Scenari Immobiliari per la fine dell'anno in corso è di una stabilizzazione del mercato, con ritorno ad una lieve crescita di tutti i valori. Il fatturato si prevede in aumento del 4 per cento circa; i prezzi cresceranno tra l'1,7 per cento della periferia e il 3,5 per cento del centro città, le compravendite aumenteranno in media del 2,5 per cento. Anche l'assorbimento complessivo invertirà il trend, passando dal 76 al 78 per cento.

IL TERZIARIO

Nel settore degli uffici il primo semestre dell'anno è stato caratterizzato da una stabilizzazione dei canoni e dei prezzi medi, con un numero di scambi in lieve incremento rispetto al 2009. Si avvertono i segnali di un ritorno degli investitori italiani (anche per effetto delle risorse da scudo fiscale) ed esteri. Il fenomeno si è però fermato nel mese di giugno in attesa dell'evoluzione della manovra fiscale che ha penalizzato gli investitori esteri e rischia di compromettere lo sviluppo del mercato dei fondi immobiliari.

La domanda terziaria è stabile nel complesso, ma il numero di scambi nelle grandi città è in lieve calo rispetto al secondo semestre 2009. La domanda è alla ricerca soprattutto di immobili più funzionali e di classe A, o vicino.

A **Roma** nell'ultimo biennio il terziario di qualità ha riscontrato, rispetto ai risultati di altre grandi città, una maggiore dinamicità e una crescita più contenuta del tasso di vacancy. Le origini di tale risultato vanno rintracciate nella carenza dell'offerta capitolina: pochi nuovi progetti completati e immessi sul mercato, ancora minori quelli di classe A in top location. Gli uffici di grande pregio offerti hanno incontrato un collocamento piuttosto veloce e il mercato romano continua ad attrarre gli investitori, date le performance dei prezzi. Le location più interessanti, negli ultimi due anni, sono state i quartieri Parioli e Prati e la zona Eur - Torrino.

A **Milano** anche gli uffici di qualità hanno risentito di un allungamento dei tempi delle trattative e di un lieve aumento del tasso di vacancy, dovuti all'atteggiamento più cauto della domanda, in particolare da parte delle multinazionali estere, condizionata dall'esigenza del risparmio e della razionalizzazione degli spazi. Diverso il trend degli immobili trofeo che, costituendo una quota piuttosto esigua dell'offerta complessiva, hanno ottenuto performance positive (le nicchie del comparto) ed elevati livelli di assorbimento, superiori alla media degli uffici di classe A. Per il 2010 si prevede un miglioramento di tutti i valori del comparto terziario/uffici, con le quotazioni delle top location in crescita di circa il 3 per cento, a fronte di una media cittadina non molto distante, attorno al 2 per cento.

Nei capoluoghi più piccoli il mercato è praticamente fermo con pochi scambi nel mercato dei piccoli studi o dati dal settore pubblico.

Le previsioni sulla seconda metà dell'anno sono condizionate dai possibili cambiamenti sulla manovra fiscale che potrebbero far ripartire gli investimenti dei fondi e degli investitori esteri, particolarmente attenti al settore degli uffici.

Prezzi di vendita e canoni di locazione hanno una leggera tendenza al rialzo per la fine del corrente anno.

ANDAMENTO DEL FATTURATO IMMOBILIARE ITALIANO**(valore dei beni scambiati)**

Paese	Mercato	2009		2010 ^(*)	
		Mln di euro	Var. % sul 2008	Mln di euro	Var. % sul 2009
Italia	Residenziale	89.500	-10,0	92.000	2,8
	Turistico	1.700	-32,0	2.000	17,6
	Terziario/uffici	7.100	-6,6	7.500	5,6
	Industriale	3.600	-20,0	3.900	8,3
	Commerciale	7.500	-2,6	7.900	5,4
	TOTALE		109.400	-10,2	113.300

^(*) Previsione a fine anno

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI

In Italia come nel resto d'Europa i consumi delle famiglie nel primo semestre del 2010 hanno registrato andamenti altalenanti, in lento recupero nei primi mesi, in diminuzione nei successivi. In particolare, ad aprile si è registrato una contrazione dell' 1,6 per cento, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, con una forte componente di riduzione nell'acquisto di beni (meno 2,2 per cento) mentre quella dei servizi è rimasta sostanzialmente stabile (più 0,4 per cento).

Tra le voci che hanno segnato le diminuzioni più forti: la domanda di beni e servizi per la mobilità (meno 14,8 per cento), influenzata negativamente sia dalla fine degli incentivi per l'acquisto di autovetture private che dal fermo per alcuni giorni del traffico aereo europeo; la domanda di servizi di ristorazione e pernottamento (meno 1,3 per cento); la voce abbigliamento e calzature (meno 0,6 per cento); infine, alimentari, bevande e tabacchi (meno 2 per cento). Di segno positivo invece, la domanda per beni e servizi destinati alla comunicazione (più 2,7 per cento), ricreativi (più 1,8 per cento) e per la casa (più 1,1 per cento).

La difficile ripresa dei consumi non ha scoraggiato i piani di sviluppo dei grandi gruppi della distribuzione presenti sulla penisola, sebbene si siano focalizzati soltanto su aree strategiche e con format commerciali innovativi. Le formule proposte si concentrano soprattutto nei centri commerciali, dotati di un ampio assortimento di negozi (che vanno dall'abbigliamento, alla tecnologia, all'arredamento includendo perfino servizi differenziati come ad esempio lo studio dentistico) ed ampie zone dedicate allo svago. Gli outlet continuano ad avere una buona accoglienza dal mercato, gli acquisti griffati a prezzi ridotti sono preferiti dal consumatore medio. Ne è un esempio l'apertura dell'outlet a Mondovì (Cn), oppure l'outlet di Caserta.

Il comune denominatore dell'attrattività per le nuove realizzazioni è l'ecosostenibilità, risparmi energetici e diminuzione delle emissioni di anidride carbonica sono le parole d'ordine per i nuovi sviluppi.

Il mercato immobiliare del commercio in Europa segue ancora nel primo semestre del 2010 l'andamento lento che lo aveva caratterizzato nella seconda parte del 2009. La domanda di spazi si mantiene costante e l'offerta di prodotto di qualità elevata scarseggia. In Italia il mercato segue pure passi lenti, con un numero di transazioni ridotte, sebbene alcune di notevole entità. Basti pensare all'investimento di oltre 400 milioni per l'acquisto di un centro commerciale esistente nell'area romana. Infatti, sono proprio i centri commerciali collocati nelle aree urbane quelli che continuano ad avere la maggior attrattività per gli investitori. Le difficoltà di finanziamento rappresentano un ulteriore ostacolo ad una crescita più sostenuta del settore.

Per quanto riguarda la piccola distribuzione, questa continua a soffrire la concorrenza della grandi strutture collocate fuori dai centri abitati, ad eccezione degli spazi collocati nelle migliori posizioni dei centri storici dove la domanda si mantiene elevata.

Tuttavia la fiducia nel mercato cresce, soprattutto per i prodotti di qualità elevata, il fatturato degli immobili commerciali è in leggero aumento e per fine anno è previsto un incremento di 5,4 punti percentuali rispetto all'anno precedente, raggiungendo quota 7,9 miliardi di euro.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI PER LA LOGISTICA

Il comparto dei servizi logistici in Europa attraversa una fase di difficoltà. La contrazione della produzione ha generato molti casi di insourcing (per bisogno di riallocare le risorse, sia di spazio che di personale) ed il brusco calo delle esportazioni e delle importazioni ha contratto sensibilmente il volume delle merci gestite. Si è intensificato il clima di esasperata competitività tra gli operatori ed il margine sui ricavi si è assottigliato. Hanno sofferto maggiormente la crisi le aziende specializzate nei settori più colpiti (come l'automotive), mentre hanno resistito meglio quelle multisettoriali, con ampia copertura territoriale.

In Italia in settore della logistica ha subito una contrazione, sebbene meno accentuata di quella del comparto produttivo, e differenziata tra i distinti settori. Più penalizzati il fashion, la meccanica, gli elettrodomestici, l'edilizia e l'automotive (eccetto la ricambistica). Meno colpiti il settore food, telecomunicazioni e farmaceutico e anche quello della Gdo, nonostante il calo generalizzato dei consumi. Anche il settore dell'elettronica di consumo e quello della telefonia hanno avuto andamenti positivi.

Il mercato degli immobili ad uso logistico è calato, sebbene dai sentiment rilevati dai principali protagonisti (aziende, produttori, operatori logistici, sviluppatori e investitori) sembra che il peggio sia ormai alle spalle.

Si sono ridotte le transazioni ed è cambiato il fabbisogno della domanda. Alcuni operatori si spostano, per contenimento dei costi, verso location più economiche. Altri, chiedono l'abbassamento dei canoni, rinegoziando i contratti in essere. La domanda per espansione o ampliamento è meno frequente.

I prezzi di vendita sono diminuiti del 6,5 per cento mentre i canoni di locazione si sono contratti in media del 7,5 per cento, con conseguente innalzamento dei rendimenti attesi.

Le previsioni del mercato degli immobili della logistica per fine anno sono di una sostanziale stabilità con tendenza ad un graduale miglioramento. Il fatturato per fine anno dovrebbe registrare una variazione positiva di 8,3 punti percentuali, rispetto all'anno precedente, raggiungendo quota 3,9 miliardi di euro.

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

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

2.5 Beni immobili

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

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

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

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

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

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

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

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

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

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

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

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

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

4. Metodologia utilizzata nelle valutazioni degli immobili

Metodo del Discounted Cash Flow (Flussi di Cassa Attualizzati)

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

Alla base di questo criterio è il concetto che l'investitore è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene.

Il grado di rischio dell'investimento immobiliare deriva direttamente da tutti gli elementi (tipologia, ubicazione, stato locativo, dimensioni, ecc.) che caratterizzano il bene.

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:

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

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

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

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

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

prima scadenza il canone di locazione in essere è maggiore di quello di mercato, si ipotizza direttamente l'adeguamento al mercato, considerando probabile una rinegoziazione favorevole al conduttore;

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

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

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

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

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

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

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

Metodo della trasformazione

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono:

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

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

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

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

Nel modello DCF non viene considerato l'aspetto fiscale.

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

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

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

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

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

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

- Euribor 6 mesi;
- l'inflazione attesa;
- spread.

Superfici e processo di ragguaglio

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

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

5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate

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

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

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

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

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

6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi

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

- *regolamento del fondo*
- *documentazione relativa ai singoli immobili (due diligence)*
- *planimetrie*
- *database con estremi dei contratti di locazione in essere al 30 giugno 2010*
- *copia dei contratti di locazione in essere*
- *elenco analitico della superficie attualmente non locata*
- *elenco dei contenziosi con i conduttori e del dettaglio crediti nei confronti dei conduttori riconducibili alla Pubblica Amministrazione*
- *elenco delle eventuali morosità attuali*
- *elenco delle spese (manutenzione od altro) già deliberate a carico della proprietà (estratto costi di manutenzione straordinaria da BP Alpha)*
- *contratto di gestione amministrativa con Ingenium RE*
- *contratto di gestione tecnica con Ingenium RE*
- *tabella ICI*
- *estremi del contratto di assicurazione in capo al Fondo immobiliare*

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

Il team di lavoro è così composto:

Dott. Andrea Masseroni, parte finanziaria

Ing. Marcello Bruni, Dott. Massimiliano De Cesaris, Dott. Ernesto Trotta, Arch. Ida De Angelis, parte tecnica-immobiliare

7. Limiti della presente relazione

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

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

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

- Roma, Da Vinci Center
- Basiglio, Milano 3 – Palazzi Volta e Galilei
- Melzo, via Colombo 24
- Roma, via Capitan Bavastro 92-94
- Roma, via Capitan Bavastro 174
- Roma, via Emilio Longoni 95 .
- Roma, via Emilio Longoni 3/7

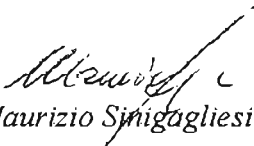
I sopralluoghi sono stati effettuati tra il 30 giugno 2010 e il 15 luglio 2010 a cura dell'Ing. Franco Breglia, del Dott. Massimiliano De Cesaris e dell'Arch. Ida De Angelis.

8. Conclusioni

Alla data del 30 giugno 2010, sulla base delle metodologie utilizzate e sopradescritte, si ritiene che i più probabili valori correnti di mercato degli *asset* presenti nel Fondo Immobiliare "Alpha", siano i seguenti:

N	Comune	Indirizzo	Valore al 30.06.2010 (€)
1	Roma	Via Capitan Bavastro 92/94	
2	Roma	Via Capitan Bavastro 174	
3	Roma	Via Cristoforo Colombo 44	
4	Roma	Via I. Nievo, 25/38 - Via N. Parboni	
5	Roma	Via Vincenzo Lomaro, 41/61	
6	Roma	Via Emilio Longoni, 95/123	
7	Roma	Via Emilio Longoni, 3/7	
8	Roma	Via Casilina, 1/3/5	
9	Roma	Via Cavour, 5 c Via Turati, 38/40	
10	Roma	Via Giorgione, 59/63	
11	Roma	Vicolo del Casal Lumbroso, 77	
12	Roma	Via di Tor Cervara, 285/C	
13	Milano	Via Gaetano Crespi, 12	
14	Agrate Brianza	Via Colleoni, 13/15/17/19 - Centro Direzionale Colleoni, Edificio Orione	
15	Assago	Milano Fiori - Strada 3, Fabbricato A1 B - Lotto C	
16	Basiglio	Milano 3 City - Palazzi A. Volta G. Galilei	
17	Melzo	Via Cristoforo Colombo 24	
18	Bologna	"Fiera District" - Viale Aldo Moro, 28/44/68/70	
TOTALE			452.100.922,00

Milano, 20 luglio 2010


Maurizio Sinigaglia

SCENARI IMMOBILIARI®
ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

**Valutazione di
un'iniziativa immobiliare
situata a Roma, denominata
“DA VINCI BUSINESS CENTER”**

Luglio 2010

SEDE LEGALE: PIAZZA FRANCESCO MOROSINI, 11 – 00186 ROMA
SRL - CAP. SOC. 119.000 EURO – C.C.I.A.A. N. 962238 – COD. FISC./P.IVA 06346211003
SEDE OPERATIVA: VIA VERZIERE, 11 – 20122 MILANO – TEL. 02/36564523 – FAX 02/36564791
VIA LORENZO MAGALOTTI, 15 – 00198 ROMA – TEL. 06/8538802 R.A. – FAX 06/84241536
VIA BERGAMI, 3/A – 20154 MILANO – TEL. 02/33100701 – FAX 02/33103099

(Omissis)

Valore del bene

Alla luce di quanto emerso dallo sviluppo del processo valutativo, il più probabile valore di mercato, alla data del 30 giugno 2010, opportunamente arrotondato, è pari a:

Euro 135.400.000,00
(centotrentacinquemilioni quattrocentomila)

Milano, 15 luglio 2010


Maurizio Sinigaglia

FONDO ALPHA - Valutazione al 30 giugno 2010

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

VALORE COMPLESSIVO DEL PORTAFOGLIO AL 30/06/2010	452.100.922
---	--------------------

Nc	Lotto Edificabile Nuova Fiera di Roma*	Roma	Lazio	Terreno
----	--	------	-------	---------

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

VALORE COMPLESSIVO QUOTA INVESTIMENTI AL 30/06/2010	33.850.000
--	-------------------

VALORE COMPLESSIVO DEL FONDO AL 30/06/2010	485.950.922
---	--------------------

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

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

Legenda

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