

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

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30/06/2013

Fondo**Delta**^δ



IDeA FIMIT_{sgr}

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

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

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

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

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

**Nota illustrativa alla
Relazione semestrale al 30 giugno 2013**

NOTA ILLUSTRATIVA	2
1. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE	2
2. DATI DESCRITTIVI DEL FONDO	13
A. IL FONDO DELTA IN SINTESI	13
B. ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA	15
C. ANDAMENTO DELLE QUOTAZIONI DI MERCATO NEL CORSO DEL SEMESTRE	16
D. LA CORPORATE GOVERNANCE	16
3. ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO E DELLE DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO	21
A. L'ATTIVITÀ DI GESTIONE	21
B. POLITICHE DI INVESTIMENTO E DISINVESTIMENTO	23
C. PARTECIPAZIONI	24
4. EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA VERIFICATISI NEL SEMESTRE	24
5. LINEE STRATEGICHE CHE SI INTENDONO ADOTTARE PER IL FUTURO	24
6. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE	25
7. LA GESTIONE FINANZIARIA	25
A. FINANZIAMENTI	25
B. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	27
8. ALTRE INFORMAZIONI	27

Nota Illustrativa

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

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

1. Andamento del Mercato Immobiliare**Lo scenario macroeconomico**

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

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

Crescita del PIL a livello mondiale
Variazioni percentuali

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

Fonte: FMI, World Economic Outlook - aggiornamento aprile 2013

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

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

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

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

Gli ultimi cinque anni hanno visto l'Italia perdere terreno rispetto agli altri principali paesi dell'Area Euro. Purtroppo la fase recessiva si protrae facendo rinviare le prospettive di ripresa, mentre continua ad allargarsi il differenziale di crescita attesa rispetto ai paesi del nord Europa. La crescita del Prodotto interno lordo attesa per fine anno per l'Italia è pari a -1,7%, che rappresenta una variazione implicita del -8,5% dal 2007. Questo risultato negativo è principalmente riconducibile alla riduzione degli investimenti privati (-8% nel 2012, -3,3% nel primo trimestre del 2013), sia a causa delle misure di austerità introdotte, sia a causa delle difficoltà di finanziamento degli investimenti.

I principali indicatori dell'economia reale continuano a peggiorare: la disoccupazione è ai massimi storici, a maggio era pari al 12,2%, e continua a ridurre il potere reale di acquisto delle famiglie, mentre la produzione industriale è in flessione di circa un quarto dal 2007. Non sembrano essere possibili inversioni di rotta senza riforme volte alla riduzione dell'imposizione fiscale e al sostegno dei prestiti alle imprese.

Il sistema creditizio continua a rappresentare il problema principale per l'economia italiana e per il proprio settore immobiliare. La flessione dell'offerta di credito da parte delle banche italiane è proseguita anche nel corso del 2013. Sebbene gli spread si siano allontanati dai livelli di allarme della scorsa estate, prosegue la difficoltà di raccolta delle banche sui mercati internazionali. L'offerta di

credito alle imprese continua a ridursi e lo stesso accade anche ai prestiti alle famiglie: i nuovi mutui erogati per l'acquisto dell'abitazione nel 2012 erano in riduzione di circa il 47% rispetto al 2011¹. Inoltre, i tassi bancari applicati ai prestiti restano superiori a quelli medi dell'Area Euro: di circa un punto percentuale per i prestiti alle imprese e di mezzo punto per i mutui alle famiglie.

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

Il mercato immobiliare europeo

Gli investimenti istituzionali diretti in immobili non residenziali in Europa nel primo trimestre del 2013 si sono attestati a 29,4 miliardi di euro registrando un aumento dell'11% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Sebbene il risultato sia positivo, il volume delle compravendite del primo trimestre è molto inferiore a quello registrato nel quarto trimestre del 2012 con un totale di 45,4 miliardi di euro di transazioni (+16% rispetto al quarto trimestre 2011 e +48% rispetto al trimestre precedente)². Per Germania e Norvegia il quarto trimestre 2012 costituisce il trimestre con il maggior volume di transazioni dal 2007.

Gli uffici hanno rappresentato la destinazione d'uso prevalente, con il 44% del totale; inoltre si registra un significativo aumento della destinazione d'uso industriale, pari a circa il 13% degli investimenti (che si confronta con una incidenza media storica dell'8%) con 3,7 miliardi di euro transati.

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

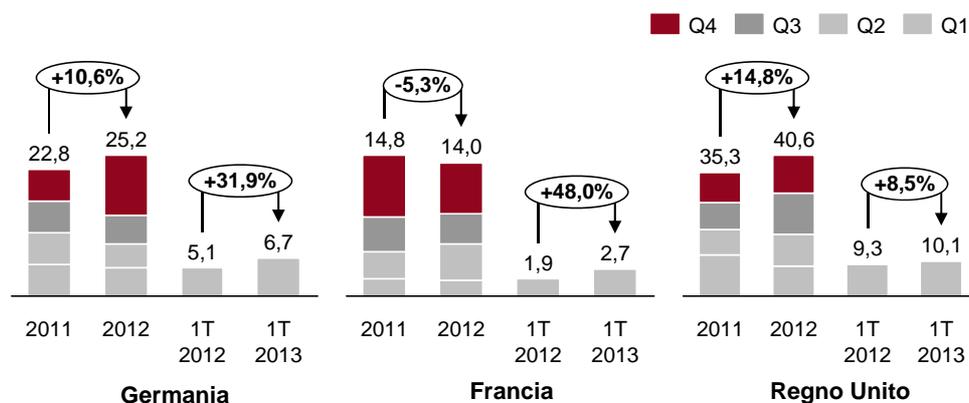
In particolare l'Irlanda ha registrato per il secondo trimestre consecutivo un aumento significativo del volume delle compravendite e, nei primi tre mesi del 2013, anche Spagna e Portogallo hanno mostrato un aumento importante rispetto al primo trimestre 2012. In Italia gli investimenti sono cresciuti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

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

¹Nomisma, VI Rapporto sulla finanza immobiliare 2013

²CBRE, European Investment Quarterly 4Q 2012

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



Fonte: CBRE

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

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

Il mercato immobiliare Italiano

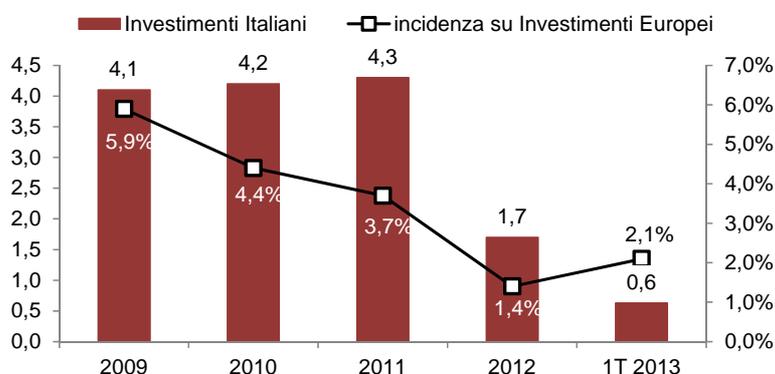
Nel 2012 il mercato italiano degli investimenti in immobili non residenziali non ha raggiunto il livello del primo semestre dell'anno precedente, attestandosi a 1,7³ miliardi di euro circa, mentre l'incidenza sul totale investito in Europa si riduce dal 3,6% all'1,4% (Figura 2). Nel quarto trimestre del 2012 soltanto 458 milioni di euro sono stati investiti. Questi dati rappresentano il peggior livello registrato in Italia negli ultimi dieci anni. Con circa 629⁴ milioni di euro di compravendite nel primo trimestre del 2013 l'Italia rappresenta poco più del 2% del mercato europeo. Pur se in leggero miglioramento, l'attività degli investimenti ha registrato una diminuzione rispetto alla media trimestrale degli ultimi tre anni del 36%, anche se in miglioramento rispetto al -60% del semestre scorso.

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

³Il volume totale degli investimenti non include alcune operazioni che non sono investimenti immobiliari in senso stretto. Tra queste troviamo l'acquisizione da parte di Qatar Holding di Smeralda, società proprietaria di hotel di lusso in Costa Smeralda per un valore di 600 milioni di euro e l'acquisizione per circa 490 milioni di euro da parte di Auchan della quota del 49% detenuta da Simon Property.

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

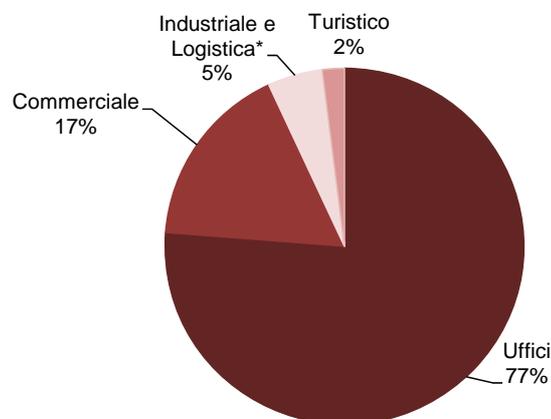
Figura 2 - Andamento delle compravendite non residenziali in Italia e dell'incidenza sul totale europeo (€miliardi, %)



Fonte: CBRE

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

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



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

Fonte: BNP RE

Per quanto concerne la distribuzione geografica delle compravendite nel primo trimestre 2013, Milano e Roma raccolgono circa l'89% degli scambi con quote rispettivamente del 39% e del 50%. Gli investitori sono sempre più interessati alla minimizzazione del rischio, per questo propendono per la tipologia di prodotto e per i mercati che possono garantire una maggiore liquidità⁵.

⁵ BNP RE, Investimenti in Italia 1Q 2013

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

Le transazioni registrate nel primo trimestre 2013 sono 13, con un valore medio delle stesse pari a circa 40 milioni di euro⁶. La transazione maggiore riguarda l'acquisizione del Four Seasons Hotel a Firenze per 163 milioni di euro da parte di Qatar Holding che prosegue con il suo piano di investimenti nel settore hotel di lusso in Italia, iniziato lo scorso anno con l'acquisizione di hotel in Costa Smeralda per 600 milioni di euro.

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

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

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

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

Parallelamente alle stime di crescita economica anche le stime sull'andamento dei prezzi continuano a ridursi, prospettando il concretizzarsi del *repricing* atteso dagli investitori. Nel 2012 la media dei prezzi delle tredici principali città italiane, si è ridotta del 4,2% per gli uffici e del 3,3% per i negozi.

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

⁷ Nota Trimestrale Agenzia del Territorio, I trimestre 2013

Nomisma prevede che nel 2013 i prezzi di uffici e negozi scenderanno ancora, rispettivamente del 5,2% e del 4,9%, contro la precedente stima dello scorso novembre del 4,7% e 4,1%.

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

Uffici

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

Il volume di investimenti immobiliari nel settore uffici realizzati da investitori istituzionali in Italia è stato pari a circa 400 milioni di euro, circa la metà del volume scambiato nel corso dell'intero anno 2012⁸.

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

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

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

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

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

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

L'effetto diretto del calo dell'assorbimento è un aumento del volume di sfitto dovuto al rilascio di spazi non più necessari da parte di società che stanno riducendo i loro occupati. Dall'altro, i due nuovi

⁸ BNP Paribas Real Estate, Investimenti in Italia Q1 2013

progetti arrivati sul mercato nel corso del trimestre erano quasi completamente sfitti. In particolare, l'immobile di Porta Nuova Varesine offre 60.000 mq di nuovi uffici in una zona in pieno sviluppo edilizio e ben collegata con i mezzi di trasporto pubblico (metro e linee ferroviarie) ma ad un prezzo al momento troppo elevato per la situazione di mercato.

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

Dopo un 2012 all'insegna di una bassa attività del mercato delle locazioni, il primo trimestre del 2013 ha fatto registrare un buon andamento del volume dell'assorbimento che si è attestato a circa 39.000 mq. Tuttavia, bisogna sottolineare che è stata contabilizzata la transazione di 28.000 mq della Provincia di Roma all'Europarco (l'immobile è passato da un fondo ad un altro gestito sempre da BNPP REIM). Pertanto, tolta questa transazione, l'attività del mercato romano risulta in linea con quanto osservato l'anno scorso. Il tasso di sfritto, invece, raggiunge il 6,9% dal 6,5% di fine 2012.

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

Il confronto con le principali città europee non presenta un quadro confortante. Infatti, con riferimento all'area CBD (Central Business District), ad eccezione di Madrid, dove si registra una riduzione degli investimenti del 92% negli ultimi dodici mesi conclusi a marzo 2013 rispetto all'anno precedente, i dati indicano performance migliori per Parigi, in crescita del 23%, Londra City in aumento del 23% e Berlino in aumento del 189%. A Milano con riferimento all'area CBD si registra un calo delle compravendite del 17% rispetto all'anno precedente¹⁰.

Commerciale

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

In termini di offerta, rallentano i progetti in costruzione (superficie maggiore di 10.000 mq di GLA, Gross Leasable Area) e per molti la data di consegna è posticipata di almeno 6 mesi rispetto alla data attesa all'inizio della costruzione. Nei primi tre mesi del 2013, con l'eccezione dell'inaugurazione della terza fase del Designer Outlet Castel Romano (Henderson GI), non risultano altre nuove aperture

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

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

rilevanti. Rispetto all'ultimo trimestre del 2012, i progetti in costruzione (considerando solo centri e parchi commerciali ed escludendo i parchi tematici e/o misti e/o polifunzionali) con GLA maggiore di 10.000 mq si confermano in linea con quelli registrati lo scorso trimestre, pari a 26, per una GLA complessiva di circa 800.000 mq, con consegna attesa nei prossimi tre anni. Di questi, su almeno 72.000 mq di GLA, l'attività di costruzione è rallentata in modo significativo negli ultimi mesi. Con molta probabilità subiranno ritardi sostanziali nella data di apertura rispetto alle attese iniziali, superiori ai 6 mesi. La distribuzione degli sviluppi in costruzione per tipologia riflette la distribuzione dello stock, con poco meno del 90% dei progetti rappresentata da centri commerciali.

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

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

Nel confronto sui volumi degli investimenti commerciali tra i principali paesi europei negli ultimi dodici mesi conclusi a marzo 2013, l'Italia presenta la performance peggiore dopo il Portogallo, con una variazione del -70% che si confronta con una variazione dell'11% del Regno Unito, del -12% della Germania e del +49% della Francia¹¹. Il segmento *retail* rappresenta la tipologia di investimento di maggior interesse per gli investitori internazionali ed è, di conseguenza, quella che ha maggiormente risentito dei timori legati al rischio paese in Italia.

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

Turistico - ricettivo

Il settore turistico nel 2012 ha fatto registrare una performance molto positiva, rappresentando circa il 16% del totale investimenti (aveva inciso solo per il 3% nel 2011) con un aumento da circa 175 milioni di euro nel 2011 a circa 270 milioni nel 2012¹². Il trend positivo prosegue anche nel 2013; nel primo trimestre si registrano due sole transazioni, il cui controvalore complessivo è pari a circa 170 milioni (quasi interamente riconducibili ad una sola delle due).

Probabilmente l'anno in corso continuerà ad essere positivo per questo settore, portando avanti l'andamento positivo iniziato già dalla seconda metà del 2011. La ripresa dovrebbe essere sostenuta dal miglioramento dei fondamentali di settore e dal progressivo interessamento che le SGR immobiliari stanno mostrando nei suoi confronti; durante lo scorso anno si segnalano infatti ben tre operazioni di acquisto da parte di società di gestione di fondi immobiliari (due concluse da Sorgente SGR ed una da Hines SGR) per un totale di circa 120 milioni di euro.

Inoltre, il settore continua ad attirare gli investimenti esteri, basti pensare che la più grande transazione dello scorso anno è stata la cessione di un complesso alberghiero in Costa Smeralda, acquistato dalla società Qatar Holding per un prezzo stimato di circa 600 milioni di euro. La maggiore

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

¹² BNP Paribas Real Estate, Investimenti in Italia Q3 2012

transazione del 2013 riguarda l'acquisizione del Four Seasons Hotel a Firenze per 163 milioni di euro, sempre da parte di Qatar Holding, che continua a proseguire con il suo piano di investimenti nel settore hotel di lusso in Italia.

Per il settore alberghiero si registra un rafforzamento della presenza nel mercato di operatori di medio-grandi dimensioni, soprattutto grandi catene internazionali (NH, Melià, Accor, Unione Alberghi Italiani e altri). L'ingresso di grandi operatori dovrebbe favorire, nel tempo, una maggiore condivisione del rischio tra investitori immobiliari e gestori, determinata dall'esigenza dei secondi di poter contare più su contratti di locazione a prevalente contenuto "variabile" in maniera da poter fare affidamento su una maggiore flessibilità della struttura dei costi nelle fasi di congiuntura negativa del settore, che risultano sempre più frequenti.

Inoltre, le recenti iniziative avviate dall'Agenzia del Demanio, che prevedono la valorizzazione degli edifici pubblici di pregio nei centri storici attraverso la riconversione in strutture ricettive, si presentano come un'opportunità interessante per attrarre i capitali degli investitori esteri.

Anche a livello europeo si registra un momento positivo per il settore turistico: nel primo trimestre del 2013 gli investimenti sono cresciuti del 26% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, collocandosi a 6,3 miliardi di euro (più degli investimenti *retail*). L'incidenza degli investimenti a destinazione d'uso turistico sul totale degli investimenti raggiunge livelli record nel primo trimestre 2013 in tutti e tre i mercati principali: 30% in Francia, 28% in Germania e 18% nel Regno Unito¹³.

Fondi immobiliari

I fondi immobiliari italiani alla fine dell'anno 2012 sono 358, e con circa 37 miliardi di euro rappresentano circa il 10,6% dei fondi immobiliari europei in termini di patrimonio netto¹⁴.

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

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

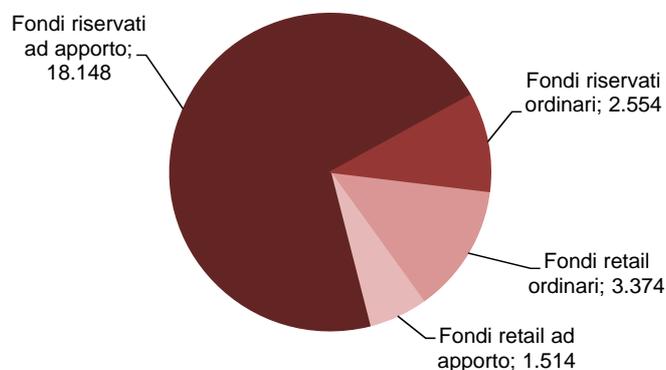
Nel corso del semestre sono stati istituiti 17 nuovi fondi, tutti destinati a investitori qualificati, di cui 9 costituiti mediante apporto misto, 5 mediante apporto privato ed i restanti ordinari.

¹³ BNP Paribas Real Estate, Investment in western Europe Q1 2013

¹⁴ Scenari Immobiliari, I fondi immobiliari in Italia e all'estero, Rapporto 2013

L'offerta del settore è costituita per l'81% da fondi riservati, che detengono un patrimonio di circa 21 miliardi di euro, e per il restante 19% dai fondi *retail*, ai quali spetta la gestione di un patrimonio di circa 5 miliardi di euro (Figura 4).

Figura 4 – Patrimonio gestito per le diverse tipologie di fondi immobiliari



Fonte: Assogestioni

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

A livello geografico il nord ovest (46%) e il centro (33%) sono le aree in cui si registrano i principali investimenti. Si rileva inoltre nel corso del semestre la crescita della percentuale investita nel nord est e all'estero. Al termine del secondo semestre del 2012 si rileva che il 75% dei fondi ha fatto ricorso alla leva per incrementare le attività investite; il grado di utilizzo della leva (ossia il rapporto tra quanto ciascun fondo si è indebitato e quanto avrebbe potuto indebitarsi) è costante al 66%¹⁵.

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

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

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

¹⁵ Assogestioni, Rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2012

2. Dati descrittivi del Fondo

A. Il Fondo Delta in sintesi

Il Fondo Delta è un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso istituito e gestito da IDeA FIMIT sgr S.p.A. (di seguito "IDeA FIMIT" o la "SGR"). Il Fondo è stato istituito con delibera del Consiglio di Amministrazione della SGR del 21 febbraio 2006 e 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 seguente tabella riporta i principali dati descrittivi del Fondo.

Data di istituzione del Fondo	21 febbraio 2006
Valore nominale iniziale complessivo netto del Fondo	€ 210.532.300
Numero delle quote emesse all'apporto	2.105.323
Valore nominale iniziale delle quote	€ 100,000
Quotazione	Segmento MIV Mercato Telematico degli Investment Vehicles di Borsa Italiana S.p.a. 11 marzo 2009
Banca Depositaria	BNP Paribas Securities Services –Succursale di Milano
Esperto Indipendente	DTZ Italia S.p.A.
Società di Revisione	Reconta Ernst & Young S.p.A.
Valore complessivo netto del Fondo al 30 giugno 2013	€ 206.345.711
Valore unitario delle quote al 30 giugno 2013	€ 98,011
Valore al 30 giugno 2013 del portafoglio immobiliare	€ 319.825.000

La tabella di seguito riportata illustra l'evoluzione del Fondo Delta dalla data di istituzione alla data della presente Relazione.

		Istituzione 21.02.2006	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.06.2013
Valore complessivo del Fondo ⁽¹⁾	(€/mln)	210,532	210,592	207,356	202,807	193,085	207,065	209,740	204,090	206,346
Numero quote	n.	2.105.323	2.105.323	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	(€)	100,000	100,028	98,492	96,331	91,713	98,353	99,624	96,940	98,011
Prezzo quotazione di Borsa a fine periodo	(€)	-	-	-	-	38,240	36,360	44,730	30,48	28,670
Valore degli immobili	(€/mln)	-	-	210,277	222,214	298,923	365,885	342,443	325,0	319,825
Costo storico e oneri capitalizzati ⁽²⁾	(€/mln)	-	-	212,238	235,752	326,253	386,494	373,443	375,1	375,093
Patrimonio immobiliare	n. immobili	-	-	4	5	11	14	13	13	13
Mq. lordi	mq	-	-	78.927	107.237	229.937	330.028	301.718	301.718	301.718
Redditività lorda ⁽³⁾	(%)	-	-	4,00	5,72	3,99	5,14	6,62	6,8	6,42
Finanziamenti	(€/mln)	-	-	86,269	80,801	125,750	166,078	145,722	137,3	131,289
Loan to value (LTV) ⁽⁴⁾	(%)	-	-	41,0	36,4	42,1	45,4	42,6	42,2	41,1
Loan to cost (LTC) ⁽⁵⁾	(%)	-	-	40,6	34,3	38,5	43,0	39,0	36,6	35,0
Destinazione d'uso prevalente ⁽⁶⁾	(%)	-	-	100% Alberghi	100% Alberghi	74,51% Alberghi, 20,38% Altro, 5,11% Uffici	63,12% Alberghi, 32,56% Altro, 4,32% Uffici	61,83% Alberghi, 33,70% Altro, 4,47% Uffici	61,83% Alberghi, 33,70% Altro, 4,47% Uffici	61,83% Alberghi, 33,70% Altro, 4,47% Uffici
Distribuzione geografica prevalente ⁽⁶⁾	(%)	-	-	Sardegna 67%, Calabria 18%, Abruzzo 15%	Sardegna 63%, Calabria 17%, Abruzzo 4%	Sardegna 47%, Calabria 12%, Abruzzo 10%	Sardegna 40%, Veneto 14%, Calabria 10%	Sardegna 41%, Veneto 14%, Calabria 11%	Sardegna 41%, Veneto 14%, Calabria 11%	Sardegna 41%, Veneto 14%, Calabria 11%
Risultato del periodo	(€/mln)	-	-	3,236	4,550	9,722	13,981	2,674	5,650	2,255

(1) Valore contabile riportato in Rendiconto/Relazione alla data di riferimento

(2) Al netto delle vendite effettuate

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

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

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

(6) Calcolata sul costo storico

B. 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.

Periodo di riferimento	Valore complessivo netto del Fondo	Numero Quote	Valore unitario delle quote
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
Rendiconto al 31/12/2011	209.739.751	2.105.323	99,624
Rendiconto al 31/12/2012	204.089.909	2.105.323	96,940
Relazione semestrale al 30/06/2013	206.345.711	2.105.323	98,011

Il valore complessivo netto ("NAV") del Fondo ha avuto nel semestre un incremento di 2.255.802 euro, importo corrispondente all'utile del periodo; conseguentemente il valore unitario della quota si è incrementato di 1,071 euro (1,10%) e la stessa risulta essere pari a 98,011 euro.

Dalla data di avvio dell'operatività del Fondo, ossia il 22 dicembre 2006, alla data della presente Relazione, il valore complessivo netto (NAV) del Fondo è passato da 210.532.300 euro a 206.345.711 euro. Il valore unitario della quota è passato da 100,000 euro a 98,011 euro.

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

- canoni di locazione ed altri proventi per 12.275.191 euro;
- minusvalenze nette da valutazione degli immobili per 5.221.667 euro;
- oneri per la gestione di beni immobili e spese IMU per 1.392.193 euro;
- risultato negativo della gestione degli strumenti finanziari per 348.301 euro;
- oneri finanziari per 1.555.574 euro;
- oneri di gestione per 1.459.809 euro;
- altri oneri al netto degli altri ricavi per 41.895 euro.

C. Andamento delle quotazioni di mercato nel corso del semestre



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

Nel corso del primo trimestre 2013 la quotazione del Fondo ha avuto un andamento particolarmente volatile: si registra una prima fase di rialzo nel mese di gennaio, comune a tutti i titoli del comparto, ed una fase di ribasso successiva a decorrere da fine febbraio; nel secondo trimestre, invece, il valore della quota ha avuto un andamento più stabile. Il titolo ha chiuso il semestre con una variazione negativa del 5,7% rispetto al valore di inizio anno (la *performance* si confronta con una variazione negativa del 6,4% dell'indice azionario italiano). Il valore di quotazione del Fondo è passato da 30,4 euro dello scorso 28 dicembre (ultimo giorno di quotazione del 2012) a 28,7 euro del 28 giugno 2013, in questa data lo sconto sul NAV era pari a circa il 71%.

Il prezzo minimo di quotazione è stato raggiunto in data 27 giugno con un valore di 27,8 euro, mentre il prezzo di quotazione massima è stato raggiunto in data 16 gennaio con un valore di 37,1 euro per quota.

Gli scambi giornalieri si sono attestati su una media di 1.042 quote, in significativo aumento rispetto alla media dell'ultimo trimestre dello scorso anno pari a 657 quote. Il picco massimo degli scambi in termini di numero di quote si registra in data 21 marzo con 4.938 quote scambiate per un controvalore pari a 144.881 euro.

D. La Corporate Governance

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

situazioni di potenziale conflitto di interessi, anche mediante l'adozione di appositi presidi organizzativi e procedurali.

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

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

L'Assemblea degli Azionisti della SGR in data 17 aprile 2013 – a seguito delle dimissioni rassegnate, rispettivamente, dal Consigliere Delegato e componente del Comitato Esecutivo Ing. Massimo Caputi (con decorrenza dalla chiusura della Assemblea degli Azionisti del 12 aprile 2012) e dal Consigliere e componente del Comitato Esecutivo Dott. Carlo Felice Maggi (a far data dal 31 dicembre 2012) – ha nominato Amministratori della SGR il Dott. Enrico Drago (già cooptato, in sostituzione dell'Ing. Caputi, dal Consiglio di Amministrazione in data 26 marzo 2013) ed il Cav. Salomone Gattegno (già cooptato, in sostituzione del Dott. Maggi, dal Consiglio di Amministrazione in data 30 gennaio 2013, che lo ha designato altresì componente del Comitato Esecutivo).

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

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

La sussistenza in capo agli Amministratori Indipendenti dei requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza richiesti ai sensi delle disposizioni normative tempo per tempo vigenti, dallo Statuto e

dal predetto Regolamento Interno è effettuata dal Consiglio di Amministrazione, avendo riguardo più alla sostanza che alla forma, entro trenta giorni dalla loro nomina. Gli Amministratori Indipendenti sono altresì tenuti a sottoscrivere annualmente una dichiarazione relativa alla permanenza dei requisiti di indipendenza e, comunque, si impegnano a comunicarne immediatamente l'eventuale venir meno.

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

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

In particolare, agli Amministratori Indipendenti sono demandati compiti attinenti alla prevenzione di eventuali situazioni di potenziale conflitto di interessi. Gli Amministratori Indipendenti, infatti, esprimono un parere: (i) in ordine alla stipulazione di Convenzioni con Parti Correlate alla SGR (come definite nel Protocollo Assogestioni); (ii) sul contenuto delle convenzioni tra SGR promotrice e gestore, per i contratti che presentino profili riguardanti il rispetto delle disposizioni in materia di conflitto di interessi; (iii) sulle operazioni, presentate al Consiglio di Amministrazione, che si caratterizzano per la presenza di un potenziale conflitto di interessi, così come definito dalla Parte V, Titolo II, Capo II del Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob (il "Regolamento Congiunto"); (iv) sulle operazioni aventi ad oggetto il conferimento o la cessione ai fondi gestiti dalla SGR di beni appartenenti ai soci della SGR o alle società facenti parte del Gruppo (come definito nel Protocollo Assogestioni), nonché sulle operazioni aventi ad oggetto la cessione di beni di proprietà dei fondi gestiti ai soggetti indicati; (v) sulle proposte di investimento in ordine alle quali sussista un contemporaneo interesse da parte di due o più fondi gestiti dalla SGR; (vi) in ordine alle ipotesi di coinvestimento da parte di due o più fondi gestiti dalla SGR; (vii) sugli investimenti dei fondi gestiti in: strumenti finanziari emessi o collocati da Società del Gruppo o da Società Partecipanti; acquisto di quote o azioni di OICR gestiti, istituiti o commercializzati dalla SGR o da altre società di gestione del risparmio o SICAV del Gruppo o da Società Partecipanti (come definite nel Protocollo Assogestioni), anche di diritto estero; strumenti finanziari oggetto di patti parasociali cui partecipano Società del Gruppo o Società Partecipanti; strumenti finanziari di un emittente nel quale una Società del Gruppo o una Società Partecipante abbia una partecipazione rilevante o di un emittente che abbia una partecipazione rilevante in una Società del Gruppo o in una Società Partecipante; strumenti finanziari per i quali una Società del Gruppo o una Società Partecipante svolge il ruolo di operatore specialista; strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della SGR o da Società del Gruppo ovvero da Società Partecipanti; strumenti finanziari emessi da società finanziate o garantite da Società del Gruppo o da Società Partecipanti, qualora dall'esito del collocamento dipenda la possibilità di rimborsare, in tutto o in misura rilevante, il finanziamento alla Società del Gruppo o alla Società Partecipante che ha erogato il credito; strumenti finanziari emessi da società alla quale è conferito l'incarico di esperto indipendente per la valutazione dei beni conferiti o acquisiti dai fondi gestiti, ovvero da una società incaricata di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti in un fondo gestito rispetto alla politica di gestione e all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo medesimo; strumenti finanziari di un emittente nei cui organi societari

siano presenti Soggetti Rilevanti con Deleghe Operative (come definiti nel Protocollo Assogestioni); (viii) in merito all'eventuale adozione di cosiddette "Restricted list" e "Watch list"; (ix) in ordine ai criteri generali per la scelta delle controparti contrattuali e di ripartizione degli incarichi tra le stesse; (x) in ordine alle verifiche che il Consiglio di Amministrazione compie ai sensi dell'art. 9.2, comma 3 del Protocollo Assogestioni; (xi) in ordine alle valutazioni che il Consiglio di Amministrazione compie circa l'adozione di: a) barriere di tipo informativo e procedure interne atte a prevenire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti impegnati in attività che possono dare origine a conflitti di interessi; b) barriere di tipo gerarchico (direzione separata delle strutture che svolgono attività tra loro conflittuali) e segregazione di funzioni; (xii) ai fini delle deliberazioni che il Consiglio di Amministrazione assume per assicurare comunque l'equo trattamento degli OICR e dei partecipanti agli stessi quando le misure e le procedure adottate non risultano sufficienti ad escludere, con ragionevole certezza, il rischio che il conflitto di interessi rechi pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi; (xiii) negli eventuali altri casi previsti dal *corpus* normativo interno della SGR di tempo in tempo vigente nonché ove richiesto dal Consiglio di Amministrazione.

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

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

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

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

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

rischio; d) svolgere gli ulteriori compiti che gli vengano attribuiti dal Consiglio di Amministrazione. Il Comitato riferisce al Consiglio di Amministrazione sulle attività svolte con periodicità almeno semestrale, formulando altresì, ove del caso, le proprie raccomandazioni.

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

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

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

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

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

In aggiunta alle strutture di *corporate governance* applicabili alle società di gestione del risparmio in virtù delle disposizioni codicistiche e del TUF ed a quelle sopra specificamente riportate, si evidenzia

che il Consiglio di Amministrazione della SGR ha ritenuto opportuno avvalersi, in relazione a ciascun fondo gestito, di un Comitato avente funzione consultiva, composto da soggetti dotati di comprovata esperienza nel settore e competente ad analizzare, valutare ed esprimere il proprio parere in relazione alle materie indicate nel regolamento di gestione del fondo e/o nel regolamento di funzionamento del Comitato medesimo.

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

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

A. L'attività di gestione

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 ritenuto 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 2013 risultano in essere quattordici contratti di locazione, tutti riferiti a conduttori privati. Di questi, quattro hanno ad oggetto i complessi ricettivi "Calaserena Village", sito in Maracalagonis (Ca), "Serena Majestic Hotel & Residence", sito in Montesilvano (Pe), "Serenè Village", sito in Cutro (Kr), e "Forte Village", sito in S. Margherita di Pula (Ca). I restanti dieci contratti in essere hanno ad oggetto i seguenti immobili: l'immobile direzionale sito in Milano, via Quaranta 40, condotto in locazione da Gabetti Property Solutions Agency S.p.A. (di seguito per brevità "Gabetti") in virtù di due contratti e gli otto immobili a destinazione multisala cinematografica, condotti in locazione da The Space Cinema 1 S.p.A. e da The Space Cinema 3 S.p.A. (entrambi appartenenti al Gruppo "The Space Cinema") in virtù di otto differenti contratti.

Con riferimento agli otto immobili a destinazione multisala cinematografica condotti in locazione dalle società del Gruppo The Space Cinema, per i quali il conduttore nel corso del 2012 aveva richiesto di rinegoziare i contratti di locazione principalmente a fronte della contrazione del mercato cinematografico e la riduzione degli investimenti pubblicitari nel settore cinematografico, si rende noto che le parti hanno stipulato un *addendum* per ciascuno degli otto contratti di locazione in cui si prevede:

- i. la riduzione temporanea dei canoni di locazione nella misura complessiva del 15% per l'anno 2013 e del 10% per l'anno 2014;

- ii. che nel periodo dal 1° gennaio 2013 al 31 dicembre 2014 i canoni non siano soggetti ad aggiornamento ISTAT;
- iii. che nel periodo dal 1° gennaio 2016 al 31 dicembre 2016 il monte canoni complessivo dovuto sia pari al canone annuo al 31 dicembre 2012, maggiorato dell'incremento ISTAT intervenuto nel periodo dal 1° gennaio 2015 al 31 dicembre 2015;
- iv. che a decorrere dal 1° gennaio 2017 il monte canoni complessivo dovuto sia pari al canone annuo dell'anno precedente, maggiorato del relativo incremento ISTAT;
- v. che il canone di locazione verrà corrisposto in rate mensili posticipate, anziché in rate trimestrali anticipate, entro e non oltre il quinto giorno di ciascun mese;
- vi. che la durata di ciascun contratto di locazione sia prolungata di due anni.

Gli *addenda* ai contratti di locazione degli otto immobili a destinazione multisala cinematografica sono stati stipulati il 17 luglio 2013.

Con riferimento all'immobile direzionale sito in Milano, via Quaranta 40, si ricorda che Gabetti, in data 19 novembre 2012, aveva comunicato alla SGR il recesso, per gravi motivi, ai sensi e per gli effetti dell'art. 27, ultimo comma, della Legge 392/78, dai due contratti di locazione vigenti. La SGR, con lettera del 4 dicembre 2012, aveva contestato l'affermata sussistenza di "gravi motivi" atti a giustificare l'esercizio da parte di Gabetti della facoltà di recesso di cui all'art. 27 ultimo comma della Legge 392/78, evidenziando come i contratti di locazione, della durata di dodici anni, fossero stati perfezionati solo tre anni fa e cioè quando:

- i. erano già in atto le procedure di riorganizzazione/ricapitalizzazione del Gruppo Gabetti richiamate dal conduttore;
- ii. era già evidente la fase recessiva del sistema economico nazionale ed internazionale.

A seguito della ricezione di una ulteriore comunicazione di Gabetti del 14 dicembre 2012, di riscontro alla comunicazione della SGR del 4 dicembre 2012, con la quale si era ritenuto sussistente un non trascurabile margine di rischio di soccombenza in un eventuale contenzioso promosso dal conduttore per l'accertamento della legittimità del recesso esercitato, la SGR ha avviato una negoziazione le cui basi dell'accordo ad oggi ipotizzano:

- i. la possibilità per Gabetti di ridurre le superfici locate per effetto del rilascio del piano secondo e della metà del piano terzo;
- ii. la riduzione del canone di locazione annuo complessivo a 620.000 euro;
- iii. la stipula di un contratto di locazione per l'intero piano secondo con una società non facente parte del Gruppo Gabetti ad un canone annuo pari a 260.000 euro;
- iv. una diversa durata dei contratti di locazione: nove anni rinnovabili per ulteriori sei anziché dodici anni più sei.

Si rende altresì noto che alla data della presente Relazione semestrale non è stato ancora formalizzato alcun accordo a riguardo.

Il valore contrattuale annuo delle posizioni locative in essere alla data del 30 giugno 2013 è di 24 milioni di euro, dunque inferiore di 1,5 milioni di euro al valore contrattuale annuo dei contratti vigenti alla data del 31 dicembre 2012 (pari a 25,5 milioni di euro). La differenza è riconducibile

essenzialmente agli accordi di cui sopra già stipulati con il Gruppo The Space Cinema ed in corso di negoziazione con Gabetti.

Manutenzioni straordinarie (Capex)

Manutenzioni straordinarie aventi ad oggetto i complessi "Calaserena Village", "Serena Majestic Hotel & Residence" e "Serenè Village".

Ciascuno dei contratti sottoscritti con la Bluserena S.p.A. per i tre complessi alberghieri prevede che la proprietà si renda disponibile affinché siano effettuati, a proprie spese, interventi di ristrutturazione finalizzati al miglioramento funzionale e qualitativo degli immobili oggetto della locazione per un importo totale complessivo di 10 milioni di euro a fronte di un incremento del canone di locazione annuo.

Nel corso del secondo semestre 2011 il conduttore ha comunicato alla SGR di aver riscontrato la necessità di effettuare ulteriori interventi per complessivi 4 milioni di euro, in aggiunta ai 7,17 milioni di euro di interventi già completati al 31 dicembre 2010, con lo scopo di rinnovare e riqualificare il complesso alberghiero Serena Majestic Hotel & Residence in Montesilvano (Pe). Di questi 4 milioni di euro: (i) 2.833.600 euro sono il residuo ammontare previsto dall'originario programma di interventi concordato, (ii) gli ulteriori 1.166.400 euro risultano essere un *extrabudget* rispetto ai 10 milioni inizialmente stabiliti. Si fa presente che in relazione al punto (i) verrà corrisposto dal conduttore un aumento del canone annuo pari al 6,5% dell'importo dei lavori pari, a 2.833.600 euro, già sostenuti dal Fondo; per i rimanenti 1.166.400 euro, dei quali 796.979 euro risultano già sostenuti dal Fondo, è stato applicato un incremento del canone annuo del 7,5%.

Crediti verso locatari

Alla data del 30 giugno 2013 l'importo dei crediti verso locatari per fatture emesse, al netto delle fatture e note di credito da emettere e dei debiti, è di 14,186 milioni di euro, mentre tale voce ammontava a 6,752 milioni di euro alla data del 31 dicembre 2012.

Con riferimento ai crediti scaduti del Gruppo The Space Cinema, pari al 30 giugno 2013 all'importo complessivo di 3,540 milioni di euro, quest'ultimo con la stipula degli *addenda* ai contratti di locazione si è impegnato ad eseguire il pagamento in tre rate di eguale importo, con scadenza rispettivamente al 31 agosto 2013, 30 settembre 2013 e 31 ottobre 2013. Si fa inoltre presente che nei primi giorni di luglio 2013, con riferimento ai crediti scaduti alla data della presente Relazione semestrale, il Fondo ha incassato da parte dei conduttori un importo complessivo pari a 3 milioni di euro circa.

B. Politiche di investimento e disinvestimento

La SGR proseguirà nell'attività di gestione professionale e valorizzazione del Fondo, al fine di accrescere il valore iniziale delle quote e ripartire tra i partecipanti il risultato netto derivante sia dalla gestione, sia dallo smobilizzo degli investimenti.

C. 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 2013.

4. Eventi di particolare importanza verificatisi nel semestre

In data 28 febbraio 2013 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato il Rendiconto di gestione al 31 dicembre 2012. Non realizzandosi le condizioni previste dal Regolamento, non è stato possibile procedere ad alcuna distribuzione di proventi in occasione dell'approvazione di tale Rendiconto.

In ottemperanza agli obblighi previsti, la SGR ha redatto e successivamente pubblicato il Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2013, secondo le previsioni dell'art. 154-ter, comma 5, del TUF, applicabile ai fondi comuni di investimento immobiliari di tipo chiuso quotati su un mercato regolamentato ai sensi dell'art. 103, comma 3, del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/1999, e successive modifiche e integrazioni.

A seguito dello scioglimento, avvenuto con lettera dell'11 aprile 2012, degli accordi quadro del 3 novembre 2010 stipulati tra la SGR e Ingenium Real Estate S.p.A. (di seguito "Ingenium") - la SGR ha sottoscritto in data 12 dicembre 2012 un accordo quadro con Innovation Real Estate S.p.A. (già IDeA Servizi Immobiliari S.p.A., di seguito "IRE"), società indirettamente controllata da DeA Capital S.p.A., a sua volta controllante indiretta della SGR, per la prestazione - in *outsourcing* e nel rispetto delle previsioni di vigilanza ed in particolare del Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob del 29 ottobre 2007 - di servizi sostanzialmente analoghi a quelli già forniti da Ingenium. L'attivazione del nuovo accordo quadro è avvenuta in data 17 gennaio 2013 in relazione a specifici servizi prestati da IRE, acquisito il parere favorevole del Comitato Investimenti del Fondo.

5. Linee strategiche che si intendono adottare per il futuro

Nel periodo di durata residua del Fondo potranno essere valutati nuovi investimenti nell'interesse dei partecipanti e coerentemente con le politiche di gestione del Fondo risultanti dal relativo Regolamento di gestione, ferme restando le regole di *governance* del Fondo e della SGR.

6. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre

Non si rilevano eventi significativi avvenuti dopo la chiusura del primo semestre 2013, oltre a quanto già descritto nel § “3.Illustrazione dell’attività di gestione del Fondo e delle direttrici seguite nell’attuazione delle politiche di investimento” in merito alla rinegoziazione dei contratti di locazione di alcuni immobili del Fondo.

Si precisa che il Consiglio di Amministrazione della SGR ha ritenuto, inoltre, di discostarsi dalla stima degli Esperti Indipendenti, relativamente alla valutazione del complesso turistico alberghiero “Forte Village Resort”. Tale investimento ha la caratteristica di essere stato effettuato coinvolgendo più fondi e, quindi, sottoposto alla valutazione degli Esperti Indipendenti di ciascun fondo. Poiché non si è ritenuto opportuno proporre per i singoli fondi, valori di mercato distinti e differenti riferiti a ciascuna delle Relazioni di stima elaborate dai diversi Esperti Indipendenti, si è valutata la possibilità di individuare un valore unico di riferimento. Il Consiglio di Amministrazione della SGR si è discostato, quindi, dalla valutazione dell’Esperto Indipendente del Fondo ed ha utilizzato, per la valutazione dell’immobile, la media aritmetica dei valori stimati da ciascun Esperto Indipendente dei fondi interessati al coinvestimento. Tale scelta è coerente con quanto già stabilito in occasione delle valutazioni degli immobili relative al 31 dicembre 2012.

7. La gestione finanziaria

Alla data del 30 giugno 2013 l’indebitamento complessivo del Fondo Delta, di 131.288.640 euro, è composto come di seguito.

A. Finanziamenti

Il Fondo ha attualmente in essere 4 contratti di finanziamento:

- 1) Un finanziamento ipotecario di 90.315.960 euro concesso da UniCredit S.p.A., Natixis S.A. e Credit Agricole S.A. in data 22 novembre 2007 e scadenza 18 febbraio 2014, con ipoteca sul complesso alberghiero “Forte Village”; a fronte del suddetto finanziamento il Fondo si è impegnato a rispettare una serie di *covenant* finanziari, tra i quali l’obbligo di garantire che ad ogni data di calcolo il *loan to value* (“LTV”) non superi la soglia del 60%. L’LTV è dato dal rapporto tra la somma degli utilizzi delle tranche erogate e non ancora rimborsate e il valore della quota dell’immobile di competenza del Fondo, alle relative date di calcolo (30 giugno - 31 dicembre). Dai valori contabili al 31 dicembre 2012 si è rilevato un superamento da parte del Fondo del suddetto limite del 60%, raggiungendo il 60,39%; al fine di rientrare in tale *covenant*, in data 28 marzo 2013, la SGR in nome e per conto del Fondo in accordo con le banche finanziatrici ha provveduto al rimborso di 383.058 euro.

Alla stessa data il Fondo ha provveduto al pagamento di 613.463 euro ai fini del rimborso del 50% dell’Eccesso di Cassa, così come definito dal contratto di finanziamento.

Il debito residuo al 30 giugno 2013 è di 58.036.537 euro.

- 2) Un finanziamento ipotecario di 39.000.000 di euro concesso da un *pool* di banche nazionali in data 22 dicembre 2009 e scadenza 30 settembre 2014, con ipoteca sugli immobili a destinazione multisala cinematografica ubicati a Bologna, Livorno, Salerno, Torino e Torri di Quartesolo (VI); il debito residuo al 30 giugno 2013 è di 23.983.849 euro.
- 3) Un finanziamento ipotecario di 15.000.000 di euro concesso da Veneto Banca S.c.p.A. in data 22 aprile 2010 e scadenza 30 aprile 2015, con ipoteca sui complessi turistico-alberghieri di proprietà del Fondo siti nei Comuni di Maracalagonis, Cutro e Montesilvano; il debito residuo al 30 giugno 2013 è di 5.868.253 euro.
- 4) Un finanziamento di 46.346.236 euro concesso da Intesa Sanpaolo S.p.A. in data 29 dicembre 2010 e scadenza 31 dicembre 2015 (con possibilità di estensione di un anno subordinata alle condizioni previste contrattualmente), con ipoteca sugli immobili a destinazione multisala cinematografica, situati nei comuni di Silea (TV), Limena (PD) e Parma. A fronte del suddetto finanziamento la SGR, in nome e per conto del Fondo, si è impegnata a rispettare una serie di *covenant* finanziari, tra i quali l'obbligo di garantire che ad ogni data di calcolo il *loan to value* ("LTV") non superi la soglia del 70%; dai valori contabili al 31 dicembre 2012 si è rilevato che il Fondo aveva superato il suddetto limite del 70%, raggiungendo il 73,73%. Al fine di rientrare in tale *covenant*, la SGR in nome e per conto del Fondo, in accordo con la banca finanziatrice, in data 5 marzo 2013 ha rimborsato anticipatamente una porzione del finanziamento per un importo pari a 2.310.000 euro.
Dai valori contabili al 30 giugno 2013, si è rilevato che il Fondo ha nuovamente superato il suddetto limite del 70%, raggiungendo il 71,32%. Al fine di rientrare in tale *covenant*, la SGR sta definendo con la banca finanziatrice i tempi ed i modi per il rientro di tale situazione.
Alla data del 30 giugno 2013 il debito residuo relativo al finanziamento risulta essere pari a 43.400.000 euro.

Alla data di chiusura della presente Relazione semestrale, la leva finanziaria utilizzata dal Fondo, intesa come il rapporto tra l'indebitamento esistente alla data del 30 giugno 2013 e il valore di mercato degli immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in società immobiliari¹⁶ e delle parti di altri fondi immobiliari alla data del 30 giugno 2013 è pari a circa il 41,05%. La leva utilizzata dal Fondo risulta al di sotto del limite massimo consentito dalla vigente normativa (60% del valore degli immobili,

¹⁶Come previsto dal Regolamento Banca Italia dell'8 maggio 2012, il valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari, da utilizzare come riferimento per calcolare il limite di assunzione di prestiti dei fondi immobiliari, è pari alla media tra il costo storico (costo d'acquisto maggiorato degli oneri capitalizzati) e il valore determinato in base ai criteri di valutazione del patrimonio del fondo, previsti nel Titolo V, Capitolo IV (valore attuale). Qualora il valore attuale degli immobili sia inferiore al costo storico degli stessi e resti tale per almeno un esercizio, il valore di riferimento per il calcolare il limite di assunzione dei prestiti è il valore attuale.

dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in società immobiliari e delle parti di altri fondi immobiliari, più un ulteriore 20% del valore degli altri beni).

La liquidità disponibile alla data del 30 giugno 2013 è di 6.473.595 euro (al 31 dicembre 2012 era di 11.794.150 euro), di cui 4.695.423 euro relativi a conti correnti vincolati a seguito della concessione dei finanziamenti ipotecari da parte degli istituti di credito.

B. Strumenti finanziari derivati

Al fine di operare una copertura dai rischi di oscillazione dei tassi di interesse, il fondo utilizza i seguenti strumenti derivati:

- 1) un “*Interest Rate Cap*” al tasso del 3% vs Euribor 6 mesi acquistato da Intesa Sanpaolo S.p.A. a fronte del finanziamento concesso dalla stessa, con il pagamento di un premio di 791.200 euro (in 8 rate semestrali) e scadenza 31 dicembre 2014; alla data della presente Relazione semestrale la percentuale di copertura è pari al 106,79% del debito.
- 2) Un “*Interest Rate Cap*” al tasso del 2,5% vs Euribor 6 mesi acquistato da Veneto Banca S.c.p.A. a fronte del finanziamento concesso dalla stessa, con il pagamento di un premio *up front* di 79 mila euro, con decorrenza dal 30 aprile 2013 e scadenza 30 aprile 2015; alla data della presente Relazione semestrale la percentuale di copertura è pari al 100,07% del debito.
- 3) Un “*Interest Rate Cap*” al tasso del 2,9% vs Euribor 6 mesi acquistato da UniCredit S.p.A. a fronte del finanziamento concesso in data 22 dicembre 2009, con il pagamento di un premio *up front* pari a 2.400 euro e scadenza 30 settembre 2014; alla data della presente Relazione semestrale la percentuale di copertura è pari al 75% del debito residuo.
- 4) Un “*Interest Rate Cap*” al tasso del 3% vs Euribor 6 mesi acquistato in data 18 febbraio 2013 da UniCredit S.p.A. a fronte del finanziamento concesso al Fondo da UniCredit S.p.A., Credit Agricole S.A. e Natixis S.A., con il pagamento di un premio *up front* pari a 8.400 euro e scadenza 18 febbraio 2014; alla data della presente Relazione semestrale la percentuale di copertura è pari al 80,34% del debito residuo.

8. Altre informazioni

Regime fiscale delle imposte sui redditi dei partecipanti

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

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

1. mantengono in ogni caso, a prescindere dall'entità della partecipazione detenuta, l'ordinario regime fiscale relativo ai redditi di capitale disciplinato dall'art. 7 del decreto legge 351/2001¹⁷ nonché relativo ai redditi diversi di natura finanziaria ex art.67, comma 4, lett. c-ter) e comma 1-quater, le seguenti categorie di investitori (c.d. "investitori istituzionali"): (a) lo Stato e gli enti pubblici italiani, (b) gli OICR italiani, (c) le forme di previdenza complementare e gli enti di previdenza obbligatoria, (d) le imprese di assicurazione limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche, (e) gli intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale, (f) i soggetti e i patrimoni sopra indicati costituiti all'estero in Paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni volto ad individuare i beneficiari effettivi del reddito sempreché inclusi nella così detta *white list* (a condizione, per i soggetti di cui alle lettere b), c), d), ed e), che siano assoggettati a forme di vigilanza prudenziale), (g) gli enti privati residenti che perseguano esclusivamente determinate finalità *no-profit* e le società residenti che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche, (h) i veicoli (anche non residenti purché costituiti in un Paese o territorio incluso nella così detta *white list*) in forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti sopra indicati (a titolo esemplificativo vengono fatti rientrare tra tali soggetti i "fondi sovrani").

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

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

¹⁷ Come noto, tale regime fiscale prevede l'applicazione di una ritenuta nella misura del 20% sui proventi di cui all'art.44, comma 1, lett. g) del Tuir ossia sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione al fondo immobiliare e percepiti in costanza di partecipazione ovvero realizzati in sede di riscatto/liquidazione delle quote del fondo. Tale ritenuta è operata (dalla SGR o dall'intermediario depositario delle quote dematerializzate) "a titolo di acconto" se i suddetti proventi attengono a quote detenute nell'esercizio di impresa commerciale (da parte di imprenditori individuali, società di persone, società di capitali, ecc.), mentre è operata "a titolo di imposta" nei confronti di tutti gli altri soggetti, compresi quelli esenti o esclusi da imposta sul reddito delle società.

In via derogatoria, tale ritenuta non deve essere applicata sui proventi (derivanti dalla partecipazione al fondo immobiliare) percepiti da forme di previdenza complementare ex D.Lgs. n. 252/2005 e dagli Organismi di Investimento Collettivi del Risparmio istituiti in Italia e disciplinati dal Testo Unico della Finanza (ad es: fondi mobiliari aperti e chiusi, SICAV, fondi immobiliari).

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

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

Con riferimento ai fondi diversi da quelli c.d. "istituzionali"¹⁸ nei quali almeno un partecipante deteneva quote superiori al 5 per cento alla data del 31 dicembre 2010, la società di gestione del risparmio avrebbe potuto deliberarne la liquidazione entro la data del 31 dicembre 2011.

In tal caso è prevista l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 7% del valore netto del fondo risultante al 31 dicembre 2010 (imposta che doveva essere prelevata e versata dalla SGR per il 40% entro il 31 marzo 2012 e per la restante parte in due rate di pari importo rispettivamente entro il 31 marzo 2013 ed entro il 31 marzo 2014). La liquidazione non può durare più di 5 anni e sui risultati conseguiti dal 1° gennaio 2011 e fino alla conclusione della stessa la SGR deve applicare un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP del 7%, da versare entro il 16 febbraio dell'anno successivo rispetto a ciascun anno di durata della liquidazione. Sono mantenute le

¹⁸ Sono definiti "fondi istituzionali" i fondi partecipati *esclusivamente* da "investitori istituzionali" ossia da quei soggetti indicati nel precedente punto 1),.

disposizioni originariamente contenute nell'art. 32, commi 5-bis, 5-ter e 5-quater volte ad evitare la doppia tassazione dei redditi in capo ai partecipanti e quelle che prevedono disposizioni agevolative ai fini delle imposte indirette, per le operazioni di liquidazione.

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

Imposta di bollo

Stante quanto disposto dall'art.13 comma 2-ter del D.P.R. n.642/1972, e dal decreto ministeriale del 24 maggio 2012 attuativo della riforma operata in materia dal decreto legge 201/2011 e successive modificazioni e integrazioni¹⁹, va ricordato che le comunicazioni periodiche alla clientela²⁰ relative a prodotti finanziari (ivi incluse quelle relative a quote di fondi immobiliari) sono generalmente soggette ad imposta di bollo nella misura proporzionale dello 0,15% per l'anno 2013 (con un minimo di 34,20 euro e con un tetto massimo di 4.500 euro per i quotisti diversi dalle persone fisiche, ai sensi di quanto previsto dalla legge n.228 del 24 dicembre 2012 - c.d. "Legge di Stabilità 2013").

Commissione Variabile Finale

Ai sensi del vigente Regolamento (§14.1.B), al momento della liquidazione del Fondo, qualora se ne verificassero le condizioni, alla società di gestione del Fondo spetterà una Commissione Variabile Finale.

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

- il tasso interno di rendimento obiettivo del Fondo, pari al 5% annuo (tasso *benchmark*);
- 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*;
- il valore iniziale del Fondo, anch'esso capitalizzato al tasso *benchmark*;
- il rendimento complessivo in eccesso del Fondo, ossia la differenza tra il risultato complessivo del Fondo e il valore iniziale del Fondo, come sopra riportati.

¹⁹ L'Agenzia delle Entrate ha recentemente fornito, con la Circolare n.48 del 21 dicembre 2012, alcuni chiarimenti per la corretta applicazione delle nuove disposizioni normative in materia di imposta di bollo.

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

Alla SGR verrà riconosciuta una commissione pari al 20% del rendimento complessivo in eccesso del Fondo, qualora questo abbia un valore positivo.

Alla data della presente Relazione non risulta maturato alcun importo da accantonare.

La presente Relazione semestrale al 30 giugno 2013 si compone complessivamente di n. 39 pagine, oltre all'estratto della Relazione di Stima degli Esperti Indipendenti.

Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
Antonio Mastrapasqua

SITUAZIONE PATRIMONIALE

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO DELTA IMMOBILIARE al 30/06/13				
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
	Situazione al 30/06/2013		Situazione a fine esercizio precedente	
ATTIVITA'	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. A. STRUMENTI FINANZIARI	6.401	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	-	0,00%	-	0,00%
A9. Margini presso org. di comp. e garanzia	-	0,00%	-	0,00%
A10. Opzioni, premi o altri strum. Finanziari derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
A11. Opzioni, premi o altri strum. Finanziari derivati non quotati	-	0,00%	-	0,00%
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	319.825.000	93,80%	325.046.667	94,51%
B1. Immobili dati in locazione	319.825.000	93,80%	325.046.667	94,51%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-	0,00%	-	0,00%
B3. Altri immobili	-	0,00%	-	0,00%
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	1.262	0,00%	1.256	0,00%
D1. a vista	1.262	0,00%	1.256	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'	6.473.595	1,90%	11.794.150	3,43%
F1. Liquidità disponibile	6.473.595	1,90%	11.794.150	3,43%
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'	14.675.190	4,30%	7.075.622	2,06%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-	0,00%	-	0,00%
G2. Ratei e risconti attivi	195.537	0,06%	239.167	0,07%
G3. Risparmio di imposta	-	0,00%	-	0,00%
G4. Altre	90.415	0,03%	105.042	0,03%
G5. Credito Iva	-	0,00%	-	0,00%
G6. Crediti verso i locatari	14.389.238	4,21%	6.731.413	1,96%
crediti lordi	14.549.542	4,27%	6.938.452	2,02%
fondo svalutazione crediti	-160.304	-0,06%	-207.039	-0,06%
TOTALE ATTIVITA'	340.981.448	100,00%	343.924.096	100,00%

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO DELTA IMMOBILIARE al 30/06/13				
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
	Situazione al 30/06/2013		Situazione a fine esercizio precedente	
PASSIVITA' E NETTO	Valore complessivo	In percentuale del passivo	Valore complessivo	In percentuale del passivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	131.288.640	97,51%	137.332.436	98,21%
H1. Finanziamenti ipotecari	131.288.640	97,51%	137.332.436	98,21%
H2. Pronti contro termine passivi e op. assimilate	-	0,00%	-	0,00%
H3. Altri	-	0,00%	-	0,00%
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	1.903	0,00%	9.323	0,01%
I1. Opzioni, premi o altri strum. Fin. Derivati quotati	-	0,00%	-	0,00%
I2. Opzioni, premi o altri strumenti fin. Derivati non quotati	1.903	0,00%	9.323	0,01%
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	-	0,00%	-	0,00%
L1. Proventi da distribuire	-	0,00%	-	0,00%
L2. Altri debiti versi i partecipanti	-	0,00%	-	0,00%
M. ALTRE PASSIVITA'	3.345.194	2,49%	2.492.428	1,78%
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	19.503	0,01%	24.888	0,02%
M2. Debiti di imposta	550.443	0,41%	310.173	0,22%
M3. Ratei e risconti passivi	680.440	0,51%	648.638	0,46%
M4. Altre	2.094.808	1,56%	1.508.729	1,08%
M5. Fondo Svalutazione Partecipazioni	-	0,00%	-	0,00%
M6. Debiti per cauzioni ricevute	-	0,00%	-	0,00%
TOTALE PASSIVITA'	134.635.737	100,00%	139.834.187	100,00%
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	206.345.711		204.089.909	
Numero delle quote in circolazione	2.105.323		2.105.323	
Valore unitario delle quote	98,011		96,940	
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 30/06/13				
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso				
SEZIONE REDDITUALE				
	Situazione al 30/06/2013		Situazione al 30/06/2012	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI	-		-	
A1.1 dividendi e altri proventi	-		-	
A1.2 utili/perdite da realizzzi	-		-	
A1.3 plus/minusvalenze	-		-	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	-		-	
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	-		-	
A2.2 utili/perdite da realizzzi	-		-	
A2.3 plus/minusvalenze	-		-	
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	-		-	
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi	-		-	
A3.2 utili/perdite da realizzzi	-		-	
A3.3 plus/minusvalenze	-		-	
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-	348.301	-	908.752
A4.1 di copertura	-	346.398	-	894.935
A4.2 non di copertura	-	1.903	-	13.817
Risultato gestione strumenti finanziari (A)	-	348.301	-	908.752
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE ALTRI PROVENTI		12.275.191		12.866.931
B1.a canoni di locazione		12.118.792		12.731.565
B1.b altri proventi		156.399		135.366
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZAZIONI		-		-
B3. PLUS/MINUSVALENZE	-	5.221.667	-	88.333
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILIARI	-	500.572	-	595.379
B4.a oneri non ripetibili	-	359.173	-	460.013
B4.b oneri ripetibili	-	141.399	-	135.366
B4.c interessi su depositi cauzionali	-	-	-	-
B4.d altri oneri gestione immobiliare	-	-	-	-
B5. AMMORTAMENTI	-	-	-	-
B6. SPESE IMU	-	891.621	-	692.037
Risultato gestione beni immobili (B)		5.661.331		11.667.848
C. CREDITI				
C1. interessi attivi e proventi assimilati	-		-	
C2. incrementi/decrementi di valore	-		-	
Risultato gestione crediti (C)		-		-
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. interessi attivi e proventi assimilati		50		186
Risultato gestione depositi bancari (D)		50		186
E. ALTRI BENI (da specificare)				
E1. Proventi	-		-	
E2. Utile/perdita da realizzzi	-		-	
E3. Plusvalenze/minusvalenze	-		-	
Risultato gestione altri beni (E)		-		-
Risultato Gestione Investimenti (A+B+C+D+E)		5.313.080		10.759.282

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO DELTA IMMOBILIARE al 30/06/13				
Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso				
SEZIONE REDDITUALE				
		Situazione al 30/06/2013		Situazione al 30/06/2012
F.	RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI			
F1.	OPERAZIONI DI COPERTURA	-	-	-
F1.1	Risultati realizzati	-	-	-
F1.2	Risultati non realizzati	-	-	-
F2.	OPERAZIONI NON DI COPERTURA	-	-	-
F2.1	Risultati realizzati	-	-	-
F2.2	Risultati non realizzati	-	-	-
F3.	LIQUIDITA'	-	-	-
F3.1	Risultati realizzati	-	-	-
F3.2	Risultati non realizzati	-	-	-
	Risultato gestione cambi (F)		-	-
G.	ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE			
G1.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PCT E ASSIMILATE	-	-	-
G2.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI	-	-	-
	Risultato altre operazioni di gestione (G)		-	-
	Risultato Lordo della Gestione Caratteristica (RGI + F + G)		5.313.080	10.759.282
H.	ONERI FINANZIARI			
H1.	INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	- 1.399.090	- 2.220.210	-
H1.1	su finanziamenti ipotecari	- 1.399.090	- 2.220.210	-
H1.2	su altri finanziamenti	-	-	-
H2.	ALTRI ONERI FINANZIARI	- 156.484	- 192.971	-
	Oneri finanziari (H)		- 1.555.574	- 2.413.181
	Risultato Netto della Gestione Caratteristica (RLGC + H)		3.757.506	8.346.101
I.	ONERI DI GESTIONE			
I1.	Provvigione di gestione SGR	- 1.340.579	- 1.375.827	-
I2.	Commissioni banca depositaria	- 32.569	- 33.389	-
I3.	Oneri per esperti indipendenti	- 26.000	- 26.000	-
I4.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	- 988	-	-
I5.	Altri oneri di gestione	- 29.213	- 29.241	-
I6.	Spese di quotazione	- 30.460	- 22.300	-
	Totale oneri di gestione (I)		- 1.459.809	- 1.486.757
L.	ALTRI RICAVI ED ONERI			
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide	-	4.392	-
L2.	Altri ricavi	56.093	30	-
L3.	Altri oneri	- 97.988	- 24.994	-
	Totale altri ricavi ed oneri (L)		- 41.895	- 20.572
	Risultato della Gestione Prima delle Imposte (RNGC + I + L)		2.255.802	6.838.772
M.	IMPOSTE			
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-	-	-
M2.	Risparmio d'imposta	-	-	-
M3.	Altre imposte	-	-	-
	Totale imposte (M)		-	-
	Utile/perdita del periodo (RGPI + M)		2.255.802	6.838.772

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO AL 30.06.2013															
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			Tipologia di contratto/ Titolo occupazione prevalente	Range scadenza contratto	Tipologia conduttore	Costo storico	Ipotecche
								Canone/indennità al 30/06/2013	Canone/indennità competenza 30/06/2013	Canone annuo medio per mq					
1	Serena Majestic Hotel & Residence	Montesilvano - Viale Carlo Maresca Civ. 12 Sc. Liv. T Int.	Alberghiera	1963	28.823	28.823	28.823	€ 2.583.959	€ 1.283.741	89,65	Affitto	Tra 1.1.2016 e 31.12.2017	Impresa Commerciale	€ 37.287.741	€ 5.868.253 **
2	Serenè Village	Marina di Cutro - Strada Statale 106 Al Km 219 Civ. Snc Sc. Liv. T Int.	Alberghiera	1998	18.884	18.884	18.884	€ 2.832.240	€ 1.409.832	149,98	Affitto	Tra 1.1.2016 e 31.12.2017	Impresa Commerciale	€ 40.395.861	€ 5.868.253 **
3	Calaserena Village	Maracalagonis - Viale Leonardo Da Vinci Civ. Snc Sc. Liv. T Int.	Alberghiera	1991	12.404	12.404	12.404	€ 2.492.608	€ 1.240.770	200,94	Affitto	Tra 1.1.2016 e 31.12.2017	Impresa Commerciale	€ 35.584.601	€ 5.868.253 **
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	€ 6.775.808 *	€ 3.387.904	208,49	Affitto	Tra 1.1.2016 e 31.12.2017	Impresa Commerciale	€ 119.136.699	€ 58.036.537 **
5	Via Quaranta, 40	Milano - Via Quaranta, 40	Uffici	2009	11.321	7.845	7.845	€ 880.000	€ 543.919	112,17	Affitto	Tra 1.1.2020 e 31.12.2021	Impresa Commerciale	€ 16.689.896	€ - **
6	Multisala Salerno	Salerno - Via Antonio Bandiera	Multisala cinematografica	2002	29.898	8.444	8.444	€ 971.633	€ 485.816	115,07	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	€ 14.794.885	€ 23.983.849 **
7	Multisala Torino	Torino - San Michelangelo Garove, 24	Multisala cinematografica	2002	17.905	6.910	6.910	€ 778.558	€ 389.279	112,67	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	€ 11.845.260	€ 23.983.849 **
8	Multisala Livorno	Livorno - Via Bacchelli	Multisala cinematografica	2001	21.026	8.588	8.588	€ 658.780	€ 329.390	76,71	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	€ 10.092.588	€ 23.983.849 **
9	Multisala Vicenza	Torri di Quartesolo - Via Brescia, 13	Multisala cinematografica	1997	21.457	8.681	8.681	€ 670.400	€ 335.200	77,23	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	€ 10.224.154	€ 23.983.849 **
10	Multisala Bologna	Bologna - Viale Europa, 5	Multisala cinematografica	1999	21.093	7.536	7.536	€ 1.291.638	€ 645.819	171,40	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	€ 19.667.219	€ 23.983.849 **
11	Multisala Treviso	Silea (TV) - Via Sile 8	Multisala cinematografica	2000	20.693	11.431	11.431	€ 1.506.152	€ 753.076	131,76	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	€ 21.642.080	€ 43.400.000 **
12	Multisala Padova	Limena (PD) - Via Breda 15	Multisala cinematografica	2005	38.055	17.132	17.132	€ 1.509.661	€ 854.831	88,12	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	€ 21.676.200	€ 43.400.000 **
13	Multisala Parma	Parma - Via Usberti	Multisala cinematografica	2008	27.659	11.614	11.614	€ 1.118.430	€ 559.215	96,30	Affitto	Oltre 31.12.2020	Impresa Commerciale	€ 16.055.773	€ 43.400.000 **
Totali					301.718	180.791	180.791	€ 24.069.867	€ 12.218.792					€ 375.092.958	

(*) 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 CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (DALL'AVVIO OPERATIVO ALLA DATA DELLA PRESENTE RELAZIONE)									
Cespiti disinvestiti	Quantità mq	Acquisto			Realizzo			Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo di acquisto	Ultima Valutazione	Data	Ricavo di vendita	Proventi generati		
			B			A	C	D	A-B+C-D
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



30 Giugno 2013

Privato e Confidenziale

SOMMARIO

1	Premessa	3
2	Data della Valutazione.	3
3	Indipendenza del valutatore ed esclusione di conflitto di interessi	3
4	Scopo della Valutazione	4
5	Base della Valutazione	4
6	Criteri di Valutazione	4
7	Documentazione Esaminata	5
8	Limiti della presente valutazione	5
9	Valutazione	5
9.1	Metodo dei flussi di cassa attualizzati	5
9.2	Ricavi	6
9.3	Canone di Mercato Stimato	6
9.4	Tasso di Capitalizzazione	6
9.5	Flussi di Cassa in Uscita	6
9.6	Tasso di Sconto	6
10	Valore di Mercato	7
11	Confidenzialità e raccomandazioni	7
	APPENDICE A. TERMINI, CONDIZIONI E ASSUNZIONI GENERALI	9

Privato e Confidenziale

30 Giugno 2013

1 Premessa

DTZ Italia S.p.A. ha ricevuto da IDEA FIIMIT sgr (il Committente), nel mese di Giugno 2013, l'incarico di effettuare la valutazione¹ per il Fondo Comune di Investimento Immobiliare "DELTA" (il "Fondo DELTA") aggiornata al 30 Giugno 2013.

DTZ Italia S.p.A., per lo svolgimento dell'incarico affidato, ha utilizzato personale interno qualificato per il compito. A tal proposito si comunica che il soggetto responsabile del processo di valutazione è l'architetto Enrico Rocca, esperto Indipendente avente i requisiti di cui al D.M. 228/1999 e che sono intervenuti nelle valutazioni del Fondo Delta i seguenti soggetti:

- Amos Sormani - Director – Advisory & Valuations Department;
- Arch. Maria Pia Forgiione – Associate Director - Advisory & Valuations Department;
- Maurizio Ferrato – Associate Director - Advisory & Valuations Department;

DTZ Italia S.p.A., per lo svolgimento dell'incarico affidato, ha utilizzato personale interno qualificato per il compito. Per adempiere al mandato, oltre ad informazioni in proprio possesso o disponibili presso fonti accreditate di settore, sono stati utilizzati dati e documenti forniti dal Committente.

Il Portafoglio Immobiliare del Fondo DELTA è costituito da 13 proprietà come schematicamente riportato di seguito:

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
TREVISO	SILEA	Cinacity-Treviso Silea	MEDUSA MULTICINEMA
PADOVA	LIMENA	Cinacity	MEDUSA MULTICINEMA
PARMA	PARMA	Cinacity - Parma	MEDUSA MULTICINEMA

2 Data della Valutazione.

La valutazione si riferisce al giorno 30 Giugno 2013.

3 Indipendenza del valutatore ed esclusione di conflitto di interessi

Si conferma che la valutazione degli immobili facenti parte del Fondo Comune di Investimento Immobiliare DELTA è stata svolta in qualità di Esperto Indipendente del Fondo, con il rilascio di dichiarazioni richieste dal Cliente per il possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità, indipendenza ed assenza di conflitti di interesse così come previsto dalla normativa vigente.

Si conferma altresì che DTZ Italia S.p.A. non stata in alcun modo coinvolta anteriormente nella valutazione dell'immobile se non in qualità di Esperto Indipendente del Fondo DELTA, pertanto non si ritiene che esista alcun conflitto di interesse nel fornire la consulenza richiesta.

¹ La valutazione si riferisce all'incarico di Esperto Indipendente del Fondo Delta come da Provvedimento di Banca d'Italia del 14 Aprile 2005 (e successive modifiche).

Le appendici di questo rapporto comprendono ulteriori dettagli in relazione alla valutazione degli immobili e sono dunque da intendersi parte integrante del presente rapporto di valutazione.

4 Scopo della Valutazione

Scopo della presente valutazione è la determinazione del valore di mercato del Patrimonio Immobiliare del Fondo DELTA, sulla base delle assunzioni di seguito dettagliate.

DTZ Italia S.p.A. in qualità di Esperto Indipendente ha svolto la valutazione del Fondo DELTA su richiesta del Cliente e secondo i criteri di valutazione ammessi dal Provvedimento di Banca d'Italia del 14 Aprile 2005 (e successive modifiche). Inoltre DTZ ha effettuato la valutazione anche in conformità dei principi guida RICS in quanto compatibili con il Provvedimento della Banca d'Italia del 14 Aprile 2005.

DTZ Italia S.p.A. autorizza il Cliente a riprodurre il presente rapporto, o parte di esso e di riferirne i contenuti a terzi limitatamente agli scopi previsti dalla Legge, 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. Per questo motivo risulta vietato, se non previa autorizzazione, la riproduzione e la duplicazione di tale rapporto di perizia per scopi diversi da quelli sopra descritti se non accompagnata da lettera di fiducia e/o "Reliance Letter" sottoscritta da DTZ Italia S.p.A.

5 Base della Valutazione²

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.

6 Criteri 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.

² Vedi anche: Appendice A - Termini, condizioni e assunzioni generali.

I metodi di valutazione di cui sopra saranno eseguiti singolarmente e combinati l'uno con l'altro ogni qualvolta gli specifici elementi lo renderanno necessario.

7 Documentazione Esaminata

Per adempiere al mandato, oltre ad informazioni in proprio possesso o disponibili presso fonti accreditate di settore, sono stati utilizzati dati e documenti forniti dal Cliente, di seguito brevemente elencati:

- Canoni di Locazione e/o "Rent Roll"; calcolo IMU ed assicurazione globali fabbricati; documentazione inerente i contratti di locazione.

Nel caso in cui qualsiasi di tali informazioni si verificasse inesatta o non aggiornata alla data di valutazione, i risultati della valutazione potrebbero subire variazioni e andrebbero dunque adeguatamente riesaminati.

8 Limiti della presente valutazione

Il presente rapporto di valutazione è stata effettuata assumendo altresì i seguenti limiti:

- A supporto della valutazione si è esaminata la documentazione tecnica fornitaci dal Cliente da cui in particolare abbiamo rilevato le informazioni catastali, le consistenze edilizie e la destinazione urbanistica dell'area in esame, nonché i dati relativi alla situazione locativa, senza effettuare alcuna ulteriore specifica verifica;
- Non sono state effettuate verifiche della struttura degli immobili;
- Nessun aspetto legale, fiscale o finanziario è stato preso in considerazione fatto salvo quanto specificatamente illustrato nelle perizie;
- Le indagini di mercato 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 di alcune delle destinazioni d'uso esaminate, tali da modificare, *non sensibilmente*, l'adozione dei singoli parametri unitari da noi scelti ed adottati come riferimento;
- 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 dal Cliente;
- Non sono state considerate le eventuali passività ambientali gravanti sugli Immobili; per "passività ambientali" si intende l'insieme dei 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.

9 Valutazione

9.1 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 attraverso 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 o 15 anni subordinatamente alla tipologia dell'immobile oggetto di valutazione. Tali flussi di cassa attesi sono scontati su base annua, assumendo che siano percepiti a metà di ciascuna annualità. Oltre a ciò, al termine dell'orizzonte temporale decennale o quindicennale, 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:

9.2 Ricavi

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

9.3 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+6 e o 9+9. Abbiamo assunto una crescita dei canoni di locazione di mercato in misura pari al 100% dell'inflazione annua attesa, e una crescita annua del canone di locazione, dalla data della stipula, in misura pari al 75% dell'inflazione annua.

9.4 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, planimetria e situazione locativa).

9.5 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.
IMU	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 2,00% 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 riflettendo in tale percentuale la tipologia dell'immobile nonché i conduttori di riferimento. Abbiamo assunto che tale valore cresca negli anni in linea con l'inflazione annua attesa.

9.6 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.

10 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 -Il Fondo DELTA- in data 30 Giugno 2013 pari a:

VALORE DI MERCATO IMMOBILI DI PROPRIETÀ DEL FONDO DELTA	€ 316.600.000³ (TRECENTOSEDICI MILIONI SEICENTO MILA EURO)
--	---

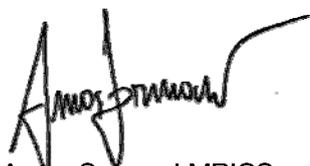
11 Confidenzialità e raccomandazioni

Le informazioni contenute in questo rapporto di valutazione sono da considerarsi riservate e destinate alla Committenza come sopra indicato.

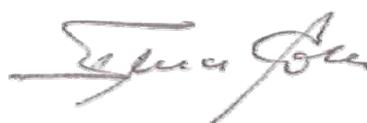
DTZ Italia S.p.A. autorizza il Cliente a riprodurre il presente rapporto, o parte di esso e di riferirne i contenuti a terzi limitatamente agli scopi previsti dalla Legge, ma non accetta nessuna responsabilità nei confronti di terze parti in relazione ai contenuti del presente rapporto di valutazione sia nella sua interezza che per porzioni dello stesso.

Per questo motivo risulta vietato, se non previa autorizzazione, la riproduzione e la duplicazione di tale rapporto di perizia per scopi diversi da quelli sopra descritti se non accompagnato da lettera di fiducia e/o "Reliance Letter" sottoscritta da DTZ Italia S.p.A.

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



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



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

³ IN ALLEGATO LA TABELLA RIPORTANTE I VALORI PER OGNI IMMOBILE.

APPENDICE A. TERMINI, CONDIZIONI E ASSUNZIONI GENERALI

Trattasi di termini, condizioni e assunzioni generali su cui le nostre valutazioni e relazioni sono normalmente preparate e costituiscono parte integrante del nostro incarico insieme con la nostra Lettera di Incarico ed i *DTZ Terms e Conditions*. Queste condizioni ed assunzioni si applicano alla valutazione che è oggetto di questo incarico. Abbiamo fatto alcune assunzioni in relazione a fatti, condizioni o situazioni che interessano il bene oggetto della nostra valutazione (o l'approccio ad essa) che non abbiamo verificato come parte del processo di valutazione, ma piuttosto, secondo il glossario del RICS Valuation - Professional Standards 2012 ("Red Book"), abbiamo considerato come veritiere. Nel caso in cui una di queste ipotesi si riveli inesatta, allora la nostra valutazione dovrà essere rivista.

1. Basi della Valutazione

In accordo con le istruzioni ricevute dal Cliente, il bene immobiliare è stato valutato sulle seguenti basi:

- Valore di mercato;
- Canone di mercato.

2. Titoli di proprietà e affini

Nessun aspetto legale, fiscale o finanziario è stato preso in considerazione fatto salvo quanto specificatamente indicato altrove. Qualora forniti, i contenuti dei titoli di proprietà sono stati riflessi nel rapporto di valutazione. Si assume che la piena proprietà dell'immobile sia libera da ipoteche, servitù, vincoli, dispute o altri gravami di sorta. Si precisa che non sono state effettuate autonome verifiche 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. Qualora fosse richiesta una verifica di tali informazioni, si assume incaricate i vostri consulenti legali.

3. Condizioni delle strutture e dei servizi, materiali dannosi, impianti e macchinari

Si è prestata la dovuta attenzione alle condizioni dell'immobile e all'apparente stato di manutenzione. Tuttavia, non sono state visitate alcuni spazi dell'immobile, né parti della struttura che risultano coperti, invisibili o inaccessibili. Non è quindi possibile confermare che l'immobile sia strutturalmente stabile e libero da difetti.

Si presume che l'immobile non sia oggetto di processi di putrefazione, infestazione, né di trattamenti chimici tossici o difetti strutturali e progettuali al di fuori di quelli eventualmente indicati nel presente rapporto di valutazione e nelle relative appendici.

Non sono previste ulteriori verifiche per determinare l'eventuale presenza o utilizzo di materiali dannosi impiegati nella costruzione o nel corso di susseguenti modifiche, e non è quindi possibile confermare che l'immobile non presenti rischi. Ai fini della presente valutazione, si assume che l'effettuazione tali verifiche non rivelerebbe la presenza di tali materiali dannosi.

Non sono state svolte altre verifiche geologiche, minerarie, o di altro genere per accertare che il sito sia libero da difetti nelle fondamenta. Si presume che le qualità portanti del sito su cui insiste l'immobile siano sufficienti per sostenere gli edifici ivi costruiti.

Si assume inoltre che non esistano condizioni anormali nel suolo, né reperti archeologici tali da poter condizionare negativamente l'occupazione, lo sviluppo oppure il valore di mercato presente o futuro dell'immobile. Nessuna verifica è stata svolta sul corretto funzionamento degli impianti elettrico, elettronico, idrico, e di riscaldamento, né su altre attrezzature o servizi. Ciò nonostante, si presume che tutti i servizi

funzionino in maniera soddisfacente. Non si è tenuto conto nella presente valutazione di impianti o macchinari che non siano a servizio diretto dell'immobile. Sono state appositamente escluse tutte le parti di impianti, macchinari, e attrezzature installati interamente o in diretta connessione alle attività dei conduttori. Sono anche stati esclusi mobili, arredamenti, accessori, veicoli, eventuali giacenze e attrezzature varie. Nel fornire consulenze e valutazioni riguardo al valore dell'immobile, DTZ Italia, le società collegate e i suoi dipendenti qualificati richiedono espressamente che il cliente e/o eventuali terze parti accettino il fatto che il presente rapporto di valutazione non offre alcun riferimento né fornisce alcuna garanzia riguardo alla condizione della struttura, delle fondamenta, del suolo e dei servizi dell'immobile oggetto di valutazione.

4. Impianti e macchinari

Non è stata considerata nessuna indennità per tutti gli impianti o macchinari che non fanno parte degli impianti di servizio dell'immobile. In particolare abbiamo escluso tutti gli impianti, macchinari ed attrezzature installati interamente o principalmente in relazione a qualsiasi delle attività degli occupanti. Sono stati anche esclusi mobili e arredi, veicoli, eventuale magazzino e attrezzi.

5. Superfici e sopralluoghi

Il Cliente ha fornito a DTZ Italia le superfici necessarie per la valutazione. Si assume che le superfici fornite siano state calcolate in conformità alla prassi italiana e che possano quindi essere utilizzate come base per le analisi svolte al fine della determinazione dei canoni di locazione attesi di mercato e del valore di mercato dell'immobile in oggetto.

Le ispezioni sono effettuate su base concordata. Al fine delle rivalutazioni senza nuova ispezione, a meno che non sia richiesto altrimenti, si assume (come definito nel Red Book) che nessuna modifica rilevante si è verificata in ordine alle caratteristiche fisiche della proprietà e della zona in cui è situata.

6. Questioni ambientali, inclusi rischi di inondazioni

DTZ Italia non ha eseguito verifiche in relazione alla presenza effettiva o potenziale di contaminazione nel sottosuolo o negli edifici ed ai rischi di inondazione. Si assume che, qualora venissero eseguite delle verifiche a tale scopo, non produrrebbero risultati tali da incidere sul valore dell'immobile. Non è stata svolta alcuna verifica da parte della scrivente circa gli usi passati dell'immobile stesso o degli immobili circostanti, per stabilire la contaminazione potenzialmente causata da tali usi e tali siti, e quindi si presume l'assenza di alcuna forma di contaminazione. Nel corso di una trattativa di acquisizione, gli eventuali acquirenti potrebbero richiedere ulteriori verifiche per accertare ogni rischio prima di chiudere la transazione. Se a seguito di tale attività si verificasse la presenza di contaminazione nell'immobile o nei terreni circostanti, oppure si verificasse che gli spazi siano stati usati o siano tuttora utilizzati per attività contaminanti, il valore riportato nel presente rapporto potrebbe subire una consistente riduzione.

7. Concessioni edilizie ed urbanistiche

Come richiesto, si presume che l'immobile in oggetto sia stato edificato in totale conformità con le norme urbanistiche e con tutte le necessarie concessioni edilizie; si presume altresì che l'immobile non sia soggetto a questioni rimaste in sospeso in relazione a costruzione, utilizzo o occupazione. In caso contrario ciò potrebbe incidere sul valore di mercato dell'immobile in oggetto.

Si prega di notare il fatto che i dipendenti dei servizi urbanistici forniscono informazioni informali ed ufficiose e che si devono intraprendere ricerche formali qualora siano necessarie informazioni ufficiali.

Si assume che, qualora dobbiate fare affidamento su questioni urbanistiche, incaricate, informando DTZ Italia, i vostri consulenti legali di effettuare tali ricerche formali.

8. Canoni di locazione

Qualora forniti, sono stati visionati i contratti di locazione ed i relativi documenti. Si assume che le copie di tutti i documenti inviati siano complete ed aggiornate.

Non sono state effettuate indagini sulla solidità finanziaria degli inquilini. A meno che non ci siano evidenze contrarie, si presuppone che:

- se una proprietà è occupata con un contratto di locazione, gli inquilini siano finanziariamente in grado di adempiere ai loro obblighi;
- non ci siano arretrati di spese di affitto o di spese condominiali ("service charges"), violazioni dei contratti, controversie con gli inquilini presenti o previste.

Tuttavia, la nostra valutazione riflette la percezione generale del mercato riguardo alla solidità finanziaria del tipo di conduttore attualmente insediato, o responsabile dell'adempimento dei contratti di locazione, o che potrebbe insediarsi.

Si assume che rinegoziazioni di affitto o rinnovi di locazione siano in corso o imminenti e che tutte le notifiche di sfratto siano state notificate efficacemente entro i termini prescritti.

9. Aspetti legali

Aspetti giuridici, ed in particolare l'interpretazione delle questioni relative ai titoli di proprietà ed alle locazioni, possono avere un impatto significativo sul valore di un immobile. Nessuna responsabilità sarà accettata per la vera interpretazione della posizione giuridica del nostro cliente o di altri soggetti. Quando esprimiamo un parere su questioni giuridiche che interessano la valutazione, tale parere deve essere quindi oggetto di verifica da parte del cliente con un avvocato qualificato. In queste circostanze, non ci assumiamo alcuna responsabilità per la vera interpretazione della posizione giuridica del cliente o di altri soggetti per quanto riguarda la valutazione della proprietà.

10. Informazioni

Si assume che tutte le informazioni fornite dal cliente sull'immobile siano complete e corrette. Si assume inoltre che i dettagli di tutte le questioni che possono incidere sul valore di cui il cliente è a conoscenza, quali i futuri contratti di affitto, indicizzazioni dei canoni di affitto e questioni in sospeso in ambito legislativo ed edilizio, siano stati forniti a DTZ Italia e che siano aggiornati.

11. Costo di ricostruzione

Qualora richiesto, si è tenuto conto del tipo e della natura dell'edificio con una stima del costo di ricostruzione come parte del nostro esercizio di valutazione. Non abbiamo effettuato una stima formale dei costi di ricostruzione tramite la nostra divisione di "Building Consultancy".

Qualora la stima sia richiesta per fini assicurativi, deve essere considerata come una indicazione e non deve essere usata come riferimento ed essere usata ai soli fini comparativi per la polizza di ricostruzione proposta del mutuatario. Qualora sorgano delle discrepanze, il cliente dovrebbe commissionare una stima formale dei costi di ricostruzione.

I dati riportati nel rapporto di valutazione rappresentano la nostra stima del costo di ricostruzione della proprietà alla data di valutazione.

Qualora la stima sia richiesta per fini assicurativi, sono incluse voci per la demolizione, rimozione delle macerie, armature di sostegno provvisorie, spese professionali che possono essere sostenute per la ricostruzione.

Non è stato incluso alcun importo per l'IVA. Se non è possibile recuperare totalmente l'IVA, o è possibile recuperarne solo una parte, il cliente dovrebbe richiedere ai propri assicuratori di aumentare in maniera appropriata l'importo base assicurato. Le voci non includono alcuna indennità per la perdita del canone di

locazione durante il periodo di ricostruzione, né per l'inflazione, né per bonificare qualsiasi contaminazione che possa essere presente e debba essere trattata prima della ricostruzione. La stima non fornisce alcuna consulenza in materia di copertura danni a seguito di atti terroristici e pertanto il cliente dovrebbe consultare i propri assicuratori in relazione a questo aspetto.

Si assume che l'edificio ripristinato, ed il suo utilizzo e funzione, sarà simile a quello esistente e che sarà quanto più possibile fedele al progetto originale, costruito in materiali odierni, con tecniche odierne ed adatto agli standard odierni.

12. Detrazione delle spese di acquisto

Il valore di mercato che si attribuisce alla proprietà è la cifra che consideriamo potrebbe apparire in un contratto di vendita, fatte salve le ipotesi appropriate di questa base del valore. Se appropriato, è stato fatto un riferimento in materia di imposta di bollo e spese dell'acquirente. Nessuna rettifica è stata apportata per riflettere eventuali oneri accessori (diritti notarili, commissioni di intermediazione, costi di due diligence, ecc.) a carico del potenziale acquirente: il valore indicato è quindi da intendersi al netto di tali imposte ed oneri accessori.

13. Tassazione

Non è stato fatto alcun riferimento per tener conto di eventuali responsabilità fiscali che possano insorgere al momento della dismissione, né per eventuali costi connessi alla dismissione sostenuti dal proprietario. Inoltre, non è stata considerata nessuna indennità per eventuali responsabilità di rimborso a qualsiasi ente o altri soggetti, conguagli fiscali o finanziamenti che possano sorgere al momento della dismissione.

Il valore di mercato dell'immobile ed i canoni di locazione indicati nel presente rapporto di valutazione non tengono in considerazione l'ammontare dell'imposta sul valore aggiunto e sono pertanto da considerarsi come valori IVA esclusa.

14. Mercato immobiliare di riferimento

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 l'adozione dei singoli parametri unitari da noi scelti ed adottati come riferimento.

15. Controllo

La conformità delle valutazioni con il RICS Valuation – Professional Standards 2012 può essere oggetto di controllo da parte delle RICS secondo le sue norme disciplinari.

Definizioni delle Basi della Valutazione

Valore di mercato

DTZ S.p.A. ha fatto riferimento ai criteri di valutazione riportati al Titolo V - Capitolo IV della Banca d'Italia 14/04/2005 in particolare al paragrafo 2.5 - Beni Immobili.

Il Valore di Mercato si valuta in conformità al Valuation Standard 3.2 del RICS Valuation - Professional Standards 2012 ("Red Book") ed alla definizione e struttura concettuale dell'International Valuation Standards Council (IVSC). In accordo con il VS 3.2, il Valore di Mercato rappresenta l'ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni.

Commenti

- a) Nell'applicazione del valore di mercato è necessario tenere in considerazione la struttura concettuale riportata nei paragrafi 31–35 del IVS Framework, incluso il requisito per cui il valore stimato deve rispecchiare lo stato e la situazione effettiva del mercato alla data di valutazione.
- b) Il valore di mercato è una definizione riconosciuta a livello internazionale. Rappresenta l'importo che apparirebbe in un ipotetico contratto di compravendita alla data di valutazione. I valutatori devono garantire che la base del valore sia sempre definita chiaramente sia nelle istruzioni, sia nel rapporto.
- c) Il valore di mercato non prende in considerazione nessuna ipoteca, obbligazione o altro gravame relativo alla proprietà.
- d) Escludendo i casi in cui si configura un valore speciale (vedere definizione nei paragrafi 44-47 dell' IVS Framework), quando il prezzo offerto dai potenziali acquirenti sul mercato ordinario rispecchia un'aspettativa di futura variazione delle circostanze della proprietà, questo elemento di "valore atteso" è riflesso nel valore di mercato. Alcuni esempi in cui l'aspettativa di ottenere un maggiore valore in futuro influisce sul valore di mercato sono:
 - a. la possibilità di edificare dove attualmente non sia consentito;
 - b. la possibilità che in futuro emerga un valore complementare (vedere definizione al paragrafo 48 del IVS Framework), in seguito alla fusione con un'altra proprietà o con altri diritti/titoli all'interno della stessa proprietà.
- e) Le linee guida GN 2, GN 4 e GN 5 contengono direttive sull'applicazione del valore di mercato agli specifici tipi di cespiti.

Considerazioni pubblicate nell'IVS Framework (paragrafi 31-35):

31 - Si utilizza il termine Proprietà in quanto l'elemento centrale di questi standard è la valutazione delle proprietà immobiliari. Poiché gli Standard comprendono la rendicontazione finanziaria, per un'applicazione più generale della definizione si può utilizzare il termine Cespiti. Ogni elemento della definizione ha una propria rilevanza concettuale.

- a) "L'ammontare stimato " si riferisce a un prezzo espresso in termini monetari (di solito nella valuta locale) pagabile per la proprietà a fronte di una transazione a condizioni concorrenziali. Il Valore di Mercato si misura come il prezzo più probabile che si può ragionevolmente ottenere sul mercato alla data di valutazione, attenendosi alle condizioni di cui alla definizione di Valore di Mercato. È il prezzo migliore che il venditore può ragionevolmente ottenere e il prezzo più vantaggioso che l'acquirente può ragionevolmente pagare. Questa valutazione esclude specificamente un valore stimato incrementato o

decrementato a causa di condizioni o circostanze speciali, come termini di finanziamento/pagamento, accordi atipici, operazioni di sale and leaseback, considerazioni o concessioni particolari accordate da una qualsiasi persona correlata alla vendita o qualsiasi elemento riconducibile al concetto di Valore Speciale.

- b) “una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata” fa riferimento al fatto che il valore di una proprietà è un ammontare stimato, anziché un prezzo di vendita predeterminato o effettivo. È il prezzo a cui il mercato prevede che debba concludersi, alla data di valutazione, una transazione che soddisfa tutti gli altri elementi della definizione di Valore di Mercato.
- c) “alla data di valutazione” richiede che il Valore di Mercato stimato sia riferito a un momento specifico, cioè a una data determinata. Poiché i mercati e le condizioni di mercato possono mutare, in un diverso momento il valore stimato può essere non più corretto o appropriato. L’ammontare della valutazione deve rispecchiare lo stato attuale e le circostanze del mercato alla data effettiva di valutazione e non ad una data passata o futura. La definizione presume anche che la compravendita e il perfezionamento del relativo contratto avvengano simultaneamente, senza alcuna variazione del prezzo che potrebbe altrimenti aver luogo.
- d) “tra un acquirente interessato” fa riferimento a una persona motivata, ma non costretta, ad acquistare. Questo tipo di acquirente non è né troppo desideroso, né determinato ad acquistare a qualsiasi prezzo; inoltre, effettua gli acquisti in conformità alle condizioni reali e alle aspettative del mercato corrente, anziché di un mercato immaginario o ipotetico di cui non si può dimostrare o prevedere l’esistenza. Il presunto acquirente non pagherebbe un prezzo superiore a quello imposto dal mercato. L’attuale proprietario è compreso tra coloro che costituiscono “il mercato”. Il valutatore non deve formulare assunzioni non realistiche riguardo alle condizioni del mercato, né presupporre un Valore di Mercato di livello superiore a quello ragionevolmente ottenibile.
- e) “un venditore interessato” non è un venditore troppo desideroso, né costretto a vendere e quindi pronto ad accettare qualsiasi prezzo, né disposto ad attendere eccessivamente per ottenere un prezzo non considerato ragionevole sul mercato del momento. Il venditore interessato è motivato a vendere la proprietà alle condizioni e al miglior prezzo ottenibile sul (libero) mercato dopo un’adeguata commercializzazione, a prescindere dal prezzo specifico. Le circostanze reali del proprietario effettivo non rientrano tra queste considerazioni, perché il “venditore interessato” è un proprietario ipotetico.
- f) “in una transazione a condizioni concorrenziali” si tratta di una transazione che avviene tra parti fra le quali non intercorre un rapporto particolare o speciale (come, per esempio, tra una società capogruppo e una controllata, o tra un proprietario e un inquilino) a motivo del quale il livello di prezzo può essere inusuale per il mercato o incrementato a causa di un elemento del Valore Speciale (vedere IVS 2, paragrafo 3.8). Si presume che la transazione al Valore di Mercato avvenga tra parti non collegate, ciascuna delle quali agisce in modo indipendente.
- g) “dopo un’adeguata commercializzazione” questa espressione significa che la proprietà deve essere offerta sul mercato nel modo più indicato a consentirne la vendita al miglior prezzo ragionevolmente ottenibile, in conformità alla definizione di Valore di Mercato. La durata del periodo in cui la proprietà è messa sul mercato può variare a seconda delle condizioni del mercato stesso, ma deve essere sufficiente a permettere di sottoporre la proprietà all’attenzione di un numero adeguato di potenziali acquirenti. Il periodo in cui la proprietà è messa in vendita deve essere anteriore alla data di valutazione.
- h) “in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, con cautela” questa definizione presume che sia l’acquirente interessato che il venditore interessato siano ragionevolmente informati sulla tipologia e le caratteristiche della proprietà, i suoi impieghi effettivi e potenziali e le condizioni del mercato alla data di valutazione. Si presume inoltre che ciascuno di essi agisca nel proprio interesse con conoscenza e con cautela, in modo da realizzare il prezzo migliore per la rispettiva posizione nella transazione. La cautela si valuta facendo riferimento alle condizioni del mercato alla data di valutazione, non

avvalendosi di conoscenze e informazioni maturate successivamente alla data di valutazione. Non è necessariamente incauto per un venditore cedere la proprietà su un mercato in calo a un prezzo inferiore rispetto ai livelli precedenti. In tali casi, e ciò vale anche per altre situazioni di acquisto e vendita su mercati caratterizzati da prezzi variabili, l'acquirente o il venditore cauto agisce in conformità alle migliori informazioni commerciali disponibili al momento.

- i) "e senza coercizioni" Questa espressione indica che ciascuna parte è motivata a intraprendere la transazione, ma non è obbligata né indebitamente costretta a portarla a termine.

32 - Il concetto di valore di mercato presuppone un prezzo negoziato in un mercato aperto e competitivo in cui i partecipanti agiscono liberamente. Il mercato per un'attività potrebbe essere un mercato internazionale o di un mercato locale. Il mercato potrebbe essere costituito da numerosi acquirenti e venditori, o potrebbe essere caratterizzato da un numero limitato di partecipanti al mercato. Il mercato in cui il bene è in vendita è quello in cui il bene viene normalmente scambiato (vedere paragrafi 16-20).

33 - Il valore di mercato di un asset rifletterà il suo *highest and best use*. L'*highest and best use* rappresenta l'uso che massimizza la sua produttività e che è possibile, legalmente ammissibile e finanziariamente fattibile. L'*highest and best use* può essere per la continuazione di un uso esistente o per qualche uso alternativo. Questo è determinato dall'uso che un operatore del mercato avrebbe in mente per l'asset nel formulare il prezzo che sarebbe disposto ad offrire.

34 - L'*highest and best use* su una base stand-alone può essere diverso dal suo *highest and best use* come parte di un gruppo, quando si deve considerare il suo contributo al valore complessivo del gruppo.

35 - La determinazione dell'*highest and best use* comporta le seguenti considerazioni:

- (a) per stabilire se un uso sia possibile, si dovrà considerare quello che sarebbe stato considerato ragionevole dai partecipanti al mercato;
- (b) in modo da riflettere l'obbligo di essere legalmente ammissibile, ogni restrizione legale all'uso del bene, ad esempio le destinazioni urbanistiche, deve essere presa in considerazione;
- (c) il requisito che l'uso sia economicamente fattibile tiene conto del fatto che un uso alternativo, fisicamente possibile e legalmente ammissibile, sarà sufficientemente remunerativo per un tipico operatore del mercato, dopo aver tenuto conto dei costi di conversione a tale uso, oltre al ritorno al suo attuale uso.

Per Valore di Mercato si intende il valore di una proprietà stimata al netto dei costi di vendita o di acquisizione e degli oneri fiscali correlati (IVS Framework 36).

Canone di mercato

Il Canone di Mercato si valuta in conformità al Valuation Standard 3.3 del Red Book. In accordo con il VS 3.3, il Canone di Mercato rappresenta l'ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere locata, alla data di valutazione, da un locatore a un conduttore privi di legami particolari, entrambi interessati alla transazione, sulla base di termini contrattuali adeguati e a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni.

Commenti

- 1) La definizione di canone di mercato è una variazione della definizione di valore di mercato; i paragrafi C10 e C11 nell'IVS 230 forniscono ulteriori informazioni in merito.

-
- 2) Il canone di mercato varia in modo significativo a seconda delle condizioni del contratto di locazione assunto come riferimento. Gli adeguati termini contrattuali rispecchiano solitamente la comune pratica sul mercato in cui la proprietà si trova, sebbene per determinati scopi possa essere necessario stipulare condizioni diverse da quelle abituali. Il canone di mercato è influenzato da fattori come la durata della locazione, la frequenza degli aggiornamenti del canone e la responsabilità delle parti in materia di manutenzione e spese. In alcuni Paesi, determinati aspetti legislativi potrebbero limitare i termini contrattuali o influire sul loro impatto. Tali aspetti devono essere presi in considerazione, ove necessario.
 - 3) Nella determinazione del canone di mercato, i valutatori devono quindi definire chiaramente i principali termini contrattuali che si assumono come riferimento. Se è abituale, in un particolare mercato, includere un pagamento o una concessione da una parte all'altra quale incentivo per stipulare un contratto di locazione e ciò si riflette sul livello generale dei canoni, anche il canone di mercato deve essere espresso su tale base. La tipologia dell'incentivo assunto deve essere dichiarata dal valutatore, insieme ai relativi termini contrattuali.
 - 4) Il canone di mercato è normalmente utilizzato per indicare l'importo per cui una proprietà libera possa essere locata, oppure il valore per cui una proprietà locata possa essere nuovamente affittata alla scadenza dell'attuale contratto di locazione. Il canone di mercato non rappresenta una base adeguata per la definizione del canone di locazione in caso di rinegoziazione anticipata del canone stesso, poiché è necessario prendere in considerazione le specifiche condizioni del contratto precedentemente in vigore.