“Ippocrate – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso”

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30/06/2013

FondoIppocrate

IDeA FIMIT sgr

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

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

Sede Milano
Via Brera 21
20121 Milano
T. (+39) 02 725171
F. (+39) 02 72021939

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

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

Nota Illustrativa alla semestrale al 30 giugno 2013

1. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE 2

2. DATI DESCRITTIVI DEL FONDO 14

A. IL FONDO IPPOCRATE IN SINTESI 14

B. ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA 18

C. LA CORPORATE GOVERNANCE 18

3. ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO E DELLE DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO 23

A. L'ATTIVITÀ DI GESTIONE 23

B. POLITICHE DI INVESTIMENTO E DI DISINVESTIMENTO 28

4. EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA VERIFICATISI NEL SEMESTRE 28

5. LINEE STRATEGICHE CHE SI INTENDONO ADOTTARE PER IL FUTURO 29

6. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE 29

7. PERFORMANCE DEL FONDO E INDICATORI DI REDDITIVITÀ E FINANZIARI 30

8. PROVENTI POSTI IN DISTRIBUZIONE 30

9. ALTRE INFORMAZIONI 32

Nota illustrativa

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

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

1. Andamento del mercato immobiliare

Lo scenario macroeconomico

Le condizioni sui mercati finanziari mondiali sono migliorate, nonostante l'economia reale non sia ancora tornata su un sentiero solido di crescita. Le prospettive dell'economia mondiale per l'anno in corso sono leggermente peggiorate negli ultimi mesi. L'Area Euro continua ad essere negativamente influenzata dalla debole congiuntura economica dei paesi periferici, inoltre si assiste ad un rallentamento delle economie emergenti, principalmente a causa della dipendenza dalla domanda estera dei paesi più sviluppati colpiti dalla crisi. Tra i paesi avanzati, gli Stati Uniti sembrano avviati a un graduale ritorno ai ritmi di crescita economica.

La seguente tabella mostra le stime del Fondo Monetario Internazionale, rilasciate ad aprile, di crescita del Prodotto Interno Lordo (PIL) mondiale per il biennio 2013-2014, con evidenza delle differenze rispetto alle stime dello scorso gennaio.

Crescita del PIL a livello mondiale
Variazioni percentuali

	Dati Consuntivi		Stime aprile 2013		Differenza da stime gennaio 2013	
	2011	2012	2013	2014	2013	2014
Mondo	**4,0**	**3,2**	**3,3**	**4,0**	**-0,2**	**0,0**
Paesi avanzati	**1,6**	**1,2**	**1,2**	**2,2**	**-0,1**	**0,1**
Giappone	-0,6	2,0	1,6	1,4	0,4	0,7
Regno Unito	0,9	0,2	0,7	1,5	-0,3	-0,3
Stati Uniti	1,8	2,2	1,9	3,0	-0,2	-0,1
Area Euro	1,4	-0,6	-0,3	1,1	-0,2	0,0
Italia	0,4	-2,4	-1,5	0,5	-0,4	0,0
Paesi Emergenti	**6,4**	**5,1**	**5,3**	**5,7**	**-0,2**	**-0,1**
Russia	4,3	3,4	3,4	3,8	-0,3	0,0
Cina	9,3	7,8	8,0	8,2	-0,1	-0,3
India	7,7	4,0	5,7	6,2	-0,2	-0,1
Brasile	2,7	0,9	3,0	4,0	-0,5	0,1

Fonte: FMI, Wordl Economic Outlook - aggiornamento aprile 2013

L'economia dell'Eurozona resta debole e le previsioni di ritorno alla crescita continuano ad essere rinviate a causa dei dati poco incoraggianti sull'andamento dell'economia reale. Le misure di austerità introdotte nei diversi paesi europei e la stretta creditizia operata dalle banche continuano ad esercitare effetti recessivi con la conseguente revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL per il 2013.

Negli ultimi mesi i timori sulla tenuta della moneta unica si sono ulteriormente attenuati e le condizioni finanziarie dell'Area Euro si sono distese, anche grazie all'espansione della liquidità globale, che ha indotto una ricerca di rendimenti appetibili da parte degli investitori internazionali. In Italia i tassi di interesse sui titoli di Stato sono diminuiti riportandosi sui livelli dell'inizio del 2010. A questi progressi non ha però ancora corrisposto un miglioramento dell'economia reale; la debolezza congiunturale è stata confermata nei primi mesi del 2013 per tutta l'area.

In occasione della conferenza stampa del 2 maggio il presidente della Banca Centrale Europea ("BCE") Mario Draghi ha annunciato un taglio del tasso di rifinanziamento dell'Eurozona di un quarto di punto percentuale, da 0,75% a 0,50%, che rappresenta il nuovo minimo storico, mentre nell'ultima conferenza stampa di giugno, il Consiglio direttivo della BCE, lasciando i tassi invariati, ha ancora una volta ridotto le stime di crescita dell'Area Euro per il 2013 da -0,5% a -0,6% (precedentemente ridotte da -0,3% a -0,5% nel mese di marzo), sostenendo che la ripresa è possibile per l'anno in corso, ma non arriverà prima degli ultimi mesi.

La decisione di non intervenire con un ulteriore taglio dei tassi o con misure straordinarie, che la BCE ha dichiarato più volte di avere allo studio, ha deluso chi sperava in una banca centrale in pieno regime di supporto e ha recentemente generato delle tensioni sui mercati finanziari con forti ribassi ed elevata volatilità sull'azionario e significativi rialzi dei tassi di interesse. Ad oggi, lo *spread* BTP-Bund non ha superato la soglia critica dei 300 punti base ed anche il rendimento dei titoli di stato decennali italiani non ha superato la soglia del 5%.

Gli ultimi cinque anni hanno visto l'Italia perdere terreno rispetto agli altri principali paesi dell'Area Euro. Purtroppo la fase recessiva si protrae facendo rinviare le prospettive di ripresa, mentre continua ad allargarsi il differenziale di crescita attesa rispetto ai paesi del nord Europa. La crescita del Prodotto interno lordo attesa per fine anno per l'Italia è pari a -1,7%, che rappresenta una variazione implicita del -8,5% dal 2007. Questo risultato negativo è principalmente riconducibile alla riduzione degli investimenti privati (-8% nel 2012, -3,3% nel primo trimestre del 2013), sia a causa delle misure di *austerity* introdotte, sia a causa delle difficolta di finanziamento degli investimenti.
I principali indicatori dell'economia reale continuano a peggiorare: la disoccupazione è ai massimi storici, a maggio era pari al 12,2%, e continua a ridurre il potere reale di acquisto delle famiglie, mentre la produzione industriale è in flessione di circa un quarto dal 2007. Non sembrano essere possibili inversioni di rotta senza riforme volte alla riduzione dell'imposizione fiscale e al sostegno dei prestiti alle imprese.

Il sistema creditizio continua a rappresentare il problema principale per l'economia italiana e per il proprio settore immobiliare. La flessione dell'offerta di credito da parte delle banche italiane è proseguita anche nel corso del 2013. Sebbene gli *spread* si siano allontanati dai livelli di allarme della scorsa estate, prosegue la difficoltà di raccolta delle banche sui mercati internazionali. L'offerta di credito alle imprese continua a ridursi e lo stesso accade anche ai prestiti alle famiglie: i nuovi mutui erogati per l'acquisto dell'abitazione nel 2012 erano in riduzione di circa il 47% rispetto al 2011[1]. Inoltre, i tassi bancari applicati ai prestiti restano superiori a quelli medi dell'Area Euro: di circa un punto percentuale per i prestiti alle imprese e di mezzo punto per i mutui alle famiglie.

Come anticipato, le imprese italiane hanno sempre maggiori difficoltà nel reperire i finanziamenti. Le banche continuano ad operare una stretta creditizia che non permette nuovi investimenti. Le nuove erogazioni nel trimestre chiuso ad aprile sono ancora in riduzione del 4% rispetto allo stesso trimestre dello scorso anno, mentre la flessione dei prestiti alle famiglie è dell'1,3%. Tutto questo nonostante le importanti immissioni di liquidità da parte della BCE. Questo accade perché le banche italiane registrano un aumento esponenziale delle sofferenze (133 miliardi di euro ad aprile, +22% negli ultimi 12 mesi) e stanno riducendo il peso degli attivi rischiosi nei propri bilanci per minimizzare il rischio di perdite legate al deterioramento del proprio portafoglio prestiti, in particolare per quanto concerne l'esposizione al comparto immobiliare. Tale processo conduce le banche italiane ad adottare criteri sempre più stringenti per l'erogazione dei finanziamenti e finisce per innescare un circolo vizioso che alimenta la recessione e determina un aumento delle sofferenze dei propri portafogli di prestiti.

Il mercato immobiliare europeo

Gli investimenti istituzionali diretti in immobili non residenziali in Europa nel primo trimestre del 2013 si sono attestati a 29,4 miliardi di euro registrando un aumento dell'11% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Sebbene il risultato sia positivo, il volume delle compravendite del primo trimestre è molto inferiore a quello registrato nel quarto trimestre del 2012 con un totale di 45,4 miliardi di euro di transazioni (+16% rispetto al quarto trimestre 2011 e +48% rispetto al trimestre precedente)[2]. Per Germania e Norvegia il quarto trimestre 2012 costituisce il trimestre con il maggior volume di transazioni dal 2007.
Gli uffici hanno rappresentato la destinazione d'uso prevalente, con il 44% del totale; inoltre si registra un significativo aumento della destinazione d'uso industriale, pari a circa il 13% degli investimenti (che si confronta con una incidenza media storica dell'8%) con 3,7 miliardi di euro transati.

Prosegue anche nei primi mesi del 2013 il ritorno di interesse per alcuni dei paesi colpiti dalla crisi degli stati sovrani, grazie alle misure anti *spread* introdotte dalla BCE.

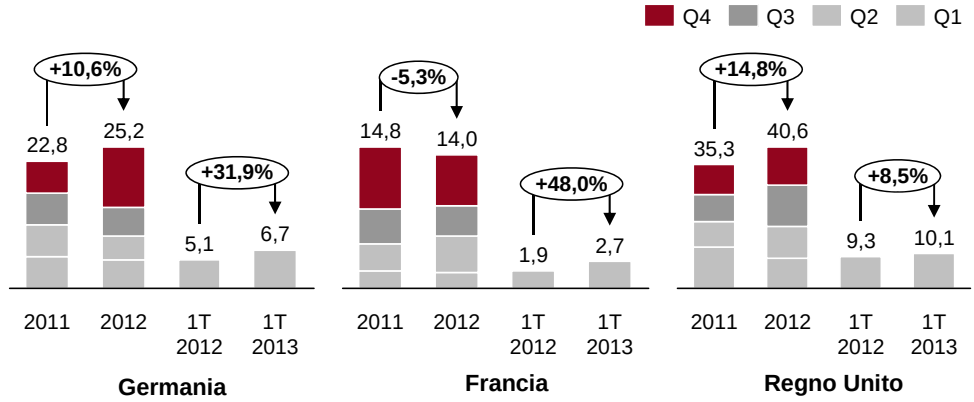
[1]Nomisma, VI Rapporto sulla finanza immobiliare 2013

[2]CBRE, European Investment Quarterly 4Q 2012

In particolare l'Irlanda ha registrato per il secondo trimestre consecutivo un aumento significativo del volume delle compravendite e, nei primi tre mesi del 2013, anche Spagna e Portogallo hanno mostrato un aumento importante rispetto al primo trimestre 2012. In Italia gli investimenti sono cresciuti del 38% rispetto al trimestre precedente, ma sono in riduzione rispetto allo stesso periodo del 2012.

L'interesse per gli investimenti immobiliari continua ad essere rivolto principalmente ai mercati "*core*" di maggiori dimensioni come Regno Unito, Germania e Francia, mentre si registra una flessione per gli investimenti nei paesi nordici, in particolare Svezia e Norvegia (Figura 1).

Figura 1 - Andamento delle compravendite non residenziali in Germania, Francia, Regno Unito (€ miliardi)



Fonte: CBRE

Continua a registrarsi una spiccata preferenza per i mercati ritenuti sicuri, come per i titoli di stato, anche nel mercato immobiliare sono premiati i paesi con un profilo di rischio basso e penalizzati i mercati ritenuti meno liquidi.

Grazie alla liquidità immessa dalla BCE, i rendimenti dei titoli di stato si sono sensibilmente ridotti anche per i paesi periferici, continuando ad alimentare il differenziale di rendimento rispetto agli investimenti immobiliari. Questo determina un crescente interesse da parte degli investitori istituzionali per gli investimenti immobiliari a scapito di quelli obbligazionari.

Il mercato immobiliare Italiano

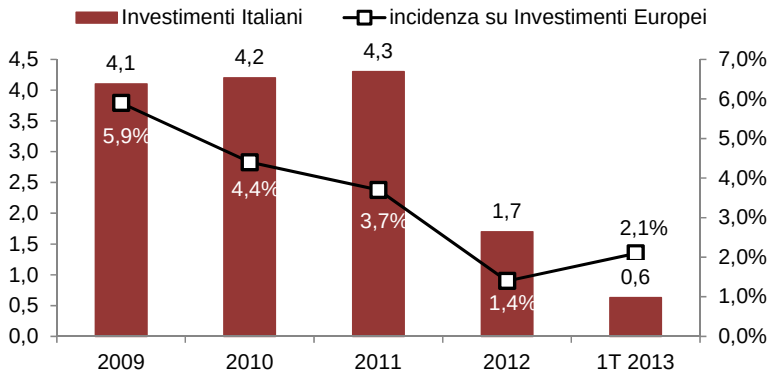
Nel 2012 il mercato italiano degli investimenti in immobili non residenziali non ha raggiunto il livello del primo semestre dell'anno precedente, attestandosi a 1,7[3] miliardi di euro circa, mentre l'incidenza sul

[3]Il volume totale degli investimenti non include alcune operazioni che non sono investimenti immobiliari in senso stretto. Tra queste troviamo l'acquisizione de parte di Qatar Holding di Smeralda, società proprietaria di hotel di lusso in Costa Smeralda per un valore

totale investito in Europa si riduce dal 3,6% all'1,4% (Figura 2). Nel quarto trimestre del 2012 soltanto 458 milioni di euro sono stati investiti. Questi dati rappresentano il peggior livello registrato in Italia negli ultimi dieci anni. Con circa 629[4] milioni di euro di compravendite nel primo trimestre del 2013 l'Italia rappresenta poco più del 2% del mercato europeo. Pur se in leggero miglioramento, l'attività degli investimenti ha registrato una diminuzione rispetto alla media trimestrale degli ultimi tre anni del 36%, anche se in miglioramento rispetto al -60% del semestre scorso.

Gli investitori stranieri nel primo trimestre del 2013 hanno rappresentano appena il 2% delle transazioni immobiliari in senso stretto, lasciando trasparire ancora un forte timore per il rischio paese.

Figura 2 - Andamento delle compravendite non residenziali in Italia e dell'incidenza sul totale europeo (€ miliardi, %)



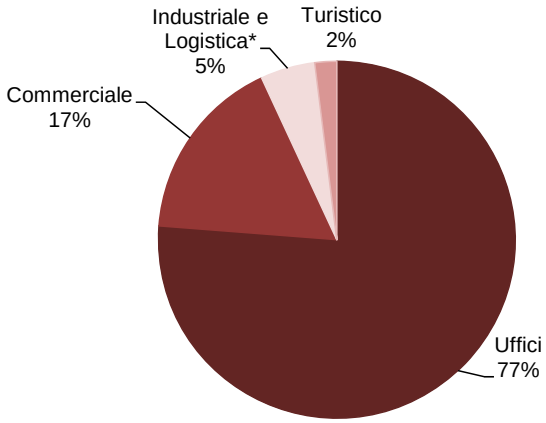
Fonte: CBRE

Con riferimento alla tipologia di investimenti, anche nel primo trimestre 2013 gli uffici si confermano sempre di più la destinazione d'uso prevalente, passando dal 44% del 2012 al 77%, mentre aumenta significativamente l'incidenza del settore industriale/logistico, che raggiunge il 5% rispetto all'1% del 2012 e rallenta la componente commerciale dal 27% del 2012 al 17% (Figura 3).

di 600 milioni di euro e l'acquisizione per circa 490 milioni di euro da parte di Auchan della quota del 49% detenuta da Simon Property.

[4] Il dato, pubblicato CBRE nel rapporto trimestrale "Italian Investment Quarterly, Q1 2013", include oltre 100 milioni relativi alla parte italiana del portafoglio di capannoni industriali europeo conferiti nella *joint venture* (50/50) realizzata tra Norges Bank Investment Management e Prologis.

Figura 3 - Scomposizione delle compravendite non residenziali per destinazione d'uso nel 2012



**Non include oltre 100 milioni di euro (solo parte italiana) della la Joint Venture (50/50) tra Norges Bank Investment Management e Prologis per un portafoglio di capannoni logistici in Europa*

Fonte: BNP RE

Per quanto concerne la distribuzione geografica delle compravendite nel primo trimestre 2013, Milano e Roma raccolgono circa l'89% degli scambi con quote rispettivamente del 39% e del 50%. Gli investitori sono sempre più interessati alla minimizzazione del rischio, per questo propendono per la tipologia di prodotto e per i mercati che possono garantire una maggiore liquidità[5].

Negli ultimi mesi del 2012 si sono registrate diverse transazioni di notevole entità, la maggior parte delle quali nel segmento uffici. Le due principali transazioni hanno visto entrambe IDeA FIMIT come venditore ed hanno riguardato la vendita del Palazzo Biandrà a Milano a Cattolica Assicurazioni per 100 milioni di euro e la vendita di un immobile sito in Corso Italia a Roma a Antirion SGR per 106 milioni di euro.

Le transazioni registrate nel primo trimestre 2013 sono 13, con un valore medio delle stesse pari a circa 40 milioni di euro[6]. La transazione maggiore riguarda l'acquisizione del Four Seasons Hotel a Firenze per 163 milioni di euro da parte di Qatar Holding che prosegue con il suo piano di investimenti nel settore hotel di lusso in Italia, iniziato lo scorso anno con l'acquisizione di hotel in Costa Smeralda per 600 milioni di euro.

Proseguono gli acquisti da parte dei fondi delle Casse di Previdenza: il Fondo Antirion Core ha acquistato da Generali la nuova sede di AXA a Milano in zona Porta Nuova (83 milioni di euro) ed il Fondo Crono (Cassa dei Ragionieri) ha acquisito un immobile *high street* in Piazza San Babila a Milano. Inoltre, sempre nel corso del primo trimestre si è registrata l'operazione di *sale and leaseback* della sede di Beni Stabili in via Piemonte a Roma per 40,5 milioni di euro.

[5] BNP RE, Investimenti in Italia 1Q 2013

[6] Le tredici transazioni citate non includono la quota del portafoglio immobiliare di Prologis ceduta per il 50% nella *joint venture* con Norges Bank (NBIM) che CBRE include negli investimenti del trimestre

Un segnale molto positivo per il mercato immobiliare italiano è stato rappresentato dall'acquisizione da parte di Qatar Holding, nel mese di maggio, del 40% del progetto Porta Nuova a Milano di Hines Italia SGR per 800 milioni di euro. Un'operazione di notevole entità da parte di un fondo sovrano che potrebbe rappresentare il ritorno di interesse da parte degli investitori esteri nel mercato immobiliare italiano.

Gli ultimi dati forniti dall'Osservatorio sul Mercato Immobiliare (OMI) dell'Agenzia del Territorio indicano che anche per quanto concerne il numero delle compravendite prosegue la forte contrazione iniziata nel 2012 (-24,8%) in maniera omogenea sia del segmento non residenziale che di quello residenziale. Il primo trimestre del 2013 presenta un dato negativo, con una riduzione del 13,8% del numero complessivo di transazioni rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Il numero di transazioni registrate è pari 212.215, di cui 94.503 residenziali (in riduzione del 14,2%)[7]. Il rallentamento dell'economia ha portato gli operatori a rivedere al ribasso le previsioni future, Nomisma stima che il numero di transazioni residenziali continuerà a ridursi il prossimo anno portandosi a 416.127, per poi avviare una lenta inversione di tendenza l'anno successivo.

Per gli investitori diventa sempre più necessario un adeguamento dei prezzi alle nuove condizioni di mercato. Il *repricing* si traduce in opportunità di acquisire immobili con rendimenti più elevati, richiesti proprio in virtù del rischio paese.

Parallelamente alle stime di crescita economica anche le stime sull'andamento dei prezzi continuano a ridursi, prospettando il concretizzarsi del *repricing* atteso dagli investitori. Nel 2012 la media dei prezzi delle tredici principali città italiane, si è ridotta del 4,2% per gli uffici e del 3,3% per i negozi. Nomisma prevede che nel 2013 i prezzi di uffici e negozi scenderanno ancora, rispettivamente del 5,2% e del 4,9%, contro la precedente stima dello scorso novembre del 4,7% e 4,1%.

I rendimenti *prime* nel primo trimestre dell'anno restano stabili ai livelli del quarto trimestre del 2012 per tutte le tipologie di prodotto: 5,6% per il settore uffici a Milano, 6,1% a Roma, 6,6% per i centri commerciali, 7,75% per la destinazione d'uso industriale e logistica. Considerando le aspettative di *repricing* dei diversi operatori, i rendimenti dovrebbero aumentare lievemente nel breve periodo.

Uffici

Gli investimenti in uffici rappresentano in media intorno al 40-50% del volume annuale. Questa tendenza, osservata dal 2006, ha avuto come eccezione il 2011 durante il quale numerosi prodotti commerciali sono stati transati. Infatti, gli investitori li consideravano meno rischiosi in quanto i consumi delle famiglie italiane non erano ancora diminuiti per via della crisi. Nel primo trimestre del 2013 gli investitori hanno concentrato pesantemente la loro attenzione sui prodotti uffici che sono così arrivati a rappresentare il 77% del volume di compravendite (44% nel 2012).

[7]Nota Trimestrale Agenzia del Territorio, I trimestre 2013

Il volume di investimenti immobiliari nel settore uffici realizzati da investitori istituzionali in Italia è stato pari a circa 400 milioni di euro, circa la metà del volume scambiato nel corso dell'intero anno 2012[8].

Per quanto riguarda i prezzi, la variazione media nelle 13 città principali, secondo Nomisma è stata del -4,2% nel 2012 e l'andamento negativo dovrebbe proseguire con un -5,2% nel 2013 ed un -3,8% nel 2014, mentre con riferimento al solo mercato di Milano le previsioni sono meno negative, rispettivamente del -4% e del -2,6%.

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

In particolare, a Milano nel primo trimestre dell'anno sono stati investiti circa 183 milioni di euro, pari a poco meno della metà dell'ammontare complessivo investito in Italia, in aumento rispetto ai 140 milioni di euro dell'ultimo trimestre dello scorso anno ed ai 132 milioni di euro del trimestre precedente.

Il volume di assorbimento lordo registrato nel trimestre si attesta a circa 28.000 mq, in diminuzione del 55% rispetto allo stesso periodo del 2012. La durezza della recessione si fa sentire sempre più fortemente, da una parte le società non creando occupazione non hanno bisogno di ulteriori spazi ad uso uffici e dall'altra rimandano i loro progetti di trasferimento in attesa di avere una visione più chiara delle prospettive future.

Infine, la situazione dello sfitto, che raggiunge il 12% nel primo trimestre 2013, spinge le società a perlustrare il mercato per poi presentarsi dall'attuale proprietario e negoziare uno sconto sostanziale del canone in essere; obiettivo che, in questa situazione di mercato, riescono a raggiungere.

I canoni *prime* si attestano ora a 500 euro/mq/anno nel centro di Milano e Roma, mentre i canoni medi sono ulteriormente diminuiti del 9% rispetto allo stesso periodo del 2012. Questa tendenza si registra similmente nell'*hinterland* (-9%) e nel semi centro (-6%), mentre i canoni degli immobili in periferia registrano un lieve aumento (+4%).

L'effetto diretto del calo dell'assorbimento è un aumento del volume di sfitto dovuto al rilascio di spazi non più necessari da parte di società che stanno riducendo i loro occupati. Dall'altro, i due nuovi progetti arrivati sul mercato nel corso del trimestre erano quasi completamente sfitti. In particolare, l'immobile di Porta Nuova Varesine offre 60.000 mq di nuovi uffici in una zona in pieno sviluppo edilizio e ben collegata con i mezzi di trasporto pubblico (metro e linee ferroviarie) ma ad un prezzo al momento troppo elevato per la situazione di mercato.

Per quanto riguarda Roma, nel primo trimestre 2013 sono stati investiti nel settore circa 260 milioni di euro, una crescita significativa rispetto ai 150 milioni di euro investiti nel quarto trimestre dello scorso anno ed un andamento in linea rispetto ai 230 milioni di euro del secondo trimestre 2012.

Dopo un 2012 all'insegna di una bassa attività del mercato delle locazioni, il primo trimestre del 2013 ha fatto registrare un buon andamento del volume dell'assorbimento che si è attestato a circa 39.000 mq.

[8] BNP Paribas Real Estate, Investimenti in Italia Q1 2013

Tuttavia, bisogna sottolineare che è stata contabilizzata la transazione di 28.000 mq della Provincia di Roma all'Europarco (l'immobile è passato da un fondo ad un altro gestito sempre da BNPP REIM). Pertanto, tolta questa transazione, l'attività del mercato romano risulta in linea con quanto osservato l'anno scorso. Il tasso di sfitto, invece, raggiunge il 6,9% dal 6,5% di fine 2012.

Per quanto riguarda i rendimenti, grazie al *repricing* in corso, la riduzione dei canoni in atto non ha comportato nell'ultimo trimestre una crescita dei rendimenti, che rimangono stabili rispetto al trimestre precedente sia per Milano (5,6%), sia per Roma (6,1%)[9].

Il confronto con le principali città europee non presenta un quadro confortante. Infatti, con riferimento all'area CBD (*Central Business District*), ad eccezione di Madrid, dove si registra una riduzione degli investimenti del 92% negli ultimi dodici mesi conclusi a marzo 2013 rispetto all'anno precedente, i dati indicano *performance* migliori per Parigi, in crescita del 23%, Londra *City* in aumento del 23% e Berlino in aumento del 189%. A Milano con riferimento all'area CBD si registra un calo delle compravendite del 17% rispetto all'anno precedente[10].

Commerciale

Nei primi tre mesi del 2013 il volume degli investimenti *retail* in Italia è di poco inferiore ai 100 milioni di euro ed è in leggera crescita rispetto al trimestre precedente, anche se su un livello ancora lontano dal valore medio trimestrale registrato negli ultimi tre anni. Il valore è stato determinato prevalentemente dal conferimento, per quasi 68 milioni di euro, dell'immobile sito a Milano in corso Vittorio Emanuele e occupato da H&M e Vodafone, dalla società Passarella S.r.l. di Fiorucci al fondo immobiliare chiuso riservato Crono (Cassa dei Ragionieri). Nonostante l'esiguo volume registrato nel primo trimestre, oggi si stima una *pipeline* di investimenti di circa un miliardo di euro nel settore *retail*, incluso l'acquisto di quote di un portafoglio di Gallerie commerciali. La maggior parte del capitale coinvolto in queste operazioni è straniero, proveniente soprattutto da investitori opportunistici.

In termini di offerta, rallentano i progetti in costruzione (superficie maggiore di 10.000 mq di GLA, G*ross Leasable Area*) e per molti la data di consegna è posticipata di almeno 6 mesi rispetto alla data attesa all'inizio della costruzione. Nei primi tre mesi del 2013, con l'eccezione dell'inaugurazione della terza fase del Designer Outlet Castel Romano (Henderson GI), non risultano altre nuove aperture rilevanti. Rispetto all'ultimo trimestre del 2012, i progetti in costruzione (considerando solo centri e parchi commerciali ed escludendo i parchi tematici e/o misti e/o polifunzionali) con GLA maggiore di 10.000 mq si confermano in linea con quelli registrati lo scorso trimestre, pari a 26, per una GLA complessiva di circa 800.000 mq, con consegna attesa nei prossimi tre anni. Di questi, su almeno 72.000 mq di GLA, l'attività di costruzione è rallentata in modo significativo negli ultimi mesi. Con molta probabilità subiranno ritardi sostanziali nella data di apertura rispetto alle attese iniziali, superiori ai 6 mesi. La distribuzione degli sviluppi in

[9] BNP Paribas Real Estate, City News Milano Q3 2012 e City News Roma Q3 2012

[10] BNP Paribas Real Estate, Main office markets in western Europe Q1 2013

costruzione per tipologia riflette la distribuzione dello *stock*, con poco meno del 90% dei progetti rappresentata da centri commerciali.

Per ciò che concerne l'andamento dei prezzi, i dati di Nomisma indicano per i negozi una riduzione media, nelle 13 principali città, del 3,3% nel 2012 e prospettano un'ulteriore riduzione del 4,1% nel 2013 e del 2,2% nel 2014.

Nei primi tre mesi del 2013 i rendimenti lordi *prime* sono rimasti stabili rispetto al trimestre precedente per tutte le tipologie *retail*: 5,75% nel segmento *high street* e 7% per i centri commerciali.

Nel confronto sui volumi degli investimenti commerciali tra i principali paesi europei negli ultimi dodici mesi conclusi a marzo 2013, l'Italia presenta la *performance* peggiore dopo il Portogallo, con una variazione del -70% che si confronta con una variazione dell'11% del Regno Unito, del -12% della Germania e del +49% della Francia[11]. Il segmento *retail* rappresenta la tipologia di investimento di maggior interesse per gli investitori internazionali ed è, di conseguenza, quella che ha maggiormente risentito dei timori legati al rischio paese in Italia.

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

Industriale - logistico

Il settore Industriale – logistico, al termine dei primi tre mesi del 2013, rappresenta il 22% del totale delle compravendite immobiliari, circa 138 milioni di euro; si tratta di un volume molto elevato, superiore a quello registrato durante tutto il 2012 (circa 35 milioni di euro) e il 2011 (circa 180 milioni di euro)[12].

Il risultato trimestrale è stato influenzato da alcune transazioni più grandi e dalla creazione della *joint venture* (50/50) tra NBIM (Norges Bank Investment Management) e Prologis per un portafoglio di capannoni logistici in Europa tra cui una di immobili localizzata in Italia (oltre 100 milioni di euro).

I dati dell'Agenzia del Territorio indicano una riduzione del numero delle transazioni riguardanti il settore produttivo: nel primo trimestre 2013 la variazione è pari al -5,9% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Sebbene il risultato sia negativo, rappresenta il migliore tra le diverse destinazioni d'uso immobiliari, che hanno subito in media una flessione del 13,8%.

Anche a livello europeo il settore ha presentato ottimi risultati nel primo trimestre 2013. Secondo Jones Lang Lasalle, sono stati transati circa 3 miliardi di euro, una crescita del 5% sul quarto trimestre 2012 e oltre il doppio di quanto investito nel primo trimestre del 2012. Anche se il contributo principale deriva dal portafoglio europeo di circa 1,2 miliardi di euro relativo all'operazione di *joint venture* citata, i segnali di crescita in termini di volume e di numero di transazioni nei principali mercati europei confermano il

[11] BNP Paribas Real Estate, Investment in Western Europe Q1 2013

[12] CBRE, Italian Investment Quarterly Q1 2013

crescente *appeal* degli investitori per questa destinazione d'uso. La Germania ha registrato la crescita maggiore nel trimestre, +94% rispetto al precedente trimestre con circa 540 milioni di euro, ed anche gli altri principali mercati hanno registrato *performance* positive: Francia +65% con 240 milioni di euro e Regno Unito +46% con 790 milioni[13].

Il rendimento *prime* del segmento, nel primo trimestre 2013, resta ancora stabile sulla soglia del 7,75%, in progressiva crescita nel corso dell'anno e leggermente più elevato rispetto al *net initial prime yield* ponderato europeo relativo alla logistica di Jones Lang Lasalle, pari al 7,5% (in crescita di 10 punti base nell'ultimo anno).

I canoni *prime* di locazione nel primo trimestre 2013 sono pari a euro 50 mq/anno per Milano ed euro 58 mq/anno per Roma, in leggera riduzione rispetto al trimestre precedente (-3,9% a Milano, -3,3% a Roma). La percentuale di sfitto è inferiore al 5% sia a Milano che a Roma, anche se a Milano si registra un leggero aumento nel corso dell'anno[14].

La causa principale della contrazione del mercato è riconducibile alla variazione negativa della produzione industriale per tutto il corso del 2012 ed anche nei primi mesi del 2013, all'elevata imposizione fiscale che colpisce le imprese, ai massimi storici raggiunti dalla disoccupazione ed alla difficoltà di ottenere credito dalle banche. L'aumento del rischio paese dell'Italia implica una forte contrazione dei capitali esteri in entrata, che non si riscontra a livello europeo (il 70%, circa 2,2 miliardi di euro, arriva da investitori esterni all'area).

Una nota positiva, invece, arriva dalla crescita del segmento *e-commerce* che continua ad alimentare la domanda di prodotti logistici su tutto il territorio per lo stoccaggio della merce e che rappresenta una minaccia sempre più concreta per il segmento *retail*.

Fondi immobiliari

I fondi immobiliari italiani alla fine dell'anno 2012 sono 358, e con circa 37 miliardi di euro rappresentano circa il 10,6% dei fondi immobiliari europei in termini di patrimonio netto[15].

Il rapporto sul secondo semestre 2012 sui fondi immobiliari realizzato da Assogestioni e IPD evidenzia per la prima volta una leggera contrazione del mercato dei fondi immobiliari italiani, negativamente influenzati dallo scenario macroeconomico e dalle svalutazioni dei patrimoni gestiti. La raccolta nel secondo semestre del 2012 è stata pari a circa 1 miliardo di euro (1,4 miliardi di euro nel primo semestre), mentre il volume delle attività si è attestato a circa 41,7 miliardi di euro con un riduzione dello 0,8% rispetto al semestre precedente. Il patrimonio netto dei 201 fondi immobiliari censiti da Assogestioni, allo stesso modo, si è ridotto dello 0,9% collocandosi a circa 25,5 miliardi di euro.

[13] JLL, European Logistics and Industrial Market Q1 2013

[14] CBRE, Rents and yields Q1 2013

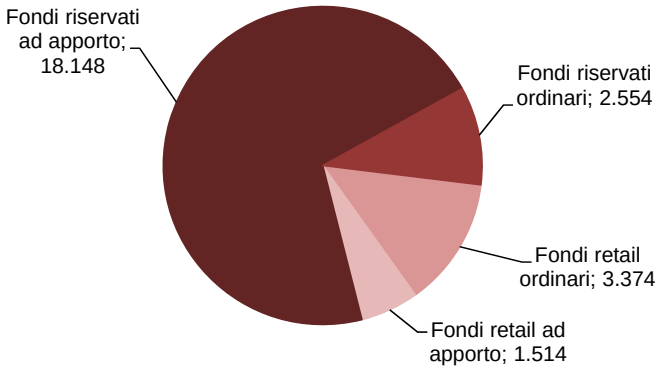
[15] Scenari Immobiliari, I fondi immobiliari in Italia e all'estero, Rapporto 2013

Il calo delle compravendite ha comportato dei problemi anche per i fondi immobiliari: nel 2012 sia il volume degli acquisti e conferimenti sia delle dismissioni si è ridotto, rispettivamente del 52% e del 33% rispetto allo stesso semestre del 2011. Per quanto riguarda i rendimenti, invece, l'indice dei fondi immobiliari italiani di IPD evidenzia per il 2012 un rendimento corrente medio del 5,9% ed un rendimento complessivo al netto delle svalutazioni pari all'1,5%.

Nel corso del semestre sono stati istituiti 17 nuovi fondi, tutti destinati a investitori qualificati, di cui 9 costituiti mediante apporto misto, 5 mediante apporto privato ed i restanti ordinari.

L'offerta del settore è costituita per l'81% da fondi riservati, che detengono un patrimonio di circa 21 miliardi di euro, e per il restante 19% dai fondi *retail*, ai quali spetta la gestione di un patrimonio di circa 5 miliardi di euro (Figura 5).

Figura 5 – Patrimonio gestito per le diverse tipologie di fondi immobiliari



Fonte: Assogestioni

La composizione delle attività è costituita per l'89% da immobili e diritti reali immobiliari. Restano sostanzialmente invariate le percentuali sul fronte delle destinazioni d'uso, dove il 55% degli investimenti è concentrato nel settore degli immobili a destinazione uffici, gli immobili a destinazione *retail* pesano il 14%, è pari al 9% la categoria residenziale, mentre gli altri investimenti (caserme, centraline telefoniche e terreni) sono pari al 10%.

A livello geografico il nord ovest (46%) e il centro (33%) sono le aree in cui si registrano i principali investimenti. Si rileva inoltre nel corso del semestre la crescita della percentuale investita nel nord est e all'estero.

Al termine del secondo semestre del 2012 si rileva che il 75% dei fondi ha fatto ricorso alla leva per incrementare le attività investite; il grado di utilizzo della leva (ossia il rapporto tra quanto ciascun fondo si è indebitato e quanto avrebbe potuto indebitarsi) è costante al 66%[16].

[16] Assogestioni, Rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2012

Per quanto riguarda i 23 fondi immobiliari italiani quotati, si confermano i problemi collegati alla scarsa liquidità del settore e all'elevato sconto dei valori di quotazione in borsa dei fondi rispetto al NAV.

Negli ultimi sei mesi la media giornaliera del controvalore degli scambi nel mercato dei fondi chiusi quotati è stata pari a circa 27 mila euro. Il mercato si presenta pertanto fermo, anche se da inizio anno lo sconto sul NAV si è leggermente ridotto, grazie ad un rialzo modesto delle quotazioni, passando da una soglia poco inferiore al 60% ad una prossima al 53%.

Il settore dei fondi *retail*, ad oggi, presenta un'altra forte criticità: quasi il 60% scadrà entro il 2015 e circa 4 miliardi di euro di patrimonio immobiliare dovranno essere liquidati; per questa ragione sono allo studio diverse soluzioni per allungare la vita residua dei fondi evitando vendite forzate a prezzi inferiori a quelli di mercato. Già 6 fondi che scadevano nel 2012 e 7 che scadevano nel 2013 hanno modificato la durata tramite la richiesta del "periodo di grazia" o con modifiche regolamentari.

2. Dati descrittivi del Fondo

A. Il Fondo Ippocrate in sintesi

Il Fondo "Ippocrate - Fondo Comune di Investimento Immobiliare Riservato di tipo Chiuso" (di seguito il "Fondo") è un Fondo comune di investimento immobiliare riservato di tipo chiuso istituito ai sensi dell'art. 12-bis del D.M. n. 228/1999, successivamente modificato dal D.M. del 5 ottobre 2010 n. 197. La partecipazione allo stesso è consentita esclusivamente a Investitori Qualificati così come definiti all'art. 1, comma 1, lettera H del D.M. n. 228/1999 e nel Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005. Il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione (di seguito la "SGR"), con propria delibera in data 25 luglio 2006 ha istituito il Fondo e il relativo Regolamento di Gestione (di seguito il "Regolamento"), approvati dalla Banca d'Italia in data 14 dicembre 2006, con nota n. 1304389.

Successivamente all'approvazione, sono state apportate alcune modifiche al Regolamento.

La durata del Fondo è fissata, salvo il caso di liquidazione anticipata, in quindici anni a decorrere dalla data di chiusura del primo periodo di sottoscrizione, con scadenza alla data di riferimento del primo Rendiconto semestrale successivo al termine del quindicesimo anno.

Anteriormente alla scadenza del tredicesimo anno dalla data di chiusura del primo periodo di sottoscrizione, l'Assemblea dei Partecipanti, convocata a tal fine dal Consiglio di Amministrazione della SGR, avrà la facoltà di deliberare, con le maggioranze previste dal § 4.4.4, la proroga del termine di durata del Fondo, per un ulteriore periodo di cinque anni (la "Prima Proroga").

Entro un anno dalla scadenza della Prima Proroga o delle eventuali Proroghe Successive (come di seguito definite), l'Assemblea dei Partecipanti potrà deliberare, con le medesime maggioranze indicate al precedente § (b), a favore di un'ulteriore proroga del termine di durata del Fondo per un periodo di ulteriori cinque anni, e così, di volta in volta, per ulteriori periodi di proroga ciascuno di durata pari a

cinque anni (la "Proroga Successiva"). In ogni caso, il termine di durata del Fondo non potrà eccedere il termine di trenta anni dalla data di costituzione del Fondo.

Senza pregiudizio per quanto sopra, la SGR, previa approvazione del Comitato Consultivo, con delibera motivata del Consiglio di Amministrazione e con parere conforme del Collegio Sindacale, può, prima della scadenza del Fondo, deliberare una proroga non superiore a tre anni della durata del Fondo medesimo per il completamento dello smobilizzo degli investimenti in portafoglio (il "Periodo di Grazia"). Dalla delibera dovrà risultare che:

- l'attività di smobilizzo del portafoglio è stata già avviata, con l'indicazione dell'ammontare disinvestito e/o rimborsato fino alla data della delibera;
- oggettive condizioni di mercato, indicate puntualmente e non riferite solo alla specifica situazione dei beni oggetto di investimento, rendono impossibile il completamento della vendita degli immobili nei tempi previsti senza incorrere in gravi perdite che possono compromettere il rendimento finale del Fondo.

La delibera dovrà contenere altresì il piano di smobilizzo degli investimenti dal quale risultano i tempi e le modalità dell'attività di vendita dei residui beni in portafoglio.

Oggetto dell'attività della SGR relativamente al Fondo è l'ottimizzazione della redditività, la valorizzazione e/o l'eventuale riconversione del patrimonio del Fondo, costituito in prevalenza da beni immobili la cui destinazione – in termini di superfici – è principalmente ad uso direzionale, commerciale, ricettivo, logistico, industriale, assistenziale e sanitario ovvero da beni immobili riconvertibili a tale uso o da diritti reali immobiliari aventi tali caratteristiche.

La seguente tabella riporta i principali dati descrittivi del Fondo.

Data di apporto	2 marzo 2007
Banca depositaria	Banque Privèe Edmond de Rothschild Europe Succursale in Italia
Esperto indipendente	Europrogetti & Finanza S.r.l.
Società di revisione	Reconta Ernst & Young S.p.A.
Valore complessivo netto del Fondo al 30 giugno 2013	€ 1.784.382.330
Valore unitario delle quote al 30 giugno 2013	€ 500.949,559
Valore al 30 giugno 2013 del portafoglio immobiliare	€ 1.747.330.000

Le quote sono state inizialmente sottoscritte dagli enti apportanti per l'intero controvalore con assegnazione proporzionale delle stesse e successivamente cedute integralmente alla Fondazione Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza dei Medici e degli Odontoiatri (di seguito "ENPAM").

Nell'ottica di proseguire l'attività di investimento, coerentemente con le previsioni contenute nel Regolamento del Fondo, la SGR si è fatta promotrice della ricerca di nuove opportunità di investimento sul mercato che, ove ritenute di interesse, sono state sottoposte preventivamente al Consiglio di Amministrazione della medesima e, successivamente, al Comitato Consultivo del Fondo.

Secondo l'iter precedentemente riassunto sono state promosse ulteriori fasi di ampliamento del Fondo, così come meglio dettagliato nella tabella seguente, che hanno determinato l'acquisizione di diciotto complessi immobiliari, oltre ai tre apportati in fase iniziale, di cui sono di seguito riportate puntuali informazioni.

Data di chiusura del periodo di sottoscrizione	Data di richiamo degli impegni	Importo versamenti (euro)	Nuove quote emesse	Valore nominale del Fondo (euro)	Totale quote emesse
12/12/2006 (**Apporto**)	02/03/2007	362.000.000,00	724	362.000.000,00	724
17/07/2007 (c.d. "**Fase 2**")	25/07/2007	558.818.886,64	1.054	920.818.886,64	1.778
16/07/2008 (c.d. "**Fase 3**")	22/09/2008	180.550.668,86	340	1.101.369.555,50	2.118
19/12/2008 (c.d. "**Fase 4-Primo richiamo**")	23/12/2008	60.685.944,09	113	1.162.055.499,59	2.231
19/12/2008 (c.d. "**Fase 4-Secondo richiamo**")	30/03/2009	26.852.187,65	50	1.188.907.687,24	2.281
21/12/2009 (c.d. "**Fase 6**")	29/12/2009	286.887.841,75	552	1.475.795.528,99	2.833
21/06/2011 (c.d. "**Fase 8**")	22/03/2011	377.837.238,71	729	1.853.632.767,70	3.562

In merito alla c.d. "Fase 5" si segnala che durante il periodo di sottoscrizione non sono pervenute adesioni e, in data 19 novembre 2009, lo stesso periodo è stato chiuso senza nuove emissioni di quote. Per quanto attiene la "Fase 7", essendosi interrotte le trattative con la parte venditrice, non si è proceduto al richiamo degli impegni.

La seguente tabella illustra l'evoluzione del Fondo dalla data dell'apporto al 30 giugno 2013.

		Apporto 02.03.2007	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.06.2013
Valore complessivo del fondo [1]	€ mln.	362,0	965,4	1.164,6	1.473,8	1.499,8	1.890,7	1.826,4	1.784,4
Numero quote	n.	724,00	1.778,00	2.231,00	2.833,00	2.833,00	3.562,00	3.562,00	3.562,00
Valore unitario delle quote	€	500.000,000	542.984,139	522.004,975	520.218,798	529.407,472	530.792,132	512.744,967	500.949,559
Valore degli immobili	€ mln.	375,1	864,4	1.125,5	1.126,2	1.384,7	1.853,2	1.795,7	1.747,3
Costo storico e oneri capitalizzati [2]	€ mln.	362,0	841,0	1.144,6	1.205,6	1.464,1	1.956,0	1.968,3	1.970,3
Patrimonio immobiliare	n. immobili	3	8	12	13	20	21	21	21
Mq. Complessivi lordi	mq	86.010	280.543	391.890	404.557	620.887	670.562	670.562	670.562
Redditività lorda [3]	%	5,07%	5,59%	5,93%	5,93%	5,94%	5,15%	5,32%	5,29%
Distribuzione geografica prevalente [4]	%	Lazio 91%, Lombardia 9%	Lazio 54%, Lombardia 46%	Lazio 57%, Lombardia 43%	Lazio 59%, Lombardia 41%	Lazio 53%, Lombardia 40%, Veneto 5%, Piemonte 2%	Lombardia 56%, Lazio 39%, Piemonte e Veneto 5%	Lombardia 57%, Lazio 38%, Piemonte e Veneto 5%	Lombardia 57%, Lazio 39%, Piemonte e Veneto 4%
Distribuzione proventi totale [5]	€ mln.	-	21,25	18,81	7,95	32,86	74,80	21,12	-
Distribuzione proventi per quota	€	-	11.952,76	10.578,49	2.804,48	11.600,00	21.000,00	5.930,00	-
Rimborso capitale totale [5]	€ mln.	-	-	-	-			48,91	23,87
Rimborso capitale per quota	€	-	-	-	-			13.730,00	6.700,00
Valore nominale del fondo	€ mln.	362,00	920,82	1.162,06	1.475,80	1.475,80	1.853,63	1.832,51	1.804,73
Valore nominale della quota	€	500.000,000	517.895,887	520.867,548	520.930,296	520.930,296	520.391,007	514.461,007	506.661,007
Dividend Yield [6]	%	-	3,89%	1,94%	0,67%	2,23%	4,23%	1,14%	0,00%

(1) Valore contabile riportato in rendiconto alla data di riferimento
(2) Al netto delle vendite effettuate
(3) Calcolato quale rapporto tra il totale dei canoni, inclusivo degli adeguamenti ISTAT, e il costo storico comprensivo di oneri accessori di acquisto e di costi capitalizzati
(4) Calcolata sul costo storico
(5) Importi di competenza relativi al periodo di riferimento
(6) Rapporto tra proventi per quota e valore nominale medio annuo della quota

B. Andamento del valore della quota

Il Fondo Ippocrate (di seguito il "Fondo") ha avviato la propria attività il 2 marzo 2007. Il valore della quota risultante alla fine di ciascun periodo ed alla data del presente Rendiconto risulta dalla seguente tabella.

Andamento valore della quota	Valore complessivo netto del Fondo (€)	Numero Quote	Valore unitario delle quote (€)
Valore iniziale del Fondo	362.000.000	724	500.000,000
Rendiconto al 31/12/2007	965.425.799	1.778	542.984,139
Rendiconto al 31/12/2008	1.164.593.099	2.231	522.004,975
Rendiconto al 31/12/2009	1.473.779.854	2.833	520.218,798
Rendiconto al 31/12/2010	1.499.811.369	2.833	529.407,472
Rendiconto al 31/12/2011	1.890.681.574	3.562	530.792,132
Rendiconto al 30/06/2012	1.869.849.927	3.562	524.943,831
Rendiconto al 31/12/2012	1.826.397.573	3.562	512.744,967
Rendiconto al 30/06/2013	1.784.382.330	3.562	500.949,559

C. La Corporate Governance

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

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

L'Assemblea degli Azionisti della SGR in data 12 aprile 2012 ha nominato quale Presidente del Consiglio di Amministrazione della SGR il Dott. Antonio Mastrapasqua (già cooptato nella riunione consiliare del 19 gennaio 2012, a seguito delle dimissioni dalla carica rassegnate, in data 17 gennaio 2012, dal Presidente del Consiglio di Amministrazione Avv. Paolo Crescimbeni) nonché – a seguito delle dimissioni dalla carica rassegnate, in data 28 marzo 2012, dal Consigliere Delegato e componente del Comitato Esecutivo Dott. Daniel Buaron – il Dott. Massimo Romano quale Amministratore della SGR. Il Dott. Romano è stato altresì nominato quale componente del Comitato Esecutivo dal Consiglio di Amministrazione in data 11 maggio 2012.

L'Assemblea degli Azionisti della SGR in data 17 aprile 2013 – a seguito delle dimissioni rassegnate, rispettivamente, dal Consigliere Delegato e componente del Comitato Esecutivo Ing. Massimo Caputi

(con decorrenza dalla chiusura della Assemblea degli Azionisti del 12 aprile 2012) e dal Consigliere e componente del Comitato Esecutivo Dott. Carlo Felice Maggi (a far data dal 31 dicembre 2012) – ha nominato Amministratori della SGR il Dott. Enrico Drago (già cooptato, in sostituzione dell'Ing. Caputi, dal Consiglio di Amministrazione in data 26 marzo 2013) ed il Cav. Salomone Gattegno (già cooptato, in sostituzione del Dott. Maggi, dal Consiglio di Amministrazione in data 30 gennaio 2013, che lo ha designato altresì componente del Comitato Esecutivo).

Ai sensi dello Statuto di IDeA FIMIT, si considera indipendente l'Amministratore non munito di deleghe operative nella SGR, in possesso dei requisiti previsti dalle disposizioni tempo per tempo vigenti per le società di gestione del risparmio ovvero, in mancanza, dal "Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi" adottato da Assogestioni – Associazione italiana del risparmio gestito ("Protocollo Assogestioni"), cui il Consiglio di Amministrazione di IDeA FIMIT ha deliberato di aderire in data 26 giugno 2012.

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

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

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

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

In particolare, agli Amministratori Indipendenti sono demandati compiti attinenti alla prevenzione di eventuali situazioni di potenziale conflitto di interessi. Gli Amministratori Indipendenti, infatti, esprimono un parere: (i) in ordine alla stipulazione di Convenzioni con Parti Correlate alla SGR (come definite nel Protocollo Assogestioni); (ii) sul contenuto delle convenzioni tra SGR promotrice e gestore, per i contratti

che presentino profili riguardanti il rispetto delle disposizioni in materia di conflitto di interessi; (iii) sulle operazioni, presentate al Consiglio di Amministrazione, che si caratterizzano per la presenza di un potenziale conflitto di interessi, così come definito dalla Parte V, Titolo II, Capo II del Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob (il "Regolamento Congiunto"); (iv) sulle operazioni aventi ad oggetto il conferimento o la cessione ai fondi gestiti dalla SGR di beni appartenenti ai soci della SGR o alle società facenti parte del Gruppo (come definito nel Protocollo Assogestioni), nonché sulle operazioni aventi ad oggetto la cessione di beni di proprietà dei fondi gestiti ai soggetti indicati; (v) sulle proposte di investimento in ordine alle quali sussista un contemporaneo interesse da parte di due o più fondi gestiti dalla SGR; (vi) in ordine alle ipotesi di coinvestimento da parte di due o più fondi gestiti dalla SGR; (vii) sugli investimenti dei fondi gestiti in: strumenti finanziari emessi o collocati da Società del Gruppo o da Società Partecipanti; acquisto di quote o azioni di OICR gestiti, istituiti o commercializzati dalla SGR o da altre società di gestione del risparmio o SICAV del Gruppo o da Società Partecipanti (come definite nel Protocollo Assogestioni), anche di diritto estero; strumenti finanziari oggetto di patti parasociali cui partecipano Società del Gruppo o Società Partecipanti; strumenti finanziari di un emittente nel quale una Società del Gruppo o una Società Partecipante abbia una partecipazione rilevante o di un emittente che abbia una partecipazione rilevante in una Società del Gruppo o in una Società Partecipante; strumenti finanziari per i quali una Società del Gruppo o una Società Partecipante svolge il ruolo di operatore specialista; strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della SGR o da Società del Gruppo ovvero da Società Partecipanti; strumenti finanziari emessi da società finanziate o garantite da Società del Gruppo o da Società Partecipanti, qualora dall'esito del collocamento dipenda la possibilità di rimborsare, in tutto o in misura rilevante, il finanziamento alla Società del Gruppo o alla Società Partecipante che ha erogato il credito; strumenti finanziari emessi da società alla quale è conferito l'incarico di esperto indipendente per la valutazione dei beni conferiti o acquisiti dai fondi gestiti, ovvero da una società incaricata di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti in un fondo gestito rispetto alla politica di gestione e all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo medesimo; strumenti finanziari di un emittente nei cui organi societari siano presenti Soggetti Rilevanti con Deleghe Operative (come definiti nel Protocollo Assogestioni); (viii) in merito all'eventuale adozione di cosiddette "*Restricted list*" e "*Watch list*"; (ix) in ordine ai criteri generali per la scelta delle controparti contrattuali e di ripartizione degli incarichi tra le stesse; (x) in ordine alle verifiche che il Consiglio di Amministrazione compie ai sensi dell'art. 9.2, comma 3 del Protocollo Assogestioni; (xi) in ordine alle valutazioni che il Consiglio di Amministrazione compie circa l'adozione di: a) barriere di tipo informativo e procedure interne atte a prevenire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti impegnati in attività che possono dare origine a conflitti di interessi; b) barriere di tipo gerarchico (direzione separata delle strutture che svolgono attività tra loro conflittuali) e segregazione di funzioni; (xii) ai fini delle deliberazioni che il Consiglio di Amministrazione assume per assicurare comunque l'equo trattamento degli OICR e dei partecipanti agli stessi quando le misure e le procedure adottate non risultano sufficienti ad escludere, con ragionevole certezza, il rischio che il conflitto di interessi rechi pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi; (xiii) negli eventuali altri casi

previsti dal corpus normativo interno della SGR di tempo in tempo vigente nonché ove richiesto dal Consiglio di Amministrazione.

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

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

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

Nella seduta del 3 ottobre 2011, il Consiglio di Amministrazione ha istituito, al suo interno, un Comitato Esecutivo, composto da sette membri di cui due sono Amministratori Indipendenti, e in data 26 ottobre 2011 ha approvato i Regolamento interni di funzionamento sia del Consiglio di Amministrazione che del Comitato Esecutivo (successivamente modificati in data 3 giugno 2013).

Nella medesima riunione del 26 ottobre 2011, il Consiglio di Amministrazione ha altresì istituito un comitato, denominato "Comitato di Supervisione dei Rischi e dei Controlli", composto da tre Consiglieri di Amministrazione, di cui due sono Amministratori Indipendenti ai sensi dello Statuto (uno dei quali con funzione di Presidente del Comitato), approvandone altresì il relativo Regolamento interno. A tale Comitato è rimesso il compito di: a) individuare i presidi per la gestione di eventuali situazioni di potenziale conflitto con l'interesse dei partecipanti ai fondi comuni di investimento gestiti dalla SGR; b) sovrintendere all'attuazione degli indirizzi e delle politiche in materia di gestione dei rischi, controllo di conformità e revisione interna determinati dal Consiglio di Amministrazione; c) formulare al Consiglio di Amministrazione proposte per la remunerazione degli Amministratori destinatari di deleghe ai sensi dello Statuto e valutare le politiche e prassi remunerative e gli incentivi previsti per la gestione del rischio; d) svolgere gli ulteriori compiti che gli vengano attribuiti dal Consiglio di Amministrazione. Il Comitato riferisce al Consiglio di Amministrazione sulle attività svolte con periodicità almeno semestrale, formulando altresì, ove del caso, le proprie raccomandazioni.

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

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

La SGR, inoltre, ha adottato una procedura aziendale interna in materia di "Operazioni personali dei soggetti rilevanti" ai sensi del Regolamento Congiunto. Detta procedura prevede nei confronti dei cosiddetti Soggetti Rilevanti (intendendosi per tali i componenti degli organi amministrativi e di controllo aziendali, l'alta dirigenza, i dirigenti, i dipendenti ed i collaboratori della Società): (i) taluni obblighi di comportamento in materia, tra l'altro, di riservatezza sulle informazioni privilegiate e confidenziali, di prevenzione di fenomeni di abuso di mercato e di conflitti di interesse; (ii) una specifica regolamentazione delle operazioni personali ai sensi del Regolamento Congiunto nonché (iii) le sanzioni applicabili nell'ipotesi di violazione delle disposizioni contenute nella procedura stessa. Detta procedura risulta 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 delle attività svolte dalla SGR nonché a mantenere la riservatezza delle informazioni ricevute nell'ambito della prestazione delle predette attività, avuto riguardo alla natura delle stesse.

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 ossequio all'articolo 37, comma 2-bis del TUF, che ha introdotto un meccanismo di *corporate governance* teso a favorire il coinvolgimento dei partecipanti nel processo decisionale delle società di gestione del risparmio con riguardo alle decisioni di maggiore rilevanza inerenti alla gestione dei fondi comuni di investimento di tipo chiuso, ivi inclusi i fondi immobiliari, ed alle società di gestione del risparmio, è stata prevista l'istituzione di un'Assemblea dei Partecipanti del Fondo, che delibera sulle materie alla stessa riservate dal relativo regolamento di gestione e sulle materie indicate dalla normativa tempo per tempo vigente.

In aggiunta alle strutture di *corporate governance* applicabili alle società di gestione del risparmio in virtù delle disposizioni codicistiche e del TUF ed a quelle sopra specificamente riportate, si evidenzia che il Consiglio di Amministrazione della SGR ha ritenuto opportuno avvalersi, in relazione a ciascun fondo gestito, di un Comitato avente funzione consultiva, composto da soggetti dotati di comprovata esperienza nel settore e competente ad analizzare, valutare ed esprimere il proprio parere in relazione alle materie indicate nel regolamento di gestione del fondo e/o nel regolamento di funzionamento del Comitato medesimo.

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

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

A. L'attività di gestione

Il patrimonio del Fondo, alla data della presente Relazione semestrale e sulla base del valore di mercato, così come determinato dall'Esperto Indipendente nella sua valutazione al 30 giugno 2013, è composto da ventuno immobili che risultano localizzati in Lombardia per il 57%, nel Lazio per il 39% e per il restante 4% in Piemonte e Veneto.

Il portafoglio immobiliare in termini di superfici, risulta composto per il 48% circa da immobili con destinazione prevalente ad uso uffici, per il 34% circa da immobili con destinazione logistica, per l'11% circa da un immobile con destinazione prevalente laboratori di ricerca e per il 7% circa da un immobile cielo-terra con destinazione *retail*.

La gestione ordinaria del Fondo durante il primo semestre dell'anno 2013 è stata caratterizzata dalle attività di seguito descritte.

Contratti di locazione

Nel corso del primo semestre del 2013, anche a causa di un continuo aggravamento della situazione generale e della maggiore incertezza circa le prospettive macroeconomiche, sono pervenute al Fondo ulteriori richieste di risoluzione anticipata e di riduzione del canone, da parte di alcuni conduttori afferenti a società di primaria rilevanza. Ad eccezione dei casi di recesso per gravi motivi (ex art.27 ultimo comma L. 392/78), la SGR ha condotto trattative al fine di consolidare il rapporto di fiducia con i conduttori e mantenerne la presenza nel portafoglio, a fronte della rinegoziazione del contratto di locazione e/o della concessione di incentivi quali il riallineamento del canone alle effettive condizioni di mercato, qualora precedentemente sopra mercato, e/o l'applicazione di canoni "scalettati" ovvero il riconoscimento di periodi di canone gratuito.

In particolare la SGR ha avviato una trattativa con il conduttore di primario *standing,* a seguito delle disdette ricevute per gli interi immobili siti in San Donato Milanese – piazza Vanoni 1 e piazza Boldrini 1, oltre che per una rilevante porzione dell'immobile sito in San Donato Milanese – via Maritano 26.

Al 30 giugno 2013 la superficie locabile lorda totale degli immobili in portafoglio ammonta a 670.562 mq, di cui 613.664 mq locati (corrispondenti al 91,5% circa delle consistenze degli immobili). Rispetto al 31 dicembre 2012 si registra una lieve diminuzione della superficie locata, che risultava essere pari a 614.813 (corrispondente al 91,7% circa), causata dai rilasci da parte di due conduttori dell'immobile sito in Milano – Via Temolo 2 e dalla disdetta, alla scadenza naturale, da parte di un conduttore dell'immobile sito in Milano – Via Filzi 25/A per una porzione consistente dell'edifico il cui impatto negativo è stato quasi totalmente riassorbito dalla locazione dell'intero edificio B dell'immobile sito in San Donato Milanese - via Milano 6/8 ad un conduttore di primario *standing* a far data dal 1° gennaio 2013.

Alla data del 30 giugno 2013, risultano vigenti cinquantasette posizioni locative (comprendenti sia contratti di locazione che indennità di occupazione), di cui cinquantatré riferite a conduttori privati e quattro alla Pubblica Amministrazione di cui tre risultano interessati dal D. Legge n. 95 del 2012 convertito dalla L. 7 agosto 2012, n. 135, in tema di "*spending review*" (per ulteriori dettagli si rimanda al § 10 "Altre informazioni"). Il saldo negativo rispetto al 31 dicembre 2012, che registrava sessantadue posizioni locative, è riconducibile al rilascio di una consistente parte degli immobili siti in Milano – via Filzi 25/A e via Temolo 4 sia da parte di conduttori privati che afferenti alla Pubblica Amministrazione.

L'importo dei canoni di competenza del primo semestre 2013 ammonta a 53.037.100 euro, mentre il valore contrattuale annuo delle posizioni in essere alla data del 30 giugno 2013 risulta di 104.134.472 euro.

A titolo di confronto, il valore contrattuale annuo delle posizioni al 31 dicembre 2012, era pari a 104.715.368 euro.

In merito all'immobile sito in Roma - Piazza Kennedy 20, si ricorda che il contratto di locazione con conduttore afferente alla Pubblica Amministrazione, è scaduto il 31 dicembre 2008 e attualmente vige il regime di indennità di occupazione. In data 19 dicembre 2007 la SGR aveva inviato formale disdetta alla scadenza naturale al conduttore, il quale, in data 9 ottobre 2009, comunicava l'interesse a proseguire la conduzione dell'immobile con contestuale richiesta di riduzione del canone. Nel corso del 2009, la SGR aveva preso atto dell'interessamento comunicato rifiutando la riduzione prospettata e proponendo, successivamente, un nuovo canone adeguato. Nel 2010 la SGR aveva avviato trattative con il conduttore per la nuova locazione dell'immobile sulla base di un canone annuo ritenuto congruo dall'Agenzia del Demanio. Nell'ambito di tali trattative la SGR aveva trasmesso al conduttore e all'Agenzia del Demanio, in data 29 giugno 2011, le proprie osservazioni alle bozze standard di locazione/verbale di consegna ricevute dall'Agenzia del Demanio, e da quest'ultima predisposte in attuazione della Legge 191/2009 (la "Legge Finanziaria 2010") che attribuiva allo stesso il ruolo di "conduttore unico" nelle locazioni stipulate dalla Pubblica Amministrazione, sanzionando con la nullità, a decorrere dal 1° gennaio 2011, le locazioni della Pubblica Amministrazione non sottoscritte dall'Agenzia del Demanio. Ne conseguiva, sul piano della regolamentazione contrattuale con il privato, una impostazione articolata che prevedeva alcuni obblighi a carico direttamente dell'Agenzia del Demanio (in qualità di formale conduttrice), ed altri, invece, della Pubblica Amministrazione interessata (in qualità di utilizzatrice). Il D.L. 201/2011 convertito in L. 214/2011 (c.d. la "Manovra Monti") ha ridisegnato l'impianto della Legge Finanziaria 2010, "limitando" il ruolo ivi attribuito all'Agenzia del Demanio - ferma restando la competenza della stessa in merito al giudizio di congruità del canone - con conseguente necessità, ai fini delle trattative di interesse del Fondo, di apportare modifiche alle bozze di locazione e verbale di consegna a suo tempo predisposte dall'Agenzia del Demanio.

Sulla base delle variazioni sopra indicate si rammenta inoltre che, nel corso del secondo trimestre del 2012, la SGR ha incontrato il conduttore, unitamente ai rappresentanti dell'Agenzia del Demanio, al fine di concludere l'iter per la stipula di un contratto di locazione che recepisca la nuova normativa. Durante

tale incontro il conduttore, sollecitato anche dal Demanio, ha manifestato la volontà di addivenire rapidamente alla definizione del contratto, successivamente al nulla osta alla stipula e conferma della congruità del canone pattuito. Il D. Legge n. 95 del 2012 convertito con modificazioni nella L. 7 agosto 2012, n. 135, (c.d. la 2° *spending review*) ha causato un ulteriore ostacolo al perfezionamento dell'accordo. La SGR, in seguito agli eventi verificatisi e alla comunicazione ricevuta da parte del conduttore circa le conseguenti nuove modalità contrattuali che intenderebbe applicare, ha inviato al conduttore e all'Agenzia del Demanio una risposta in merito alla propria posizione nei confronti delle previsioni del suddetto provvedimento in considerazione della particolare situazione di utilizzo dell'immobile in assenza di titolo.

Durante un incontro tenutosi nel corso del primo semestre del 2013, il conduttore e i rappresentanti dell'Agenzia del Demanio, hanno comunicato alla SGR le previsioni di cui alla Legge n. 228 del 24 dicembre 2012 (c.d. la "Legge di stabilità 2013"), Il comma 48 dell'emendamento recita infatti che "A decorrere dal 1º gennaio 2014 il Ministero dell'istruzione, dell'università e della ricerca dismette la sede romana di piazzale Kennedy e il relativo contratto di locazione è risolto. Da tale dismissione derivano risparmi di spesa pari a 6 milioni di euro a decorrere dall'anno 2014." A seguito dell'incontro la SGR ha formalmente avanzato al conduttore e all'Agenzia del Demanio le proprie pretese riguardo alle quali il conduttore, in data 3 giugno 2013, ha risposto confermando la propria posizione e informando che è stata inoltrata all'Avvocatura Generale dello Stato una richiesta di parere sulle questioni oggetto della corrispondenza tra il Ministero e il Fondo. In attesa di ricevere tale parere, è intenzione della SGR incaricare a breve uno studio professionale per sviluppare un'ipotesi di valorizzazione dell'immobile.

Con riferimento alla porzione dell'immobile sito a Milano - via Temolo 2, per la quale era pervenuta comunicazione di recesso per gravi motivi (ex art. 27 ultimo comma L. 392/78), con efficacia da febbraio 2013, da parte di un conduttore afferente la Pubblica Amministrazione, si specifica che la SGR ha proceduto con la presa in consegna dei locali.

Si rammenta che alla fine dell'anno 2010 la Pubblica Amministrazione conduttrice dell'immobile sito in Roma - via Tintoretto 432, per i piani dal primo al quarto, aveva richiesto di poter prendere in locazione anche il quinto piano dell'immobile, l'unico sfitto. Le lunghe trattative protrattesi dall'inizio del 2011, ormai prossime alla conclusione alla fine del primo semestre del 2012 con la sottoscrizione dell'accordo negoziato, sono state vanificate dall'entrata in vigore della normativa c.d. 2° *spending review,* oltre alla situazione di profonda instabilità politica che continua a caratterizzare la Pubblica Amministrazione.

Effetti rilevanti conseguenti la suddetta normativa, si sono riscontrati anche per l'immobile sito in Roma - via del Serafico 121 locato ad un conduttore afferente anch'esso la Pubblica Amministrazione. Per quanto riguarda invece l'immobile sito in Roma – via del Serafico 107 locato ad una società controllata da soggetto pubblico, al momento non subisce l'impatto delle riduzioni previste dalla normativa. Si segnala che il conduttore, in data 18 marzo 2013, ha chiesto alla SGR l'autorizzazione a cedere il contratto di locazione alla propria controllante. La SGR, nella più ampia tutela del Fondo, ha comunicato la disponibilità a valutare l'accoglimento solo a condizione che vengano fornite dalla controllante, ovvero dal

soggetto pubblico, specifiche rassicurazioni e garanzie circa la qualificazione giuridica dell'operazione di cessione, nonché la solvibilità della stessa che si configurerebbe poi come nuovo conduttore.

La SGR mantiene tuttavia continuamente contatti con la Pubblica Amministrazione al fine di perseguire l'obiettivo di prosecuzione delle locazioni degli immobili alle condizioni più vantaggiose per il Fondo.

Nel primo semestre del 2013 sono state concluse le transazioni che hanno permesso di sottoscrivere due rilevanti contratti di locazione. In particolare ci si riferisce alla rinegoziazione con il conduttore dell'immobile sito a Oppeano - via Mazzantica, che ha portato ad un allungamento della durata contrattuale e l'eliminazione della possibilità di recesso anticipato e alla nuova locazione dell'intero edifico B dell'immobile sito a San Donato Milanese - via Milano 6/8.

In considerazione della situazione di sfitto crescente sul portafoglio immobiliare del Fondo, si ricorda che la SGR ha opportunamente conferito mandati a cinque primari operatori per i servizi di *agency*. Per gli immobili e porzioni sfitte alla data della presente Relazione semestrale, proseguono contatti e trattative, alcune in fase avanzata, con potenziali soggetti interessati alla locazione degli spazi disponibili.

Crediti verso locatari

Alla data del 30 giugno 2013 l'importo dei crediti verso conduttori per fatture emesse è di 60.833.610 euro, di cui 19.080.311 euro – pari al 31% circa del totale – sono ascrivibili ai conduttori afferenti alla Pubblica Amministrazione.

Per il recupero del credito nei confronti di un conduttore afferente la Pubblica Amministrazione, che occupa alcuni spazi dell'immobile di Roma - via del Tintoretto 432, è stata avviata procedura giudiziale davanti al Tribunale di Roma che ha portato in data 26 aprile 2010, all'emissione di un decreto ingiuntivo per l'importo di 3.069.048 euro che comprende gli insoluti del conduttore maturati sulle fatture scadute entro il 31 dicembre 2009, al quale il conduttore ha proposto opposizione. Successivamente alla sentenza di provvisoria esecuzione del credito ingiunto, il conduttore ha effettuato un pagamento parziale riducendo il proprio debito nei confronti del Fondo. In data 18 maggio 2012 si è svolta l'udienza conclusiva del giudizio, all'esito della quale è stata emessa la sentenza n°11633/2012 che, in parziale accoglimento delle censure mosse dal conduttore, ha condannato quest'ultimo a corrispondere al Fondo il minore importo di 258.963 euro rispetto ai 386.170 euro corrispondenti alla residua parte del credito ingiunto. Sono in corso le opportune verifiche circa la congruità delle somme indicate in sentenza e gli adempimenti propedeutici alla proposizione del giudizio di appello avverso alla predetta sentenza.

Con riferimento alla morosità maturata negli anni 2010/2011 che, per il periodo indicato, alla data del 31 dicembre 2011 ammontava a 6.528.818 euro, la SGR nel corso del primo semestre 2012 aveva sottoposto formalmente al conduttore un piano di rientro per gli immobili siti in Roma - via del Tintoretto 432 e via del Serafico 121, che prevedeva l'estinzione del debito entro il 2012. A causa delle inchieste e conseguenti avvenimenti in ambito politico verificatisi nel corso del secondo semestre 2012, tale proposta non è stata sottoscritta per accettazione dal conduttore. Ciò nonostante, lo stesso ha cominciato ad

estinguere parzialmente il debito maturato fino ad oggi, corrispondendo, nel corso del primo semestre 2013, un importo pari a 5.464.655 euro. Si precisa, comunque, che qualora venga meno la possibilità di perfezionare in tempi brevi un nuovo accordo, il Fondo ricorrerà alle procedure giudiziali di recupero della morosità.

Per gli immobili di Roma - via del Serafico 107 e via del Serafico 121, si ricorda che per il credito scaduto nei confronti del conduttore afferente la Pubblica Amministrazione, in quanto società controllata da soggetto pubblico, e riferito alla morosità maturata negli anni 2010/2011, la SGR, a seguito delle trattative intraprese, aveva sottoposto formalmente al conduttore una proposta di un piano di rientro per l'estinzione della morosità che si conferma essere stato totalmente rispettato e concluso. Alla data della presente Relazione i pagamenti da parte del conduttore risultano regolari.

Con riferimento ad un precedente conduttore di una porzione dell'immobile sito in Oppeano - via Maffei, si rammenta che, in conseguenza della persistente morosità, era stato consensualmente risolto il contratto di locazione, con riserva del Fondo di agire nei confronti del conduttore per il recupero forzoso del credito, sul presupposto essenziale della contestuale rilocazione della porzione ad altro conduttore già sub conduttore degli spazi in oggetto. Il 5 ottobre 2011, su ricorso del Fondo, il Tribunale di Verona – Sezione distaccata di Legnago – ha emesso un decreto ingiuntivo provvisoriamente esecutivo per l'importo di 802.201 euro oltre interessi di mora.

In forza di detto decreto è stato notificato atto di precetto in data 23 agosto 2012. Essendo risultato infruttuoso ogni tentativo di recupero, si è ritenuto di presentare istanza di fallimento, e al momento di depositare la suddetta istanza si è appreso che vi era procedura già pendente a seguito di ricorso proposto da altro creditore. All'udienza del 10 maggio 2013 il legale del conduttore ha depositato le risultanze camerali del Registro delle imprese francese e un aggiornato certificato italiano dal quale l'impresa risulterebbe cancellata probabilmente dall'8 maggio 2013. La SGR ha ovviamente contestato l'opponibilità del trasferimento, esibendo anche la visura effettuata più o meno contestuale e il giudice, in tale sede, si è riservato di provvedere. In data 27 maggio 2013 il Tribunale di Parma ha emesso sentenza, provvisoriamente esecutiva, di fallimento e stabilito di procedere all'esame dello stato passivo all'udienza fissata per il 22 ottobre 2013. La SGR prosegue l'iter giudiziario previsto. Si precisa infine che ogni ipotesi transattiva presa in considerazione dalla SGR non sia andata a buon fine.

Per l'immobile di Roma via Costi 90, si segnala che per il credito scaduto nei confronti del conduttore pari a 15.763.911 euro alla data del 30 giugno 2013 e riferito alla morosità maturata nel corso degli anni 2012/2013, la SGR, a seguito delle trattative intraprese, ha concluso un accordo per l'estinzione della morosità che risulta integralmente rispettato.

Si conferma, quale componente principale della morosità, un ritardo crescente nei tempi di pagamento del canone da parte dei conduttori che continuano a risentire del perdurare delle negative condizioni macroeconomiche generali.

Manutenzioni Straordinarie (Capex)

Nel corso del primo semestre 2013 sono proseguite le attività di ristrutturazione generale di alcuni immobili del portafoglio del Fondo e sono stati effettuati interventi di manutenzione straordinaria e di messa a norma edilizia e impiantistica, in attuazione al piano di interventi di adeguamento funzionale e normativo previsti nel *budget* del medesimo semestre.

In particolare sono proseguite le attività di ristrutturazione dell'edificio sito in Roma - Piazzale dell'Industria 40/46 che si prevede saranno completate entro l'anno.

Con riferimento all'immobile sito a Milano - via Fabio Filzi 25/A, si informa che le attività preliminari e propedeutiche alla progettazione e alla ristrutturazione dell'intero complesso immobiliare, eseguite nel corso del primo semestre 2013, hanno rilevato la necessità di apportare modifiche all'esecuzione delle opere con uno slittamento delle tempistiche inizialmente ipotizzate. L'avvio dei lavori è previsto con l'inizio del secondo semestre e si presume verranno terminati nel corso del primo semestre 2014.

Il totale dei costi capitalizzati per opere e lavori di competenza del primo semestre 2013 ammonta a 2.039.704 euro.

Fatta eccezione per alcuni interventi di manutenzione non capitalizzabili di minor rilievo economico, non si segnalano altre informazioni rilevanti per gli altri immobili riportati nella tabella "Elenco dei Beni e Diritti Reali detenuti dal Fondo".

Si ricorda infine che il conduttore dell'immobile sito a Milano - via Santa Radegonda 3/10 è tenuto contrattualmente ad eseguire manutenzioni sia di carattere ordinario che straordinario (queste ultime limitatamente a manutenzioni che non interessino componenti strutturali dell'edificio).

B. Politiche di investimento e di disinvestimento

Nel corso del primo semestre del 2013 la SGR ha proseguito nell'attuazione di una politica di monitoraggio del mercato al fine di valutare eventuali opportunità di investimento.

Si specifica, infine, che l'ultimo *Business Plan* del Fondo è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 17 febbraio 2012.

4. Eventi di particolare importanza verificatisi nel semestre

In data 28 febbraio 2013 il Consiglio di Amministrazione ha approvato il Rendiconto di gestione del Fondo al 31 dicembre 2012 e ha deliberato la distribuzione dei proventi maturati nel secondo semestre dell'esercizio 2012, per un totale di 2.244.060 euro, corrispondenti a 630 euro per ciascuna delle 3.562 quote in circolazione e un rimborso parziale di 7.800 euro lordi per ogni quota, per un totale di 27.783.600 euro.

5. Linee strategiche che si intendono adottare per il futuro

La SGR svolge la propria funzione attraverso l'esecuzione di attività di controllo e sviluppo, con l'obiettivo di migliorare la gestione tecnico-amministrativa del portafoglio immobiliare, incrementare la *performance* reddituale e conseguentemente il valore patrimoniale degli immobili in portafoglio. Le attività vengono attuate coordinando la società di *Property e Project Management,* incaricata dal Fondo, in particolare per la gestione del processo attivo e passivo di fatturazione e il coordinamento delle attività di ristrutturazione e valorizzazione degli immobili.

L'obiettivo che il Fondo si prefigge è quello di massimizzare il rendimento per i titolari delle quote, da realizzarsi eventualmente attraverso una politica commerciale più incisiva, anche in considerazione delle perduranti condizioni di mercato "riflessivo".

Gli indirizzi di gestione di riferimento sono i seguenti:

- ottimizzazione del patrimonio immobiliare esistente;
- 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;
- eventuali investimenti immobiliari e/o sviluppo di attività immobiliari con l'obiettivo di sfruttare eventuali opportunità presenti sul mercato.

Le politiche di medio-lungo periodo saranno orientate:

- ad una gestione che permetta una distribuzione sistematica dei proventi;
- ad una pianificazione che operi su un orizzonte temporale anche inferiore agli anni residui procedendo, se del caso, a rimborsi anticipati cogliendo i picchi di mercato/opportunità.

6. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre

Atteso che i servizi di *property e project management* relativi al Fondo sono prestati da Innovation Real Estate S.p.A. (già IDeA Servizi Immobiliari S.p.A., di seguito "IRE") in forza di un contratto sottoscritto in data 24 luglio 2012, con scadenza in data 31 gennaio 2013 (di seguito, l'"Attuale Accordo"), la SGR, nel rispetto del Regolamento del Fondo e delle procedure interne in materia di conflitto di interessi, ha sottoposto, nell'interesse dei Partecipanti, la richiesta di parere vincolante in merito alla sottoscrizione di un nuovo accordo con IRE al Comitato Consultivo del Fondo che si è riservato di esprimersi a seguito di ulteriori approfondimenti

La SGR ha ritenuto di continuare ad avvalersi di IRE considerando:

- *standing* nel settore;
- qualità della sua organizzazione aziendale;

- *know how* acquisito nell'assistenza già fornita al Fondo dall'allora IDeA Servizi Immobiliari S.p.A., sulla base dell'incarico a suo tempo affidato da First Atlantic Real Estate SGR S.p.A. (poi incorporata nella SGR).

7. Performance del Fondo e indicatori di redditività e finanziari

Per quanto riguarda le *performance* del Fondo e l'andamento del valore della quota si riportano alcune informazioni sintetiche.

Dalla data di apporto, ossia dal 2 marzo 2007, alla data della presente Relazione semestrale, il valore complessivo netto (NAV) del Fondo si è incrementato passando da 362.000.000 euro a 1.784.382.330 euro (1.826.397.573 euro al 31 dicembre 2012), tenendo in considerazione le diverse fasi di riapertura delle sottoscrizioni, come meglio illustrato al precedente §2 e le distribuzioni dei proventi effettuate nel corso della vita del Fondo. Il valore unitario della quota è passato da 500.000,000 euro a 500.949,559 euro (512.744,967 euro al 31 dicembre 2012) e le distribuzioni dei proventi effettuate fino alla data del 30 giugno 2013 ammontano a un totale di 49.633,100 euro per ciascuna quota.

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 2013, risulta pari al 1,82%.

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

Indicatore	Descrizione	Valore
ROE	Utile del periodo/NAV medio del periodo	-0,66%
ROA	Risultato gestione immobiliare/valore immobili[17]	-0,31%
Livello di impiego *asset* immobiliari	Valore immobili/ totale attività	95,85%
Valore medio beni immobili	Valore immobili/n. immobili	83,21 mln €

8. Proventi posti in distribuzione

L'articolo 3.1 del Regolamento del Fondo illustra le modalità di distribuzione ai titolari delle quote dei proventi conseguiti dal Fondo.

[17] Media aritmetica del valore degli immobili 31 dicembre 2012 – 30 giugno 2013

"Sono considerati proventi di gestione del Fondo i proventi derivanti dalla gestione del patrimonio del Fondo risultanti dall'ultimo rendiconto del Fondo e determinati ai sensi del Provvedimento della Banca d'Italia (cfr. voce utile/perdita d'esercizio).

Sono considerati proventi distribuibili i proventi di gestione del Fondo calcolati:

(i) al netto delle plusvalenze non realizzate nel periodo di riferimento e incrementati in misura pari alle minusvalenze non realizzate, queste ultime a condizione che il valore dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni e degli altri beni detenuti dal Fondo singolarmente considerati sia eguale o superiore al valore di apporto e/o acquisizione dei medesimi (con l'avvertenza che si intendono esclusi dal detto valore di apporto e/o acquisizione i costi accessori sostenuti in connessione all'acquisto/apporto e capitalizzati, nonché le altre spese incrementative capitalizzate sostenute successivamente all'acquisto/apporto con precisazione che l'esclusione di queste ultime spese incrementative non si applicherà alle operazioni di sviluppo immobiliare, intendendosi per tali l'edificazione ex novo di immobili);

(ii) aggiungendo le plusvalenze non realizzate nei semestri precedenti ma che abbiano trovato realizzazione nel semestre di riferimento (o nel minor periodo in relazione al quale si procede alla distribuzione dei proventi); e

(iii) senza tenere conto delle plusvalenze o delle minusvalenze non realizzate relative agli strumenti derivati detenuti dal Fondo a fini di copertura dei rischi, anche derivanti dall'assunzione di prestiti e dalla variazione del tasso di inflazione."

I proventi distribuibili realizzati nella gestione del Fondo vengono distribuiti ai partecipanti in misura pari al 100% degli stessi, salvo diversa deliberazione del Comitato Consultivo e del Consiglio di Amministrazione.

In occasione dell'approvazione della presente Relazione semestrale il Fondo non potrà procedere alla distribuzione di proventi.

Il Consiglio di Amministrazione tenendo conto:

- della liquidità disponibile al 30 giugno 2013;
- delle previsioni di tesoreria dei prossimi mesi;
- del fatto che il *Business Plan* del Fondo non prevede investimenti nei prossimi mesi;

delibera di provvedere al rimborso anticipato di capitale per 6.700 euro per ognuna delle 3.562 quote costituenti il patrimonio del Fondo, per un importo totale di 23.865.400 euro.

L'importo relativo al rimborso capitale verrà corrisposto nel mese di agosto 2013.

9. Altre informazioni

Regime fiscale delle imposte sui redditi dei partecipanti

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

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

1. mantengono in ogni caso, a prescindere dall'entità della partecipazione detenuta, l'ordinario regime fiscale relativo ai redditi di capitale disciplinato dall'art. 7 del decreto legge 351/2001 nonché relativo ai redditi diversi di natura finanziaria ex art.67, comma 4, lett. c-ter) e comma 1-quater, le seguenti categorie di investitori (c.d. "investitori istituzionali"): (a) lo Stato e gli enti pubblici italiani, (b) gli OICR italiani, (c) le forme di previdenza complementare e gli enti di previdenza obbligatoria, (d) le imprese di assicurazione limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche, (e) gli intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale, (f) i soggetti e i patrimoni sopra indicati costituiti all'estero in Paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni volto ad individuare i beneficiari effettivi del reddito sempreché inclusi nella così detta *white list* (a condizione, per i soggetti di cui alle lettere b), c), d), ed e), che siano assoggettati a forme di vigilanza prudenziale), (g) gli enti privati residenti che perseguano esclusivamente determinate finalità *no-profit* e le società residenti che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche, (h) i veicoli (anche non residenti purché costituiti in un Paese o territorio incluso nella così detta *white list*) in forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti sopra indicati (a titolo esemplificativo vengono fatti rientrare tra tali soggetti i "fondi sovrani").

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

3. Sono in ogni caso soggetti a tassazione con aliquota del 20% al momento della loro corresponsione i proventi percepiti da soggetti non residenti, fatta salva la verifica in merito all'eventuale riduzione in

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

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

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

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

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

Imposta di bollo

Stante quanto disposto dall'art.13 comma 2-ter del D.P.R. n.642/1972, e dal decreto ministeriale del 24 maggio 2012 attuativo della riforma operata in materia dal decreto legge 201/2011 e successive modificazioni e integrazioni , va ricordato che le comunicazioni periodiche alla clientela relative a prodotti finanziari (ivi incluse quelle relative a quote di fondi immobiliari) sono generalmente soggette ad imposta di bollo nella misura proporzionale dello 0,15% per l'anno 2013 (con un minimo di 34,20 euro e con un tetto massimo di 4.500 euro per i quotisti diversi dalle persone fisiche, ai sensi di quanto previsto dalla legge n.228 del 24 dicembre 2012 - c.d. "Legge di Stabilità 2013").

Spending Review

Il decreto legge n. 95 del 2012 (di seguito anche il "Decreto Legge") convertito dalla legge 7 agosto 2012, n. 135, in tema di "*spending review*", ha avuto effetti rilevanti sul patrimonio immobiliare avente come conduttore soggetti pubblici, avuto riguardo al contenuto dell'articolo 3 "razionalizzazione del patrimonio pubblico e riduzione dei costi per locazioni passive". Infatti, le disposizioni di cui all'articolo 3 recano misure, da una parte, orientate alla riduzione e razionalizzazione degli spazi occupati dalle pubbliche amministrazioni per esigenze istituzionali e, dall'altra, al contenimento della spesa per le locazioni passive.

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

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

Tale riduzione si applica unicamente alle Amministrazioni centrali, come individuate nel suddetto elenco pubblicato dall'ISTAT. Nei confronti delle Regioni e Province autonome e degli Enti del servizio sanitario nazionale, il comma 4° dell'art. 3 non trova invece applicazione in maniera diretta, ma tali ultimi enti

dovranno necessariamente dare attuazione a tale normativa mediante l'implementazione della stessa a livello locale.

Con riferimento ai contratti scaduti o rinnovati dopo la data del 15 agosto 2012, tale riduzione del 15% del canone si applica, secondo quanto stabilito dallo stesso comma 4, dalla data di entrata in vigore della legge di conversione (15 agosto 2012). Inoltre, in linea generale, analoga riduzione del 15% verrebbe ad applicarsi anche agli utilizzi in assenza di titolo in essere alla data di entrata in vigore del Decreto Legge. La riduzione del canone si inserisce automaticamente nei contratti in corso, ai sensi dell'articolo 1339 del codice civile, ed è fatto salvo il diritto di recesso del locatore.

*** * ***

La presente Relazione Semestrale al 30 giugno 2013 si compone complessivamente di n.42 pagine oltre all'estratto della Relazione di Stima degli Esperti Indipendenti.

Per Il Consiglio d'Amministrazione

Il Presidente
Antonio Mastrapasqua

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO IPPOCRATE al 30/06/2013
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SITUAZIONE PATRIMONIALE

		Situazione al 30/06/2013		Situazione a fine esercizio precedente	
ATTIVITA'		**Valore complessivo**	**In percentuale dell'attivo**	**Valore complessivo**	**In percentuale dell'attivo**
A.	**A. STRUMENTI FINANZIARI**	**-**	**0,00%**	**-**	**0,00%**
	Strumenti finanziari non quotati	**-**	**0,00%**	**-**	**0,00%**
A1.	Partecipazioni di controllo	-	0,00%	-	0,00%
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.	-	0,00%	-	0,00%
	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**	**1.747.330.000**	**95,84%**	**1.795.700.000**	**96,45%**
B1.	Immobili dati in locazione	1.595.221.121	87,50%	1.642.996.810	88,25%
B2.	Immobili dati in locazione finanziaria	-	0,00%	-	0,00%
B3.	Altri immobili	152.108.879	8,34%	152.703.190	8,20%
B4.	Diritti reali immobiliari	-	0,00%	-	0,00%
C.	**CREDITI**	**-**	**0,00%**	**-**	**0,00%**
C1.	Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-	0,00%	-	0,00%
C2.	Altri	-	0,00%	-	0,00%
D.	**DEPOSITI BANCARI**	**10.067.145**	**0,55%**	**9.240.376**	**0,50%**
D1.	a vista	10.067.145	0,55%	9.240.376	0,50%
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'**	**3.205.240**	**0,17%**	**5.388.314**	**0,29%**
F1.	Liquidità disponibile	3.205.240	0,17%	5.388.314	0,29%
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'**	**62.476.812**	**3,44%**	**51.521.982**	**2,76%**
G1.	Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	0,00%	-	0,00%
G2.	Ratei e risconti attivi	450.406	0,02%	381.180	0,02%
G3.	Risparmio di imposta	-	0,00%	-	0,00%
G4.	Altre	290.459	0,02%	263.591	0,01%
G5.	Credito Iva	-	0,00%	-	0,00%
G6.	Crediti verso i locatari	61.735.947	3,40%	50.877.211	2,73%
	crediti lordi	63.833.161	3,50%	52.560.857	2,82%
	fondo svalutazione crediti	- 2.097.214	-0,10%	- 1.683.646	-0,09%
TOTALE ATTIVITA'		**1.823.079.197**	**100,00%**	**1.861.850.672**	**100,00%**

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO IPPOCRATE al 30/06/2013
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

PASSIVITA' E NETTO		Valore complessivo	In percentuale del passivo	Valore complessivo	In percentuale del passivo
H.	**FINANZIAMENTI RICEVUTI**	**-**	**0,00%**	**-**	**0,00%**
H1.	Finanziamenti ipotecari	-	0,00%	-	0,00%
H2.	Pronti contro termine passivi e op. assimilate	-	0,00%	-	0,00%
H3.	Altri	-	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 versi i partecipanti	-	0,00%	-	0,00%
M.	**ALTRE PASSIVITA'**	**38.696.867**	**100,00%**	**35.453.099**	**100,00%**
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-	0,00%	-	0,00%
M2.	Debiti di imposta	7.004.813	18,10%	3.319.594	9,36%
M3.	Ratei e risconti passivi	20.673.160	53,42%	20.792.799	58,65%
M4.	Altre	7.571.586	19,57%	7.877.398	22,22%
M5.	Fondo Svalutazione Partecipazioni	-	0,00%	-	0,00%
M6.	Debiti per cauzioni ricevute	3.447.308	8,91%	3.463.308	9,77%
TOTALE PASSIVITA'		**38.696.867**	**100,00%**	**35.453.099**	**100,00%**

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	**1.784.382.330**	**1.826.397.573**
Numero delle quote in circolazione	**3.562**	**3.562**
Valore unitario delle quote	**500.949,559**	**512.744,967**
Proventi distribuiti per quota	**49.633,100**	**49.003,100**
Rimborsi distribuiti per quota	**13.730,000**	**5.930,000**

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO IPPOCRATE al 30/06/2013
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso

SITUAZIONE REDDITUALE

		Situazione al 30/06/2013		Situazione al 30/06/2012	
A.	**STRUMENTI FINANZIARI**				
	Strumenti finanziari non quotati				
A1.	PARTECIPAZIONI	-		-	
A1.1	dividendi e altri proventi	-		-	
A1.2	utili/perdite da realizzi	-		-	
A1.3	plus/minusvalenze	-		-	
A2.	ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	-		-	
A2.1	interessi, dividendi e altri proventi	-		-	
A2.2	utili/perdite da realizzi	-		-	
A2.3	plus/minusvalenze	-		-	
	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)		**-**		**-**
B.	**IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI**				
B1.	CANONI DI LOCAZIONE ALTRI PROVENTI	54.854.717		55.393.993	
B1.a	canoni di locazione	53.037.100		53.289.653	
B1.b	altri proventi	1.817.617		2.104.340	
B2.	UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-		-	
B3.	PLUS/MINUSVALENZE	- 50.409.704		- 31.236.498	
B4.	ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	- 5.436.728		- 4.321.122	
B4.a	oneri non ripetibili	- 2.830.965		- 1.713.892	
B4.b	oneri ripetibili	- 2.605.763		- 2.607.230	
B4.c	interessi su depositi cauzionali	-		-	
B4.d	altri oneri gestione immobiliare	-		-	
B5.	AMMORTAMENTI	-		-	
B6.	SPESE IMU	- 4.404.178		- 3.039.642	
	Risultato gestione beni immobili (B)		**- 5.395.893**		**16.796.731**
C.	**CREDITI**				
C1.	interessi attivi e proventi assimilati	-		-	
C2.	incrementi/decrementi di valore	-		-	
	Risultato gestione crediti (C)		**-**		**-**
D.	**DEPOSITI BANCARI**				
D1.	interessi attivi e proventi assimilati	66.773		145.467	
	Risultato gestione depositi bancari (D)		**66.773**		**145.467**
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)		**- 5.329.120**		**16.942.198**

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)		**- 5.329.120**		**16.942.198**
H.	**ONERI FINANZIARI**				
H1.	INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	- 42.737		- 35.771	
H1.1	su finanziamenti ipotecari	-		-	
H1.2	su altri finanziamenti	- 42.737		- 35.771	
H2.	ALTRI ONERI FINANZIARI	-		-	
	Oneri finanziari (H)		**- 42.737**		**- 35.771**
	Risultato Netto della Gestione Caratteristica (RLGC + H)		**- 5.371.857**		**16.906.427**
I.	**ONERI DI GESTIONE**				
I1.	Provvigione di gestione SGR	- 5.644.250		- 5.805.827	
I2.	Commissioni banca depositaria	- 128.820		- 132.034	
I3.	Oneri per esperti indipendenti	- 28.600		- 28.900	
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	- 366		- 378	
I5.	Altri oneri di gestione	- 166.986		- 206.869	
I6.	Spese di quotazione	-		-	
	Totale oneri di gestione (I)		**- 5.969.022**		**- 6.174.008**
L.	**ALTRI RICAVI ED ONERI**				
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	-		131	
L2.	Altri ricavi	198.087		263.011	
L3.	Altri oneri	- 844.792		- 481.609	
	Totale altri ricavi ed oneri (L)		**- 646.705**		**- 218.467**
	Risultato della Gestione Prima delle Imposte (RNGC + I + L)		**- 11.987.584**		**10.513.952**
M.	**IMPOSTE**				
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-		-	
M2.	Risparmio d'imposta	-		-	
M3.	Altre imposte	-		-	
	Totale imposte (M)		**-**		**-**
	Utile/perdita del periodo (RGPI + M)		**- 11.987.584**		**10.513.952**

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO IPPOCRATE

Redditività dei beni locati

N	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno / Epoca di costruzione	Superficie lorda (mq)[1]	Canone annuo medio per mq	Tipo contratto	Range scadenza contratto[2]	Tipologia conduttore	Valore storico[3]	Ipoteche
LOMBARDIA										
1	Intero Immobile Milano Via Filzi 25/A	Uffici	1959	8.328	178,74	Affitto	Da oltre 1 a 3 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	30.955.391	
2	Intero Immobile Milano Via Arconati 1	Uffici	1964	11.898	285,39	Affitto	Da oltre 3 a 5 anni	Impresa finanziaria	57.352.017	
3	Intero Immobile Milano Via Olona 2	Uffici	1989	25.976	151,90	Affitto	Oltre 9 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	72.382.383	
4	Intero Immobile Milano Via Temolo 4	Uffici	1996	7.167	237,82	Affitto	Da oltre 3 a 5 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	21.033.946	
5	Intero Immobile Milano Via Santa Radegonda 3/10	Retail/Parking	1950	49.675	468,64	Affitto	Da oltre 7 a 9 anni	Impresa commerciale	482.453.212	
6	Intero Immobile San Donato Milanese Piazza Vanoni 1	Uffici	1956	39.943	178,38	Affitto	Da oltre 1 a 3 anni	Impresa industriale	124.099.041	
7	Intero Immobile San Donato Milanese Piazza Boldrini 1	Uffici	1961	37.613	184,55	Affitto	Da oltre 1 a 3 anni	Impresa industriale	115.540.171	
8	Intero Immobile San Donato Milanese Via Salvo	Mensa	1963	4.919	102,77	Affitto	Oltre 9 anni	Impresa industriale	7.914.104	
9	Intero Immobile San Donato Milanese Via Maritano 26	Lab. Ricerca	1980	70.521	166,73	Affitto	Da oltre 1 a 3 anni	Imprese industriali	121.397.972	
10	Intero Immobile San Donato Milanese Via Milano 6/8	Uffici	2002	14.911	180,29	Affitto	Oltre 9 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	49.495.867	
LAZIO										
11	Intero Immobile Roma Piazza Kennedy 20	Uffici	1960	40.516	145,06	Affitto	Fino a 1 anno	Pubblica Amministrazione	116.191.464	
12	Intero Immobile Roma Piazza Mattei 1	Uffici	1960	37.167	299,51	Affitto	Oltre 9 anni	Impresa industriale	215.106.968	
13	Intero Immobile Roma Piazza dell'Industria 40/46	Uffici	1963	41.538	185,34	Affitto	Da oltre 3 a 5 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	134.372.549	
14	Intero Immobile Roma Via Tintoretto 432	Uffici	2004	15.041	347,72	Affitto	Da oltre 3 a 5 anni	Pubblica Amministrazione	86.642.914	
15	Intero Immobile Roma Via Costi 90	Logistica	1975	69.496	126,14	Affitto	Oltre 9 anni	Impresa industriale	110.080.098	
16	Intero Immobile Roma Via Serafico 107	Uffici	1975	12.666	297,80	Affitto	Da oltre 7 a 9 anni	Pubblica Amministrazione	59.464.315	
17	Intero Immobile Roma Via Serafico 121	Uffici	1973	21.884	176,27	Affitto	Da oltre 7 a 9 anni	Pubblica Amministrazione	61.222.328	
PIEMONTE										
18	Intero Immobile Cameri S.P. Bellinzago Km 5	Logistica	2001	52.625	25,65	Affitto	Oltre 9 anni	Impresa industriale	30.486.143	
VENETO										
19	Intero Immobile Oppeano Via Mazzanta	Logistica	2007	15.834	38,08	Affitto	Fino a 1 anno	Impresa industriale	10.969.634	
20	Intero Immobile Oppeano Via Busoni	Logistica	2007	44.455	41,87	Affitto	Da oltre 7 a 9 anni	Imprese industriali	28.324.425	
21	Intero Immobile Oppeano Via Maffei	Logistica	2007	48.389	51,65	Affitto	Da oltre 3 a 5 anni	Imprese industriali	34.839.308	
				670.562					**1.970.324.251**	

[1] Per Superficie Lorda si intende la superficie lorda non ponderata comprensiva delle murature di pertinenza, data dalla somma della superficie fruibile (somma di tutte le superfici interne dell'immobile ad eccezione di scale, ascensori, locali tecnici, cavedi) e superfici dei parcheggi.
Per immobili monoconduttore o assimilabili la Superficie Locata risulta coincidente con la Superficie Lorda dell'immobile stesso.

[2] Per la predisposizione della tabella sono state considerate le scadenze del secondo periodo contrattuale.
Per gli immobili con più conduttori il metodo di calcolo usato per il posizionamento nelle fasce di scadenza, indipendentemente dal rapporto giuridico in essere, consiste nella media ponderata della vita residua delle posizioni in essere sul singolo immobile, usando come peso il canone derivante dai contratti in essere alla data di rilevamento.

[3] Il valore storico comprende anche eventuali oneri e spese incrementative patrimonializzati.

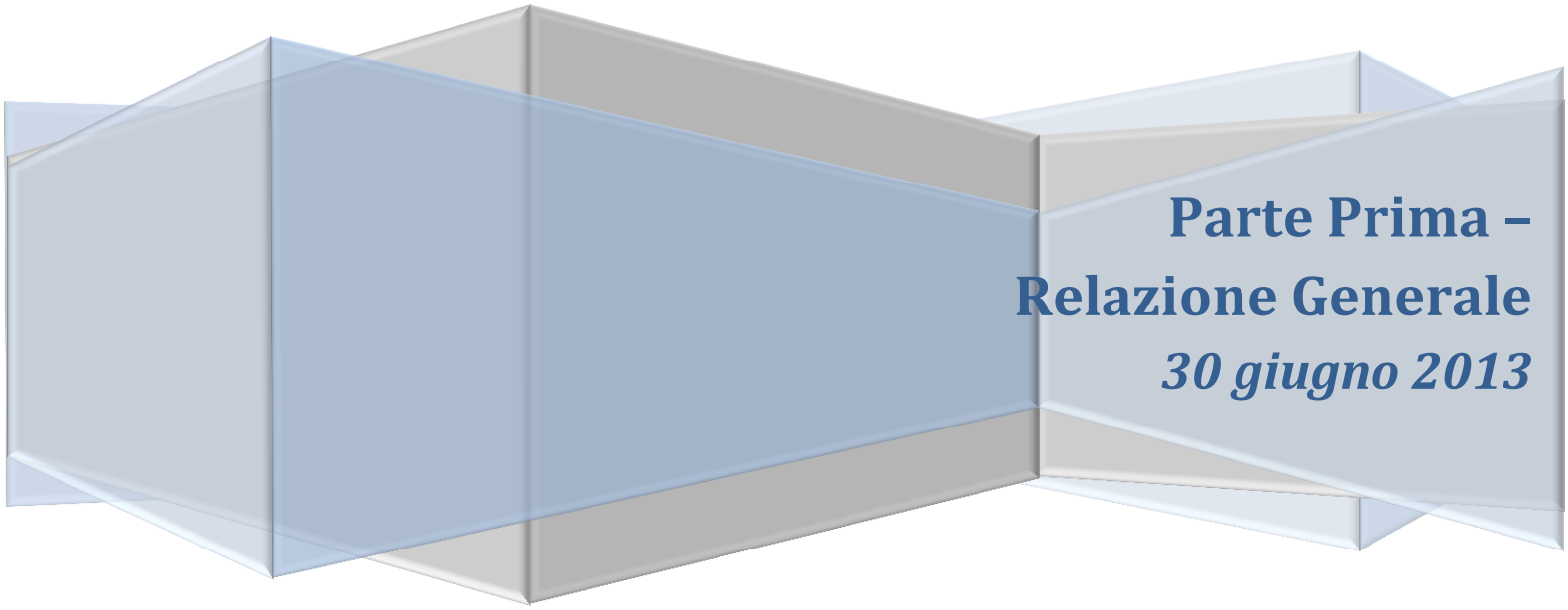
EUROPROGETTI & FINANZA

Relazione di valutazione degli investimenti del

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO

"IPPOCRATE"

IDeA FIMIT SGR S.p.A.



Parte Prima – Relazione Generale

30 giugno 2013

Indice

Introduzione 2

Definizioni 2

Premesse metodologiche 3

Contenuto della relazione 4

Avvertenze e limiti del presente documento 4

Riservatezza 5

Analisi di mercato 6

Quadro macro-economico 6

Andamento del mercato immobiliare italiano 9

Metodologia di valutazione 22

Metodologia di comparazione 22

Metodologia di trasformazione (o estrazione) 23

Metodologia economica 23

Conclusioni 30

Allegato – Valore di mercato immobili Fondo "Ippocrate" 31

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

Introduzione

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

Definizioni

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

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

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

Premesse metodologiche

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

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

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

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

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

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

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

Contenuto della relazione

La presente relazione contiene le stime di valore di mercato al 30 giugno 2013 dei seguenti immobili appartenenti al Fondo "Ippocrate":

	Immobile	Indirizzo	Città
1	Palazzo ENI	Piazzale Enrico Mattei, 1	Roma
2	Industria	Piazzale Industria, 40 - 46	Roma
3	Kennedy	Piazza Kennedy, 20	Roma
4	Serafico 1	Via del Serafico, 107	Roma
5	Serafico 2	Via del Serafico, 121	Roma
6	Tintoretto	Viale del Tintoretto, 432	Roma
7	Costi	Via Costi, 90	Roma
8	Filzi	Via Filzi, 25/A	Milano
9	Arconati	Via Arconati, 1	Milano
10	Olona	Via Olona, 2	Milano
11	Temolo	Via Temolo, 4	Milano
12	1° Palazzo Uffici	Piazza Vanoni, 1	S. Donato Milanese (MI)
13	2° Palazzo Uffici	Piazza Boldrini, 1	S. Donato Milanese (MI)
14	Mensa	Via San Salvo	S. Donato Milanese (MI)
15	Laboratori Bolgiano	Via Maritano, 26	S. Donato Milanese (MI)
16	Via Milano	Via Milano, 6-8	S. Donato Milanese (MI)
17	Vallese 1	Via Busoni	Oppeano (VR)
18	Vallese 2	Via Maffei	Oppeano (VR)
19	Mazzantica	Via Mazzanta, 1	Oppeano (VR)
20	Cameri	S.P. per Bellinzago, km. 5	Cameri (NO)
21	Rinascente Milano	Via Santa Radegonda	Milano

Avvertenze e limiti del presente documento

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

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

La presente relazione di stima è stata redatta sulla base delle informazioni e della documentazione fornite dal Committente. Queste sono state assunte come attendibili e accurate, salvo che non rientri espressamente nell'oggetto dell'incarico la verifica di tali documenti e informazioni; tuttavia vi sono alcuni limiti inerenti alla relazione stessa di seguito segnalati:

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

Riservatezza

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

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

Analisi di mercato

Quadro macro-economico

Secondo l'analisi del quadro macroeconomico mondiale condotta da Banca d'Italia (Bollettino Economico n. 72 – aprile 2013), nel primo trimestre del 2013 sono emersi segnali di rafforzamento congiunturale negli Stati Uniti e in alcune economie emergenti. Nel complesso la crescita mondiale nell'anno in corso dovrebbe rimanere modesta, per rafforzarsi dal 2014. Permane incertezza invece relativamente agli sviluppi della politica di bilancio negli Stati Uniti e della crisi del debito sovrano in Europa.

Area Euro

Nell'area dell'euro la debolezza ciclica non è scomparsa. Dopo la caduta del PIL nel quarto trimestre del 2012, l'attività economica nell'area dell'euro si sarebbe pressoché stabilizzata nel primo trimestre di quest'anno. La domanda interna rimane però debole anche in paesi non colpiti dalla crisi del debito sovrano. Prosegue il calo dell'inflazione, scesa sotto il 2 per cento per la prima volta dal 2010 e prevista in ulteriore calo nei prossimi mesi; la moderazione dei prezzi è confermata dalle intenzioni delle imprese e dalle attese delle famiglie.

L'andamento dei mercati finanziari è stato nel complesso positivo. Nelle prime settimane dell'anno era proseguito il miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari nell'area dell'euro iniziato nell'estate del 2012. Nei paesi coinvolti dalla crisi del debito sovrano i rendimenti dei titoli di Stato avevano registrato cali in gennaio; i saldi sul sistema dei pagamenti TARGET2, che rispecchiano i movimenti dei capitali privati tra i rispettivi paesi, avevano nell'insieme mostrato una riduzione degli squilibri. Nelle settimane più recenti si sono tuttavia registrate nuove tensioni nelle borse europee e nei mercati del debito sovrano in relazione a rinnovate incertezze legate alla crescita in Europa, all'esito delle elezioni politiche italiane e soprattutto alla crisi cipriota, che ha evidenziato difficoltà di coordinamento tra autorità europee e nazionali. L'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dei paesi più esposti alle tensioni è risultato tuttavia in gran parte transitorio.

La politica monetaria della BCE è rimasta espansiva. I finanziamenti in essere dell'Eurosistema alle banche operanti nell'area sono diminuiti a seguito della volontaria restituzione anticipata di parte dei fondi ottenuti nelle due operazioni effettuate a dicembre del 2011 e a febbraio del 2012. Il Consiglio direttivo della BCE ha confermato che l'orientamento della politica monetaria rimarrà accomodante fino a quando necessario, con la piena aggiudicazione della liquidità richiesta dalle banche. All'inizio di aprile il Consiglio ha chiarito di essere pronto ad agire, sulla base della valutazione delle informazioni in arrivo nel prossimo futuro.

Italia

Mercati finanziari – I mercati finanziari italiani hanno risentito dell'incertezza politica in misura limitata. I differenziali di interesse tra i titoli di Stato italiani e tedeschi sono aumentati dalla fine di gennaio, ma restano molto al di sotto dei massimi raggiunti nel 2011. Gli ultimi dati disponibili sul sistema dei pagamenti TARGET2 segnalano una ripresa degli afflussi di capitale dall'estero anche verso il nostro paese. Le passività bancarie (azioni, CDS) hanno però risentito delle modalità di intervento nella crisi di Cipro.

Prodotto Interno Lordo – In Italia dopo l'ulteriore, forte contrazione del PIL nel quarto trimestre del 2012, gli indicatori relativi ai primi tre mesi dell'anno in corso suggeriscono che il prodotto potrebbe essersi ancora ridotto, ma a ritmi meno accentuati. Il calo della produzione industriale si sarebbe pressoché arrestato nel complesso del primo trimestre, grazie al buon andamento delle vendite all'estero.

Debiti delle Amministrazioni Pubbliche – Il Governo ha definito misure volte a pagare debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche e a erogare rimborsi fiscali per complessivi 40 miliardi di Euro nell'anno in corso e nel 2014. Il provvedimento migliorerà le condizioni delle imprese e avrà un impatto macroeconomico positivo; l'entità degli effetti dipenderà dai tempi in cui si realizzerà l'intervento e dalle modalità di utilizzo dei fondi da parte delle imprese.

Bilancia corrente – Nel 2012 il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti ha registrato un consistente miglioramento tornando, dopo sette anni, su valori positivi nel quarto trimestre dell'anno. Vi ha contribuito sia il calo della domanda interna, che ha contenuto le importazioni, sia la dinamica positiva delle esportazioni.

Occupazione – Nella media dello scorso anno l'occupazione si è ridotta dello 0,3 per cento rispetto al 2011, a fronte di una forte crescita dell'offerta di lavoro. Gli andamenti osservati nei primi mesi del 2013 indicano il protrarsi della debolezza del quadro occupazionale. In febbraio il tasso di disoccupazione ha raggiunto l'11,6 per cento. Le retribuzioni unitarie reali, scese nel 2012 in misura più accentuata rispetto al 2011, dovrebbero continuare a flettere nell'anno in corso, anche se a ritmi più contenuti.

Inflazione – Con l'esaurirsi degli effetti dei passati rialzi dell'imposizione indiretta e il forte rallentamento dei prezzi dei prodotti energetici, è proseguito anche in Italia il calo dell'inflazione: l'indice armonizzato in marzo era pari all'1,8 per cento, appena al di sopra della media dell'area dell'euro, un valore in linea anche con le aspettative per l'anno in corso. I sondaggi presso gli imprenditori segnalano intenzioni di adeguamenti dei listini di entità molto modesta, a causa della debolezza della domanda interna.

Condizioni del credito – In un contesto di progressivo deterioramento della qualità del credito, nei primi mesi dell'anno è proseguita la flessione dei prestiti alle imprese, pur se a un ritmo inferiore rispetto alla seconda metà del 2012, e alle famiglie. Dopo il lieve rialzo dello scorso autunno, il costo del credito alle imprese si è stabilizzato, ma resta di circa un punto percentuale più elevato rispetto alla media dei paesi dell'area dell'euro.

Sistema bancario – Alla fine del 2012 il tasso di ingresso in sofferenza dei prestiti alle imprese si è riportato in prossimità dei livelli osservati nella recessione dei primi anni novanta. L'assetto patrimoniale delle banche italiane resta comunque solido, in grado di far fronte alle sfavorevoli condizioni congiunturali, come recentemente confermato dal Fondo monetario internazionale nell'ambito del programma di valutazione del settore finanziario. Nello scorso dicembre il *core tier 1 ratio* medio dei gruppi bancari italiani ha superato il 10 per cento (10,9 per i cinque principali operatori).

Saldi di finanza pubblica – Nel 2012 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è diminuito per il terzo anno consecutivo, al 3,0 per cento del PIL, prospettando la chiusura della Procedura per i disavanzi eccessivi aperta nel 2009. Secondo recenti stime del Governo, che includono gli effetti (valutati in 0,5 punti percentuali del prodotto) del pagamento alle imprese di una prima quota dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche, nel 2013 l'indebitamento sarà pari al 2,9 per cento. Al netto della spesa per interessi, nel 2012 si è registrato un avanzo pari al 2,5 per cento del PIL. L'ulteriore aumento dell'avanzo primario atteso nel 2014 permetterà la stabilizzazione del rapporto tra il debito e il prodotto anche qualora la crescita di quest'ultimo fosse modesta.

Prospettive di crescita – Le informazioni desumibili dai sondaggi congiunturali non prefigurano finora modifiche di rilievo alle prospettive di breve termine; le possibilità di ripresa restano principalmente legate all'evoluzione della fiducia degli operatori e delle condizioni finanziarie nei prossimi mesi, nonché al loro effetto sugli investimenti. Dalle valutazioni degli imprenditori non emerge un miglioramento degli incentivi a investire, ma le aspettative sugli ordini esteri sono lievemente migliorate, pur in un quadro volatile.
La relativa stabilità delle condizioni sui mercati finanziari italiani ha riflesso il miglioramento dei saldi di finanza pubblica, oltre che la credibilità dell'impegno delle istituzioni europee nel sostenere l'Unione economica e monetaria. Occorre tuttavia proseguire con politiche economiche efficaci e credibili, che interrompano la spirale recessiva in atto nel paese quasi ininterrottamente dal 2008; è necessario evitare che incertezze nel quadro interno e il riemergere di turbolenze nell'area dell'euro minaccino le prospettive di ripresa.

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

Andamento del mercato immobiliare italiano

L'importante e progressivo rallentamento che ha segnato il mercato *real estate* nel corso dell'intero anno 2012, nel quale il numero di transazioni immobiliari ha registrato una decelerazione sempre più intensa (I trim. 2012: -19,2%; IV trim. 2012: -29,7%), sembra aver perso vigore nel 2013 pur confermando in valori percentuali una generale tendenza negativa.

Il dato annuale sulla dinamicità del mercato riferito all'intero 2012 ha mostrato valori negativi delle variazioni, le quali hanno segnato un vero e proprio shock di mercato soprattutto se comparati con gli stessi dati registrati a fine 2010 e fine 2011 (rispettivamente 0,1% e -2,2%). Il primo trimestre dell'anno in corso, invece pur segnando un calo su base annua a doppia cifra (-13,6%), presenta un differenziale ridotto rispetto alla media registrata nell'ultimo anno.

Tabella 1 – Numero di transazioni immobiliari 2009-2013

Settore	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	IV trim 2012	Totale 2012	I trim 2013	Parziale 2013
Tutti	***674.970***	150.366	176.372	144.810	188.373	***659.921***	121.541	131.281	105.788	132.333	***490.943***	104.985	***104.985***
Variazione annuale	***0,13%***	*-3,94%*	*-6,15%*	*2,47%*	*-0,44%*	***-2,23%***	*-19,17%*	*-25,57%*	*-26,95%*	*-29,75%*	***-25,61%***	*-13,62%*	***-13,62%***

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

Il calo delle transazioni, registrato trasversalmente in tutti i settori immobiliari, non è però confermato dall'andamento degli investimenti dal cui trend oggi emergono segnali cautamente positivi; il monitoraggio degli investimenti da parte degli investitori istituzionali indica una debole crescita dei volumi che solo nel primo trimestre 2013 "sfondano" quota €500mln, livello mai superato nei nove mesi precedenti.

L'andamento degli investimenti registrati nel primo trimestre del 2013 da una parte è stato stimolato da operatori istituzionali italiani, gran parte dei quali supportati dalle risorse finanziarie messe a disposizione dai fondi pensione, dall'altro si è assistito ad un incremento nell'interesse da parte degli investitori esteri (anche opportunistici) i quali sono alla ricerca di maggiori opportunità di rendimento.

Siamo comunque di fronte ad una forte instabilità riferita non solo al mercato immobiliare, ma anche alla situazione di stagnazione in cui versa l'intera economia italiana. Gli addetti ai lavori non intravedono segnali incoraggianti né per il 2013, in cui si prevede un ulteriore calo del prodotto interno lordo (-1,0%), né per il 2014, in cui il ritmo di crescita potrebbe essere poco superiore allo 0,8%.

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

Tabella 2 – Aspettative sull'andamento del mercato immobiliare – Aprile 2013

Periodo	Attese per il trimestre in corso rispetto a quello di riferimento (%)			Attese nei prossimi due anni rispetto al trimestre di riferimento (%)		
	peggiore	*uguale*	*migliore*	*peggiore*	*uguale*	*migliore*
Primo trimeste 2013	52,6	43,2	4,2	32,7	32,3	35,0
Quarto trimestre 2012	60,1	37,3	2,7	31,0	31,2	37,8
Terzo trimestre 2012	56,4	41,4	2,7	38,9	33,7	27,5
Secondo trimestre 2012	64,0	34,3	1,8	47,8	26,3	25,8
Primo trimestre 2012	57,0	40,4	2,6	40,7	30,4	28,8
Quarto trimestre 2011	61,0	35,3	3,7	40,2	29,6	30,2
Terzo trimestre 2011	43,1	50,2	6,8	35,8	31,9	32,3
Secondo trimestre 2011	34,8	58,3	7,0	24,5	32,7	42,8
Primo trimestre 2011	23,5	65,8	10,7	18,7	31,6	49,7
Quarto trimestre 2010	21,4	62,4	16,2	14,0	26,2	59,8
Terzo trimestre 2010	16,7	66,1	17,3	13,0	26,0	61,0
Secondo trimestre 2010	28,4	63,1	8,5	17,2	25,9	56,9
Primo trimestre 2010	23,0	65,2	11,8	14,5	25,1	60,4

Fonte: Banca d'Italia

Secondo le aspettative degli operatori immobiliari il mercato del "mattone" seguirà l'andamento che gli economisti prevedono per l'andamento del PIL del Paese: il relativo peggioramento nel breve periodo (secondo il 52,6% degli intervistati) è ribilanciato (secondo il 67,3% del campione) da aspettative di stabilità tendente al miglioramento per il prossimo biennio, dato questo superiore di sette punti percentuali rispetto alle rilevazioni effettuate nei quattro trimestri precedenti.

Prezzi Generali

Ad oggi la forte flessione del numero di transazioni registrate nel 2012 ha comportato sull'andamento dei valori immobiliari di vendita effetti più importanti rispetto all'anno precedente.

Il settore in cui, nel corso dell'intero 2012, si registra una variazione annuale del livello dei prezzi di vendita di intensità maggiore rispetto all'anno precedente è il settore direzionale, il quale riporta un calo del -4,35% (contro il -3,23% registrato nell'intero 2011).

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

	2008		2009		2010		2011		2012	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
Abitazioni	2,10%	-1,00%	-2,50%	-1,60%	-1,00%	-0,60%	-1,09%	-1,77%	-1,80%	-2,10%
Uffici	3,70%	0,40%	-1,70%	-1,50%	-0,80%	-0,60%	-0,86%	-2,37%	-2,15%	-2,20%
Negozi	3,00%	0,30%	-2,30%	-1,60%	-1,20%	-0,70%	-0,71%	-1,95%	-1,61%	-1,81%

Fonte: Banca d'Italia su dati Nomisma

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

Focalizzando invece l'attenzione sul rendimento dell'investimento immobiliare e, quindi, sull'andamento dei canoni di locazione, si osserva una generale riduzione in tutti i comparti con un'intensità progressiva su base semestrale.

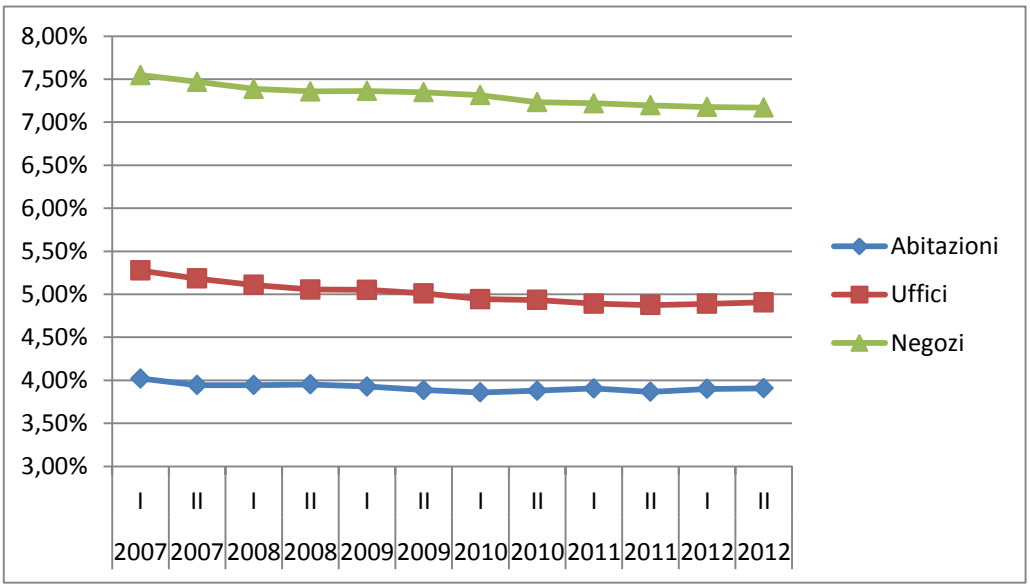
Tabella 4 – Variazione dei canoni di locazione nelle 13 grandi città italiane 2008-2012

	2008		2009		2010		2011		2012	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
Abitazioni	1,67%	-0,84%	-3,48%	-2,68%	-1,82%	0,00%	0,00%	-2,80%	-0,94%	-3,77%
Uffici	2,50%	0,00%	-1,69%	-1,72%	-1,31%	-1,78%	-0,90%	-2,29%	-1,87%	-4,21%
Negozi	1,57%	-0,79%	-2,44%	-2,50%	-2,56%	-0,86%	-1,75%	-2,70%	-1,83%	-4,59%

Fonte: Nomisma

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

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



Fonte: Elaborazione di EPF su dati Nomisma

Mercato di fondi immobiliari, investitori professionali e costruzioni

Il settore del risparmio gestito nel primo trimestre 2013 ha registrato un'importante inversione di tendenza raggiungendo una raccolta netta di oltre €22mld. Il segmento dei fondi immobiliari contribuisce solo in minima parte a tale performance, registrando una raccolta netta di soli €37mln; tale risultato non entusiasma anche nel momento in cui si osserva l'incidenza della Raccolta netta riferita al Patrimonio promosso: per la tipologia "Immobiliari" essa rappresenta lo 0,1%, performance lontana da quella registrata per i fondi delle tipologie "Flessibili" (+9,0%), "Obbligazionari" (+2,4%) e "Bilanciati" (+1,1%).

Tabella 5 – Gestione collettiva del risparmio – I trimestre 2013

Tipologia fondi	Raccolta netta		Patrimonio promosso		Patrimonio gestito	
	Mln di €	*% su Patrim. Promosso*	*Mln di €*	*in %*	*Mln di €*	*in %*
AZIONARI	905	***0,8%***	117.851	***9,9%***	119.846	***9,7%***
BILANCIATI	3.915	***1,1%***	372.292	***31,2%***	376.325	***30,6%***
OBBLIGAZIONARI	8.626	***2,4%***	365.912	***30,7%***	389.119	***31,6%***
MONETARI	-274	***-0,7%***	37.021	***3,1%***	37.051	***3,0%***
FLESSIBILI	7.264	***9,0%***	88.263	***7,4%***	88.175	***7,2%***
HEDGE	-487	***-6,2%***	7.340	***0,6%***	7.525	***0,6%***
IMMOBILIARI	37	***0,1%***	42.284	***3,5%***	42.330	***3,4%***
NON CLASSIFICATO	235	***0,1%***	161.373	***13,5%***	170.135	***13,8%***
TOTALE	**20.222**	***1,7%***	**1.192.336**	***100%***	**1.230.505**	***100%***

Fonte: Assogestioni

Nel quadro generale del risparmio gestito, i fondi immobiliari occupano una quota marginale, la quale nel quadriennio 2008-2011 è sempre stata superiore al 4%; osservando invece performance più recenti (ultimi due semestri) il segmento immobiliare vede ridursi la sua consistenza di oltre mezzo punto percentuale.

Tabella 6 – Gestione collettiva del risparmio – Patrimonio gestito 2003-2012

Tipologia fondi	31/12/2012	30/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007	29/12/2006	30/12/2005	31/12/2004	31/12/2003
AZIONARI	111.132	104.856	124.142	107.451	76.377	175.910	194.599	184.492	147.827	135.000
BILANCIATI	370.946	208.915	223.276	210.414	187.742	233.543	255.802	225.678	197.277	186.357
OBBLIGAZIONARI	378.646	289.052	319.464	288.466	229.503	291.727	344.166	376.630	337.116	303.992
MONETARI	38.929	57.223	73.267	100.715	99.326	107.017	95.164	98.306	107.238	118.658
FLESSIBILI	79.672	77.097	82.910	76.484	66.011	90.909	79.855	43.925	27.486	26.277
HEDGE	7.370	9.705	12.481	15.409	21.347	36.140	28.455	28.387	11.485	5.275
IMMOBILIARI	42.234	41.887	40.289	38.042	35.422	31.895	23.673	17.100	11.759	2.822
NON CLASSIFICATO	165.239	148.835	130.960	112.713	125.773	163.912	157.833	139.766	114.905	101.800
Totale	**1.194.168**	**937.569**	**1.006.787**	**949.695**	**841.501**	**1.131.053**	**1.179.549**	**1.114.285**	**955.093**	**880.182**

Fonte: Assogestioni

In linea con quanto sin qui evidenziato, il Centro Studi ANCE continua a fornire previsioni negative sull'andamento degli investimenti immobiliari nel comparto delle costruzioni per quanto riguarda l'anno 2013.

Tabella 7 – Variazione degli investimenti immobiliari in costruzioni 2008-2014

	2012 Milioni di euro°	Variazioni % in quantità							Quinquennio 2009-2013
		2008	2009	2010°	2011°	2012°	2013°	2014°	
COSTRUZIONI	**131.123**	**-2,40%**	**-8,60%**	**-6,60%**	**-5,30%**	**-7,60%**	**-3,80%**	**1,60%**	**-28,14%**
Abitazioni	72.060	-0,40%	-8,10%	-5,10%	-2,90%	-6,30%	-2,70%	0,00%	-22,79%
Non residenziali	59.063	-4,40%	-9,10%	-8,10%	-7,90%	-9,10%	-5,10%	3,70%	-33,63%

° Stima Ance

Fonte: Centro Studi Ance

L'aggiornamento delle previsioni degli investimenti per l'anno 2014 segna, però, un'inversione di tendenza dettata da un +1,6% per l'intero settore, il quale potrà essere trainato principalmente dagli investimenti nel settore non residenziale.

Mercato residenziale

Contrariamente a quanto registrato il semestre precedente il mercato residenziale è quello che, nel primo trimestre del 2013, ha registrato il maggiore rallentamento nel numero delle compravendite, con un calo importante del -14,2% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

Tabella 8 – Numero di transazioni immobiliari 2009-2013 – Comparto residenziale

Settore	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	IV trim 2012	Totale 2012	I trim 2013	Parziale 2013
Residenziale	***611.805***	136.718	160.073	131.125	170.181	***598.097***	110.116	119.707	95.989	118.205	***444.017***	94.503	***94.503***
Variazione annuale	***0,44%***	*-3,66%*	*-6,61%*	*1,46%*	*0,55%*	***-2,24%***	*-19,46%*	*-25,22%*	*-26,80%*	*-30,54%*	***-25,76%***	*-14,18%*	***-14,18%***

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

Il comparto residenziale registra una *performance* negativa anche se si considerano i livelli dei prezzi, la cui variazione semestrale a partire dal secondo semestre 2010 ha fatto registrare una riduzione continua e crescente segnando nella seconda metà 2012 un -2,1% su base semestrale.
Il livello dei canoni ha visto nel corso del 2012 un andamento fortemente negativo, se paragonato a quanto registrato nei due anni precedenti (solo il 2009 ha evidenziato risultati più negativi).

Tabella 9 – Andamento dei prezzi di compravendita e dei canoni di locazione immobiliare nelle 13 grandi città italiane (variazione semestrale) – Comparto residenziale 2008-2012

	2008		2009		2010		2011		2012	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
Prezzi	2,10%	-1,00%	-2,50%	-1,60%	-1,00%	-0,60%	-1,09%	-1,77%	-1,80%	-2,10%
Var. annuale	*4,10%*	*1,10%*	*-3,50%*	*-4,10%*	*-2,60%*	*-1,60%*	*-1,69%*	*-2,86%*	*-3,57%*	*-3,91%*
Canoni	1,67%	-0,84%	-3,48%	-2,68%	-1,82%	0,00%	0,00%	-2,80%	-0,94%	-3,77%
Var. annuale			*-4,32%*	*-6,16%*	*-4,50%*	*-1,82%*	*0,00%*	*-2,80%*	*-3,75%*	*-4,72%*

Fonte: Nomisma

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

Il quadro appena descritto va completato con i risultati dell'indagine riportata nel "Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia" (Banca d'Italia, aprile 2013) relativa alle aspettative di breve periodo degli operatori immobiliari del comparto residenziale.

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

Tabella 10 – Prospettive del mercato immobiliare – Comparto residenziale – 2010-2013

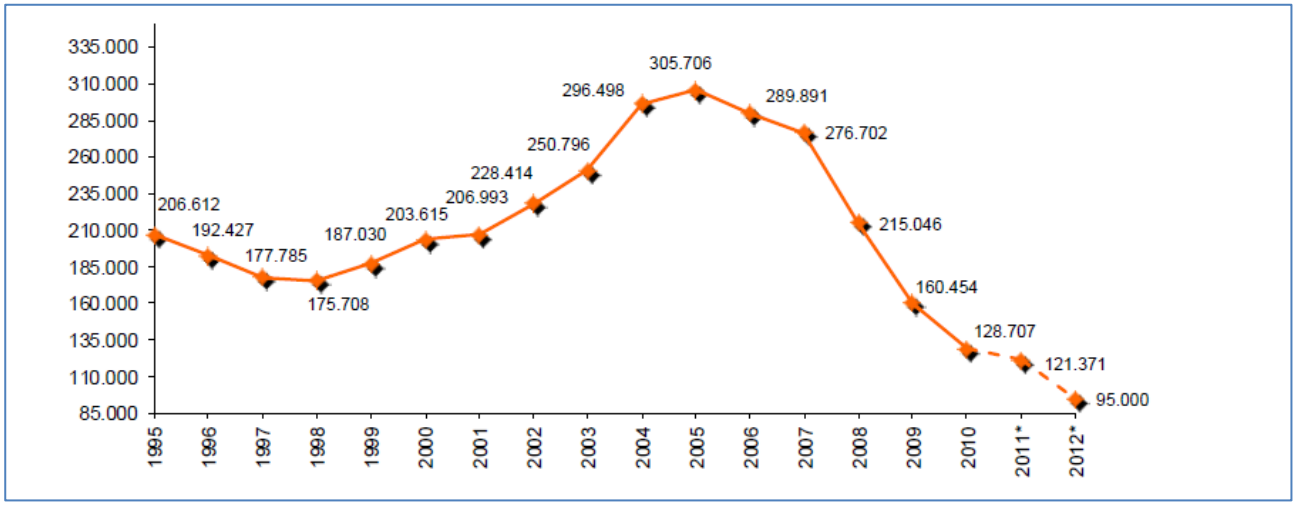
Periodo	Condizioni del mercato			Numero atteso di nuovi incarichi a vendere nel trimestre in corso rispetto a quello di riferimento			Livello atteso dei prezzi nel trimestre in corso rispetto a quello di riferimento		
	sfavorevoli	*normali*	*favorevoli*	*inferiore*	*uguale*	*superiore*	*inferiore*	*uguale*	*superiore*
Primo trimeste 2013	39,2	53,1	7,7	13,4	60,2	26,4	70,7	28,8	0,5
Quarto trimestre 2012	49,4	44,0	6,6	14,2	51,4	34,4	72,2	27,0	0,9
Terzo trimestre 2012	49,0	43,6	7,4	13,0	55,5	31,6	70,6	29,4	0,1
Secondo trimestre 2012	58,5	36,5	5,0	19,9	49,9	30,1	71,2	28,6	0,2
Primo trimestre 2012	48,8	42,3	9,0	13,1	50,7	36,2	66,6	32,0	1,4
Quarto trimestre 2011	55,0	35,7	9,3	18,8	51,2	30,0	68,0	31,1	0,9
Terzo trimestre 2011	36,8	48,6	14,5	14,9	53,6	31,5	50,8	47,4	1,8
Secondo trimestre 2011	34,9	52,7	12,4	21,8	52,5	25,7	43,0	55,1	1,9
Primo trimestre 2011	20,1	55,8	24,1	12,4	55,0	32,6	35,3	61,2	3,6
Quarto trimestre 2010	18,2	57,3	24,5	11,5	52,3	36,2	32,7	64,7	2,6
Terzo trimestre 2010	16,5	56,3	27,2	10,5	56,7	32,8	28,9	67,1	4,0
Secondo trimestre 2010	30,3	54,5	15,2	23,1	51,7	25,2	32,0	65,8	2,3
Primo trimestre 2010	16,8	58,4	24,8	14,8	57,3	27,8	35,2	62,6	2,2

Fonte: Banca d'Italia

Dall'analisi dei dati pubblicati da Banca d'Italia la riduzione delle transazioni potrebbe essere ancora ricondotta alla viscosità dei prezzi di vendita, la cui discesa continua a non trovare corrispondenza con la disponibilità a pagare della domanda corrente, motivo per cui le attese sul livello dei prezzi indicano futuri ribassi.

Secondo quanto indicato dal rapporto in merito al numero atteso di nuovi incarichi, e valutando lo stesso unitamente all'andamento del numero di permessi di costruire per abitazioni (fonte Istat), il dato di una sostanziale stabilità con tendenza a crescere del numero dei mandati a vendere dovrebbe essere riferito principalmente a mandati di vendita avente per oggetto stock residenziale esistente.

Grafico 2 – Numero di permessi di costruire per abitazioni (nuove e ampliamenti) rilasciati in Italia 1995-2012



Fonte: Ance su dati Istat

Sempre dal rapporto di Banca d'Italia si evince come nel primo trimestre dell'anno corrente le transazioni abbiano registrato uno sconto medio del 15,6% tra la richiesta iniziale dei venditori e il prezzo effettivamente pagato al momento del rogito, dato questo in linea con i rilevamenti effettuati negli ultimi dodici mesi. Osservando le ultime due rilevazioni disponibili nella serie sotto riportata è possibile cogliere un segnale di discontinuità rispetto agli ultimi diciotto mesi in cui la massima frequenza corrispondeva alla forchetta di sconto 10 - 20%, mentre negli ultimi sei mesi la massima frequenza si è spostata nella forchetta di sconto 5% - 10%, segnale questo di un relativo assestamento dei valori di mercato. Infine va sottolineato come oltre il 70% delle compravendite si siano concluse con una trattativa che ha raggiunto lo sconto massimo del 10% sul prezzo richiesto dal venditore.

Tabella 11 – Rapporto prezzo richiesto e prezzo pagato – Comparto residenziale – 2011-2013

Rapporto tra prezzo pagato all'acquisto e prezzo inizialmente richiesto dal venditore	*Uguale superiore*	*Inferiore meno del 5%*	*Inferiore tra il 5 e il 10%*	*Inferiore tra il 10 e il 20%*	*Inferiore tra il 20 e il 30%*	*Inferiore di oltre il 30%*	*Riduzione media*
Primo trimeste 2013	5,3	22,6	42,5	21,0	6,6	1,9	15,6
Quarto trimestre 2012	3,9	24,6	46,3	18,2	5,7	1,3	16,0
Terzo trimestre 2012	1,9	5,3	21,5	45,7	21,8	3,7	15,4
Secondo trimestre 2012	1,5	4,3	22,3	47,1	20,8	4,0	15,4
Primo trimestre 2012	1,4	5,8	26,5	47,1	15,8	3,4	14,3
Quarto trimestre 2011	1,1	7,8	25,3	50,7	13,0	2,0	13,7
Terzo trimestre 2011	2,9	11,1	32,7	37,7	13,9	1,7	12,5
Secondo trimestre 2011	2,7	8,5	38,5	36,9	11,7	1,7	12,1
Primo trimestre 2011	2,8	9,2	36,9	39,3	9,9	1,9	12,0

Fonte: Banca d'Italia

Mercato commerciale

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

Se nell'intero anno 2012 questo settore aveva fatto registrare una diminuzione delle transazioni in linea con l'intero comparto immobiliare, nel primo trimestre dell'anno in corso il segmento Commerciale ha segnato un rallentamento, pari a -8,7%, dato questo meno preoccupante se confrontato con quello rilevato per l'intera industria immobiliare (-13,6%).

Tabella 12 – Numero di transazioni immobiliari 2009-2013 – Comparto commerciale

Settore	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	IV trim 2012	Totale 2012	I trim 2013	Parziale 2013
Commerciale	***36.070***	7.916	9.202	7.708	10.064	***34.890***	6.525	6.583	5.420	7.753	***26.281***	5.957	***5.957***
Variazione annuale	***-2,20%***	*-8,82%*	*-5,53%*	*11,84%*	*-6,42%*	***-3,27%***	*-17,57%*	*-28,46%*	*-29,68%*	*-22,97%*	***-24,68%***	*-8,70%*	***-8,70%***

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

L'attuale situazione dell'economia italiana e le misure restrittive intraprese dai governi nell'ultimo anno (introduzione dell'IMU e aumento dell'IVA su tutte) non hanno favorito il commercio causando ulteriori contrazioni dei consumi:-5,0% nell'ultimo anno. Di conseguenza il settore immobiliare nel suo comparto commerciale ha presentato ancora difficoltà segnando un generale incremento della propria "rischiosità" locativa soprattutto riferita agli immobili di scarso pregio per localizzazione e *concept* architettonico. Tutto ciò ha determinando un allontanamento degli investitori non solo istituzionali, con il conseguente crollo del volume degli investimenti che non raggiunge i €100mln nel periodo.

Il crescente rischio legato al comparto commerciale nell'ultimo semestre ha prodotto riduzioni dei valori di vendita e dei canoni di locazione, riduzioni che a cavallo tra gli anni 2011 e il 2012 erano sostanzialmente allineate tra di loro, e che nell'ultimo semestre dello scorso anno sono state molto più consistenti nel mercato delle locazioni. Nonostante ciò, il rendimento offerto da questa tipologia di investimenti resta sostanzialmente allineato a quanto osservato nel semestre precedente; dall'altra parte questo livello di rendimento non è pienamente condiviso dagli investitori istituzionali i quali attribuiscono all'investimento in immobili a destinazione commerciale un profilo di rischio più elevato con la diretta conseguenza che le loro scelte di impiego di capitali ricadono su altre tipologie di investimento.

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

	2008		2009		2010		2011		2012	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
Prezzi	3,00%	0,30%	-2,30%	-1,60%	-1,20%	-0,70%	-0,71%	-1,95%	-1,61%	-1,81%
Var. annuale	*5,70%*	*3,30%*	*-2,00%*	*-3,90%*	*-2,80%*	*-1,90%*	*-1,41%*	*-2,66%*	*-3,56%*	*-3,42%*
Canoni	1,57%	-0,79%	-2,44%	-2,50%	-2,56%	-0,86%	-1,75%	-2,70%	-1,83%	-4,59%
Var. annuale	*2,37%*	*0,78%*	*-3,23%*	*-4,94%*	*-5,06%*	*-3,43%*	*-2,62%*	*-4,46%*	*-4,54%*	*-6,42%*

Fonte: Nomisma

Bisogna comunque sottolineare come il dato sopra rappresentato sia un dato generale che nel segmento negozi continua a registrare un'importante forbice tra i valori di locazione *prime* (zone centrali e di passaggio) e *location* secondarie. Nel primo caso le richieste permangono a livelli importanti con una conseguente stabilizzazione degli *yield* (dove i massimi rincari si attestano a 25bp). Nella seconda fattispecie, dove il livello di *vacancy* resta importante, corrisponde un calo – superiore al 4,6% – dei canoni di locazione.

Forze di natura diversa agiscono invece sugli altri due segmenti del comparto commerciale: centri commerciali e *retail box*; in questi segmenti, infatti, oltre alla localizzazione, che deve poter garantire determinati livelli di bacini di utenza, diventa centrale l'affidabilità dei singoli conduttori e il "*track record*" della struttura; per questo motivo nella scelta dell'investimento vengono preferiti immobili a reddito con flussi consolidati rispetto a nuove aperture che presentano maggior incertezza. Tuttavia anche in questo segmento la redditività lorda degli investimenti sta subendo delle riduzioni soprattutto in presenza di contratti legati alle *performance* di fatturato dei conduttori.
Per lo stesso motivo al momento i progetti di sviluppo in questo ambito destano scarso interesse negli investitori istituzionali che preferiscono strategie più conservative di tipo core.

Mercato terziario

L'ulteriore calo nel numero delle transazioni fatto registrare nel primo trimestre 2013 dal comparto terziario potrebbe considerarsi come un dato non del tutto negativo visto che la riduzione del -9,2% risulta in termini assoluti inferiore alle variazioni registrate per tutto l'anno 2012 (-26,5%). Gli investitori istituzionali concentrano il loro interesse su immobili a reddito preferibilmente di pregio in termini di *location* e qualità edilizio-architettonica.

Segnali divergenti arrivano invece dal mercato delle locazioni, il quale è mosso dall'interesse degli utilizzatori di razionalizzare gli spazi e di ridurre i costi di gestione; ancora molte società stanno intraprendendo iniziative di ristrutturazione organizzativa concentrando nei propri *head quarters* tutte le funzioni aziendali, comprese quelle prima delocalizzate sul territorio. Tutto questo accresce l'interesse dei potenziali conduttori per immobili di recente costruzioni con elevate caratteristiche qualitative (classe energetica, funzionalità degli spazi, etc.). Questo *trend* del mercato degli utilizzatori contribuisce a delineare un "fenomeno migratorio" verso progetti di classe A localizzati a Milano e Roma con la conseguente e generalizzata crescita del livello di *vacancy* su tutto il mercato italiano, specialmente per quegli immobili situati in location secondarie e di scarsa funzionalità.

Tabella 14 – Numero di transazioni immobiliari 2009-2013 – Comparto terziario

Settore	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	IV trim 2012	Totale 2012	I trim 2013	Parziale 2013
Terziario	***15.248***	3.258	3.888	3.028	4.289	***14.463***	2.619	2.622	2.191	3.192	***10.624***	2.378	***2.378***
Variazione annuale	***-3,62%***	*-4,43%*	*4,01%*	*2,06%*	*-16,47%*	***-5,15%***	*-19,61%*	*-32,56%*	*-27,64%*	*-25,57%*	***-26,54%***	*-9,20%*	***-9,20%***

Fonte: Elaborazioni proprie su dati Agenzia del Territorio

Segnali negativi arrivano anche dall'andamento dei valori dei prezzi di compravendita e di locazione del comparto, dove è il livello dei canoni a conoscere le riduzioni più importanti: -4,2% nel corso del secondo semestre 2012 (-6,1% nell'intero anno).

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

	2008		2009		2010		2011		2012	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
Prezzi	3,70%	0,40%	-1,70%	-1,50%	-0,80%	-0,60%	-0,86%	-2,37%	-2,15%	-2,20%
Var. annuale	*6,00%*	*4,10%*	*-1,30%*	*-3,20%*	*-2,30%*	*-1,40%*	*-1,46%*	*-3,23%*	*-4,52%*	*-4,35%*
Canoni	2,50%	0,00%	-1,69%	-1,72%	-1,31%	-1,78%	-0,90%	-2,29%	-1,87%	-4,21%
Var. annuale	*3,78%*	*2,50%*	*-1,69%*	*-3,42%*	*-3,03%*	*-3,09%*	*-2,67%*	*-3,19%*	*-4,16%*	*-6,07%*

Fonte: Nomisma

Nonostante l'ulteriore diminuzione dei valori immobiliari, il mercato sta vivendo ancora una fase di incertezza motivata anche dalle future decisioni governative in merito all'applicazione dell'IMU, la cui introduzione ha avuto un riflesso diretto sull'innalzamento della redditività lorda richiesta dai nuovi investitori con la conseguente contrazione dei valori di vendita.

Mercato terziario – Roma

Nel primo trimestre 2013 si è registrata una generale stabilizzazione del mercato terziario dopo la flessione registrata nel corso del 2012 in seguito all'introduzione della "*spending review*" la quale ha portato ad un drastico calo del livello delle locazioni di uffici specie nel centro della capitale dove sono maggiormente concentrate le sedi di Enti Pubblici.

Nello specifico si è assistito ad un graduale spostamento delle preferenze dei conduttori dalle zone semicentrali a zone prettamente direzionali tra le quali l'EUR costituisce il capofila. Quella dei conduttori è una scelta motivata non dal livello dei canoni, quanto dalle opportunità di ottimizzazione dell'utilizzo degli spazi offerte dagli immobili di realizzazione più recente, peculiarità diffusa tra lo *stock* immobiliare localizzato in zona EUR.

Tabella 16 – Prezzi, canoni di locazione e *yield* – comparto terziario Roma I trimestre 2013

Zona	Prezzi (€/mq)	Canoni (€/mq/anno)	Yield
Media Roma	**€ 4.472**	**€ 301**	**6,7%**
centro	*€ 7.000*	*€ 420*	*6,0%*
semicentro	*€ 4.138*	*€ 300*	*7,3%*
EUR	*€ 4.692*	*€ 305*	*6,5%*
periferia	*€ 2.057*	*€ 180*	*8,8%*

Fonte: Elaborazione EPF su fonti varie

La stabilità registrata nei valori immobiliari è stata riscontrata anche a livello di nuove locazioni le quali nel primo trimestre 2013 hanno interessato oltre 40.000 mq di uffici, livello questo che nelle rilevazioni trimestrali del 2012 non sempre ha raggiunto quota 30.000 mq; il livello di *vacancy* continua a rimanere intorno al 7,0%.

Mercato terziario – Milano

Il mercato del capoluogo lombardo ha registrato un contenuto calo dei valori dei canoni di locazione, calo che ha interessato principalmente le aree centrali della città, mostrando, invece, segnali di stabilità nelle zone del semicentro e nei centri direzionali periferici.

Il livello di *vacancy* è invece in forte crescita (+2% nell'ultimo semestre) sfiorando il tetto del 13,0%; le nuove locazioni sono sempre dettate dalla ricerca da parte dei conduttori di un maggior rapporto tra qualità ed efficienza degli spazi da un lato e canone di locazione dall'altro. Questo dato va però contestualizzato con l'avvenuta immissione nel mercato di nuovo *stock* immobiliare: circa 250.000 mq, di cui ben 70.000 mq dal completamento del progetto "Porta Nuova".

I valori medi immobiliari continuano a scendere seppur con una lieve intensità, trainati principalmente dal calo diffuso dei canoni di locazione nelle zone centrali di Milano, mentre sembrano tenere (ed in parte crescere in riferimento agli immobili di recente realizzazione) i valori nelle location periferiche a vocazione direzionale.

Lo *yield* medio resta anche in questo periodo sostanzialmente stabile per tutti i segmenti; il lieve aumento registrato ricompreso tra lo 0,10% e lo 0,25%.

Tabella 17 – Prezzi, canoni di locazione e *yield* – comparto terziario Milano I trimestre 2013

Zona	Prezzi (€/mq)	Canoni (€/mq/anno)	Yield
Media Milano	**€ 4.833**	**€ 325**	**6,7%**
centro	*€ 7.745*	*€ 455*	*5,9%*
semicentro	*€ 4.067*	*€ 305*	*7,5%*
periferia	*€ 2.688*	*€ 215*	*8,0%*

Fonte: Elaborazione EPF su fonti varie

Mercato industriale

Nel primo trimestre 2012 il comparto industriale, in linea con gli altri segmenti del mercato immobiliare, ha registrato per il sesto trimestre consecutivo una flessione del numero delle compravendite, attestandosi per la prima volta al di sotto di quota 2.200 transazioni per periodo. Nonostante ciò quello industriale è il segmento che nell'arco dell'intero 2012 ha registrato la minore flessione del numero di transazioni in termini relativi (-5,9%) e la decrescita della dinamicità di questo comparto è quella meno repentina all'interno del mercato immobiliare.

Tabella 18 – Numero di transazioni immobiliari 2009-2013 – Comparto industriale

Settore	Totale 2010	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Totale 2011	I trim 2012	II trim 2012	III trim 2012	IV trim 2012	Totale 2012	I trim 2013	Parziale 2013
Produttivo	***11.847***	2.474	3.209	2.949	3.839	***12.471***	2.281	2.369	2.188	3.183	***10.021***	2.147	***2.147***
Variazione annuale	***-3,54%***	*-2,02%*	*5,66%*	*32,84%*	*-5,55%*	***5,27%***	*-7,80%*	*-26,18%*	*-25,81%*	*-17,09%*	***-19,65%***	*-5,87%*	***-5,87%***

Fonte: Elaborazione EPF su dati Agenzia del Territorio

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

I rendimenti offerti da questa tipologia di investimenti tra l'ultimo trimestre 2012 e il primo trimestre 2013 sono stati sostanzialmente stabili senza che siano state registrate importanti differenze geografiche, con rendimenti di mercato pari all'8,25% per *prime location* e al'9,25% per le *location* secondarie.

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

Metodologia di valutazione

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

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

Metodologia di comparazione

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

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

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

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

Metodologia di trasformazione (o estrazione)

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

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

Il metodo può essere applicato con una semplice sommatoria dei ricavi e dei costi (includendo in tal caso un margine per la remunerazione del capitale proprio dello sviluppatore e per gli oneri finanziari sul debito), oppure mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi previsti, in maniera simile al criterio finanziario.

Metodologia economica

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

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

Nella valutazione di un immobile esistente, il beneficio economico è, principalmente, il canone di locazione generabile al netto dei costi a carico del proprietario. È quindi necessario determinare la quantità di canone di locazione che può generare analizzando i contratti di locazione esistenti e i canoni di mercato derivanti da un campione di beni comparabili per cui esista un mercato dello spazio. In questo secondo caso occorre

quindi analizzare le transazioni di spazio per definire la quantità di canone potenzialmente rinvenibile in maniera analoga a quanto si effettua nell'applicazione della metodologia di comparazione.

Criterio finanziario

Secondo il criterio finanziario il valore di un *asset* corrisponde alla somma del valore attuale dei flussi futuri che è in grado di generare, scontati a un tasso che considera il rischio di tali flussi.
Il criterio finanziario si basa sulla relazione esistente tra i redditi generati da un immobile e il suo valore ma, diversamente dal criterio reddituale, prende in considerazione in maniera esplicita l'evoluzione temporale dei flussi in entrata (e.g. canoni di locazione o ricavi da vendita) e dei flussi in uscita (e.g. spese operative o costi di costruzione).
Il valore di mercato è pari alla sommatoria di tutti i flussi attualizzati:

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

dove:
V = valore dell'immobile;
i = tasso di attualizzazione;
Ft = flusso del periodo.

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

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

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

Criterio reddituale

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

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

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

dove:
r = tasso di capitalizzazione;
Ct = reddito.

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

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

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

Determinazione dei tassi di attualizzazione e capitalizzazione

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

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

Tasso di capitalizzazione

Il tasso di capitalizzazione in uscita (*going out cap rate*) è stimato sulla base dell'*yield* corrente derivante da transazioni comparabili e di uno *spread*, in aumento o (più raramente) in riduzione per

considerare la variazione del rischio nel tempo fino al momento di determinazione del valore finale. Tale *spread*, che dipende dall'orizzonte temporale considerato, è funzione del rendimento atteso, del rischio futuro e delle aspettative di incremento del reddito.

Tassi di attualizzazione

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

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

Struttura finanziaria

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

Costo del debito (Kd)

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

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

Costo del capitale proprio (Ke)

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

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

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

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

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

- *Rischio settore immobiliare:* differenziale di rendimento richiesto per investire nel mercato immobiliare rispetto a un'attività priva di rischio (rischio normativo, amministrativo, legislativo, fiscale, ambientale ecc.). Rappresenta il livello minimo di rischio per un investimento che non comporta altri fattori incrementativi di rischio specifico immobiliare. A fine giugno 2013 tale spread è stato stimato in 3,80%, in aumento di 10 punti base rispetto a fine dicembre 2012 per compensare la riduzione del tasso base *risk-free* in una situazione di sostanziale allineamento alle condizioni macroeconomiche e immobiliari registrate nella precedente valutazione.
- *Rischio localizzazione*: è il rischio derivante dallo specifico mercato in cui il bene si trova. Si compone di un elemento di rischio a livello nazionale (aree primarie e aree secondarie) e a livello locale (qualità e futuri sviluppi dell'area di riferimento – quartiere e via). La maggiore appetibilità di una localizzazione per gli utilizzatori determina un minor rischio. Tra gli elementi rientrano l'andamento economico del mercato di riferimento, le infrastrutture, le vie di comunicazione e l'accessibilità.
- *Rischio tipologia*: è il rischio specifico di ciascuna tipologia immobiliare che presenta caratteristiche fisiche e di mercato diverse, che si traducono in differenti tassi. È legato alla fungibilità per possibilità di utilizzo e di utilizzatore.
- *Rischio tecnico-costruttivo:* è il rischio caratteristico della fase di sviluppo dell'immobile ed è legato alla variazione dei costi e dei tempi di costruzione e realizzazione del bene immobile, oltre che alla corrispondenza effettiva del manufatto al progetto iniziale.
- <u>Rischi specifici immobili a reddito</u>
  - *Rischio immobile*: è il rischio derivante dalle caratteristiche fisiche del singolo immobile (livello di obsolescenza tecnica e funzionale, design, eventuali caratteristiche di pregio, qualità costruttiva, stato manutentivo, ecosostenibilità ecc.).
  - *Rischio commerciale*: è il rischio di sfitto (*vacancy*) o di mancato pagamento (*credit loss*) da parte del conduttore. È funzione dello standing creditizio del conduttore e delle condizioni contrattuali in essere. È anche il rischio generale di ricerca di un nuovo conduttore nell'ipotesi di un immobile sfitto, al momento della scadenza del contratto in essere o nell'ipotesi di un recesso anticipato.
- <u>Rischi immobili in sviluppo</u>
  - *Rischio urbanistico:* è il rischio legato all'incertezza sui tempi e nell'ottenimento dei permessi necessari per lo sviluppo immobiliare.

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

- *Rischio di sviluppo:* è il rendimento richiesto dal *developer* per sviluppare il bene immobile, oltre ai rischi urbanistici e tecnico-costruttivi.

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

Tabella 19 – Intervalli valori *risk premium* immobiliari

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

INVESTIMENTI IN SVILUPPO	premio sviluppo	
	min	max
area		
residenziale	2,0%	5,0%
uffici	3,0%	7,0%
commerciale high street	2,0%	5,0%
commerciale (centro comm. & parco)	3,0%	7,0%
commerciale (outlet)	3,0%	7,0%
ricettivo (alberghiero/residence)	3,0%	7,0%
logistica	3,0%	8,0%
entertainment	3,0%	8,0%
industriale leggero	*3,0%*	*8,0%*
industriale (impianti speciali)	*3,0%*	*8,0%*

Urbanistico	min	max
PRG in adozione	3,0%	5,0%
PRG adottato	1,0%	2,0%
Convenz./Piani attuativi approvati	0,5%	1,0%
Concessioni a edificare rilasciate	0,0%	0,1%

Fonte: EPF – elaborazioni proprie

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

Ulteriori assunzioni generali

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

Inflazione: le stime dell'inflazione per il 2013 (1,6%) e il 2014 (1,5%) sono quelle della Commissione Europea ad aprile 2013. Per gli anni successivi si è assunto un tasso di inflazione del 2%, valore target dell'inflazione nella zona euro nel medio-lungo periodo.

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

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

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

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

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

Conclusioni

Il presente documento è stato redatto a seguito dell'incarico di Esperto Indipendente conferito a Europrogetti & Finanza srl ("EPF") da IDeA FIMIT SGR S.p.A. e contiene la valutazione semestrale alla data del 30 giugno 2013 relativa al valore di mercato degli immobili del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Ippocrate".

Nella tabella in allegato alla pagina seguente sono riassunti i valori degli immobili come calcolati nelle rispettive schede di valutazione; tali importi sono poi stati arrotondati, come da prassi, al più prossimo centinaio di migliaia per gli importi superiori ai cento milioni di euro, e alla più prossima decina di migliaia per quelli inferiori a tale soglia.

L'importo risultante dalla valutazione effettuata risulta pari a:

1.747.330.000 Euro

(*unmiliardosettecentoquarantasettemilionitrecentotrentamilaeuro*)

Milano, 23 luglio 2013

In fede,

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

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it

EUROPROGETTI & FINANZA

Allegato – Valore di mercato immobili Fondo "Ippocrate"

	Immobile	Indirizzo	Città
1	Palazzo ENI	Piazzale Enrico Mattei, 1	Roma
2	Industria	Piazzale Industria, 40 - 46	Roma
3	Kennedy	Piazza Kennedy, 20	Roma
4	Serafico 1	Via del Serafico, 107	Roma
5	Serafico 2	Via del Serafico, 121	Roma
6	Tintoretto	Viale del Tintoretto, 432	Roma
7	Costi	Via Costi, 90	Roma
8	Filzi	Via Filzi, 25/A	Milano
9	Arconati	Via Arconati, 1	Milano
10	Olona	Via Olona, 2	Milano
11	Temolo	Via Temolo, 4	Milano
12	1° Palazzo Uffici	Piazza Vanoni, 1	S. Donato Milanese (MI)
13	2° Palazzo Uffici	Piazza Boldrini, 1	S. Donato Milanese (MI)
14	Mensa	Via San Salvo	S. Donato Milanese (MI)
15	Laboratori Bolgiano	Via Maritano, 26	S. Donato Milanese (MI)
16	Via Milano	Via Milano, 6-8	S. Donato Milanese (MI)
17	Vallese 1	Via Busoni	Oppeano (VR)
18	Vallese 2	Via Maffei	Oppeano (VR)
19	Mazzantica	Via Mazzanta, 1	Oppeano (VR)
20	Cameri	S.P. per Bellinzago, km. 5	Cameri (NO)
21	Rinascente Milano	Via Santa Radegonda	Milano
	VALORE DI MERCATO IMMOBILI FONDO "IPPOCRATE" AL 30 GIUGNO 2013		**€ 1.747.330.000**

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

Europrogetti & Finanza S.r.l.
Sede Legale: Corso Italia, 17 – 20122 Milano
Capitale Sociale € 115.000 i.v.
Codice Fiscale e P. IVA 05963960967
Registro Imprese di Milano n°1862614

Uffici:
P.zza Diaz, 6 – 20123 Milano
Tel. +39 02 36582680
Fax +39 02 72095680
email: epf@epf.it

Via Lucullo, 7 – 00187 Roma
Tel. +39 06 4820089
Fax +39 06 23328663
website: www.epf.it