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

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30/06/2011

Fondo**Delta** 

-
- Nota Illustrativa
 - Situazione Patrimoniale
 - Sezione Reddittuale
 - Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo
 - Prospetto dei beni immobili conferiti, acquistati e ceduti dal Fondo
 - Prospetto dei cespiti disinvestiti
 - Elenco attività DM 228
 - Estratto relazione di stima degli Esperti Indipendenti

Sommario

<i>NOTA ILLUSTRATIVA</i>	<i>2</i>
<i>LA SITUAZIONE ECONOMICA</i>	<i>2</i>
<i>IL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO</i>	<i>5</i>
<i>IL MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI</i>	<i>11</i>
<i>LA CORPORATE GOVERNANCE</i>	<i>13</i>
<i>1. DATI DESCRITTIVI DEL FONDO</i>	<i>18</i>
<i>2. ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA</i>	<i>18</i>
<i>3. ILLUSTRAZIONE DELL'ANDAMENTO DELLE QUOTAZIONI DI MERCATO NEL CORSO DEL SEMESTRE</i>	<i>20</i>
<i>4. ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO E DELLE DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO DI DISINVESTIMENTO</i>	<i>20</i>
<i>A. L'ATTIVITÀ DI GESTIONE</i>	<i>20</i>
<i>B. POLITICHE DI INVESTIMENTO E DISINVESTIMENTO</i>	<i>21</i>
<i>C. LA STRUTTURA FINANZIARIA</i>	<i>22</i>
<i>D. PARTECIPAZIONI</i>	<i>24</i>
<i>5. EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA VERIFICATISI NEL SEMESTRE</i>	<i>25</i>
<i>6. LINEE STRATEGICHE CHE SI INTENDONO ADOTTARE PER IL FUTURO</i>	<i>26</i>
<i>7. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE</i>	<i>26</i>
<i>8. OPERATIVITÀ POSTA IN ESSERE SU STRUMENTI FINANZIARI E SU STRUMENTI DERIVATI</i>	<i>26</i>
<i>9. PROVENTI POSTI IN DISTRIBUZIONE</i>	<i>27</i>
<i>10. ALTRE INFORMAZIONI</i>	<i>27</i>
<i>SITUAZIONE PATRIMONIALE</i>	<i>32</i>
<i>SEZIONE REDDITUALE</i>	<i>34</i>

Nota Illustrativa

"Delta Immobiliare - Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso" (di seguito, il "Fondo" o "Fondo Delta") è un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso istituito e gestito da Fondi Immobiliari Italiani SGR S.p.A. (di seguito, "Fimit SGR", la "SGR" o la "Società"). Il Fondo è stato istituito con delibera del Consiglio di Amministrazione della SGR del 21 febbraio 2006 ed ha una durata di 8 anni con scadenza al 31 dicembre 2014, salva la possibilità per la SGR di richiedere alla Banca d'Italia un periodo di proroga – non superiore a tre anni o al più ampio termine eventualmente previsto dalla normativa applicabile (cosiddetto "Periodo di Grazia") – per la migliore esecuzione delle operazioni di smobilizzo degli investimenti e di rimborso delle quote.

La Relazione semestrale del Fondo è redatta in osservanza del Provvedimento Banca d'Italia del 14 aprile 2005 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.

La situazione economica

Prima di parlare della situazione del mercato immobiliare italiano bisogna dare uno sguardo alla situazione economica mondiale nel suo complesso per comprendere se e quanto si stia uscendo dalla profonda crisi mondiale che ha travolto le economie dal 2008 in poi.

Nel 2010 il prodotto mondiale è aumentato del 5%, in netta ripresa dopo la lieve contrazione del 2009 (-0,5%). La crescita è stata disomogenea tra le principali aree: contenuta nelle economie avanzate (+3%), assai più vigorosa in quelle emergenti e in via di sviluppo (+7,3%).

Nelle maggiori economie avanzate l'attività economica è ancora frenata dalle conseguenze della profonda recessione del biennio 2008-09, innescata dalla grave crisi finanziaria: alla fine dello scorso anno solo negli Stati Uniti il prodotto era rientrato ai livelli pre-crisi, mentre in Gran Bretagna, in Giappone e nell'area dell'euro l'attività economica restava al di sotto di quei livelli. Nei paesi emergenti e in via di sviluppo, nel complesso solo sfiorati dalla crisi finanziaria, la ripresa è stata molto rapida, in particolare in Cina e in India che, con un aumento del prodotto pari in media al 9,7%, hanno continuato a fornire il principale contributo alla crescita mondiale.

Le politiche monetarie delle maggiori economie avanzate hanno mantenuto un orientamento espansivo per tutto il 2010, lasciando i tassi di riferimento pressoché immutati su livelli straordinariamente bassi.

Nei primi mesi del 2011 è ripresa la crescita dell'inflazione, sospinta dall'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche e alimentari; in questo contesto, l'Eurosistema ha alzato in aprile il proprio tasso di riferimento. Nel Regno Unito e in diversi paesi dell'area Euro sono stati avviati piani di risanamento delle finanze pubbliche, ponendo così termine all'azione di stimolo volta a contrastare gli effetti della crisi finanziaria. Negli Stati Uniti e in Giappone prevalgono ancora misure di sostegno alla crescita, ma il rapido aumento del debito pubblico rende urgente la definizione di programmi di riduzione dei disavanzi.

Nel 2010 le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono migliorate. In diversi paesi avanzati, tra cui gli Stati Uniti, e nei principali paesi emergenti i corsi azionari sono aumentati, in un contesto di calo della volatilità; i premi per il rischio sulle obbligazioni emesse dalle imprese dei paesi industriali si sono ridotti, come pure i differenziali di rendimento sul debito sovrano delle economie emergenti. Le forti tensioni che alla fine di aprile dello scorso anno avevano investito i mercati dei titoli di Stato di alcuni paesi europei con gravi problemi nei conti pubblici, in primo luogo la Grecia, sono riaffiorate a più riprese nei mesi successivi, colpendo anche l'Irlanda e il Portogallo, dove l'accumulo di significativi squilibri macroeconomici e del settore bancario si era riflesso sui bilanci pubblici¹.

Purtroppo verso la fine di questo primo semestre la situazione dei mercati internazionali ha preso una nuova deriva negativa, causata da fattori oggettivi ma anche da mera speculazione, che è ancora in corso e che pertanto sarà oggetto di più approfondita analisi nella relazione trimestrale di settembre 2011.

Quello che si può ad oggi rilevare è che i paesi "sotto attacco" appartengono all'area Euro; infatti comparando gli squilibri di finanza pubblica agli attacchi speculativi si vede come ne siano vittime preferite i paesi facenti parte di tale area. Eclatanti sono i casi del Regno Unito e della Spagna: il debito pubblico è aumentato di più nel primo paese ma i mercati hanno individuato in Spagna un rischio di debito sovrano.

Il Regno Unito ha svalutato dopo la crisi e ha avuto quindi più crescita e più inflazione (che sono un bene per il debito); nulla di ciò è avvenuto in Spagna che ha tassi più alti e crescita più bassa. Non può svalutare perché è parte dell'UEM e non controlla la moneta in cui è emesso il suo debito. Per questo è stata considerata più a rischio.

Lo stesso ragionamento vale per l'Italia che senz'altro ha i suoi problemi (debito, crescita, politica) ma risente essenzialmente della debolezza dell'UEM i cui membri sono più vulnerabili ad attacchi speculativi di altri paesi in uguali condizioni. In sostanza sembra proprio che

¹ Banca d'Italia – Relazione annuale Maggio 2011

L'Unione monetaria abbia smesso di essere un *safeheaven*: per capire quanto questo processo sia reversibile bisognerà appunto attendere i prossimi mesi².

Nel 2010 l'economia italiana è tornata a crescere a un ritmo contenuto (+1,3%), prossimo a quello medio dei dieci anni precedenti la recessione, confermando il ritardo rispetto al complesso dell'area Euro. Dall'avvio della ripresa ciclica, nell'estate del 2009, il PIL ha recuperato solo due dei sette punti percentuali persi nel corso della crisi globale. L'espansione dell'attività è stata trainata soprattutto dalle esportazioni, sospinte dalla forte ripresa del commercio mondiale, ma con un'intensità minore rispetto ai principali concorrenti europei, in particolare la Germania. Le vendite all'estero dell'Italia hanno risentito del basso peso delle economie attualmente più dinamiche, soprattutto dei paesi asiatici emergenti, tra i nostri mercati di sbocco. L'andamento meno sostenuto dei settori esportatori ha anche fornito minore impulso ai comparti manifatturieri a monte della catena produttiva. La ripresa della domanda nazionale è stata modesta. I consumi delle famiglie hanno ancora risentito della flessione del reddito disponibile reale e delle deboli prospettive del mercato del lavoro. La propensione al risparmio si è ridotta, proseguendo nella tendenza in atto da due decenni. Il saggio di risparmio delle famiglie italiane è ora sui livelli più bassi fra i maggiori paesi dell'area dell'euro³.

Nel primo trimestre del 2011 l'espansione del PIL è stata appena positiva, ampiamente inferiore a quella media dell'area. Le informazioni congiunturali prefigurano per i mesi successivi la prosecuzione della ripresa ciclica a un ritmo modesto. Nel 2010 i consumi delle famiglie italiane sono cresciuti moderatamente (+1% in volume) interrompendo la contrazione del biennio precedente.

La cautela nei comportamenti di spesa ha riflesso la debolezza del reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici, diminuito dello 0,5% in termini reali (-4,6% nel complesso dell'ultimo triennio). La modesta ripresa del reddito nominale (+1%, da -3,1% nel 2009) è stata più che compensata dall'inflazione. Includendo l'erosione del valore reale delle attività finanziarie nette riconducibile all'incremento dell'inflazione attesa, la flessione del reddito disponibile reale delle famiglie risulta più marcata (-1,6%).

Nel settore privato (famiglie e imprese), la propensione al risparmio rispetto al reddito nazionale è diminuita nel 2010 di mezzo punto percentuale.

Gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 2,5% nel 2010 (-15,2% nel complesso del biennio precedente). L'incremento riflette la ripresa degli acquisti di beni strumentali (macchinari, attrezzature, mezzi di trasporto e beni immateriali, +9,6%) parzialmente compensata dall'ulteriore contrazione della spesa in costruzioni (-3,7%). La propensione a investire (calcolata rispetto al PIL ai prezzi dell'anno precedente) è rimasta stabile al 19,3%, ancora

² Nomisma Il rapporto 2011

³ Banca d'Italia – Relazione annuale Maggio 2011

inferiore di oltre un punto percentuale alla media dell'ultimo decennio. Gli investimenti al netto degli ammortamenti, nonostante l'incremento del 14,7% nel 2010, rimangono su livelli storicamente bassi, inferiori del 60% ai valori precedenti la recessione (di circa il 45% in Francia e in Germania).

Dopo l'eccezionale contrazione subita nel 2009 (-18,4%), lo scorso anno le esportazioni italiane di beni e servizi sono cresciute del 9,1% in volume, sostenute da quelle di prodotti chimici e di mezzi di trasporto. Nei comparti di specializzazione dell'Italia, soprattutto nella meccanica, la dinamica è stata più modesta. L'espansione delle vendite all'estero è risultata più contenuta di quella del volume del commercio internazionale, tornato in un solo anno al di sopra dei livelli pre-crisi. Sulla base dei conti nazionali trimestrali, dal minimo della metà del 2009 le esportazioni italiane sono cresciute del 13% (recuperando meno della metà di quanto avevano perduto durante la recessione), contro circa il 22% in Germania e il 13% in Francia.

Per quello che concerne il settore immobiliare la ripresa degli investimenti in Europa, che ha contraddistinto il 2010 spingendo gli operatori del settore ad ipotizzare un risveglio del real estate, ha trovato parziale conferma nei primi mesi del 2011. Il volume complessivo, nel primo trimestre 2011, è stato di 26 miliardi di euro, un livello leggermente inferiore rispetto ai 30,8 miliardi di euro del quarto trimestre 2010 (fenomeno riconducibile al fatto che negli ultimi mesi dell'anno, tendenzialmente, il volume degli investimenti è più elevato rispetto ai primi), ma di gran lunga superiore all'analogo dato registrato nel primo trimestre 2010. I 26 miliardi di euro investiti nei primi tre mesi del 2011 sono riconducibili ai principali segmenti di mercato: uffici, retail e logistica. Se si considerano altri settori quali il residenziale, l'alberghiero, nonché i terreni, il dato cresce ulteriormente arrivando a sfiorare i 32 miliardi di euro.

	Volume degli investimenti immobiliari in Europa (€/mld)	
	I Trimestre 2011	Variazione I trimestre 2010/2011
Jones Lang Lasalle	26	32
CB Richard Ellis	26,7	26
Cushman & Wakefield	28,4	25

Il mercato immobiliare italiano

"Ogni crisi ha la sua dose di ottimisti che a un certo punto dichiarano che il peggio è passato. La cosa interessante è che questo tipo di ottimismo solitamente è genuino: non è un tentativo di persuadere i mercati, ma riflette in generale un vero convincimento che la tempesta è finita". Questo interessante passaggio, contenuto ne "La crisi è finita" di Nouriel

Roubini e Stephen Mihm, invita ad essere particolarmente cauti nella lettura delle dinamiche post crisi per non rischiare di alimentare un ottimismo non supportato da elementi concreti. Se non vi sono dubbi che la prima parte della tempesta sia passata, producendo effetti sul settore immobiliare italiano, tutto sommato contenuti rispetto a quelli paventati, è altrettanto fuori discussione che il quadro risulti tuttora fragile e non si possano escludere ricadute.

Lo spauracchio di un *Double-Dip* appare tutt'altro che scongiurato, alla luce della perdurante debolezza della domanda sul fronte interno, e della percezione di rischiosità del contesto rispetto a quello internazionale. La debolezza della crescita economica, associata alla dimensione del debito pubblico e all'instabilità politica e normativa, pongono il nostro Paese in una condizione di retroguardia rispetto alla maggior parte delle economie occidentali. In tale contesto, la rigidità dei prezzi dimostrata nella fase recessiva e, più in generale, l'inefficienza del mercato nell'adattare i valori alla flessione e alla ricomposizione della domanda, unitamente alle asimmetrie informative che da sempre connotano il mercato italiano, rappresentano elementi di penalizzazione in un quadro continentale tornato ad essere altamente selettivo. Gli investitori stranieri, specie in una fase come l'attuale, tendono a privilegiare i mercati più solidi dal punto di vista delle prospettive economiche complessive, confermando la propria diffidenza nei confronti dei contesti meno liquidi. Se, dopo la pesante contrazione che ha caratterizzato il biennio, i livelli di attività in Europa sono aumentati per il sesto quadrimestre consecutivo, non può non sfuggire il fatto che il nostro Paese continui ad avere un ruolo marginale a vantaggio, non solo dei mercati tradizionalmente di maggiore appeal, quali Regno Unito, Olanda e Francia, ma di realtà più solide dal punto di vista dei fondamentali economici (Germania e Svezia) e, in prospettiva, dei Paesi dell'Europa orientale se non addirittura della Spagna. Il mercato *corporate* italiano rimane, dunque, prevalentemente appannaggio degli investitori domestici, trovandosi a scontare le conseguenze dell'innalzamento del livello di rischiosità del contesto che, se non funge da deterrente già nella fase di selezione degli investimenti, viene comunque apprezzato in sede di definizione degli spread sui tassi di riferimento, rappresentando un ostacolo pressoché insormontabile alla chiusura delle operazioni.

Se sul fronte del mercato degli investimenti non si scorgono elementi che giustifichino professioni di ottimismo, anche su quello al dettaglio la situazione continua a permanere preoccupante⁴.

A pesare negativamente sulle prospettive immediate, più della percezione di rischiosità del contesto è, in questo caso, la distanza venutasi a creare tra le capacità di spesa della domanda potenziale e gli attuali valori di mercato. L'insolita e, per certi versi, forzosa distanza

⁴ Nomisma- Osservatorio sul mercato immobiliare II-2011

che separa le famiglie italiane e l'acquisto della casa è inequivocabile: la propensione all'investimento delle famiglie nel futuro prossimo è decisamente bassa.

Occorre segnalare che il calo del reddito disponibile in termini reali, in presenza di una moderata crescita della spesa, si è tradotto in una riduzione graduale della capacità (e non sempre della propensione) a risparmiare da parte delle famiglie italiane. Nel 2010, il tasso di risparmio delle famiglie è sceso ulteriormente rispetto ai livelli dei due principali partner europei (12% in Italia, contro il 15,5% in Francia e il 17% in Germania), proseguendo una tendenza di lungo periodo che ha contrassegnato, con poche soluzioni di continuità, gli ultimi due decenni.

Il monitoraggio della domanda creditizia restituisce l'immagine di una situazione in progressivo deterioramento, in ragione della debolezza del contesto e della crescita tendenziale dell'onerosità dei mutui. Ad incidere negativamente non sono solo gli interventi della BCE sui tassi per cercare di fronteggiare lo spettro inflattivo, quanto l'inevitabile innalzamento del costo del *funding* da parte delle banche italiane. L'improvvisa impennata dello spread tra BTP e Bund e la minaccia di *downgrading* sulle emissioni, si inseriscono in un quadro già deteriorato, finendo per vanificare i benefici effetti sui costi degli aumenti di capitale appena realizzati⁵.

Alla luce della situazione descritta, non deve sorprendere la contrazione delle compravendite residenziali registrata nel primo trimestre del 2011.

È proseguito infatti nel 2010 il calo degli investimenti in costruzioni, caratterizzati, come in passato, da fluttuazioni cicliche più persistenti. Il lieve miglioramento registrato nel secondo semestre dell'anno è stato più accentuato per la componente residenziale, tornata a crescere per la prima volta dopo due anni. Nel complesso del 2010 si è arrestata la caduta delle compravendite di abitazioni (salite dello 0,4%, dopo un calo di oltre il 25% nel corso della recessione); i prezzi delle case sono risultati pressoché costanti in termini nominali.

Sulla base dell'inchiesta trimestrale condotta lo scorso aprile dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e l'Agenzia del Territorio presso un campione di circa 1.400 agenti immobiliari, nel primo trimestre del 2011 il quadro del mercato immobiliare si sarebbe indebolito. Nonostante la prosecuzione della tendenza positiva dei nuovi incarichi a vendere, si sono intensificati i segnali di diminuzione dei prezzi e sono risultate meno favorevoli le attese a breve termine degli agenti sulle condizioni del proprio mercato di riferimento. La moderazione ha interessato anche l'ottimismo circa le prospettive di medio periodo del mercato nazionale.

⁵ Nomisma- IV rapporto sulla Finanza Immobiliare 2011 – Verso un nuovo profilo finanziario delle famiglie

Alla ulteriore flessione degli investimenti del settore non residenziale (-5,4% nel 2010; -20,5% dal 2004) avrebbe contribuito la debolezza di quelli in opere pubbliche, frenati dagli stringenti vincoli di bilancio.

Ecco in sintesi gli andamenti dei singoli comparti dell'immobiliare.

	Abitazioni %		Uffici %		Negozi %	
	I Sem. 2010	I Sem. 2011	I Sem. 2010	I Sem. 2011	I Sem. 2010	I Sem. 2011
Milano	-0,4	-0,5	-0,2	-0,8	-0,3	-0,9
Roma	-0,7	-0,8	-0,7	-0,6	-0,4	-1
Media 13 grandi città	-1	-0,7	-1,2	-0,9	-0,8	-0,7

Nomisma - Osservatorio sul mercato immobiliare - Il Rapporto 2011

Le compravendite di immobili si sono ridimensionate a partire dal 2007 e, in quattro anni, calano di 483.000 unità (il 26,4% delle transazioni registrate nel 2008). Il 48% della flessione riguarda il mercato delle abitazioni, il 12% quello degli immobili per l'impresa e la restante quota del 40% è riconducibile a categorie "residue" (immobili pubblici e categorie speciali oltre ai box e garage). Dopo che nel 2010 si era registrata una certa stabilità delle quantità transitate sul mercato, ci si attendeva il protrarsi di tale tendenza anche nel 2011. Ma già nel primo trimestre si è rilevato un nuovo calo in tutti i segmenti: complessivamente le compravendite sono state poco meno di 300.000, il 3,6% in meno rispetto allo stesso periodo del 2010.

Per quanto riguarda i prezzi nel primo semestre dell'anno in corso, la curva dei prezzi degli immobili mantiene un'inclinazione negativa. La strutturale rigidità dei prezzi degli immobili in Italia nella fase recessiva, che può essere interpretata come una inefficienza del nostro mercato nell'adattare i valori alla flessione e alla ricomposizione della domanda, è espressa dalle ultime variazioni semestrali dell'ordine del -0,6% per le abitazioni usate (-0,7% per le abitazioni nel complesso), del -0,9% per gli uffici e del -0,7% per i negozi. Risale al secondo semestre del 2008 l'inversione di tendenza dei prezzi medi delle abitazioni nei 13 maggiori mercati italiani e, a distanza di 3 anni, il deprezzamento è stato del 7,3% in termini nominali e del 14% in termini reali. Nei segmenti degli immobili per l'impresa, uffici e negozi, l'inizio della fase di flessione dei prezzi è collocabile nel primo semestre del 2009 e, ad oggi, è stato accumulato un decremento rispettivamente del 6,5% e del 5,3% sui valori nominali (12% e 10% sui valori reali). Nei segmenti direzionale e commerciale la contrazione dei valori immobiliari, che generalmente è risultata più marcata nelle prime location, è stata la conseguenza di una mancata attivazione della domanda attesa e di un contestuale

processo di razionalizzazione dell'offerta, che non pare destinato ad esaurirsi nel breve termine. Se i valori di mercato descrivono a tinte un po' sfumate l'attuale ciclo recessivo del mercato immobiliare italiano, l'indicatore delle quantità scambiate è più eloquente.

L'ultimo semestre del 2010 aveva lasciato intravedere qualche segnale di possibile ripresa, che si doveva rafforzare nei primi mesi del 2011, trascinata dal mercato residenziale: una domanda che risultava non essere più negativa, uno sconto sul prezzo richiesto in leggera contrazione e tempi medi di vendita stabili. Ma, a distanza di sei mesi, quei segnali non sono stati confermati, assumendo addirittura una connotazione negativa nel comparto abitativo e, peggiorativa, per uffici e negozi.

Il mercato delle costruzioni: dall'indagine rapida presso le imprese di costruzione condotta nello scorso mese di maggio dall'Ance, traspare come la situazione di difficoltà in cui versa il settore edile italiano sia ancora perdurante. Considerazione questa che trova riscontro osservando sia il dato a consuntivo 2010 (-6,4% in termini reali per gli investimenti in costruzioni nel complesso), sia le stime per il 2011, peggiorative rispetto alle previsioni formulate nell'autunno dello scorso anno (-4%, contro la precedente previsione di una contrazione, per il 2011, del -2,4%), e sia le previsioni per il 2012 che, in assenza di misure che possano generare effetti immediati sulla produzione, dovrebbero connotarsi per una ulteriore riduzione del -3,2%⁶.

Residenziale

Prezzi delle abitazioni: nel primo trimestre del 2011 la quota di agenti che hanno segnalato una diminuzione dei prezzi è aumentata, al 44,2% dal 40% del precedente trimestre. L'intensificarsi delle valutazioni negative è stato particolarmente pronunciato nelle regioni del Centro e del Sud.

Compravendite: la quota di agenzie che nei primi tre mesi dell'anno hanno venduto almeno un immobile si è collocata al 69,3%, 6 punti percentuali in meno rispetto alla precedente indagine; la flessione è risultata particolarmente pronunciata nelle regioni del Centro e, in misura minore, in quelle del meridione.

Incarichi a vendere: nel primo trimestre del 2011 il saldo tra risposte di aumento e di diminuzione (rispetto al periodo precedente) delle giacenze di incarichi a vendere è salito a

⁶ Ance- Rapporto maggio 2011

25,8 punti percentuali (16,6% nella precedente rilevazione), principalmente perché è salita la percentuale di operatori che giudicano in aumento il numero di incarichi ancora da evadere. Circa l'andamento dei nuovi incarichi, il saldo tra le quote di agenzie che segnalano un aumento e quelle che segnalano una diminuzione rispetto allo scorcio del 2010 si è ampliato a 20,8 punti percentuali (da 15,7%), quasi esclusivamente per effetto dell'incremento nelle aree non urbane. Tra le cause prevalenti di cessazione degli incarichi, sono cresciute sia quelle relative a offerte a un prezzo giudicato troppo basso dal venditore (55,4% contro 49,6%), sia quelle relative a ritiri dovuti a difficoltà nel reperimento del mutuo (49,6% contro 45,2%). E' rimasta pressoché stabile l'incidenza dell'assenza di proposte di acquisto a fronte di richieste del venditore ritenute troppo elevate (64,2% dei casi contro il 64,7% rilevato in gennaio).

Trattative e tempi di vendita: nel primo trimestre del 2011 il margine di riduzione dei prezzi di vendita è rimasto sostanzialmente invariato, al 12%. Si conferma appena superiore ai 7 mesi il tempo medio di completamento dell'incarico.

Modalità di finanziamento degli acquisti: la quota di acquisti di abitazioni effettuata con accensione di un mutuo ipotecario si è contratta di 2 punti percentuali rispetto alla scorsa indagine, scendendo al 70,6%). Il calo si è concentrato nelle aree non urbane, ed è risultato particolarmente marcato nel Nord Est e al Centro, dove ha superato i 3 punti percentuali.

Le prospettive del mercato nazionale: la quota di agenti che riportano un miglioramento delle prospettive a breve del mercato nazionale è diminuita al 10,7%. Il quadro per i prossimi due anni si è fatto più incerto, pur rimanendo complessivamente positivo: il saldo positivo tra le attese di miglioramento e peggioramento si è ridotto di circa 15 punti percentuali rispetto alla precedente indagine⁷.

Uffici

Nei primi mesi del 2011 sembrano consolidarsi i segnali di ripresa del mercato direzionale in ambito europeo, nonostante il perdurare di un quadro di tensione dovuto al pericolo di tracollo di alcune economie, con inevitabili conseguenze per i mercati finanziari internazionali. La domanda per gli spazi direzionali, principalmente orientata verso immobili di elevata qualità, sembra finalmente in grado di avviare il processo di assorbimento dell'eccesso di offerta tuttora presente sul mercato. In Italia le due grandi città di riferimento per questo mercato, Milano e Roma non fanno eccezione rispetto al trend continentale, pur confermandosi mercati di dimensioni tutto sommato modeste. L'assorbimento è risultato,

⁷ Banca d'Italia – Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia condotto con Tecnoborsa e Agenzia del Territorio- Aprile 2011

come detto, in crescita, anche se si è trattato in taluni casi di razionalizzazioni di spazi che non hanno consentito sostanziali miglioramenti del livello di *vacancy*, che si mantiene comunque su livelli elevati. Dal punto di vista dei valori non si segnalano significative variazioni rispetto alla fine del 2010.

Il mercato dei Fondi Immobiliari

Nel mondo

A livello mondiale, nonostante le difficoltà, il settore del risparmio gestito in immobili ha registrato un ulteriore ampliamento. Il patrimonio delle diverse forme di strumenti immobiliari (fondi quotati, non quotati, chiusi, aperti, *Reit*) è salito a 1.450 miliardi di euro, che rappresenta una crescita del 4,3% rispetto all'anno precedente. In generale i *Reit* hanno registrato un trend positivo, con volume di investimenti in aumento e rendimenti elevati in molti Paesi. Tuttavia l'andamento è stato differenziato nelle diverse aree geografiche. A fronte di una crescita moderata in Europa, emergono l'incremento consistente del Nord America, della Nuova Zelanda e, soprattutto, dei principali Paesi asiatici, sostenuti da una rapida crescita dell'economia e dell'industria immobiliare.

Il peso dei fondi immobiliari e dei *Reit* è rimasto invariato rispetto all'anno precedente ed il patrimonio totale appartiene per il 75% ai *Reit* e per il 25% ai fondi immobiliari.

Nell'ambito dei fondi, l'andamento incerto del mercato finanziario comporta il costante aumento dei fondi non quotati, pari al 19 % del totale, contro il sei per cento di quelli quotati. Solo in Svizzera i fondi devono essere tutti quotati, mentre in Italia, Olanda e Lussemburgo sono ammesse entrambe le tipologie. In Europa sono operativi oltre 1.100 strumenti di gestione, con un patrimonio complessivo pari a 605 miliardi di euro, in lieve aumento rispetto all'anno scorso. La quota maggiore appartiene ai fondi non quotati, seguiti a breve distanza dai *Reit*, mentre i fondi quotati rappresentano la minoranza.

Il 2010 ha mostrato una ripresa dei fondi immobiliari nella maggior parte dei Paesi europei. L'anno si è chiuso con 990 fondi operativi ed un patrimonio complessivo di oltre 310 miliardi di euro. Rispetto all'anno scorso operano 95 fondi in più e il patrimonio è cresciuto di circa il nove per cento. Dei 990 fondi, più del 70% non è quotato. Le previsioni raccolte per il 2011 nei vari Paesi, tra i principali operatori, sono di una crescita del 4,2%, dovuta sia all'aumento dei valori di bilancio che ad un flusso di raccolta positivo. Il numero di fondi dovrebbe aumentare in modo analogo rispetto al 2010. L'andamento del primo quadrimestre 2011 conferma il quadro previsivo.

Per quanto riguarda l'*asset allocation*, continua ad aumentare la percentuale di uffici, rappresentati quasi esclusivamente di spazi di classe A situati nelle aree di pregio delle grandi città. Il clima di perdurante incertezza economica ha comportato un'ulteriore diminuzione

degli immobili industriali, che rappresentano poco più dell'otto per cento del patrimonio complessivo. Nuovamente in aumento, invece, gli immobili commerciali, che rappresentano il settore di specializzazione di un buon numero di fondi. Il residenziale è in lieve calo, ma è in aumento l'interesse per case per anziani, *social housing* e immobili sostenibili. Tuttavia, le quote destinate ai diversi settori sono suscettibili di errori, in quanto è in crescita il comparto dei centri integrati, composti da uffici, spazi commerciali e qualche residenza, ma che vengono contabilizzati dai fondi sotto un'unica voce. Dal punto di vista geografico, si conferma il rallentamento del processo di diversificazione al di fuori dell'Europa, soprattutto Stati Uniti, mentre crescono gli acquisti nell'ambito dell'Unione europea⁸.

I fondi immobiliari in Italia

Nel corso dell'ultimo semestre del 2010, il numero di fondi riservati è cresciuto ulteriormente fino a costituire all'incirca il 90% dell'offerta oggi disponibile pari a 296 fondi di cui 191 riservati, 98 speculativi e 27 *retail*. Secondo quanto pubblicato da Banca d'Italia, la quota di patrimonio netto posseduta dai fondi riservati dovrebbe attestarsi attorno al 78% contro circa il 22% dei fondi *retail*. Il patrimonio netto totale (al netto delle passività) stimato dei fondi autorizzati da Banca d'Italia dovrebbe aggirarsi sui 28,5 miliardi di euro. Nel 2010 il patrimonio netto è cresciuto a un ritmo più elevato rispetto all'anno precedente. Alla fine del 2010 erano 56 le SGR attive nella gestione dei fondi immobiliari (il 60% riconducibile a gruppi privati e il 40% a gruppi bancari, finanziari e assicurativi). Nel 2010 l'utile dei gestori di fondi immobiliari è cresciuto del 43% ma solo per le SGR di grandi dimensioni (26 SGR hanno chiuso l'anno in perdita)⁹.

Il 2011, in seguito agli interventi congiunti del Governo (art. 32 della L. 122/2010) e delle Autorità di Vigilanza (intervento Banca d'Italia-Consob del 29 luglio 2010), si prospettava come l'anno del riassetto dell'industria dei fondi immobiliari (dopo che nel secondo semestre 2010 l'incertezza normativa ne aveva quasi bloccato la crescita): si dovrà però attendere almeno la seconda parte dell'anno (e forse l'inizio del 2012) per comprendere se le nuove disposizioni (D.L. n. 70 del 13 maggio 2011) potranno regolamentare il mercato senza comportarne un drastico ridimensionamento.

Secondo le stime di Scenari Immobiliari l'obiettivo di un patrimonio complessivo a 100 miliardi nel 2015 è ancora raggiungibile: infatti si prevede che arriveranno al settore coloro che sono in fuga dai mercati finanziari e dagli investimenti alternativi al mattone. Il fondo diverrà poi sempre di più strumento di *asset management* a cui dovranno far ricorso sempre più

⁸ Scenari Immobiliari- I fondi immobiliari in Italia e all'estero – Rapporto 2011

⁹ Banca d'Italia – Relazione annuale maggio 2011

banche, compagnie assicurative, casse previdenziali e gestori di patrimoni. Oltre a questo ci saranno le necessità di valorizzazione del patrimonio dello Stato e lo strumento fondo sarà imprescindibile, come già evidenziato nell'ultima manovra. Un altro settore in cui lo strumento fondo è ancora sotto utilizzato è quello dell'*housing* sociale ma la tendenza dovrà per forza di cose cambiare.

Alcune SGR hanno poi in cantiere anche nuovi prodotti destinati al pubblico dei risparmiatori.

Per quanto concerne i fondi quotati oltre alla tenuta del comparto e al miglioramento del *sentiment* il 2010 ha evidenziato la bassa rischiosità dei fondi del mattone dovuta essenzialmente a due fattori: la riduzione dell'indebitamento complessivo e la modesta svalutazione degli *asset*.

Per quanto riguarda le *performance* il ROE è in miglioramento: +1% rispetto al -3% del 2009; stabili l'IRR (tasso di rendimento interno del sottoscrittore che prende in considerazione i flussi di cassa rispetto al NAV e quindi il valore potenziale della quota) che è pari al 5% circa e il *gross yield* (redditività lorda degli immobili locati rispetto al costo storico di acquisto) pari al 7%. I fondi *retail* hanno avuto complessivamente anche un buon andamento sul mercato mostrando una bassa correlazione col mercato azionario. E' diminuito anche lo sconto medio sul NAV che è passato dal 35% al 31%. Il problema del comparto è che molti fondi si avvicinano a scadenza in un mercato ancora asfittico e a questo le SGR dovranno rispondere con manovre strategiche correttive¹⁰.

La Corporate Governance

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

L'Assemblea degli Azionisti in data 23 marzo 2010 ha designato undici Consiglieri di Amministrazione, di cui cinque Amministratori Indipendenti. Attualmente, a seguito delle dimissioni di un Amministratore Indipendente (altresi componente del Comitato Esecutivo e del Comitato di Supervisione dei Rischi e dei Controlli, di cui si dirà di seguito), il Consiglio di Amministrazione è composto da dieci membri.

Ai sensi dello Statuto della Fimit, si considera indipendente l'Amministratore non munito di deleghe operative nella SGR, il quale contemporaneamente: (a) non intrattiene significativi

¹⁰ Scenari Immobiliari – Presentazione rapporto fondi immobiliari 2011

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

Inoltre, gli Amministratori Indipendenti devono essere in possesso degli ulteriori requisiti di professionalità stabiliti nel Regolamento Interno degli Amministratori Indipendenti, approvato, da ultimo, con delibera consiliare del 13 maggio 2010. La sussistenza in capo agli Amministratori Indipendenti dei requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza richiesti ai sensi delle disposizioni normative tempo per tempo vigenti, dallo Statuto e dal predetto Regolamento Interno è effettuata dal Consiglio di Amministrazione entro trenta giorni dalla loro nomina. Gli Amministratori Indipendenti sono altresì tenuti a sottoscrivere annualmente una dichiarazione relativa alla permanenza dei requisiti di indipendenza e comunque si impegnano a comunicarne immediatamente il venir meno.

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

Ai sensi dello Statuto, tale Regolamento definisce altresì in maniera puntuale le attribuzioni rimesse alla competenza degli Amministratori Indipendenti, anche alla luce dei principi raccomandati nel "Protocollo di Autonomia per le Società di Gestione del Risparmio" adottato da Assogestioni - Associazione italiana del risparmio gestito (il "Protocollo Assogestioni"), recepito dalla Fimit, che ha adottato un Protocollo di Autonomia, modificato, da ultimo, con delibera consiliare assunta in data 11 dicembre 2008, anche al fine di tener conto delle disposizioni del Regolamento della Banca d'Italia e della Consob approvato con delibera del 29 ottobre 2007 (il "Regolamento Congiunto"). In merito, si specifica che Assogestioni, lo scorso febbraio, ha diffuso il "Protocollo di Autonomia per la Gestione dei Conflitti di Interessi" (il "Nuovo Protocollo"), che sostituisce il Protocollo Assogestioni e cui la Fimit lo scorso 16 giugno ha deliberato di aderire integralmente. Peraltro, come si dirà meglio nel prosieguo, essendo al momento *in itinere* l'operazione di fusione per incorporazione di First Atlantic Real Estate SGR S.p.A. ("FARE") in Fimit, le modalità formali di adozione del

Nuovo Protocollo sono state demandate ad un momento successivo al compimento della fusione.

Agli Amministratori Indipendenti sono demandati compiti attinenti alla prevenzione di eventuali situazioni di potenziale conflitto di interessi.

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

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

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

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

Nella seduta del 13 maggio 2010, il Consiglio di Amministrazione ha istituito, al suo interno, un Comitato Esecutivo, inizialmente composto da quattro membri, e ha approvato il relativo Regolamento Interno. In data 4 agosto 2010, il Consiglio di Amministrazione ha incrementato da quattro a cinque il numero dei componenti del Comitato Esecutivo e, nella riunione del 7 ottobre, ha modificato il relativo Regolamento Interno al fine di tener conto di tale nuova composizione. Attualmente, a seguito delle sopra richiamate dimissioni, il Comitato Esecutivo risulta composto da 4 membri.

Nella citata riunione del 13 maggio, il Consiglio di Amministrazione ha altresì istituito un comitato, denominato "Comitato di Supervisione dei Rischi e dei Controlli", composto da tre Amministratori Indipendenti in possesso degli specifici requisiti di professionalità previsti nel relativo Regolamento Interno approvato dal Consiglio di Amministrazione, ulteriori rispetto a quelli individuati, in via generale, per gli esponenti aziendali dalla normativa di settore. A tale Comitato, il cui Regolamento Interno è stato approvato da ultimo nella riunione consiliare del 24 febbraio 2011, è rimesso il compito di individuare i presidi per la gestione di eventuali situazioni di potenziale conflitto con l'interesse dei partecipanti ai fondi gestiti dalla SGR nonché di sovrintendere all'attuazione degli indirizzi e delle politiche in materia di gestione dei rischi, controllo di conformità e revisione interna determinati dal Consiglio di Amministrazione. Il Comitato riferisce al Consiglio di Amministrazione sulle attività svolte con periodicità almeno semestrale, formulando altresì, ove del caso, le proprie raccomandazioni. A seguito delle sopra richiamate dimissioni, il Consiglio di Amministrazione ha nominato un Amministratore Indipendente quale componente del Comitato, che attualmente risulta, pertanto, composto da 3 membri.

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

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

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

garantire l'adempimento degli obblighi di correttezza e trasparenza nella prestazione di ciascuno dei servizi prestati dalla SGR nonché di adottare procedure idonee a mantenere la riservatezza delle informazioni ricevute nell'ambito della prestazione dei predetti servizi, avuto riguardo alla natura delle stesse.

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

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

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

In 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. L'Assemblea delibera sulle materie alla stessa riservate dal regolamento di gestione del Fondo 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 Fimit SGR ha ritenuto opportuno avvalersi di un ulteriore presidio a tutela degli investitori in relazione al Fondo Delta, mediante l'istituzione di un Comitato Investimenti avente funzione consultiva. Le spese inerenti al funzionamento del Comitato Investimenti sono a carico della SGR.

Il Comitato Investimenti del Fondo Delta è composto da cinque membri scelti dal Consiglio di Amministrazione della Fimit SGR tra soggetti esterni alla Società dotati di specifica e comprovata competenza in materia immobiliare, finanziaria, fiscale, economica o giuridica

connessa all'attività del Fondo ed in possesso dei requisiti di indipendenza analoghi a quelli richiesti per gli Amministratori Indipendenti dal Protocollo Assogestioni.

Il Comitato Investimenti si configura come organismo dotato di poteri consultivi ed è competente ad analizzare, valutare ed esprimere il proprio parere non vincolante sulle proposte di investimento/disinvestimento di importo superiore a 20 milioni di euro per singolo investimento, nell'interesse del Fondo e dei partecipanti allo stesso.

Il Comitato Investimenti esprime altresì al Consiglio di Amministrazione della SGR il proprio parere vincolante sulle seguenti materie: a) proposte di investimento e disinvestimento che configurino situazioni di conflitto di interessi ai sensi della normativa vigente; b) proposte di investimento e disinvestimento che abbiano come controparte altri fondi gestiti dalla Fimit SGR; c) proposte di co-investimento con altri fondi gestiti dalla Fimit SGR.

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

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

1. Dati descrittivi del Fondo

	Collocamento (nov - dic 2006)	31-dic-06	31-dic-07	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	30-giu-11
Valore complessivo netto del fondo (Euro/mln)	210,532	210,592	207,356	202,807	193,085	207,065	213,097
Numero quote	2.105.323	2.105.323	2.105.323	2.105.323	2.105.323	2.105.323	2.105.323
Valore unitario delle quote (Euro)	100,000	100,028	98,492	96,331	91,713	98,353	101,218
Debiti bancari (Euro/mln)	n.a.	-	86,269	80,801	125,750	166,078	150,031
Utile (Perdita) d'esercizio (Euro/mln)	n.a.	0,060	3,236	4,550	9,722	13,981	6,031
Proventi posti in distribuzione (Euro/mln)	n.a.	-	-	-	-	-	-
Rimborsi (Euro/mln)	n.a.	-	-	-	-	-	-
Patrimonio immobiliare (Euro/mln)	n.a.	-	210,277	222,214	298,923	365,885	349,831
LTV (%)	n.a.	0%	41%	36%	42%	45%	43%
Numero immobili	n.a.	-	4	5	11	14	13
Destinazioni d'uso prevalenti	n.a.	-	alberghiera	alberghiera	alberghiera/ multisala	alberghiera/ multisala	alberghiera/ multisala
Mq lordi	n.a.	-	78.927	107.237	229.937	330.028	301.718

2. Andamento del valore della quota

Il Fondo Delta ha avviato la propria operatività il 22 dicembre 2006, data coincidente con il versamento al Fondo del controvalore dell'Offerta Pubblica di Vendita delle quote. L'evoluzione del valore della quota risulta dalla seguente tabella.

<i>Andamento del valore della quota</i>			
Periodo di riferimento	Valore del Fondo	Numero quote	Valore unitario
Valore iniziale del Fondo	210.532.300	2.105.323	100,000
Rendiconto al 31/12/2006	210.592.165	2.105.323	100,028
Rendiconto al 31/12/2007	207.356.497	2.105.323	98,492
Rendiconto al 31/12/2008	202.806.820	2.105.323	96,331
Rendiconto al 31/12/2009	193.084.682	2.105.323	91,713
Rendiconto al 31/12/2010	207.065.452	2.105.323	98,353
Relazione semestrale al 30/06/2011	213.096.549	2.105.323	101,218

Il valore complessivo netto ("NAV") del Fondo ha avuto nel semestre un incremento di 6.031.097 euro, importo corrispondente all'utile del periodo; conseguentemente il valore della quota si è incrementato di 2,865 euro e la stessa risulta essere pari a 101,218 euro.

L'utile del periodo risulta influenzato prevalentemente dai seguenti principali fattori:

- canoni di locazione ed altri proventi per 12.568.405 euro;
- minusvalenze nette da valutazione degli immobili per 554.176 euro;
- risultato negativo della gestione degli strumenti finanziari per 1.021.268 euro;
- oneri per la gestione di beni immobili e spese ICI per 854.584 euro;
- oneri finanziari per 2.382.733 euro;
- oneri di gestione per 1.773.644 euro;
- altri ricavi al netto degli altri oneri per 57.726 euro.

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

Il Fondo Delta è quotato sul mercato di Borsa Italiana S.p.A., segmento MIV – Mercato degli Investment Veichles, dall'11 marzo 2009 (codice di negoziazione QFDI; codice ISIN IT0004105273).

Il primo semestre 2011 ha rappresentato per le quotazioni del Fondo il momento della svolta positiva. Per aver chiaro il miglioramento basta confrontare il valore di mercato con cui ha chiuso le quotazioni nel 2010, di 36,36 euro per quota, con quello del 30 giugno 2011 di 48,06 euro per quota: un incremento del 32,17%.

Il valore più alto del semestre è stato pari a 49,50 euro raggiunto in data 8 marzo; il più basso di 36,39 euro raggiunto in data 3 gennaio (primo giorno di quotazione del 2011).

La media delle quote giornaliere scambiate nel primo semestre 2011 è stata di 1.605 quote: il 41,66% in più rispetto al valore medio di 1.133 quote giornaliere registrato nel secondo semestre 2010.

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

A. L'attività di gestione

La caratteristica del Fondo è quella di una gestione orientata prevalentemente verso investimenti nel settore turistico-alberghiero anche se, in considerazione degli accresciuti rischi connessi al settore nell'attuale congiuntura economica, la SGR ha valutato necessario considerare opportunità diverse finalizzando investimenti in altre tipologie di immobili. Ne sono un esempio gli otto immobili adibiti a multisala cinematografica di cui cinque (ubicati nei Comuni di Bologna, Livorno, Salerno, Torino, Torri di Quartesolo) acquistati il 29 dicembre 2009 e gli ultimi tre (siti nei Comuni di Silea, Limena e Parma) acquistati il 29 dicembre 2010.

Contratti di locazione

Al 30 giugno 2011 risultano in essere 14 contratti di locazione, tutti riferiti a conduttori privati. Di questi, 4 hanno ad oggetto i complessi "Calaserena Village", "Serena Majestic Hotel & Residence", "Serenè Village" e "Forte Village". I restanti 10 contratti hanno ad oggetto l'immobile sito in Milano, Via Quaranta n. 40, locato in virtù di 2 contratti di locazione, e 8 immobili a destinazione multisala cinematografica, siti nei Comuni di Bologna, Livorno,

Salerno, Torino, Torri di Quartesolo (VI), Silea (TV), Limena (PD) e Parma locati in virtù di 8 differenti contratti di locazione.

Il valore contrattuale annuo delle posizioni locative in essere, alla data del 30 giugno 2011, risulta di 24,7 milioni di euro, contro i 24,6 milioni al 31 dicembre 2010; la differenza è riconducibile essenzialmente agli aggiornamenti ISTAT applicati nel semestre.

Manutenzioni straordinarie (Capex)

Non sono state effettuate manutenzioni straordinarie sul patrimonio immobiliare del Fondo nel corso del primo semestre 2011.

B. Politiche di investimento e disinvestimento

Come dettagliatamente descritto nel rendiconto di gestione al 31 dicembre 2010, nel corso del 2010 per il Fondo si era riproposto il tema del superamento del limite di concentrazione in un unico bene immobile.

Al fine di risolvere tale problematica, la SGR aveva valutato diverse opzioni volte a reperire la liquidità necessaria per l'effettuazione di ulteriori investimenti che consentissero di aumentare l'attivo del Fondo, riportando così l'investimento in un unico *asset* nei limiti previsti dal Provvedimento Banca d'Italia del 14 aprile 2005.

A tale scopo la SGR aveva accettato in data 26 luglio 2010 un'offerta vincolante avente ad oggetto l'immobile sito in Bari, Via Adolfo Omodeo n. 51, denominato "Grand Hotel Ambasciatori", ad un prezzo di 15.500.000 euro; si rammenta che tale immobile risultava sfitto dalla data di acquisizione al patrimonio del Fondo, ad esito dell'aggiudicazione di un'asta fallimentare.

Si è pertanto ritenuto più coerente con le esigenze del Fondo procedere alla dismissione dell'immobile ed all'utilizzazione della liquidità riveniente per finalizzare ulteriori investimenti volti ad aumentare la redditività del Fondo, ad incrementarne il valore dell'attivo e conseguentemente a rientrare nei limiti di concentrazione degli investimenti in un unico *asset* previsti dalla normativa vigente.

Poiché tuttavia al 31 dicembre 2010 non si era potuta perfezionare la stipula del contratto di compravendita avente ad oggetto il Grand Hotel Ambasciatori per motivazioni ascrivibili al proponente, al fine di perfezionare l'acquisizione di 3 immobili ad uso multisala cinematografica, che avrebbero tra l'altro consentito di rientrare nei limiti di concentrazione sopra descritti, il Fondo Delta aveva richiesto a Banca Marche S.p.A. un finanziamento per un ammontare massimo di 5.000.000 di euro, successivamente rimborsato

nel corso del primo semestre 2011. Di tale finanziamento, il Fondo Delta aveva utilizzato l'importo di 4.150.000 di euro.

Il 19 maggio 2011 il Fondo Delta ha infine venduto per 15.500.000 euro il Grand Hotel Ambasciatori. Si precisa che il prezzo di cessione era in linea con il valore dell'immobile iscritto nell'ultimo rendiconto del Fondo al 31 dicembre 2010 ed ha consentito al Fondo di realizzare una plusvalenza rispetto al valore di acquisto di circa 2.100.000 euro (+14% circa). A seguito di tale operazione di vendita il Fondo, in data 30 giugno 2011, ha provveduto ad un rimborso anticipato del finanziamento "Multisala" per l'importo di 7.750.000 euro.

C. La struttura finanziaria

Alla data del 30 giugno 2011 l'indebitamento complessivo del Fondo Delta, ammontante a 150.030.770 euro, è composto come di seguito riportato.

Finanziamento "Forte Village"

Il contratto di finanziamento "Forte Village" è stato sottoscritto dal Fondo nell'anno 2007 al fine di acquisire il complesso turistico-alberghiero denominato "Hotel Forte Village Resort", sito in Santa Margherita di Pula (CA).

Il rimborso "*bullet*" previsto nel suddetto contratto dovrà essere effettuato in un'unica soluzione alla data del 18 febbraio 2012, data di scadenza fissata a seguito della proroga di un anno della durata del Fondo Beta (altro Fondo interessato all'investimento con una quota di comproprietà del 27% dell'immobile).

In data 31 marzo 2011 il Fondo ha provveduto al rimborso del debito per un ammontare di 672.853 euro, ai fini del rimborso del 50% dell'Eccesso di Cassa (così come definito dal contratto di finanziamento).

Alla luce di tale rimborso il debito residuo del Fondo al 30 giugno 2011 risulta essere di 61.181.688 euro.

Finanziamento "Via Quaranta"

Nel corso dell'esercizio 2009, il Fondo, in occasione dell'acquisizione dell'immobile sito in Milano, Via Bernardo Quaranta n. 40, si è accollato la residua quota di mutuo contratto dalla parte venditrice con UniCredit S.p.A. (ex UniCredit Banca d'Impresa S.p.A.) per 5.500.000 euro.

Al 30 giugno 2011 il debito residuo risulta essere di 2.281.796 euro.

A fronte del suddetto finanziamento, il Fondo Delta corrisponde interessi sulla somma erogata al tasso Euribor (a sei mesi) più uno *spread* di 60 *basis points*. Il finanziamento ha periodi di interessi di sei mesi e scade il 30 giugno 2012.

Finanziamento "Multisala"

In occasione dell'acquisizione, avvenuta in data 29 dicembre 2009, del portafoglio immobiliare costituito da 5 multisala cinematografiche ubicate a Bologna, Livorno, Salerno, Torino e Torri di Quartesolo (VI), è stato stipulato un contratto di finanziamento per un importo massimo di 39 milioni di euro, suddiviso tra UniCredit S.p.A. e Banca IMI S.p.A..

A fronte del suddetto finanziamento, il Fondo Delta corrisponde interessi sulla somma erogata al tasso Euribor (a 6 mesi) più uno *spread* di 250 *basis points*. Il finanziamento ha periodi di interessi di sei mesi e scade il 30 settembre 2014.

Al 30 giugno 2011 il debito residuo risulta essere pari a 28.442.000 euro, a seguito di un rimborso di 975.000 euro e del rimborso anticipato di 7.750.000 euro (come meglio descritto nel paragrafo 4.B relativo alle politiche di investimento e disinvestimento del Fondo).

A copertura del suddetto contratto di finanziamento il Fondo ha stipulato un contratto derivato CAP (*rate* 2,90%). Al 30 giugno 2011 il valore nozionale del derivato è di 30.763.200 euro (il 108,16% del finanziamento medesimo).

Finanziamento "Veneto Banca"

In data 22 aprile 2010 la SGR, per conto del Fondo Delta, ha contratto un finanziamento con Veneto Banca S.p.A. i cui principali termini sono:

- importo: 15 milioni di euro;
- erogazione: unica soluzione contestuale alla stipula;
- scadenza: 60 mesi;
- tasso di interesse: per i primi tre anni tasso fisso al 4,25%, successivamente Euribor di periodo con un margine di 300 *basis points* per anno;
- garanzia: iscrizione ipotecaria sui complessi turistico-alberghieri di proprietà del Fondo siti nei Comuni di Maracalagonis, Cutro e Montesilvano; cessione del credito derivante dai contratti di locazione dei 3 complessi immobiliari ipotecati.

Alla luce dei rimborsi effettuati fino al 30 giugno 2011, il debito residuo di tale finanziamento risulta di 11.779.050 euro.

Finanziamento "Solengo"

In data 29 dicembre 2010 il Fondo, in occasione dell'acquisto di tre immobili a destinazione multisala cinematografica, situati nei comuni di Silea (TV), Limena (PD) e Padova, al fine di supportare parte del fabbisogno finanziario connesso all'acquisizione di tali immobili, ha stipulato un contratto di finanziamento con Banca IMI S.p.A., in qualità di banca agente e Intesa Sanpaolo S.p.A., in qualità di banca finanziatrice originaria.

Le principali caratteristiche di tale finanziamento sono:

- importo: 46.346.236 euro;
- erogazione in unica soluzione contestuale alla stipula e rimborso rateizzato a partire dal 31 dicembre 2013;
- scadenza: 31 dicembre 2015 con possibilità di proroga al 31 dicembre 2016;
- tasso di interesse: Euribor a 6 mesi con un margine di 130 *basis points* per anno.

Tale finanziamento prevede un piano di ammortamento a decorrere dal 31 dicembre 2013.

Altri finanziamenti

Nell'ambito della suddetta operazione di acquisto ("Solengo") del 29 dicembre 2010, il Fondo ha reperito ulteriori risorse finanziarie, pari a 4.150.000 euro attraverso un'apertura di credito in conto corrente con Banca delle Marche S.p.A..

Il Fondo ha provveduto al rimborso totale della suddetta apertura di credito come segue:

- per un importo di 2.000.000 euro in data 19 gennaio 2011 e
- per un importo di 2.150.000 euro in data 31 marzo 2011.

D. Partecipazioni

Il Fondo Delta, in data 31 marzo 2010, nell'ambito dell'operazione di acquisto del cinema multiplex sito nel Comune di Torino e facente parte del complesso denominato "Parco Commerciale Dora", ha acquisito una partecipazione nella società Parco Dora S.r.l. al valore nominale pari a 6.401 euro. La menzionata società consortile ha lo scopo, tra l'altro, di promuovere tutte le iniziative utili e necessarie allo sviluppo delle attività già presenti nel parco commerciale, curare l'amministrazione e la conservazione delle parti comuni ed assumere in nome proprio e per conto dei consorziati tutti i contratti necessari al funzionamento del suddetto parco.

Il valore della partecipazione è pari a 6.401 euro al 30 giugno 2011.

5. Eventi di particolare importanza verificatisi nel semestre

In data 28 febbraio 2011 il Consiglio di Amministrazione ha approvato il Rendiconto di gestione del Fondo al 31 dicembre 2010.

In ottemperanza agli obblighi previsti la SGR ha redatto e successivamente pubblicato un Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2011, secondo le previsioni dell'art. 154-ter, comma 5, del D.Lgs. n. 58/1998 (TUF), applicabile ai fondi comuni di investimento immobiliari di tipo chiuso quotati su un mercato regolamentato ai sensi dell'art. 103, comma 3, del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/1999, modificato da ultimo con delibera n. 16850 del 1° aprile 2009.

Modifiche al regolamento di gestione del Fondo

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

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

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

6. Linee strategiche che si intendono adottare per il futuro

La SGR, ove si presentassero opportunità di investimento ritenute profittevoli per il Fondo ed i propri quotisti, potrà valutare di investire la cassa disponibile nelle acquisizioni di nuove proprietà, valutando il ricorso anche alla leva finanziaria, coerentemente con le politiche di gestione del Fondo risultanti dal Regolamento, ferme restando le regole di *governance* del Fondo e della SGR.

7. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre

Non vi sono fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre da segnalare.

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

Il Fondo ha stipulato, a fronte del contratto di finanziamento relativo all'investimento nel Forte Village, un contratto di copertura "*interest rate swap*" il cui valore nozionale alla data del 30 giugno 2011 risulta essere di 61.793.896 euro (il 101% del finanziamento medesimo), allo scopo di coprirsi da eventuali oscillazioni del tasso di interesse variabile.

Tale contratto prevede il pagamento da parte del Fondo di un *fixed rate* pari al 4,53% annuo e l'incasso di un tasso variabile pari all'Euribor 6 mesi; la scadenza è fissata alla data del 18 febbraio 2013.

In data 29 aprile 2010 la SGR, per conto del Fondo Delta, ha acquistato una opzione CAP, a copertura del contratto di finanziamento con Veneto Banca S.p.A., con le seguenti caratteristiche:

Data di partenza: 30 aprile 2013

Data di scadenza: 30 aprile 2015

Nozionale di partenza: 6.384.177 euro

Parametro di riferimento: 6 mesi Euribor/360

Periodicità: mensile

Costo del CAP: 79.000 euro

9. Proventi posti in distribuzione

Il paragrafo 13 del Regolamento di gestione del Fondo disciplina i " *Proventi della Gestione del Fondo*". Sono considerati proventi della gestione del Fondo " *gli utili d'esercizio, risultanti dal rendiconto della gestione del Fondo [...], diminuiti delle plusvalenze non realizzate, iscritte nella sezione reddituale del rendiconto medesimo*".

I proventi della gestione del Fondo sono distribuiti agli aventi diritto ogni anno, in misura non inferiore all'80% fatta salva diversa motivazione del Consiglio di Amministrazione.

È facoltà della SGR di procedere alla distribuzione dei proventi anche con cadenza infrannuale, sulla base di un rendiconto redatto secondo quanto previsto dal paragrafo 22.1 comma 2, lett C) del Regolamento.

Dalle risultanze della presente Relazione semestrale non sarà possibile procedere ad alcuna distribuzione di proventi non realizzandosi le condizioni previste dal Regolamento, considerato che l'utile di periodo registrato nel primo semestre 2011 verrà utilizzato per la copertura delle perdite dei precedenti esercizi.

10. Altre informazioni

Fusione per incorporazione di First Atlantic Real Estate SGR in Fimit

Al fine di rispondere al meglio al mutamento in atto nel mercato e all'intensificazione della competizione, Fimit ha intrapreso, già a partire dai primi mesi del 2010, colloqui con FARE, primaria SGR immobiliare italiana per masse in gestione, finalizzati ad approfondire la possibilità di una fusione tra le due entità.

Tali colloqui sono proseguiti per l'intero esercizio e si sono infine concretizzati, lo scorso 26 gennaio, con la firma di un Accordo Quadro, in cui si è prevista la fusione per incorporazione di FARE in Fimit, attribuendo alla società incorporante la denominazione sociale di "IDeA FIMIT - Società di Gestione del Risparmio Società per Azioni".

I consigli di amministrazione di Fimit e FARE hanno approvato, rispettivamente in data 26 e 27 gennaio 2011, il progetto di fusione.

Dall'unione delle due società, nascerà la prima SGR immobiliare italiana indipendente, con oltre 8 miliardi di euro di masse in gestione e 19 fondi gestiti, di cui 5 quotati e commissioni aggregate per il 2010 pari a circa 57 milioni di euro, che si posizionerà come uno dei principali interlocutori presso investitori istituzionali italiani e internazionali nella promozione, istituzione e gestione di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi.

L'operazione rafforza il posizionamento strategico delle due entità e le loro relazioni con gli investitori istituzionali in Italia, creando le condizioni per un futuro sviluppo dell'attività anche

sui mercati esteri e consentendo l'ottenimento di economie di scala e sinergie nella gestione dei fondi immobiliari.

Contestualmente alla fusione, verranno perfezionate le seguenti operazioni:

- acquisto da parte di DEA CAPITAL S.p.A. da FEIDOS S.p.A. di una partecipazione pari al 58,31% del capitale di IFIM, società che detiene esclusivamente una partecipazione del 17,15% ante fusione in Fimit SGR;
- acquisto da parte di IFIM della partecipazione detenuta in Fimit dal fondo LBREP III FIMIT Srl ("LBREP"), pari al 18% ante fusione del capitale della SGR.

Congiuntamente, le controllate di DEA CAPITAL, FARE HOLDING (70%) e IFIM (58,31%), deterranno una quota pari al 61,30% della Nuova SGR. Il capitale restante sarà essenzialmente suddiviso tra i soci INPDAP, ENPALS, ENASARCO e INARCASSA. Al riguardo, si informa che, in data 25 marzo 2011, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha dato il nulla osta all'operazione di fusione di FARE in Fimit e successivamente, in data 21 luglio 2011, è pervenuto altresì il nulla osta da parte di Banca d'Italia alla suddetta operazione. Il progetto di fusione, da ultimo, è stato approvato da parte delle assemblee degli azionisti di Fimit e FARE in data 26 luglio 2011.

Riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi

Con l'introduzione della nuova disciplina fiscale in materia di fondi immobiliari chiusi, a seguito delle modifiche apportate dall'art. 8, comma 9 del Decreto Legge n. 70 del 13 Maggio 2011 intervenuto sull'art. 32 del Decreto Legge 78 del 31 Maggio 2010, viene mantenuto il regime fiscale attualmente vigente che prevede l'applicazione di una ritenuta del 20% per le distribuzioni di proventi per i fondi esclusivamente partecipati da investitori istituzionali cosiddetti "qualificati", indicati nel comma 3 dell'art. 32 del Decreto Legge n. 78 del 31 Maggio 2010, e per i partecipanti che al termine del periodo d'imposta detengono quote di partecipazione al patrimonio del fondo non superiori al 5%.

Nel caso di partecipanti al fondo cosiddetti "non qualificati" diversi da quelli di cui sopra, che detengono quote di partecipazione al patrimonio del fondo superiori al 5%, i redditi conseguiti dal fondo saranno imputati pro quota a quest'ultimi per trasparenza, indipendentemente dalla loro percezione e su tali redditi non troverà applicazione la ritenuta del 20% di cui all'art. 7 del Decreto Legge 351 del 2001. Detta ritenuta, invece, si renderà applicabile a titolo di imposta al momento della corresponsione dei proventi nei confronti dei partecipanti del fondo non residenti, indipendentemente dalla quota di partecipazione dagli stessi detenuta, fatta salva l'eventuale applicabilità delle convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni.

Si segnala, inoltre, che l'art. 8, comma 9 del Decreto Legge n. 70 del 13 Maggio 2011, modificando l'art. 32 del Decreto Legge n. 78 del 31 Maggio 2010, pur preservando la nuova definizione regolamentare di fondo già introdotta dalla previgente versione del citato art. 32 e , è intervenuto profondamente su altri temi relativi alla disciplina fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliari chiusi, ed in particolare:

(i) prevede che i partecipanti "non qualificati" residenti e non residenti, che alla data del 31 dicembre 2010 detenevano una quota di partecipazione al patrimonio del fondo superiore al 5%, dovranno corrispondere un'imposta sostitutiva del 5% del valore medio delle quote detenute nel periodo d'imposta e risultante dai prospetti periodici redatti nel periodo d'imposta 2010;

(ii) prevede la facoltà, per i fondi che alla data del 31 Dicembre 2010 presentavano un assetto partecipativo diverso da quello indicato nel comma 3 dell'art. 32 del Decreto Legge n. 78 del 2010 e nei quali almeno un partecipante deteneva quote per un ammontare superiore al 5%, di deliberare entro la data del 31 Dicembre 2011 la liquidazione del fondo (secondo la specifica procedura e il regime fiscale previsto dalla norma) e prelevare un'imposta sostitutiva del 7% sul valore netto del fondo risultante al 31 dicembre 2010. In quest'ultimo caso, viene prevista anche un'imposta sostitutiva annuale del 7% sui risultati conseguiti dal 1° Gennaio 2011 e fino alla conclusione della liquidazione (che deve essere conclusa nel termine massimo di cinque anni);

(iii) introduce un regime per attenuare fenomeni di doppia imposizione rispetto alle predette imposte sostitutive;

(iv) prevede l'abrogazione del regime di esenzione da ritenuta alla fonte del 20% per i proventi dei fondi distribuiti ai così detti soggetti "white list" (nei confronti dei quali quindi troveranno applicazione le regole ordinarie). Per tali soggetti esteri (residenti in un paese "white list") sarà comunque possibile applicare, ove più favorevole, l'aliquota prevista dalla relativa Convenzione contro le doppie imposizioni, una volta acquisita, da parte della SGR, idonea documentazione. Il regime di esenzione da ritenuta viene confermato, invece, a determinate condizioni, per i proventi percepiti da fondi pensione ed OICR esteri istituiti in Stati o territori inclusi nella c.d. "white list", nonché da enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e da banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato.

Va infine sottolineato che il provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate attuativo delle disposizioni di riforma previste, a tutt'oggi, non è stato ancora emanato; da ciò consegue che le effettive implicazioni della riforma in commento, sotto il profilo fiscale del Fondo (e della SGR) potranno essere valutate soltanto allorquando sarà varato il provvedimento attuativo in questione.

Si evidenzia che il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di discostarsi dalla stima degli Esperti Indipendenti relativamente alla valutazione del complesso turistico alberghiero "Forte Village Resort", sito in S. Margherita di Pula (CA).

Tale investimento ha la caratteristica di essere stato effettuato coinvolgendo più fondi gestiti dalla SGR e, quindi, è sottoposto alla valutazione degli Esperti Indipendenti di ciascun Fondo. Poiché non si è ritenuto opportuno proporre per i singoli fondi, valori di mercato differenti per il medesimo *asset*, si è valutata la possibilità di individuare un valore "unico" di riferimento e si è utilizzata la media aritmetica dei valori stimati da ciascun Esperto Indipendente dei Fondi interessati nel coinvestimento.

Tale scelta è coerente con quanto già stabilito in occasione di precedenti valutazioni dell'immobile, quando per tutti i fondi coinvolti, il Consiglio di Amministrazione della SGR si è discostato dalla valutazione dell'Esperto Indipendente del Fondo utilizzando come valore "unico" di riferimento la media aritmetica.

Ai sensi del vigente Regolamento (paragrafo 14.1.B), al momento della liquidazione del Fondo, qualora se ne verificassero le condizioni, alla società di gestione spetterà una commissione variabile finale.

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

- a) il tasso interno di rendimento obiettivo del Fondo, pari al 5% annuo (tasso *benchmark*);
- b) il risultato complessivo del Fondo, dato dalla sommatoria dell'ammontare dell'attivo netto del Fondo liquidato e dei proventi distribuiti e dei rimborsi parziali pro-quota eventualmente effettuati nel corso del tempo, capitalizzati secondo il regime di capitalizzazione composta al tasso *benchmark*;
- c) il valore iniziale del Fondo, anch'esso capitalizzato al tasso *benchmark*;
- d) il rendimento complessivo in eccesso del Fondo, ossia la differenza tra il risultato complessivo del Fondo e il valore iniziale del Fondo, come sopra definiti.

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

L'importo della commissione variabile finale, che potrebbe risultare anche significativo, dipenderà sia dai risultati che il Fondo potrà ottenere nel corso della sua durata e sia dell'effettivo valore di liquidazione finale che dipenderà in massima parte dall'andamento del mercato immobiliare.

Il Fondo non ha stipulato finanziamenti per operazioni di rimborso anticipato delle quote.

Nel periodo di riferimento della presente Relazione non sono state effettuate operazioni immobiliari con soci della SGR, con soggetti appartenenti al gruppo di questi ultimi o società facenti parte del gruppo della SGR.

Non ci sono state utilità a favore della SGR oltre a quelle relative alle commissioni di gestione (es.: *soft commission*).

La presente Relazione si compone complessivamente di n. 40 pagine, oltre all'elenco, in ordine decrescente di valore, dei beni di cui all'art. 4, comma 2 del Decreto Ministeriale n. 228/1999, redatto ai sensi dell'art. 75 comma 1, lettera b del Regolamento CONSOB n. 16190 del 29/10/2007 ("Regolamento Intermediari"), nonché all'estratto della relazione di stima degli Esperti Indipendenti.

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

Avv. Paolo Crescimbeni

SITUAZIONE PATRIMONIALE

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO DELTA IMMOBILIARE al 30/06/11				
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso				
STATO PATRIMONIALE				
	Situazione al 30/06/11		Situazione al 31/12/10	
ATTIVITA'	Valore complessivo	% attivo	Valore complessivo	% attivo
A. A. STRUMENTI FINANZIARI	7.911	0,00%	6.401	0,00%
Strumenti finanziari non quotati	6.401	0,00%	6.401	0,00%
A1. Partecipazioni di controllo	-	0,00%	-	0,00%
A2. Partecipazioni non di controllo	6.401	0,00%	6.401	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	1.510	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	1.510	0,00%	-	0,00%
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	349.831.000	95,94%	365.885.176	97,06%
B1. Immobili dati in locazione	349.831.000	95,94%	350.385.176	92,95%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	0,00%	-	0,00%
B3. Altri immobili	-	0,00%	15.500.000	4,11%
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	496	0,00%	57	0,00%
D1. a vista	496	0,00%	57	0,00%
D2. altri	-	0,00%	-	0,00%
E. ALTRI BENI	-	0,00%	-	0,00%
E1. Altri beni	-	0,00%	-	0,00%
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	11.453.035	3,14%	4.983.949	1,32%
F1. Liquidità disponibile	11.453.035	3,14%	4.983.949	1,32%
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'	3.346.853	0,92%	6.087.399	1,62%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	0,00%	-	0,00%
G2. Ratei e risconti attivi	316.167	0,09%	319.691	0,08%
G3. Risparmio di imposta	-	0,00%	-	0,00%
G4. Altre	22.092	0,01%	48.787	0,01%
G5. Credito Iva	-	0,00%	2.720.802	0,72%
G6. Crediti verso i locatari	3.008.594	0,82%	2.998.119	0,81%
crediti lordi	3.017.806	0,82%	2.998.119	0,81%
fondo svalutazione crediti	- 9.212	0,00%	-	0,00%
TOTALE ATTIVITA'	364.639.295	100,00%	376.962.982	100,00%

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO DELTA IMMOBILIARE al 30/06/11				
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso				
STATO PATRIMONIALE				
	Situazione al 30/06/11		Situazione al 31/12/10	
PASSIVITA' E NETTO	Valore complessivo	% passivo	Valore complessivo	% passivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	150.030.770	99,00%	166.077.931	97,75%
H1. Finanziamenti ipotecari	150.030.770	99,00%	161.927.903	95,31%
H2. Pronti contro termine passivi e op. assimilate	-	0,00%	-	0,00%
H3. Altri	-	0,00%	4.150.028	2,44%
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-	0,00%	-	0,00%
I1. Opzioni, premi o altri strum. Fin. Derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
I2. Opzioni, premi o altri strumenti fin. Derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	-	0,00%	-	0,00%
L1. Proventi da distribuire	-	0,00%	-	0,00%
L2. Altri debiti verso i partecipanti	-	0,00%	-	0,00%
M. ALTRE PASSIVITA'	1.511.976	1,00%	3.819.599	2,25%
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	83.196	0,05%	119.675	0,07%
M2. Debiti di imposta	408.481	0,27%	-	0,00%
M3. Ratei e risconti passivi	745.389	0,49%	625.394	0,37%
M4. Altre	274.910	0,19%	2.324.530	1,37%
M5. Fondo Svalutazione Partecipazioni	-	0,00%	-	0,00%
M6. Debiti per cauzioni ricevute	-	0,00%	750.000	0,44%
TOTALE PASSIVITA'	151.542.746	100,00%	169.897.530	100,00%
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	213.096.549		207.065.452	
Numero complessivo delle quote in circolazione	2.105.323		2.105.323	
Valore unitario delle quote	101,218		98,353	
Proventi distribuiti per quota	0,000		0,000	
Rimborsi distribuiti per quota	0,000		0,000	

SEZIONE REDDITUALE

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO DELTA IMMOBILIARE al 30/06/11				
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso				
SEZIONE REDDITUALE				
	Situazione al 30/06/11		Situazione al 31/12/10	
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	- 1.021.268		- 2.373.168	
A4.1 di copertura	- 1.021.268		- 2.373.168	
A4.2 non di copertura	-		-	
Risultato gestione strumenti finanziari (A)		- 1.021.268		- 2.373.168
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE ALTRI PROVENTI	12.568.405		20.097.514	
B1.a canoni di locazione	12.365.224		19.877.121	
B1.b altri proventi	203.181		220.393	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-		-	
B3. PLUS/MINUSVALENZE	- 554.176		6.721.009	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	- 316.417		- 603.488	
B4.a oneri non ripetibili	- 113.236		- 383.095	
B4.b oneri ripetibili	- 203.181		- 220.393	
B4.c interessi su depositi cauzionali	-		-	
B4.d altri oneri gestione immobiliare	-		-	
B5. AMMORTAMENTI	-		-	
B6. SPESE ICI	- 538.167		- 858.156	
Risultato gestione beni immobili (B)		11.159.645		25.356.879
C. CREDITI				
C1. interessi attivi e proventi assimilati	-		-	
C2. incrementi/decrementi di valore	- 9.212		-	
Risultato gestione crediti (C)		- 9.212		-
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. interessi attivi e proventi assimilati	483		532	
Risultato gestione depositi bancari (D)		483		532
E. ALTRI BENI (da specificare)				
E1. Proventi	-		-	
E2. Utile/perdita da realizzi	-		-	
E3. Plusvalenze/minusvalenze	100		- 132.997	
Risultato gestione altri beni (E)		100		- 132.997
Risultato Gestione Investimenti (A+B+C+D+E)		10.129.748		22.851.246

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO DELTA IMMOBILIARE al 30/06/11				
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso				
SEZIONE REDDITUALE				
		Situazione al 30/06/11		Situazione al 31/12/10
F.	RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI			
F1.	OPERAZIONI DI COPERTURA	-	-	-
F1.1	Risultati realizzati	-	-	-
F1.2	Risultati non realizzati	-	-	-
F2.	OPERAZIONI NON DI COPERTURA	-	-	-
F2.1	Risultati realizzati	-	-	-
F2.2	Risultati non realizzati	-	-	-
F3.	LIQUIDITA'	-	-	-
F3.1	Risultati realizzati	-	-	-
F3.2	Risultati non realizzati	-	-	-
	Risultato gestione cambi (F)		-	-
G.	ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE			
G1.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PCT E ASSIMILATE	-	-	-
G2.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI	-	-	-
	Risultato altre operazioni di gestione (G)		-	-
Risultato Lordo della Gestione Caratteristica (RGI + F + G)			10.129.748	22.851.246
H.	ONERI FINANZIARI			
H1.	INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	- 2.182.530	- 3.163.845	
H1.1	su finanziamenti ipotecari	- 2.162.873	- 3.163.845	
H1.2	su altri finanziamenti	- 19.657	-	
H2.	ALTRI ONERI FINANZIARI	- 200.203	- 1.642.490	
	Oneri finanziari (H)		- 2.382.733	- 4.806.335
Risultato Netto della Gestione Caratteristica (RLGC + H)			7.747.015	18.044.911
I.	ONERI DI GESTIONE			
I1.	Provvigione di gestione SGR	- 1.337.020	- 2.612.621	
I2.	Commissioni banca depositaria	- 32.486	- 63.544	
I3.	Oneri per esperti indipendenti	- 39.000	- 109.000	
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	- 10.030	- 17.850	
I5.	Altri oneri di gestione	- 336.308	- 1.168.713	
I6.	Spese di quotazione	- 18.800	- 37.600	
	Totale oneri di gestione (I)		- 1.773.644	- 4.009.328
L.	ALTRI RICAVI ED ONERI			
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	37.191	25.791	
L2.	Altri ricavi	34.154	14.510	
L3.	Altri oneri	- 13.619	- 95.114	
	Totale altri ricavi ed oneri (L)		57.726	- 54.813
Risultato della Gestione Prima delle Imposte (RNGC + I + L)			6.031.097	13.980.770
M.	IMPOSTE			
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-	-	
M2.	Risparmio d'imposta	-	-	
M3.	Altre imposte	-	-	
	Totale imposte (M)		-	-
Utile/perdita dell'esercizio (RGPI + M)			6.031.097	13.980.770

ELENCO DEI BENI IMMOBILIARI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO AL 30.06.2010															
N	Descrizione	Ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno/Epoca di costruzione	Superficie lorda (mq)	Superficie utile locabile (mq)	Superficie locata (mq)	Redditività dei beni locati Canone/indennità al 30/06/2011	Canone/indennità competenza 30/06/2011	Canone annuo medio per mq	Tipologia di contratto/ Titolo occupazione prevalente	Range scadenza contratto***	Tipologia conduttore	Costo storico	Ipoteche
1	Serena Majestic Hotel & Residence	Montesilvano - Viale Carlo Maresca Civ. 12 Sc. Liv. T Int.	Alberghiera	1963	28.823	28.823	28.823	2.248.600	1.117.945	78,01	Affitto	Tra 1.1.2017 e 31.12.2018	Impresa Commerciale	33.287.741	11.779.050 **
2	Serene Village	Marina di Cutro - Strada Statale 106 Al Km 219 Civ. Snc Sc. Liv. T Int.	Alberghiera	1998	18.884	18.884	18.884	2.669.821	1.327.365	141,38	Affitto	Tra 1.1.2017 e 31.12.2018	Impresa Commerciale	40.395.861	11.779.050 **
3	Calaserena Village	Maracalagonis - Viale Leonardo Da Vinci Civ. Snc Sc. Liv. T Int.	Alberghiera	1991	12.404	12.404	12.404	2.400.005	1.193.220	193,49	Affitto	Tra 1.1.2017 e 31.12.2018	Impresa Commerciale	35.584.601	11.779.050 **
4	Forte Village	S. Margherita di Pula - Località Santa Margherita Di Pula Civ. Snc Sc. Liv. Int.	Alberghiera	1968	32.500	32.500	32.500	6.500.000 *	3.250.000	200,00	Affitto	Tra 1.1.2015 e 31.12.2016	Impresa Commerciale	119.136.699	61.181.688 **
5	Via Quaranta	Milano - Via Quaranta, 40	Uffici	2009	11.321	7.845	7.845	1.191.211	595.606	151,84	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	16.689.896	2.281.796
6	Multisala Salerno	Salerno - Via Antonio Bandiera	Multisala cinematografica	2002	29.898	8.444	8.444	1.102.490	553.827	130,56	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	14.782.860	28.442.000 **
7	Multisala Torino	Torino - San Michelangelo Garove, 24	Multisala cinematografica	2002	17.905	6.910	6.910	883.412	375.502	127,85	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	11.845.260	28.442.000 **
8	Multisala Livorno	Livorno - Via Bacchelli	Multisala cinematografica	2001	21.026	8.588	8.588	747.502	756.568	87,04	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	10.023.540	28.442.000 **
9	Multisala Vicenza	Torri di Quartesolo - Via Brescia, 13	Multisala cinematografica	1997	21.457	8.681	8.681	760.688	382.125	87,63	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	10.209.390	28.442.000 **
10	Multisala Bologna	Bologna - Viale Europa, 5	Multisala cinematografica	1999	21.093	7.536	7.536	1.465.591	736.228	194,48	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	19.651.320	28.442.000 **
11	Multisala Treviso	Silea (TV) - Via Silea 8	Multisala cinematografica	2000	20.693	11.431	11.431	1.717.000	858.500	150,21	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	21.624.000	46.346.236 **
12	Multisala Padova	Limena (PD) - Via Breda 15	Multisala cinematografica	2005	38.055	17.132	17.132	1.721.000	860.500	100,46	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	21.675.000	46.346.236 **
13	Multisala Parma	Parma - Via Usberti	Multisala cinematografica	2008	27.659	11.614	11.614	1.275.000	637.500	109,78	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	16.034.400	46.346.236 **
Totali					301.718	180.791	180.791	24.682.320	12.644.882,86					370.940.568	

(*) Canone relativo alla quota del 50% di proprietà del Fondo.

(**) Gli importi si riferiscono al debito residuo sul finanziamento contratto, allocato per singolo immobile.

Prospetto dei beni immobili conferiti, acquistati e ceduti dal Fondo

Data	Immobile ceduto	Oggetto	Importo (Euro)	Controparte	Gruppo di Appartenenza
19/05/2011	Grand Hotel Ambasciatori	Bari, Via Omodeo n. 51	15.500.000	Ambasciatori Immobiliare S.r.l.	FIMCO S.p.A.
Totale			15.500.000		

Prospetto dei cespiti disinvestiti

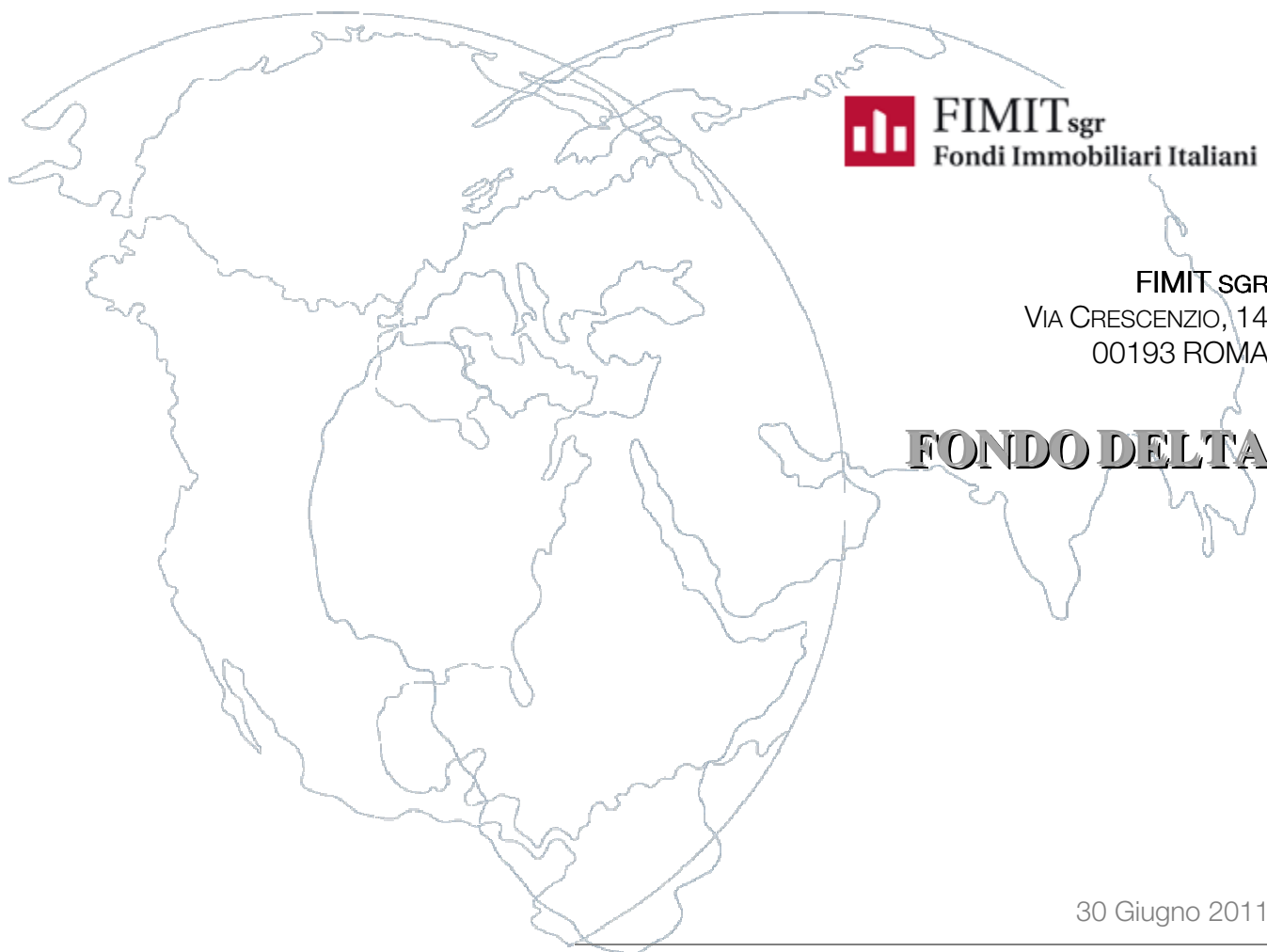
Cespiti disinvestiti	Quantità mq	Acquisto		Ultima Valutazione	Realizzo		Proventi generati C	Oneri sostenuti D	Risultato dell'investimento A-B+C-D
		Data	Valore B		Data	Ricavo di vendita A			
GRAND HOTEL AMBASCIATORI - BARI, VIA OMODEO	28.310	19/03/2008	13.368.126	15.500.000	19/05/2011	15.500.000	269.752	1.101.883	1.299.742
			13.368.126	15.500.000		15.500.000	269.752	1.101.883	1.299.742

Elenco dei beni di cui all art. 4, comma 2 del Decreto Ministeriale n. 228/1999

Categoria	Bene	Localizzazione
d	Complesso alberghiero "Forte Village Resort"	Santa Margherita di Pula
d	Complesso alberghiero "Serenè Village"	Marina di Cutro
d	Complesso alberghiero "Calaserena Village"	Maracalagonis
d	Complesso alberghiero "Serena Majestic Hotel & Residence"	Montesilvano
d	Multisala cinematografica "Padova"	Limena
d	Multisala cinematografica "Treviso"	Silea
d	Multisala cinematografica "Bologna"	Bologna
d	Multisala cinematografica "Parma"	Parma
d	Via Quaranta	Milano
d	Multisala cinematografica "Salerno"	Salerno
d	Multisala cinematografica "Torino"	Torino
d	Multisala cinematografica "Vicenza"	Torri di Quartesolo
d	Multisala cinematografica "Livorno"	Livorno
b	Quote della Società Consortile "Parco Commerciale Dora"	
c	Depositi bancari	

Legenda

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



 **FIMIT**_{sgr}
Fondi Immobiliari Italiani

FIMIT SGR
VIA CRESCENZIO, 14
00193 ROMA

FONDO DELTA

30 Giugno 2011

Privato e Confidenziale



SOMMARIO

1	Premessa	2
2	Data della Valutazione, sopralluogo dell'immobile.	2
3	Indipendenza del valutatore ed esclusione di conflitto di interessi	2
4	Scopo della valutazione	3
5	Base della Valutazione	3
6	Metodologia e approccio	4
7	Limiti della presente valutazione	5
8	Valutazione	6
8.1	Metodo dei flussi di cassa attualizzati	6
8.2	Ricavi	6
8.3	Canone di Mercato Stimato	6
8.4	Tasso di Capitalizzazione	6
8.5	Flussi di Cassa in Uscita	7
8.6	Tasso di Sconto	7
9	Valore di Mercato	8
10	Confidenzialità e raccomandazioni	8

30 Giugno 2011

1 Premessa

DTZ Italia S.p.A. ha ricevuto da FIMIT S.G.R. – Fondi Immobiliari Italiani (il Committente), l'incarico di effettuare la valutazione per il Fondo Comune di Investimento Immobiliare "DELTA" aggiornata al 30 Giugno 2011 dei seguenti immobili:

PROVINCIA	COMUNE	LOCALITA'	IMMOBILE
CAGLIARI	PULA	SANTA MARHERITA DI PULA	FORTE VILLAGE RESORT
CROTONE	CUTRO	MARINELLA DI CUTRO	SERENE' VILLAGE
CAGLIARI	MARACALAGONIS	GEREMEAS	CALASERENA VILLAGE
PESCARA	MONTESILVANO	QUARTIERE GRANDI ALBERGHI	SERENA MAJESTIC
BARI	BARI	RIONE SAN PASQUALE	GRAND HOTEL AMBASCIATORI
MILANO	MILANO	VIA BERNARDO QUARANTA	GABETTY PROPERTY SOLUTIONS
SALERNO	SALERNO	QUARTIERE SAN LEONARDO	MEDUSA MULTICINEMA
LIVORNO	LIVORNO	PORTA A TERRA	MEDUSA MULTICINEMA
TORINO	TORINO	COMPRESORIO SPINA 3	MEDUSA MULTICINEMA
BOLOGNA	BOLOGNA	FIERA	MEDUSA MULTICINEMA
VICENZA	TORRI DI QUARTESOLO	AREA COMMERCIALE "LE PIRAMIDI"	MEDUSA MULTICINEMA
TREVISIO	SILEA	Cinecity-Treviso Silea	MEDUSA MULTICINEMA
PADOVA	LIMENA	Cinecity	MEDUSA MULTICINEMA
PARMA	PARMA	Cinecity - Parma	MEDUSA MULTICINEMA

**Il Grand Hotel Ambasciatori ubicato a Bari non fa più parte del Patrimonio Immobiliare del Fondo DELTA al 30 giugno 2011, essendo stato alienato il 19 maggio 2011.*

2 Data della Valutazione, sopralluogo dell'immobile.

La valutazione si riferisce al giorno 30 Giugno 2011.

3 Indipendenza del valutatore ed esclusione di conflitto di interessi

Si conferma inoltre che DTZ Italia S.p.A., in qualità di Esperto Indipendente del Fondo DELTA, è stata coinvolta anteriormente nella valutazione degli immobili in oggetto, tuttavia non si ritiene che esistano conflitti di interesse nel fornire la consulenza richiesta.

4 Scopo della valutazione

Scopo della presente valutazione è la determinazione del valore di mercato del portafoglio immobiliare facente parte del FONDO DELTA alla data del 30 giugno 2011, sulla base delle assunzioni di seguito dettagliate.

DTZ Italia S.p.A. in qualità di Esperto Indipendente ha svolto la valutazione dell'immobile in oggetto, su richiesta del Committente, per quanto previsto dal Provvedimento di Banca d'Italia del 14 Aprile 2005. DTZ Italia S.p.A. autorizza il Committente a riprodurre il presente rapporto, o parte di esso, e di riferirne i contenuti a terzi, ma non accetta nessuna responsabilità nei confronti di terze parti in relazione ai contenuti del presente rapporto di valutazione sia nella sua interezza che per porzioni dello stesso.

5 Base della Valutazione

È stata richiesta una valutazione basata sul valore di mercato dell'immobile.

Per valore di mercato si intende il miglior prezzo al quale la vendita di un bene immobile potrà ragionevolmente ritenersi come incondizionatamente conclusa, contro corrispettivo in denaro, alla data della valutazione, presupponendo:

- che la parte venditrice abbia la reale intenzione di alienare i beni;
- che ci sia un ragionevole periodo di tempo (considerando la tipologia del bene e la situazione del mercato) per effettuare una adeguata commercializzazione, concordare il prezzo e le condizioni di vendita per portare a termine la vendita;
- che il trend di mercato, il livello di valore e le altre condizioni economiche alla data di stipula del preliminare del contratto di compravendita siano identici a quelli esistenti alla data della valutazione;
- che eventuali offerte da parte di acquirenti per i quali la proprietà abbia caratteristiche tali da farla considerare come "fuori mercato" non vengano prese in considerazione.

La nostra valutazione è soggetta a quanto enunciato nel presente rapporto.

6 Metodologia e approccio

Criteria di Valutazione

La valutazione delle proprietà in oggetto sarà svolta sulla base dei criteri di valutazione comunemente utilizzati e accettati.

- Metodo Comparativo (o del Mercato): si basa sul confronto fra la Proprietà e altri beni con essa comparabili, recentemente compravenduti o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali.
- Metodo della capitalizzazione diretta: si basa sulla premessa che il valore di mercato della proprietà venga determinato dall'aspettativa dei rendimenti futuri. Il metodo richiede la stima del canone di locazione annuale della proprietà, che una volta capitalizzato al tasso che riflette l'aspettativa dell'investitore determina il valore dell'immobile.
- Metodo Reddittuale dei Flussi di Cassa Attualizzati (DCF): basato sull'attualizzazione (per un periodo di diverse annualità) dei futuri redditi netti derivanti dalla locazione dell'immobile. Alla fine di tale periodo abbiamo capitalizzato il reddito netto a regime. I flussi di cassa (ricavi-costi) sono stati considerati a moneta corrente.
- Metodo della Trasformazione: si basa sull'attualizzazione, alla data di stima, dei flussi di cassa generati durante il periodo nel quale si effettua l'operazione immobiliare; essendo i flussi di cassa il risultato della differenza tra ricavi e costi, più sinteticamente il Valore di Mercato determinato con il Metodo della Trasformazione si può definire come la differenza tra il Valore di Mercato della proprietà trasformata ed i costi sostenuti per la trasformazione. Ricavi e costi sono a valori costanti, posizionati nei momenti in cui si verificano e scontati all'attualità con un opportuno tasso di sconto; affinché il Valore determinato con il Metodo della Trasformazione si possa identificare con il suo Valore di mercato, occorre che l'operazione economica legata alla trasformazione faccia riferimento ad un imprenditore "ordinario". E' "ordinario" l'imprenditore di buone capacità tecniche ed organizzative, ossia quello che produce un dato bene ad un costo molto prossimo a quello che la maggioranza degli imprenditori sosterrrebbe per produrlo; qualunque tipo di trasformazione che non fosse "ordinaria", lascerebbe spazio ad extra profitto, sia positivi che negativi; il valore di trasformazione dell'area basato sul concetto di "ordinarietà" dell'imprenditore rappresenta pertanto il suo valore di mercato.

I metodi di valutazione di cui sopra sono stati utilizzati singolarmente e combinati l'uno con l'altro ogni qualvolta le condizioni lo hanno reso necessario.

7 Limiti della presente valutazione

La presente relazione di stima è stata effettuata secondo le istruzioni ricevute, ciononostante vi sono alcuni limiti inerenti alla relazione stessa che è nostro preciso dovere segnalarvi, come qui di seguito riportato.

- A supporto della valutazione si è assunta la documentazione tecnica fornitaci dalla proprietà da cui in particolare abbiamo rilevato le consistenze edilizie e la destinazione urbanistica dell'area in esame, senza effettuare alcuna ulteriore verifica.
- Non sono state effettuate verifiche della struttura.
- Nessun aspetto legale, fiscale o finanziario è stato preso in considerazione fatto salvo quanto specificatamente illustrato nelle seguenti pagine.
- Le indicazioni delle indagini di mercato da noi effettuate sul locale mercato immobiliare sono a nostro parere rappresentative della situazione di mercato alla data della presente valutazione.
- Ciononostante, non possiamo escludere che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta propri di alcune delle attività esaminate e tali da modificare, ma non sensibilmente, l'adozione dei singoli parametri unitari da noi scelti ed adottati come riferimento.
- Il computo delle superfici e tutti i dati relativi alle consistenze sono stati desunti dalla documentazione fornitaci dalla committenza. Non abbiamo proceduto ad alcuna verifica degli elaborati, neppure tramite misurazione per campione della proprietà in questione.
- Si precisa che, in conformità all'incarico affidatoci non abbiamo effettuato alcuna autonoma verifica circa i titoli di proprietà, servitù, vincoli, ipoteche, verifica delle strutture, autorizzazioni relative a concessioni edilizie, condoni, VVFF, Ufficio d'Igiene, né alcuna indagine presso gli enti competenti e che, pertanto, DTZ Italia non si assume alcuna responsabilità né fornisce alcuna garanzia espressa o sottintesa, circa la completezza, veridicità e correttezza delle informazioni ricevute, sia scritte che verbali.
- La valutazione ha presupposto che i beni siano pienamente conformi alle legislazioni vigenti (regolarità edilizia, sicurezza e prevenzione incendi), fatto salvo nei casi espressamente indicati dalla committenza.
- Non sono state considerate le eventuali passività ambientali gravanti sulla Proprietà. Per "passività ambientali" si intende tutti i costi da sostenere sia per evitare danni all'ambiente, sia per sanare situazioni non conformi a quanto prescritto dalle vigenti normative in materia ambientale.
- I valori espressi non comprendono l'IVA.

8 Valutazione

8.1 Metodo dei flussi di cassa attualizzati

L'adozione di un approccio reddituale come base della valutazione di immobili/unità terziarie e/o commerciali risulta una metodologia diffusa e ampiamente riconosciuta nel settore; siamo dell'opinione che tale approccio sia il più adeguato per la valutazione del portafoglio immobiliare in oggetto.

La scelta di tale approccio è basata sull'assunzione che il valore di mercato dell'unità sia espresso dal valore attuale dei flussi di cassa netti attesi dall'investimento immobiliare, generati dai redditi attesi dalla locazione dell'immobile al netto dei costi necessari a carico della proprietà per la gestione e l'amministrazione dello stesso. Il valore di mercato dell'immobile oggetto della valutazione è stato stimato mediante la costruzione di un modello Discounted Cash Flow (DCF), basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa netti annui attesi dall'investimento immobiliare, su un ipotetico orizzonte temporale di 10 / 15 anni. Tali flussi di cassa attesi sono scontati su base annua, assumendo che siano percepiti a metà di ciascuna annualità. Al termine dell'orizzonte temporale decennale, il flusso di cassa netto dell'ultimo anno è stato capitalizzato a un tasso, ottenendo un valore di uscita dall'investimento, da attualizzare anch'esso alla data della valutazione. Di seguito sono forniti dettagli sui flussi di cassa in entrata e in uscita che contribuiscono alla determinazione dei flussi di cassa netti attesi, oltre che sul tasso di sconto utilizzato ai fini della presente valutazione:

8.2 Ricavi

Al fine di determinare il canone complessivo del Fondo, si è tenuto in considerazione la situazione locativa e l'ammontare del canone di locazione sostenuto dalle società e/o conduttori, fornito dalla Proprietà.

8.3 Canone di Mercato Stimato

Il Canone di Mercato Stimato è stato considerato allo scadere del contratto di locazione in essere ed è stato determinato sulla base di un contratto standard 6 anni + 6 anni o eventualmente 9 anni + 9 anni. Abbiamo assunto una crescita dei canoni di locazione di mercato (*Stimati*) in misura pari al 100% dell'inflazione annua attesa, e una crescita annua del canone di locazione in essere, dalla data della stipula, in misura pari al 75% dell'inflazione annua.

8.4 Tasso di Capitalizzazione

Il valore finale dell'immobile è stato ottenuto capitalizzando l'ultimo flusso di cassa netto ad un tasso che riflette il rendimento netto richiesto da un investitore in considerazione della tipologia dell'investimento e delle caratteristiche dell'immobile in oggetto (età, ubicazione, destinazione d'uso e situazione locativa).

8.5 Flussi di Cassa in Uscita

COSTI DI AGENZIA	Abbiamo stimato tale costo in misura pari al 10,0% sul valore della prima annualità in cui il nuovo contratto è stipulato.
ICI	Il valore è stato fornito dalla Proprietà
ASSICURAZIONE	Il valore è stato calcolato sulla base dei dati forniti dalla Proprietà, abbiamo assunto che tale valore cresca negli anni in linea con l'inflazione annua attesa.
RISERVE SULLA MANUTENZIONE STRAORDINARIA	Abbiamo assunto riserve per manutenzione straordinaria pari al 1,00 % del costo di ricostruzione stimato per il complesso immobiliare in oggetto. Abbiamo assunto che tale valore cresca negli anni in linea con l'inflazione annua attesa.
COSTI DI COMMERCIALIZZAZIONE	Abbiamo stimato tali costi in misura pari al 2,0% sul valore dell'uscita dall'investimento.
COSTI DI RISTRUTTURAZIONE (CAPEX)	I costi di ristrutturazione sono stati considerati se necessari in base al sopralluogo effettuato e eventualmente una volta scaduto il contratto prima della rinegoziazione.
AMMINISTRAZIONE	E' stata considerata di importo annuale pari ad una % sul ricavo lordo annuo. Abbiamo assunto che tale valore cresca negli anni in linea con l'inflazione annua attesa.

8.6 Tasso di Sconto

Il tasso di sconto utilizzato per la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa netti attesi dall'investimento sull'orizzonte temporale tiene in considerazione l'andamento dei rendimenti di mercato e dell'inflazione attesa. Tale tasso è stato stimato riflettendo un rapporto di leva finanziaria del 40% per i mezzi propri e del 60% per i mezzi di terzi (banche).

Nel calcolo dei rendimenti dei mezzi propri è stato considerato un tasso "risk-free" (rendimento dei buoni del tesoro poliennali decennali), ed un opportuno premio per il rischio stimato sulla base delle caratteristiche specifiche dell'investimento, in particolare in termini di ubicazione, destinazione d'uso e situazione locativa dell'immobile in oggetto, nonché un premio per l'illiquidità. Per quanto riguarda i mezzi terzi, relativi all'indebitamento con le banche finanziatrici, abbiamo considerato come struttura l'EURIBOR a 6 mesi più un premio per il rischio in riferimento al settore e all'uso dell'immobile.

9 Valore di Mercato

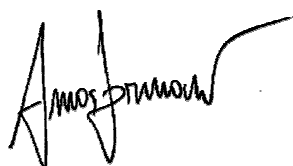
Sulla base delle analisi svolte e delle assunzioni espresse nella presente lettera, si ritiene equo stimare il valore di mercato del portafoglio immobiliare oggetto di valutazione, in data 30 Giugno 2011, pari a:

VALORE DI MERCATO IMMOBILI DI PROPRIETÀ DEL FONDO DELTA	€ 348.000.000,00 (TRECENTO QUARANTOTTO MILIONI DI EURO)
--	---

10 Confidenzialità e raccomandazioni

La valutazione si riferisce alla data 30 Giugno 2011. Le informazioni contenute in questo rapporto di valutazione sono da considerarsi riservate e destinate alla Committente sopra indicato. DTZ Italia S.p.A. autorizza il Committente a riprodurre questo rendiconto, o parte di esso, ovvero riferirlo a terze parti, tuttavia DTZ Italia S.p.A. non si assume alcuna responsabilità nei confronti di qualsiasi altro soggetto a cui venga mostrato e/o trasmesso questo rapporto nella sua interezza o in alcune parti.

Raccomandiamo al Committente, prima che qualsiasi transazione finanziaria venisse intrapresa basandosi sulla presente valutazione e sulle considerazioni contenute nel presente rendiconto, di ottenere la verifica delle informazioni forniteci per lo svolgimento la valutazione, e dunque sulla validità delle assunzioni considerate.



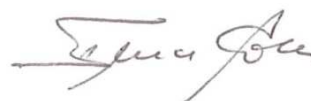
Amos Sormani MRICS
Director
Advisory & Valuations
DTZ Italia S.p.A.



Arch. Maria Pia Forgiore MRICS
Associate Director
Advisory & Valuations
DTZ Italia S.p.A.



Arch. Cristina Pisanello
Senior Surveyor
Advisory & Valuations
DTZ Italia S.p.A.



Arch. Enrico Rocca
Membro del Consiglio di Amministrazione
DTZ Italia S.p.A.