



UniCredito Immobiliare Uno

*Fondo chiuso per investimenti immobiliari
prevalentemente non residenziali*

**RENDICONTO DI GESTIONE
AL 31 DICEMBRE 2011**

SOMMARIO

- ✓ **Relazione degli amministratori sull'andamento della gestione**
 1. Il Fondo in sintesi
 2. Politiche di investimento del Fondo
 3. Performance del Fondo e andamento del valore della quota sul mercato
 4. Analisi dei mercati di riferimento
 5. Modifiche fiscali riguardanti i partecipanti ai fondi immobiliari
 6. Illustrazione dell'attività di gestione, delle direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento e delle linee strategiche future
 7. Eventi di particolare importanza per il Fondo verificatisi nell'esercizio
 8. Rapporti intrattenuti nell'arco dell'esercizio con altre società del gruppo di appartenenza di Torre SGR S.p.A.
 9. Operatività poste in essere su strumenti finanziari derivati e strategie seguite dal gestore in tale comparto
 10. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio
 11. Distribuzione di proventi e rimborsi parziali pro-quota

- ✓ **Schede degli immobili del Fondo**

- ✓ **Situazione patrimoniale**

- ✓ **Sezione Reddittuale**

- ✓ **Nota Integrativa**

- ✓ **Estratto della Relazione di stima degli Esperti Indipendenti**

Relazione degli amministratori sull'andamento della gestione

Il Rendiconto di gestione al 31 dicembre 2011 (il "Rendiconto") è stato redatto in osservanza di quanto disposto dal Provvedimento Banca d'Italia del 14 aprile 2005 recante il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio". Esso si compone di una Situazione Patrimoniale, della Sezione Reddittuale, della Nota Integrativa ed è accompagnato dalla presente Relazione degli amministratori.

1. Il Fondo in sintesi

Si ricorda che, con effetto dal 10 aprile 2009, Torre SGR S.p.A ("Torre" o la "SGR") è subentrata a Pioneer Investment Management SGRp.A. ("PIM") nella gestione del fondo comune di investimento immobiliare chiuso "UniCredito Immobiliare Uno" (il "Fondo" o "UIU").

In data 8 aprile 2009 PIM e Torre hanno finalizzato il conferimento in Torre del ramo d'azienda di PIM consistente nella gestione di un compendio di fondi immobiliari tra i quali UIU, oltre ad ulteriori cinque fondi immobiliari riservati ad investitori qualificati. Per effetto di tale operazione, PIM ha acquisito una partecipazione in Torre pari al 37,5% del capitale sociale di quest'ultima. L'operazione, di cui è stata data informativa al mercato con comunicazioni dell'8 e 9 aprile 2009 ha avuto efficacia a far data dal 10 aprile 2009.

UIU ha iniziato la propria operatività a partire dal 9 dicembre 1999, data in cui è avvenuto il primo richiamo degli impegni nei riguardi dei sottoscrittori. Il 4 giugno 2001 le quote del Fondo sono state ammesse alla quotazione presso la Borsa Italiana sul "mercato dei titoli sottili". Attualmente le quote (codice ISIN: IT0001358479) sono negoziate sul segmento MIV – Mercato degli Investment Veichles.

La durata del Fondo è fissata in 15 anni a decorrere dalla data del primo richiamo degli impegni. Esso quindi verrà a scadenza nel dicembre 2014. Il valore iniziale del Fondo è stato fissato in Euro 400 milioni suddiviso in 160.000 quote del valore nominale di 2.500 Euro ciascuna. Si riportano di seguito i dati essenziali del Fondo. Le ultime quattro informazioni sono riferite alla data del 31/12/2011.

Tipologia	Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso
Data di istituzione	15 luglio 1999
Data di inizio operatività	9 dicembre 1999
Durata del Fondo	15 anni a decorrere dalla data del primo richiamo degli impegni
Banca depositaria	SGSS S.p.A.
Esperto indipendente	Scenari Immobiliari
Società di revisione	Reconta Ernst & Young S.p.A.
Specialist	Banca IMI S.p.A.
Fiscalità dei partecipanti	In funzione del periodo di maturazione dei Proventi distribuiti dal Fondo e della natura del soggetto percettore.
Quotazione	Segmento MIV – Mercato degli Investment Veichles di Borsa Italiana S.p.A. – Codice ISIN: IT0001358479
Numero delle quote	160.000
Valore nominale delle quote	€ 2.500
Valore iniziale del Fondo	€ 400.000.000
Valore unitario delle quote	€ 3.328,893
Valore complessivo netto del Fondo	€ 532.622.807
Valore di mercato degli immobili e dei diritti reali immobiliari	€ 382.800.000

Valore di mercato delle partecipazioni in società immobiliari	€ 78.000.000
---	--------------

2. Politiche di investimento del Fondo

La politica di investimento del Fondo si basa su un portafoglio costituito da immobili prevalentemente non residenziali, detenuti in via diretta o indirettamente, tramite partecipazioni in società immobiliari. Gli investimenti sono quindi orientati su uffici, centri commerciali, alberghi e residence, residenze per anziani, logistica e settore produttivo. Ciò non esclude che in alcune fasi della vita del Fondo gli investimenti possano essere costituiti, anche per importo consistente, da immobili residenziali.

3. Performance del Fondo e andamento del valore della quota sul mercato

Il valore iniziale del Fondo è stato, come detto, di Euro 400.000.000, mentre il valore complessivo netto ("NAV") al 31 dicembre 2011 risulta essere di Euro 532.622.807 (Euro 567.078.378 al 31 dicembre 2010).

Il valore della quota, cioè il patrimonio complessivo netto al 31 dicembre 2011 rapportato al numero delle quote in circolazione, pari complessivamente a 160.000, corrisponde ad Euro 3.328,893 (Euro 3.544,240 al 31 dicembre 2010).

La variazione negativa del NAV tra il 31 dicembre 2010 ed il 31 dicembre 2011, pari ad Euro 34.455.571, è determinata dalla distribuzione del rimborso parziale pro-quota per Euro 22.000.000 effettuata nel corso dell'anno (Euro 137,50 per quota) e dalla perdita dell'esercizio pari ad Euro 12.455.571.

Quest'ultima è la risultante del risultato negativo della gestione dei beni immobili per Euro 428.708, degli oneri di gestione, pari ad Euro 6.394.547, del saldo negativo degli altri ricavi ed oneri per Euro 2.533.714, dell'effetto negativo degli strumenti finanziari per Euro 2.924.188 e degli oneri finanziari per Euro 174.414.

Con riferimento al risultato della gestione dei beni immobili, si evidenzia che esso è influenzato negativamente per Euro 9.908.170 dalle minusvalenze nette derivanti dall'adeguamento al valore di mercato al 31 dicembre 2011 degli immobili in portafoglio, così come risultanti dalla relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente, approvata dal Consiglio di Amministrazione.

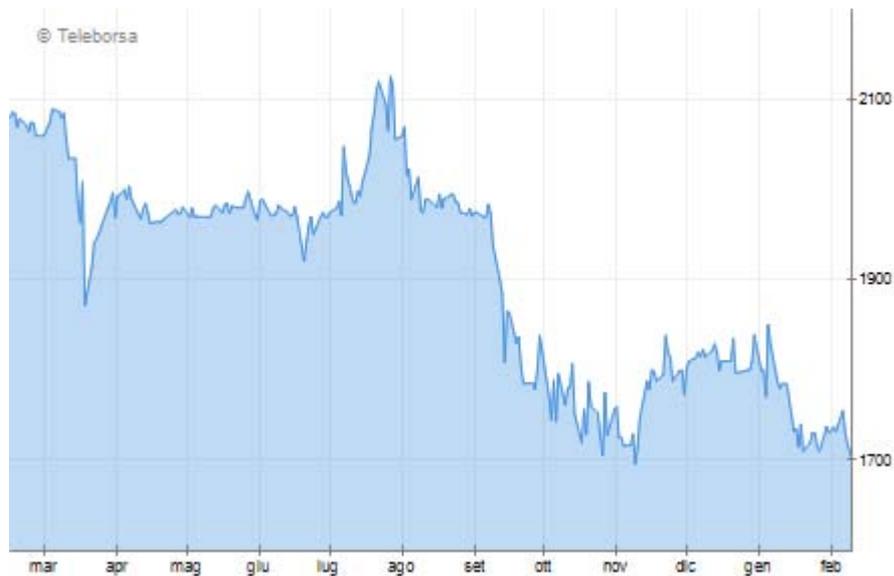
Dal 9 dicembre 1999, data di apporto avvio del Fondo, al 31 dicembre 2011, data del Rendiconto, il NAV del Fondo si è incrementato di Euro 132.622.807, passando da Euro 400.000.000 a Euro 532.622.807. Il valore unitario della quota è passato da Euro 2.500,000 a Euro 3.328,893, con un incremento del 33,16%; considerando le distribuzioni dei proventi e del rimborso parziale pro-quota effettuati nel corso della vita del Fondo, per un totale di Euro 762,340 per quota, che ha inciso complessivamente per il 30,49% rispetto al valore iniziale della quota, l'incremento di valore realizzato è pari al 63,65%.

Il Tasso Interno di Rendimento, calcolato sulla base del valore iniziale del Fondo, dei flussi di cassa in uscita (proventi e rimborsi distribuiti) e del valore del NAV al 31 dicembre 2011, risulta pari al 4,62%.

Il valore di borsa della quota alla chiusura dell'anno risulta essere di Euro 1.839,00, con una media riferita al mese di dicembre pari a Euro 1.813,23 ed una media riferita all'intero anno pari a Euro 1.938,12. Il valore massimo rilevato, pari a Euro 2.126,00, si è registrato in data 27/07/2011, mentre quello minimo, pari a Euro 1.696,00, in data 9/11/2011.

Il volume medio giornaliero degli scambi nel corso dell'anno è stato di n. 76 quote.

Di seguito si riporta il grafico dell'andamento del titolo nell'anno 2011.



Al 31/12/2011 il disallineamento ("sconto") tra il valore della quota rilevato sul mercato (Euro 1.839,00) e quello da rendiconto (contabile) (Euro 3.328,893) risulta pari al 44,8%, mentre al 31/12/2010 esso risultava del 43,8%.

Il suddetto sconto che caratterizza in maniera più o meno accentuata la quasi totalità dei fondi immobiliari quotati, dipende da diversi fattori. In primo luogo, il valore contabile viene espresso solo semestralmente tenendo conto delle perizie sugli immobili effettuate dagli Esperti Indipendenti incaricati ai sensi del D.M. 228/1999. In secondo luogo il mercato dei fondi immobiliari è caratterizzato da una limitata liquidità delle quote (data la tipologia del prodotto dedicato ad investitori di lungo periodo).

Il lungo orizzonte temporale che caratterizza il fondo immobiliare chiuso ha come conseguenza l'accumulo degli aumenti dei valori che vengono distribuiti alla scadenza del fondo in sede di dismissione degli immobili. Il sottoscrittore dovrebbe quindi ottenere il massimo vantaggio liquidando le proprie quote alla scadenza del Fondo.

Il valore contabile della quota è l'indicatore da tenere in considerazione per conoscere la consistenza patrimoniale del fondo.

Diversamente, pur con un'ovvia penalizzazione dovuta anche a fattori intrinseci del settore (es.: scarsa liquidità delle quote sul mercato), viene comunque offerta la possibilità di un'uscita anticipata, vendendo le proprie quote sul mercato regolamentato che le valuterà con i limiti accennati. Tuttavia, nel lungo periodo il valore contabile ed il valore di mercato della quota tenderanno ad allinearsi, fino essenzialmente a coincidere in sede di liquidazione del fondo stesso.

4. *Analisi dei mercati di riferimento*

Il mercato immobiliare

Lo scenario globale

L'andamento del mercato immobiliare mondiale si può ricostruire con un certo grado di accuratezza anche sulla scorta dei dati relativi al terzo trimestre dell'anno appena concluso.

Dai diversi *paper* dedicati al mercato residenziale, redatti dal Fondo Monetario Internazionale ("IMF"), emerge un quadro particolarmente complesso nel quale l'analisi dei soli indici globali può trarre spesso in inganno. Infatti, benché il Global House Price Index⁴, indice immobiliare residenziale sviluppato dall'IMF, abbia registrato, a partire del 2007, una tendenza ribassista, dopo una crescita continua durata un decennio, da un'analisi più approfondita emergono notevoli differenze fra i singoli mercati locali. In particolare nell'ultimo anno circa metà dei 55 paesi che contribuiscono all'indice hanno registrato valori in crescita e metà in diminuzione.

La stessa Eurozona si divide fra paesi, quali Irlanda (-14%), Spagna (-5%) e Grecia (-4%) che registrano diminuzioni di valori e paesi quali Francia (+6%) e Austria (+5%) che hanno invertito la tendenza. In questo scenario l'Italia, al pari della Gran Bretagna, registra una certa stabilità con una contrazione inferiore all'1%.

I principali indici di performance europei del settore non residenziale, quali il DTZ Fair Value Index⁵, sono nuovamente scesi nel terzo trimestre 2011 dopo aver registrato, nella prima parte dell'anno, un iniziale rimbalzo dai valori del 2010. Anche Jones Lang La Salle registra performance immobiliari in Europa positive nei primi due trimestri, con un aumento complessivo del take-up del 10%, mentre i risultati negativi del terzo e del quarto trimestre, legati anche al declino della fiducia delle imprese, ridurranno i volumi complessivi ai valori del 2010 mantenendo la *vacancy* media stabile al 10,2%.

Tale tendenza negativa ricalca la visione pessimista del mercato e la diminuzione delle opportunità derivanti anche dall'aumentata avversione al rischio degli investitori. Infatti, così come sui mercati obbligazionari si registra una spiccata preferenza per strumenti ritenuti "sicuri", quali i titoli di stato statunitensi e tedeschi, anche nel mercato immobiliare sono premiati i prodotti con un profilo di rischio basso e penalizzati i mercati ritenuti meno liquidi.

Nei mercati *core*, i mercati con un profilo di "rischio paese" più basso e un corrispondente minore rendimento delle obbligazioni statali (Germania, Gran Bretagna e paesi Scandinavi), lo spread fra i rendimenti del mercato immobiliare e i rendimenti dei titoli di stato, storicamente considerato un benchmark dell'attrattività del mercato immobiliare, sta raggiungendo livelli record. Al contrario nei mercati periferici, come il mercato italiano, l'incremento dei rendimenti dei titoli di stato riduce a zero, ovvero a valori negativi, tale spread. Questa situazione non sembra però destinata a perdurare in quanto, anche nel mercato italiano, si prevede un aumento dei rendimenti richiesti a fronte di un maggiore rischio sistemico. Infatti, qualora la crisi del debito sovrano si dovesse accentuare, alcuni osservatori prevedono in Europa un aumento dei rendimenti attesi medi ma indicano una certa differenziazione fra i mercati quali quello di Stoccolma e della City di Londra, che registreranno una diminuzione dei rendimenti (15% circa fino al 2016), e quelli di Dublino e Madrid che, al pari di Milano, potrebbero registrare una diminuzione dei prezzi con percentuali a due cifre. L'impatto del raffreddamento del quadro economico generale risulta invece comune a tutti i mercati europei in quanto molti osservatori riportano un rallentamento, anche prospettico, nella crescita dei canoni di locazione che penalizza i ritorni potenziali e che colpisce i diversi settori immobiliari dal momento che le imprese posticipano i piani di espansione. DTZ Research⁵ prevede infatti nel quadriennio 2012-2016 una crescita media mondiale dei canoni di locazione, nell'intero settore immobiliare, pari al 2,1% annuo, in flessione rispetto alle previsioni di metà 2011, e comunque superiore all'1,7% previsto nell'area euro e negli Stati Uniti.

L'economia asiatica cresce fortemente anche se si iniziano a registrare i primi segni di un rallentamento ed anche per la Cina, che guida i paesi dell'area in termini di crescita prevista dei canoni, si prevede una crescita annua non superiore al 3,2% nei prossimi cinque anni. Infine le stime sui valori immobiliari medi globali, dopo il rimbalzo registrato nel corso del 2011 rispetto al 2010, prevedono un andamento in aumento mediamente dell'1,5% annuo fra il 2012 e il 2015. (Fonte: Jones Lang La Salle – DTZ Foresight)

Lo scenario generale italiano

Abbastanza sorprendentemente, se si considera la congiuntura economica, il mercato immobiliare *non residenziale* italiano ha registrato nel corso del 2011 un elevato volume di investimenti se confrontati con il 2010. Premesso che per l'analisi del mercato immobiliare italiano non residenziale, nel quale sono attivi gli investitori istituzionali, risulta spesso complesso quantificarne correttamente i volumi, tutti i principali osservatori sono concordi nel registrare, nel corso del secondo semestre del 2011, un andamento positivo degli investimenti. Secondo gli osservatori di CBRE il settore immobiliare degli investitori istituzionali, nel corso del terzo trimestre del 2011, ha registrato una sorprendente vitalità e il totale delle operazioni non residenziali finalizzate nei primi nove mesi del 2011 ha raggiunto un valore complessivo di circa 3,2 miliardi di euro con un aumento del 7,4% rispetto allo stesso periodo del 2010.

Tali valori sono in parte dovuti alla finalizzazione di importanti operazioni di compravendita di portafogli di immobili ad uso commerciale, quali ad esempio la seconda tranche del portafoglio "Metro Cash & Carry" da parte di un importante investitore statunitense. Queste

rilevanti operazioni, che hanno rappresentato circa il 60% delle transazioni nel settore commerciale, hanno contribuito a rendere tale settore il principale nello scenario del mercato immobiliare non residenziale e ad assicurare una certa stabilità degli *yield* per i prodotti *prime*. Il settore degli uffici, storicamente il più importante nel mercato non residenziale, ha registrato investimenti in aumento rispetto al 2010 del 13% con una sostanziale stabilità degli *yield*.

Il settore della logistica sta invece registrando un progressivo aumento degli *yield* ed un numero limitato di operazioni. Alcuni osservatori riportano che i principali investitori del settore, attivi dalla fine del 2010 nella ricerca di opportunità di investimento, sono in attesa di un chiarimento del quadro economico per finalizzare le operazioni. Infine il settore ricettivo, come gran parte del mercato immobiliare, soffre della profonda distanza fra le caratteristiche qualitative dell'offerta e le richieste degli investitori. Benché il mercato veda ancora una prevalenza degli investitori italiani, che rappresentano il 54% del totale dei volumi degli investimenti, molti osservatori hanno testimoniato un ritorno di interesse da parte di investitori statunitensi e australiani nel corso del terzo trimestre del 2011. Forse anche sulla spinta di tale ritorno di interesse si è registrato un aumento della dimensione media delle operazioni che sono passate da 20-50 milioni di euro a 50-100 milioni di euro.

Il mercato direzionale Italiano

Di seguito si riportano i principali indicatori rilevati sul mercato di Milano e di Roma.

Direzionale Milano

Il quarto trimestre 2011 è stato caratterizzato da una attività nel mercato degli investimenti immobiliari a Milano particolarmente poco vivace. Una cifra inferiore ai € 150 mil è stata infatti investita a Milano in questo periodo che, invece, è solitamente quello più florido da questo punto di vista. Nel corso di tutto il 2011, dunque, il volume investito è stato di circa € 1,4 mld, comunque in crescita del 10% circa rispetto all'anno precedente. Tuttavia, un volume particolarmente alto (€ 850 mil circa, di cui € 470 mil per l'acquisto della Rinascente all'inizio dell'anno) è stato registrato per gli investimenti in immobili ad uso commerciale, mentre le transazioni che hanno riguardato immobili ad uso terziario si sono quasi dimezzate in volume rispetto all'anno precedente passando da oltre € 900 mil a meno di € 550 mil.

Anche nel quarto trimestre dell'anno, le principali categorie di acquirenti di immobili sul mercato di Milano sono stati fondi immobiliari italiani, investitori privati e società che operano in altri settori e che acquistano immobili strumentali. Negli ultimi mesi del 2011 l'effetto della nuova ricaduta dei mercati finanziari avvenuta nell'estate ha fatto sì, non solo che i volumi investiti fossero particolarmente bassi, ma anche che le dimensioni medie delle transazioni si riducessero sostanzialmente. Nel trimestre, infatti, non è stata registrata alcuna transazione dal valore superiore ai € 31 mil. L'accesso a finanziamenti che permettano di chiudere compravendite di grandi dimensioni è stato nei mesi recenti molto difficoltoso a causa del deteriorarsi della situazione finanziaria in Italia e questo ha causato la rarefazione di investimenti di grandi dimensioni.

Un'altra tendenza che si è consolidata nel corso del 2011 riguarda l'interesse degli investitori che si è andato focalizzando su immobili localizzati nel centro città. È probabile che proprio per questa concentrazione di interesse sugli immobili situati nel Centro città ovvero nei maggiori Central Business District, i rendimenti per questa tipologia di asset, pur crescendo, si sono mantenuti al di sotto dei rendimenti dei titoli di Stato Italiani a 10 anni (che da ottobre sono stabilmente al di sopra del 5,5%). Dopo che nel primo semestre dell'anno la tendenza dei rendimenti immobiliari per investimenti in uffici a Milano era stata in discesa, a seguito dell'acuirsi della crisi dei debiti sovrani nella zona Euro il trend si è invertito (in tutte le zone della città) spingendo i rendimenti *prime* nelle zone centrali della città intorno al 5,4%.

Nel quarto trimestre sono stati commercializzati in locazione 89.000 m² di uffici. Il totale del 2011 risulta così superiore del 8% rispetto a quello del 2010, attestandosi a 339.000 m². Questo risultato potrebbe apparire in contrasto con il contesto economico. Tuttavia, le società hanno continuato a muoversi per razionalizzare le loro sedi, poter usufruire di spazi più moderni e, quindi, ridurre i loro costi

immobiliari. Pertanto, a fronte di una diminuzione attesa dell'occupazione, il volume di assorbimento nei prossimi trimestri potrà essere soltanto generato dal perdurare di questa tendenza.

Il volume di sfritto è aumentato notevolmente nell'ultimo trimestre del 2011, attestandosi ora a 1.297.000 m², pari al 10,8% dello stock. Durante tutto l'anno, 102.000 m² di nuovi uffici sono stati consegnati, di cui il 46% già affittati. Questo volume è la metà di quello del 2010 in cui però soltanto il 27% erano sviluppi speculativi. Nel 2012, soltanto il 34% dei progetti che saranno consegnati hanno al momento già trovato un conduttore. Considerando che le società non si spostano per necessità di avere uffici più grandi in quanto l'occupazione non è in aumento a Milano, il volume di sfritto dovrebbe aumentare notevolmente nel corso dell'anno. Questo potrebbe soltanto essere ritardato da un'allungamento dei tempi di costruzione che alcune imprese potrebbero dover attuare per motivi di finanziamento.

Nel quarto trimestre, i canoni medi nel Centro hanno mostrato un primo segno di rallentamento dopo essere aumentati del 18% in un anno. Al contrario, i canoni medi nel semicentro proseguono la loro diminuzione dopo aver toccato il massimo nel quarto trimestre del 2010; negli ultimi dodici mesi sono calati del 13%. L'aumento dei canoni nell'Hinterland è dovuto a delle importanti transazioni a Milanofiori e San Donato, tutte chiuse a dei canoni superiori ai 200 €/m²/anno. Nel corso del 2012, con un volume di sfritto previsto in aumento, si dovrebbe registrare una riduzione dei canoni a Milano, in particolare nelle aree interessate dai nuovi progetti.

Direzionale Roma

Gli investimenti immobiliari diretti nel 2011 si sono ridotti nel mercato romano di circa un terzo rispetto al 2010. Questo risultato negativo si è formato sostanzialmente negli ultimi tre mesi dell'anno: fino a settembre infatti il volume era in linea con quanto osservato nello stesso periodo dell'anno precedente, dopodiché il mercato è stato essenzialmente fermo. Nell'ultimo trimestre è stata registrata una sola compravendita dal volume superiore ai € 10 mil: la cessione di un immobile ad uso terziario in Via del Tritone per € 42 mil. I motivi di questo rallentamento, sono, con ogni probabilità, dovuti al generale clima di incertezza e alla difficoltà nel reperire finanziamenti – o a reperirli con un *pricing* accettabile – che hanno caratterizzato l'economia Italiana negli ultimi mesi.

Per quanto riguarda la tipologia degli investitori, è da rilevare che, ad esclusione dei fondi immobiliari Italiani, gli investitori istituzionali sono stati particolarmente poco attivi sul mercato degli investimenti a Roma, nell'ultimo trimestre così come nel resto dell'anno. Gli investitori privati invece hanno continuato a chiudere operazioni di compravendita di immobili di dimensioni medio/piccole. La dimensione degli investimenti è, infatti, andata riducendosi nel corso dell'anno: più della metà delle transazioni registrate hanno mostrato volumi inferiori ai € 25 mil. Infine, nella seconda metà del 2011, sono mancati del tutto gli investitori stranieri nel mercato romano.

Nel quarto trimestre del 2011, soltanto 17.000 m² di uffici sono stati commercializzati in locazione, proseguendo la tendenza del trimestre precedente e tornando sui livelli precedenti al secondo trimestre 2010. Sono state registrate soltanto quattro transazioni superiori ai 1.000 m², di cui la più grande è stata realizzata da una società che opera nel settore energetico che ha preso in locazione 5.900 m² nel nuovo progetto in sviluppo all'Europarco Business Park.

Il volume di sfritto degli uffici a Roma è in aumento e si attesta a 598.000 m², pari al 6,2% dello stock. Nel corso del trimestre, il volume di sfritto è aumentato principalmente nel Centro, mentre è rimasto pressoché stabile negli altri settori. La politica di razionalizzazione degli spazi delle società rimane il principale, se non l'unico motore del mercato. Infatti, nel contesto economico attuale, con un livello dell'occupazione in calo, le società continueranno a liberare più spazi di quanto ne assorbiranno. Inoltre, i cantieri dei nuovi progetti direzionali non sono stati ancora avviati. Questo non dovrebbe portare sul mercato nuova offerta, il cui effetto sarebbe soltanto di far aumentare il volume di sfritto. Nel quarto trimestre, i canoni medi nel Centro e all'Eur sono rimasti sostanzialmente stabili, totalizzando una diminuzione nel corso del 2011 tra il 2 e il 5%. La diminuzione è stata più marcata in Periferia e Fuori Raccordo dove i canoni medi sono diminuiti complessivamente del 14%. Sono da segnalare due transazioni in immobili nuovi di grado A che hanno permesso ai canoni di raggiungere i 320 €/m²/anno all'Eur ed i 235 €/m²/anno Fuori Raccordo. Queste due transazioni mostrano come certi livelli di canoni si possano raggiungere ma soltanto offrendo prodotti di qualità.

Il mercato residenziale italiano

Il mercato immobiliare residenziale in Italia ha subito nel corso del triennio 2007-2010 un consistente ridimensionamento. Secondo l'Agenzia del Territorio la tendenza negativa che aveva ridotto il numero di abitazioni compravendute del 30% nel triennio ha dato un timido segnale di inversione nel 2010, con una sostanziale stabilizzazione del numero degli scambi (+0,4%).

Tale inversione è stata però smentita nel corso dei primi nove mesi del 2011 nei quali si è registrata un'ulteriore riduzione del 3,3% del numero delle abitazioni compravendute rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tale flessione ha riguardato tutto il territorio nazionale, interessando sia i comuni capoluogo (-2,0%) che gli altri comuni delle province (-3,9%).

Analizzando il dato per trimestre si nota d'altra parte, sulla scorta delle analisi dell'Agenzia del Territorio, una leggera inversione di tendenza, nel corso del terzo trimestre del 2011 (+3,3%) che potrebbe essere il segnale di una timida ripresa degli investimenti in reazione alla volatilità delle altre asset class. Nelle stime preliminari, in attesa dei dati di consuntivo, il 2011 si dovrebbe però chiudere con una contrazione delle compravendite e una sostanziale tenuta dei prezzi rispetto al 2010.

Il mercato della logistica

Il mercato della logistica nel 2011 ha evidenziato soprattutto nell'ultimo periodo dell'anno un deprezzamento ed un aumento della *vacancy*, ciò ha comportato come conseguenza una tendenza da parte delle proprietà a migliorare gli standard qualitativi oltre ad un migliore efficientamento energetico, per scongiurare tali rischi.

La localizzazione dell'asset gioca ancor di più rispetto al passato, un ruolo determinante, infatti la vicinanza alla rete pubblica dei servizi è un elemento imprescindibile per la scelta di un immobile in locazione.

E' emerso nell'ultimo semestre una significativa diminuzione dei canoni e dei prezzi di vendita, soprattutto sugli immobili usati (-4%), perchè mal si adattano alle esigenze degli utilizzatori.

Il canone di locazione per immobili nuovi a Milano è stabile così come per il prezzo di vendita, mentre su Roma si registra un rallentamento (-2,1%). (Fonte: World Capital RE)

Il mercato dei fondi immobiliari (fonte : Scenari immobiliari)

In uno scenario economico e finanziario caratterizzato dall'incertezza, l'industria dei fondi immobiliari italiani nel suo complesso continua a crescere. Da quanto emerge dall'analisi di Scenari Immobiliari pubblicata nel novembre 2011 sull'industria dei fondi retail e riservati alla data del 30 giugno 2011, in Italia il settore dei fondi immobiliari ha mostrato le sue caratteristiche anticicliche. Nell'insieme la raccolta è leggermente aumentata e così anche il NAV complessivo passato da circa 34 miliardi di euro a 36 miliardi di euro.

L'incertezza normativa che ha caratterizzato l'ultimo biennio, a seguito della pubblicazione del D.L. n. 78/2010 e del D.L. n. 70/2011, ha lasciato negli operatori una percezione di volatilità normativa che non è ancora assopita, ciò nonostante il numero di fondi operativi è aumentato, anche se meno delle attese, e anche per il 2012 si attende un modesto incremento. Ma le previsioni di una contenuta crescita del NAV per il 2012 potrebbero essere disattese, in positivo, con la nascita di uno o più fondi per gli immobili pubblici, come previsto dalla legge di stabilità recentemente approvata. Occorrerà anche verificare il numero dei fondi che andranno in liquidazione ai sensi dell'art. 32 del D.L. n. 78/2010.

Per quanto concerne i fondi retail, lo studio di Scenari Immobiliari riporta un decremento del patrimonio immobiliare diretto di circa il 4% attestandosi ad un valore di circa 7,5 miliardi di euro. L'utilizzo complessivo della leva finanziaria si è ridotto rispetto al 2010 del 7% ed è attualmente pari al 55% dell'indebitamento potenziale esercitabile.

Il NAV totale si attesta a circa 6 miliardi di euro con una riduzione di circa il 3% rispetto allo stesso periodo del 2010, tale riduzione è riconducibile alla svalutazione del patrimonio immobiliare e al saldo negativo tra acquisti e vendite.

Lo sconto medio della capitalizzazione totale di Borsa alla data del 8 febbraio 2012 rispetto al totale dell'ultimo NAV disponibile di tutti i fondi quotati è di circa il 46,5%, con una capitalizzazione di borsa che si assesta a circa 2,7 miliardi di euro (fonte: Torre SGR).

5. Modifiche fiscali riguardanti i partecipanti ai fondi immobiliari

L'anno 2011 è stato caratterizzato da rilevanti novità normative riguardanti il regime fiscale dei partecipanti ai fondi immobiliari. In data 13 maggio 2011 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale il decreto legge 13 maggio 2011, n. 70 "Semestre Europeo - Prime disposizioni urgenti per l'economia" (meglio noto come "Decreto Sviluppo"), convertito nella legge 12 luglio 2011, n. 106, all'interno del quale l'art. 8, comma 9, ha apportato significative modifiche all'art. 32 del decreto legge n. 78/2010, riconducendo i contenuti di quest'ultimo, che erano anche di natura civilistica, ad una manovra quasi esclusivamente fiscale.

L'intervento normativo introdotto nel mese di maggio (a cui si rimanda per un'esauritiva comprensione) comprende tra l'altro:

1. l'abrogazione del comma 2 dell'art. 32, che demandava ad un decreto ministeriale l'individuazione delle disposizioni di attuazione delle modifiche alla definizione del TUF di fondo comune di investimento contenute nel comma 1, tra le quali quelle che avrebbero fissato le condizioni da rispettare affinché i fondi avrebbero potuto definirsi "plurimi" e quelle di adeguamento dei regolamenti di gestione alle nuove disposizioni in materia di autonomia gestoria della SGR;
2. la modifica del regime di tassazione, ai fini delle imposte dirette, dei partecipanti ai fondi immobiliari in funzione della loro natura e dell'entità della partecipazione dai medesimi detenuta. In particolare, mantengono l'attuale regime di tassazione, a prescindere dalla quota di partecipazione, i seguenti "soggetti istituzionali": lo Stato e gli enti pubblici, gli OICR, le forme di previdenza complementare ed enti di previdenza obbligatoria, le imprese di assicurazione limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche, gli intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale residenti e costituiti all'estero in paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni volto ad individuare i beneficiari effettivi del reddito sempreché inclusi nella "white list" nonché gli enti che perseguano le finalità previste dalle legge sulle fondazioni bancarie, le società residenti che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche, le società o i veicoli contrattuali partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti appena indicati;
3. il mantenimento dell'attuale regime di tassazione anche per i partecipanti "non istituzionali" che detengano una partecipazione inferiore al 5% nel fondo;
4. l'introduzione a decorrere dal periodo di imposta 2011 della modalità di tassazione "per trasparenza" e, quindi, a prescindere dalla percezione dei proventi, per i soggetti diversi da quelli indicati al punto 2 che detengano una partecipazione, diretta o indiretta, superiore al 5% del patrimonio del fondo, calcolata tenendo conto anche dei familiari e dei rapporti di correlazione;
5. la tassazione con aliquota del 20% dei proventi percepiti da soggetti non residenti, diversi da quelli indicati al punto 2, che detengano una partecipazione superiore al 5% del patrimonio del fondo;
6. il pagamento da parte degli investitori indicati nei punti 3 e 4 (e non quindi da parte del fondo) di un'imposta sostitutiva *una tantum*, avente carattere transitorio, pari al 5% del valore medio delle quote possedute nel periodo di riferimento per le quote detenute al 31 dicembre 2010;
7. l'obbligo per i partecipanti di attestare alla società di gestione del fondo, o all'intermediario abilitato nel caso di fondi quotati, la percentuale di possesso delle quote alla data di chiusura di ciascun periodo d'imposta.

Sono state previste, inoltre, modalità per la liquidazione dei fondi, qualora ne ricorrano i presupposti, con l'applicazione di un'imposta sostitutiva del 7% sul NAV al 31/12/2010 e un'imposta sostitutiva del 7% sui risultati conseguiti annualmente dal Fondo nel periodo di liquidazione.

In buona sostanza, le modifiche apportate all'art. 32 del Decreto n. 78/2010 comportano che il regime di tassazione dei fondi rimanga immutato e che cambi, di contro, il regime di tassazione dei partecipanti residenti che detengono una quota maggiore del 5% ai fini delle imposte sui redditi. I redditi conseguiti dai fondi risultanti nei rendiconti di gestione, annuali o infra-annuali, vengono imputati, ai fini delle

imposte sui redditi personali, ai suddetti soggetti "per trasparenza", con regole del tutto analoghe per quelle previste per le società di persone (tassazione per competenza).

Con Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate del 16 dicembre 2011 sono state definite le modalità di attuazione delle nuove disposizioni oltre ad essere forniti alcuni chiarimenti interpretativi sulle novità fiscali introdotte.

Inoltre in data 15 febbraio 2011 è stata pubblicata la Circolare n. 2/E dell'Agenzia delle Entrate che ha fornito molti, ulteriori chiarimenti su aspetti che erano ancora di dubbia interpretazione.

Intervento della Banca d'Italia a seguito dell'emanazione del Decreto Sviluppo

Con la nota del 10/06/2011 (di seguito, la "Nota"), Banca d'Italia ha chiarito che per effetto dell'art. 8, comma 9 del Decreto Legge n. 70/2011, le modifiche apportate all'art. 37, comma 2, lett. b-bis) del TUF dall'art. 32, comma 1, lett. c), del detto Decreto devono intendersi di immediata applicazione (a far tempo dalla data di entrata in vigore del Decreto Sviluppo e cioè dal 14 maggio 2011).

Ne consegue che le operazioni di fusione e i regolamenti di gestione (nonché le relative modifiche) dei fondi riservati agli investitori qualificati e dei fondi speculativi, e quindi non quelle relative ai fondi *retail* come UIU, non sono più soggetti ad approvazione della Banca d'Italia. Il venir meno dei predetti poteri della Banca d'Italia ha, peraltro, effetto immediato anche sui procedimenti in corso.

La Nota chiarisce infine che il Decreto Sviluppo non ha inciso sui requisiti civilistici dei fondi comuni di investimento indicati dall'art. 1, comma 1, lett j) del TUF (come modificato dall'art. 32, comma 1 del Decreto legge 78/2010) e in particolare su quello dell'autonomia della gestione, alla quale dunque la SGR dovrà conformarsi nella definizione dei rapporti con i partecipanti ai fondi.

6. Illustrazione dell'attività di gestione, delle direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento e delle linee strategiche future

Nel corso del 2011 il Fondo ha continuato l'attività di gestione del proprio patrimonio immobiliare sia in modo diretto sui cespiti di proprietà sia tramite la gestione delle partecipazioni nelle due società in portafoglio interamente detenute.

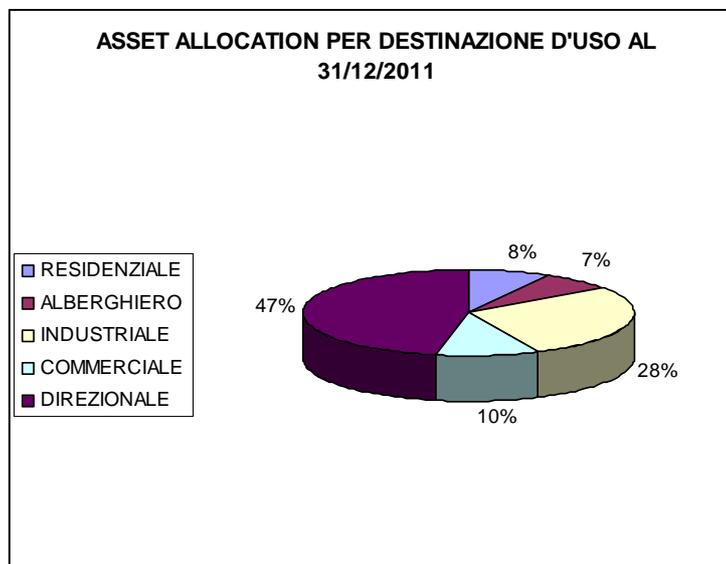
L'attività del Fondo è finalizzata a costituire e gestire un portafoglio di immobili prevalentemente non residenziali. Pertanto il Fondo ha operato fino ad oggi mirando ad acquisire, mettere a reddito e, qualora profittevole, vendere immobili a destinazione uffici, residenze per anziani, logistica e immobili per uso produttivo, nonché spazi commerciali per la grande distribuzione. Tra gli immobili in portafoglio vi è anche una quota minimale di residenze ad uso primario.

Come richiesto dagli Organi di Vigilanza (Banca d'Italia e Consob) alle società di gestione del risparmio che gestiscono fondi immobiliari, PIM - la SGR che ha istituito UIU - ha approvato un programma di *asset allocation* sin dall'inizio della sua attività. All'inizio del 2005, per adeguare l'attività del Fondo all'evoluzione del mercato, la società di gestione ha deliberato l'aggiornamento del programma strategico di *asset allocation*, deliberando tra l'altro di:

- aggiornare completamente ogni inizio anno l'*asset allocation* in base ad uno studio strategico di settore, dandone comunicazione nel rendiconto annuale del Fondo;
- se ritenuto necessario, sottoporre a verifica a metà di ogni anno l'*asset allocation* in vigore, dandone comunicazione nella relazione semestrale del Fondo;
- orientare ogni decisione di ampliamento o riduzione del portafoglio immobiliare in base agli obiettivi e seguendo l'*asset allocation* in vigore.

Il cambio di gestione del Fondo da PIM a Torre, avvenuto come detto il 10 aprile 2009, non ha comportato modifiche sostanziali dell'*asset allocation* del Fondo, rispetto al passato.

Di seguito si riporta l'*asset allocation* del Fondo al 31 dicembre 2011 per destinazione d'uso degli immobili sulla base dei valori di ciascun asset alla medesima data.



L'attuazione delle politiche di investimento da parte dei gestori ha generato un portafoglio immobiliare caratterizzato da:

- qualità architettonica medio-elevata con alcune eccellenze rappresentate dagli edifici progettati da architetti di fama internazionale: oltre agli italiani Renzo Piano (palazzo del Sole 24Ore a Milano di proprietà della società controllata "Stremmata S.r.l."), Vittorio Gregotti (palazzo della Pirelli a Milano), il francese Jean Nouvel (edifici produttivi e direzionali di Brembo a Stezzano, Bergamo), lo studio inglese Chapman & Taylor (Centro Commerciale "Le Grange" a Piedimonte San Germano (Frosinone));
- lista di conduttori che annovera aziende leader di mercato tra cui Brembo, Euronics, Il Sole 24 Ore, Pierre & Vacances, PricewaterhouseCoopers e società collegate, Pirelli & C., Supermercati PAM.

Nel corso del 2011 il Fondo non ha effettuato alcun investimento, mentre sono continuate le dismissioni delle unità dell'immobile sito in Via Larga 23, a Milano.

Per quanto riguarda le linee strategiche che si intendono perseguire nel futuro, nel mese di dicembre 2011 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato il Business Plan 2012-2014 del Fondo che contiene le linee-guida del Fondo per il prossimo triennio. Nell'interesse dei partecipanti al Fondo, la gestione dello stesso da parte di Torre sarà sempre orientata a cogliere tutte le opportunità che si dovessero presentare, incluse quelle appartenenti a particolari nicchie di mercato e a effettuare a favore dei partecipanti distribuzioni di proventi e/o di rimborsi parziali di capitale, nella misura ritenuta più congrua.

Il portafoglio immobiliare

Al 31 dicembre 2011 il portafoglio immobiliare detenuto in via diretta dal Fondo ammonta ad Euro 382.800.000.

Le tabelle di seguito riportate evidenziano, oltre al patrimonio di proprietà del Fondo, anche quanto detenuto come partecipazione nella società immobiliare che possiede l'immobile situato in Via Monte Rosa a Milano (sede de "Il Sole 24 Ore" e di PricewaterhouseCoopers). Per questo asset gli esperti indipendenti hanno stimato un valore al 31 dicembre 2011 pari ad Euro 187.000.000 (Euro 194.400.000 al 31 dicembre 2010). Il valore della partecipazione della società Stremmata S.p.A. al 31 dicembre 2011, calcolata sulla base del patrimonio netto rettificato, è pari ad Euro 75.440.000 (Euro 74.140.000 al 31 dicembre 2010).

Per quanto riguarda la partecipazione in Emporikon S.r.l., si fa presente che gli Esperti Indipendenti hanno valutato la stessa Euro 2.560.000; tale valore è corrispondente al Patrimonio Netto della società detenuta al 100% dal Fondo. Al 31 dicembre 2010 il valore della partecipazione risultava pari a Euro 2.440.000.

In data 12 ottobre 2011 il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato un versamento in conto capitale a favore di Stremmata S.p.A., per Euro 1,6 milioni, ed Emporikon S.r.l. per Euro 1,8 milioni, per far fronte ad investimenti e manutenzioni necessari agli immobili.

Per quanto riguarda Stremmata, il CdA ha approvato gli interventi di manutenzione straordinaria finalizzati al mantenimento degli standard qualitativi e alla valorizzazione dell'immobile di Via Monterosa 91, Milano. Le attività di ricognizione svolte da Torre SGR hanno confermato che una parte degli interventi manutentivi necessitano di una pronta riparazione a breve termine. Gli interventi ora in corso sono di tipo impiantistico ed edili-idraulici.

Per quanto riguarda Emporikon, il CdA ha approvato la realizzazione di un impianto fotovoltaico integrato per la produzione di energia sul lastrico solare del centro commerciale "Le Grange" sito in Piedimonte San Germano (FR).

La realizzazione dell'impianto fotovoltaico riuscirebbe ad incrementare e stabilizzare il flusso di ricavi derivante dalle locazioni con quello proveniente dalla vendita dell'energia, oltre che dal relativo contributo statale ventennale che, da gennaio 2012, sarà pari ad Euro 0,224 Kwh. Tali interventi permetterebbero di incrementare il valore patrimoniale dell'immobile di proprietà del Fondo.

Patrimonio immobiliare secondo i valori stimati dagli Esperti Indipendenti¹ alla fine di ciascun esercizio

Costo di acquisto maggiorato degli oneri connessi all'acquisizione	355.533.777
Valutazione al 29 dicembre 2000	179.107.253
Valutazione al 28 dicembre 2001	233.680.000
Valutazione al 31 dicembre 2002	246.750.000
Valutazione al 31 dicembre 2003	272.760.000
Valutazione al 31 dicembre 2004	352.455.148
Valutazione al 31 dicembre 2005	360.110.000
Valutazione al 31 dicembre 2006	484.900.000
Valutazione al 31 dicembre 2007	433.300.000
Valutazione al 31 dicembre 2008	437.600.000
Valutazione al 31 dicembre 2009	425.900.000
Valutazione al 31 dicembre 2010	394.200.000
Valutazione al 31 dicembre 2011	382.800.000

Immobili che compongono il portafoglio del Fondo²

¹ I valori possono differire anche sensibilmente tra i vari anni, oltre che per ragioni di mercato, anche a causa delle compravendite effettuate in ciascun esercizio

Detenuti direttamente dal Fondo
Roma – Via Boncompagni 71/A
Stezzano - Viale Europa 2
Milano - Viale Sarca 222
Milano – Via Tolstoy, 61
Verona – Via dei Mutilati, 3
Trieste – Via Stock, 4
Trieste – Via Miramare, 3
Pordenone, Via Grigoletti, 72f
Perugia – Strada Comunale S. Marco 85/A
Milano – Viale Fulvio Testi 327
Roma – Via Dehon, 61
Milano – Via Larga, 23 (porzione immobiliare)
Piedimonte San Germano, S.S. Casilina
Terni – Via Narni 99
Detenuto da Stremmata S.p.A.
Milano – Via Monte Rosa 91

Partecipazioni in società immobiliari

	Valutazione al 31 dicembre 2011	Valutazione al 31 dicembre 2010	Valutazione al 31 dicembre 2009	Valutazione al 31 dicembre 2008
Stremmata S.p.A.	75.440.000	74.140.000	75.930.000	75.450.000
Emporikon S.r.l.	2.560.000	2.440.000	-	1.650.000
Totale	78.000.000	76.580.000	75.930.000	77.100.000

² Le caratteristiche di ogni singolo immobile e le attività di gestione poste in essere nell'anno sugli stessi sono contenute nelle schede riportate alla fine della presente Relazione.

7. Eventi di particolare importanza per il Fondo verificatisi nell'esercizio

a) L'avvio dell'operazione "Milan Prime Offices"

Nel corso del terzo trimestre dell'esercizio il Consiglio di Amministrazione di Torre ha deliberato in merito all'avvio delle attività strumentali alla realizzazione di un'operazione di conferimento al comparto "Milan Prime Offices" (di seguito, il "Comparto") del fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso multicomparto, riservato ad investitori qualificati denominato "Torre Re Fund II – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso Multicomparto", dei seguenti due immobili facenti parte del patrimonio di UIU (di seguito, l' "Operazione"):

- a) immobile sito in Milano, in Via Monte Rosa 91, detenuto da UIU tramite la società Stremmata S.p.A., sulla base di un contratto di leasing in essere con Unicredit Leasing S.p.A.;
- b) immobile sito in Milano, in viale Sarca, 222, detenuto direttamente da UIU.

Sulla base della circostanza che l'Operazione coinvolge due fondi gestiti dalla medesima SGR, la stessa sarebbe realizzata nel rispetto di presidi di *governance* e di identificazione/gestione dei conflitti di interesse volti a tutelare gli interessi sia dei partecipanti ad UIU sia dei partecipanti al Comparto.

L'Operazione non comporterebbe modifiche alle linee strategiche di gestione di UIU essenzialmente focalizzate, attesa la scadenza nel dicembre 2014, sulla dismissione degli *asset* in presenza di opportunità di mercato e consentirebbe di monetizzare un patrimonio immobiliare di grande valore e particolare pregio a valori che possano meglio esprimere l'attività di valorizzazione svolta dalla SGR sugli Immobili, evitando il rischio di ribassi legati alla vendita diretta dei cespiti, in un mercato attualmente caratterizzato da scarsa liquidità e limitato accesso al credito.

L'Operazione ha subito uno slittamento e, alla data di approvazione del rendiconto, non è stata ancora perfezionata, principalmente a causa dell'avversa situazione di mercato; tuttavia, la SGR sta assumendo tutte le iniziative necessarie per portarla a compimento.

L'Operazione è in ogni caso subordinata al buon esito del collocamento delle quote del Comparto assegnate al Fondo UIU e a Stremmata S.p.A. a fronte del conferimento degli Immobili, presso soggetti riconducibili alla categoria degli "investitori qualificati". A tal fine, è stato sottoscritto un accordo di distribuzione tra la SGR e Pioneer Investment Management SGRpa, la quale può avvalersi anche di altri intermediari abilitati al servizio di collocamento.

Si ricorda che la SGR ha provveduto a comunicare l'intenzione di porre in essere l'Operazione sia alle Autorità di Vigilanza sia al mercato.

b) Modifiche regolamentari

Il Consiglio di Amministrazione della SGR in data 28 febbraio 2011 ha approvato in via generale le modifiche al Regolamento di gestione a seguito dell'emanazione del D.M. 5 ottobre 2010 n. 197 "Modificazioni al regolamento attuativo dell'art. 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento" e della Comunicazione Banca d'Italia Prot. 0111310/11 del 7 febbraio 2011, avente ad oggetto "Procedura di approvazione dei regolamenti di fondi comuni d'investimento". Le modifiche apportate prevedono che il cosiddetto "periodo di grazia" non sarà più oggetto di richiesta alla Banca d'Italia ma di una delibera del Consiglio soggetta a parere conforme del Collegio Sindacale, come di seguito indicato: "La SGR con delibera motivata dell'organo amministrativo e con parere conforme dell'organo di controllo, può, prima della scadenza del Fondo, deliberare una proroga non superiore a tre anni della Durata del Fondo medesimo per il completamento dello smobilizzo degli investimenti in portafoglio (di seguito, il "Periodo di Grazia"). Dalla delibera deve risultare che:

- l'attività di smobilizzo del portafoglio è stata già avviata, con l'indicazione dell'ammontare disinvestito e/o rimborsato fino alla data della delibera;

- *oggettive condizioni di mercato, indicate puntualmente e non riferite solo alla specifica situazione dei beni oggetto di investimento, rendono impossibile il completamento della vendita degli assets nei tempi previsti senza incorrere in gravi perdite che possono compromettere il rendimento finale del Fondo.*

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

Dell'avvenuta delibera del Periodo di Grazia è data notizia ai Partecipanti attraverso avviso sul sito internet della SGR (www.torresgr.com), nell'area agli stessi riservata (di seguito, il "Sito Internet della SGR"). La SGR provvede inoltre a comunicare alla Banca d'Italia ed alla Consob l'effettuazione della proroga specificando le motivazioni poste a supporto della relativa decisione."

Inoltre, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 28 luglio 2011:

- a) è stato eliminato il riferimento all'attività di calcolo del valore della quota da parte della banca Depositaria;
- b) è stata modificata la provvigione annuale di gestione a favore della SGR, ora pari all'1,525% (prima 1,50%) del NAV;
- c) è stato adeguato allo 0,035% (prima 0,070%) del NAV il compenso riconosciuto alla Banca Depositaria.

Le modifiche, aventi efficacia a decorrere dal 1 novembre 2011, sono state autorizzate dall'autorità di vigilanza in data 11 ottobre 2011, con provvedimento n. 0838954/11. Esse hanno comportato una riallocazione degli oneri a carico del Fondo motivata dalla maggiore responsabilità della SGR per l'attività di calcolo del valore della quota, precedentemente affidata alla banca depositaria, ma nel complesso una riduzione degli stessi.

Infine, si evidenzia inoltre che la Banca d'Italia ha approvato con provvedimento n. 0950261/11 del 17 novembre 2011 la modifica approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 6 luglio 2011 relativa all'inserimento nel testo regolamentare della possibilità per il Fondo di effettuare operazioni con parti correlate, con particolare riferimento alla possibilità di negoziare beni con altri fondi gestiti dalla SGR, modifica questa apportata al Regolamento nell'ottica di porre in essere l'Operazione descritta alla lettera precedente del presente paragrafo.

In particolare è stato aggiunto il comma 10 all'art. 3 "Scopo e caratteristiche del fondo" "10. La Società di Gestione vigila per l'individuazione dei conflitti di interesse e adotta procedure interne idonee a salvaguardare i diritti del Fondo e dei partecipanti, in modo tale da ridurre al minimo il rischio potenzialmente derivante da situazioni di conflitto di interesse. Nel rispetto delle suddette procedure la SGR può compiere, nell'interesse del Fondo, anche operazioni di negoziazione di beni con altri fondi o comparti gestiti dalla SGR o da altre società di gestione facenti parte del gruppo della SGR ovvero partecipate da soci della SGR o da soggetti appartenenti al loro gruppo."

c) Modifica delle linee strategiche di investimento della liquidità

In considerazione delle variazioni dello scenario di mercato, con particolare riferimento ai titoli di debito emessi dallo Stato Italiano, il Consiglio di Amministrazione di Torre è intervenuto due volte per formulare nuove linee guida per la gestione della liquidità dei propri fondi gestiti ed in particolare di UIU.

Pur confermando l'intenzione di continuare ad investire la liquidità disponibile in titoli di stato italiani, in una mera ottica di riduzione del rischio e di prudente gestione, ha deliberato in data 28 dicembre 2011 di ridurre la *maturity* di ciascuna nuova operazione di investimento in titoli di stato italiani a 6 mesi così da ridurre il rischio di oscillazione del valore di mercato ed al contempo permettere un più rapido smobilizzo degli investimenti, nel caso di necessità per investimenti o distribuzioni.

In data 25 gennaio 2012, inoltre, con particolare riferimento al peggioramento del *rating* attribuito all'Italia e quindi ai titoli di debito emessi dallo Stato Italiano, il Consiglio di Amministrazione ha selezionato un *set* di cinque paesi su cui poter investire: Francia,

Germania, Italia, Olanda e Svizzera. Tali emittenti sono stati individuati sulla base di un modello di comparazione dei *rating* forniti dalle tre maggiori agenzie internazionali (Standar&Poor's, Moody's, Fitch).

In coerenza con le linee guida approvate in data 28 dicembre 2011 si è mantenuta la *maturity* dei titoli italiani a 6 mesi, e a 12 mesi per gli altri emittenti.

d) Modifica dello Specialist

In data 23 novembre 2011 è pervenuta una comunicazione da parte di Unicredit Bank AG ("UB AG"), precedente specialista delle quote del Fondo, con cui si rendeva noto che le attività di business Western European cash Equity del Gruppo Unicredit avevano cessato. In conseguenza di ciò, UB AG non avrebbe potuto più svolgere l'attività di cui sopra, pur mantenendo la continuità della stessa sino al 15 gennaio 2012.

Al riguardo, Torre ha richiesto la disponibilità di Banca IMI, che svolge attualmente il servizio di specialista/liquidity provider per oltre 30 emittenti quotati sul mercato italiano, tra cui 6 fondi immobiliari.

Banca IMI si è resa disponibile a svolgere la suddetta attività ad un compenso pari a quello pagato a UB AG. Dalle analisi effettuate dalla SGR risulta che tale corrispettivo risulta essere a condizioni di mercato.

e) Esito dell'ispezione di Banca d'Italia presso Torre

Con nota del 4 luglio 2011, Banca d'Italia ha comunicato formalmente a Torre la conclusione dell'iter complessivo di accertamento presso la SGR, iniziato a marzo 2010 e conclusosi nel maggio successivo, con ispezione ordinaria rientrante nell'ambito dei propri poteri di vigilanza. Banca d'Italia, ha ritenuto di non dare corso ad alcuna sanzione nei confronti della SGR e degli esponenti aziendali, non avendo riscontrato carenze nell'organizzazione, nel sistema dei controlli né inosservanza dei limiti agli investimenti del Fondo.

8. Rapporti intrattenuti nell'arco dell'esercizio con altre società del gruppo di appartenenza di Torre SGR S.p.A.

Torre non appartiene ad alcun gruppo bancario o industriale. La maggioranza del capitale della Società è posseduto da una consociata di Fortress Investment Group LLC.

9. Operatività poste in essere su strumenti finanziari derivati e strategie seguite dal gestore in tale comparto

Il Fondo non ha posto in essere operazioni in strumenti finanziari derivati.

10. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Il Consiglio di Amministrazione di Stremmata S.p.A., in data 10 gennaio 2012 ha deliberato di richiedere alla SGR, quale gestore di UIU, un finanziamento in conto capitale da parte di UIU medesimo.

Le condizioni previste nell'accordo con il Sole 24 Ore (cfr. scheda dell'immobile), che comportano un periodo di *free rent* ed uno sconto concesso sul canone di locazione, con allungamento del contratto di locazione di tre anni (dal 2019 al 2022), hanno infatti reso necessario richiedere al Fondo un versamento in conto capitale di un importo complessivo non superiore ad Euro 6,5 milioni, per adempiere correttamente agli impegni di spesa correnti, fra cui il rimborso del finanziamento esistente ed il versamento delle imposte dovute, come l'IMU.

Il suddetto importo di Euro 6,5 milioni, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Torre in data 25 gennaio 2012, potrà essere erogato mediante diversi versamenti di volta in volta necessari a sopperire alle temporanee esigenze di cassa, su richiesta documentata

da parte di Stremmata. Al riguardo si precisa che, ove l'immobile venisse alienato nell'ambito dell'operazione "Milan Prime Offices", il citato versamento in conto capitale non dovrebbe essere più necessario.

Si evidenzia inoltre che in data 15 febbraio 2012 si è tenuta l'udienza presso la Commissione Provinciale di Roma per il ricorso presentato a suo tempo da PIM contro il silenzio-rifiuto del Dipartimento II UO Tributi del Comune di Roma all'istanza di rimborso dell'ICI relativa al periodo 2004-2008 versata in eccesso per Euro 1,313 milioni rispetto al dovuto a fronte di un accertamento dell'Agenzia del Territorio su un immobile del Fondo sito in Roma, accertamento poi annullato con sentenza della Commissione Regionale del Lazio. L'udienza è stata aggiornata al 30 maggio 2012 su richiesta del Comune di Roma.

11. Distribuzione di proventi e rimborsi parziali pro-quota

Alla luce del risultato d'esercizio non sarà possibile procedere alla distribuzione di proventi di gestione in quanto non si sono realizzati i presupposti previsti all'art. 5 del regolamento, a causa delle minusvalenze da valutazione registrate nel periodo.

Si procederà comunque ad effettuare una distribuzione parziale pro-quota a fronte di disinvestimenti effettuati dal Fondo, ai sensi dell'art. 10, comma 17, del regolamento che recita "*La Società di Gestione può avvalersi della facoltà di effettuare nell'interesse dei partecipanti rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti dopo che siano decorsi cinque anni dalla data di completamento dei versamenti...*"

In particolare, in considerazione di disinvestimenti effettuati nell'anno 2009 e 2011 sull'immobile sito in Milano, Via Larga 23, si porrà in distribuzione un importo di Euro 15.000.000 a titolo di rimborso parziale pro-quota, attribuendo a ciascuna delle n. 160.000 quote in circolazione un rimborso pari ad Euro 93,750, come da tabella che segue.

Ricavato netto anno 2009 in distribuzione	10.512.968,42
Ricavato netto anno 2011 in distribuzione	4.487.031,58
Rimborso parziale complessivo	15.000.000,00
Nuovo numero quote	160.000
Rimborso parziale pro-quota	93,750
Rispetto al valore nominale delle quote	3,75%
Rispetto al prezzo medio di mercato	4,80%

Le informazioni relative al ricavato di vendita realizzato dai citati disinvestimenti e la percentuale dello stesso messa in distribuzione risulta dalla tabella di cui sotto.

Anno 2009_2011 - Vendita Unità Immobiliari Via Larga, 23 - Milano

Anno di vendita	Ricavato lordo di vendita	Utili/perdite da realizzo	Ricavato netto di vendita	% distribuzione	Totale Rimborso pro-quota
ANNO 2009	13.190.402,06	1.389.593,61	11.800.808,45	89,1%	10.512.968,42
ANNO 2011	4.001.000,00	-	4.487.031,58	100,0%	4.487.031,58
TOTALE GENERALE	17.191.402,06	903.562,03	16.287.840,03		15.000.000,00

Si fa presente che, relativamente alle vendite delle unità immobiliari di via Larga 23 del 2010, il rimborso pro quota è stato effettuato nella percentuale del 100% in sede di approvazione del Rendiconto al 31 dicembre 2010.

Il presente rendiconto si compone complessivamente di n. 65 pagine, oltre all'estratto della Relazione di stima degli Esperti Indipendenti.

Per il Consiglio di Amministrazione

L'Amministratore Delegato

Dottor Francesco Colasanti

Complesso polifunzionale Roma Via Boncompagni

Localizzazione	Il complesso, sito nel centro storico, occupa un intero isolato ed è nelle immediate vicinanze dell'Ambasciata degli Stati Uniti a poche centinaia di metri dalla centralissima via V. Veneto, sede di prestigiosi alberghi, attività commerciali e di importanti istituzioni pubbliche e private.
Descrizione	Si tratta di un immobile di pregio, con un elevato standard di finiture, composto da più corpi di fabbrica e costituito da 4 piani interrati e da 7 piani fuori terra, oltre al piano terreno.
Anno di costruzione	1971-1979
Tipologia	Complesso polifunzionale: uffici, residenze, residence alberghiero, centro convegni, magazzini e parcheggi interrati.
Consistenza	Superficie Lorda: 46.731 mq
Data di acquisto	2 agosto 2000
Venditore	I.C.C.R.I. – Banca Federale Europea S.p.A.
Prezzo di acquisto	€ 106.906.578 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.
Valutazione degli esperti indipendenti al 31-12-2011	€ 151.200.000
Conduttori	7 conduttori di cui: 1 Residence Alberghiero (Pagera srl) 1 Filiale bancaria (Banco Popolare) 1 Agenzia Finanziaria (Agos Ducato) 4 Residenze (di cui due con contratti risolti con decorrenza 2012)
Canone Complessivo al 31.12.2011	€ 1.237.474

Aggiornamento annuale

Sono state avviate le attività per presentare agli organi competenti il Piano di Recupero del complesso immobiliare con conseguente mutamento della porzione attualmente a destinazione uffici in residenziale. Il Piano di Recupero è stato presentato al Comune di Roma – Dipartimento Urbanistica in data 31 marzo 2011.

In data 20 dicembre 2011 è stata convocata la Conferenza dei Servizi. Si attende nei primi mesi del 2012 il relativo responso.

Continua la controversia giudiziale con il conduttore della residenza alberghiera in conseguenza del mancato rispetto degli accordi contrattuali, secondo i quali, si sarebbe dovuto sottoscrivere un nuovo contratto di locazione il cui importo era definito in base alle indicazioni dell'Esperto Indipendente del Fondo.

Sebbene l'Esperto Indipendente abbia indicato, nel rispetto del sopra menzionato accordo, il valore del canone da applicare, il conduttore del residence, contravvenendo a quanto contrattualmente previsto, non ha provveduto alla stipula del nuovo contratto.

Sono stati avviati nel mese di dicembre i lavori per la bonifica dell'amianto presente in una porzione del complesso immobiliare. Inoltre, sono in corso le attività volte alla progettazione dell'intervento di ristrutturazione e la individuazione delle caratteristiche topologiche delle unità residenziali.

E' in corso un'approfondita analisi strutturale da parte di tecnici specializzati ed una dettagliata rivelazione volta all'efficientamento energetico del complesso (geotermia, fotovoltaico).

Headquarter BREMBO S.p.A. Stezzano (BG)

Localizzazione	La proprietà si trova nelle vicinanze di Bergamo, in una posizione di ottima visibilità in quanto prospetta direttamente su un tratto dell'Autostrada Torino-Venezia, all'altezza del casello di Bergamo.
Descrizione	Gli immobili esistenti, visibili dall'Autostrada, sono stati progettati da uno degli studi di architettura più noti a livello internazionale: Skidmore, Owings & Merrill. Nel maggio 2009 è stato ultimato il progetto di ampliamento del Polo Tecnologico, attraverso la realizzazione un edificio industriale con rampa di risalita. Il Polo Tecnologico è un immobile a destinazione terziario/produttivo caratterizzato da diversi corpi realizzati a sbalzo utilizzando prevalentemente materiali traslucidi e vetro per trasmettere differenti aspetti di trasparenza e continuità con il paesaggio circostante.
Anno di costruzione	1993-1994 2005/2006 ampliamento nuovo Polo Tecnologico 2009 realizzazione nuovo edificio
Tipologia	<ul style="list-style-type: none">• Laboratori tecnologici• Uffici• Fabbricati ad uso ricreativo, per la formazione e per la ristorazione
Consistenza	Superficie Lorda 33.823 mq (comprensivi del nuovo edificio)
Data di acquisto	22 dicembre 2000
Venditore	BREMBO S.p.A.
Prezzo di acquisto	€ 43.900.838 oltre IVA + € 12.180.000 + IVA per la realizzazione del nuovo edificio
Valutazione degli esperti indipendenti al 31-12-2011	€ 66.300.000
Decorrenza del contratto di locazione	1° gennaio 2007
Scadenza del contratto	31 dicembre 2018
Conduttore/i	BREMBO S.p.A.
Canone Complessivo al 31.12.2011	Canone € 4.495.323 indicizzato annualmente al 75% dell'indice ISTAT.

Aggiornamento annuale

Non ci sono fatti di rilievo da evidenziare.

Complesso direzionale Pirelli Milano Bicocca

Localizzazione	Il contesto urbano è sito a nord rispetto al centro di Milano, in area Bicocca, sede storica del Gruppo Pirelli. L'immobile è inserito all'interno del progetto Bicocca, un importante intervento di sviluppo e trasformazione urbanistica in Milano. L'ubicazione dell'area permette un agevole collegamento con la tangenziale di Milano e, attraverso quest'ultima, al sistema Autostradale e agli Aeroporti del capoluogo Lombardo.
Descrizione	L'immobile, ubicato su un'area di circa 31.500 mq, segue i più innovativi criteri di progettazione sfruttando un residuo di archeologia industriale, attorno al quale si sviluppa la nuova struttura in acciaio e cristallo di 12 piani fuori terra.
Anno di costruzione	2001-2003
Tipologia	Direzionale, uffici.
Consistenza	Superficie Lorda: 28.686 mq
Data di acquisto	1° agosto 2003
Venditore	LAMBDA S.r.l.
Prezzo di acquisto	€ 53.779.862 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.
Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011	€ 67.600.000
Decorrenza del contratto di locazione	1° gennaio 2010
Scadenza del contratto di locazione	31 dicembre 2018 senza possibilità di recesso rinnovabile per altri 9 anni.
Conduttore	Pirelli & C. S.p.A.
Canone Complessivo al 31.12.2011	€ 3.283.630 indicizzato annualmente al 75% dell'indice ISTAT.

Aggiornamento annuale

Sono stati effettuati nel corso dell'ultimo trimestre del 2011 interventi di manutenzione straordinaria che hanno riguardato il rifacimento di due corpi scala esterni e le impermeabilizzazioni delle facciate bow window.

Supermercato PAM Milano Via Tolstoj 61

Localizzazione

Il supermercato è ubicato nella zona sud-ovest di Milano in un contesto caratterizzato dalla presenza di palazzi di dieci e più piani fuori terra a destinazione mista residenziale-terziario realizzati negli anni '60-'70. L'edificio è posizionato in prossimità di uno dei principali assi viari di penetrazione del territorio circostante verso la città, Via Lorenteggio.

Descrizione

L'edificio a pianta rettangolare si sviluppa su due livelli, di cui uno fuori terra destinato a vendita e magazzino, un ammezzato in cui si colloca il locale ad uso ufficio ed un interrato con locali a servizio dell'attività commerciale.

Il prospetto principale su Via Tolstoj ha ampie vetrate, sormontate da una fascia metallica orizzontale realizzata con elementi bugnati quadrati. La proprietà presenta un ingresso riservato alla clientela direttamente su Via Tolstoj e un ingresso secondario per lo scarico merci su Via Romagnoli.

Anno di costruzione

1960

Tipologia

Supermercato

Consistenza

Superficie Lorda: 3.271 mq

Data di acquisto

16 luglio 2004

Venditore

Supermercati PAM S.p.A.

Prezzo di acquisto

€ 2.700.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.

Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011

€ 3.300.000

Decorrenza del contratto di locazione

16 luglio 2004

Scadenza del contratto di locazione

15 luglio 2022 senza possibilità di recesso per i primi 12 anni, con possibilità di rinnovo per un periodo di altri 9 anni, cioè fino al 15 luglio 2031.

Conduttore/i

Supermercati PAM S.p.A.

Canone Complessivo al 31.12.2011

€ 215.383 indicizzato annualmente al 75% dell'Indice ISTAT.

Aggiornamento annuale

Non ci sono fatti di rilievo da evidenziare.

Supermercato PAM Verona Via Mutilati 3

Localizzazione	L'immobile è ubicato nel centro storico di Verona, a circa 200 mt. di distanza dall'Arena e dai monumenti storici ed artistici di maggior rilevanza. Il tessuto urbano è costituito dalla prevalenza di edifici storici di rappresentanza, ad uso terziario e residenziale e dalla presenza di attività commerciali e ricettive legate ad un notevole flusso di turisti che giornalmente gravitano nel centro cittadino.
Descrizione	La proprietà occupa il piano terreno di un edificio a 5 piani fuori terra. L'intero piano terra è destinato alla vendita di prodotti alimentari con locali annessi quali laboratori, magazzini, celle frigorifere, carico e scarico merci. Il fronte principale è costituito da una serie continua di vetrine sormontate da una fascia di rivestimento esterna in lamiera di alluminio. L'accesso è garantito da un unico ingresso pedonale prospettante Via Mutilati e da un ingresso carraio che conduce a un parcheggio interrato destinato alla clientela.
Anno di costruzione	Costruito agli inizi degli anni '60 è stato oggetto di ristrutturazioni interne nel 2002.
Tipologia	Supermercato
Consistenza	Superficie Lorda: 2.929 mq
Data di acquisto	16 luglio 2004
Venditore	Supermercati PAM S.p.A.
Prezzo di acquisto	€ 3.500.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.
Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011	€ 4.100.000
Decorrenza del contratto di locazione	16 luglio 2004
Scadenza del contratto di locazione	15 luglio 2022 senza possibilità di recesso per i primi 12 anni, con possibilità di rinnovo per un periodo di altri 9 anni, cioè fino al 15 luglio 2031.
Conduttore/i	Supermercati PAM S.p.A.
Canone Complessivo al 31.12.2011	€ 279.204 indicizzato annualmente al 75% dell'Indice ISTAT.

Aggiornamento annuale

Non ci sono fatti di rilievo da evidenziare.

Supermercato PAM Pordenone Via Grigoletti 72

Localizzazione

L'immobile è ubicato a circa 1,5 km dal centro storico del comune di Pordenone, nel quadrante nord ovest della città. Il contesto è caratterizzato da immobili a destinazione residenziale di medio livello qualitativo, risalenti agli anni '50/'60.

Descrizione

La proprietà è inserita all'interno di un complesso immobiliare ad uffici. È costituita da una piastra commerciale posta al piano stradale, da parcheggi interrati al primo livello interrato e da posti auto a raso di pertinenza pubblica.

Edificio di buon livello architettonico, è caratterizzato da un rivestimento esterno in quadrotti di materiale lapideo e da ampie vetrate a nastro continuo. L'accesso avviene direttamente da Via Grigoletti.

Anno di costruzione

Fine anni '90

Tipologia

Supermercato

Consistenza

Superficie Lorda: 8.766 mq

Data di acquisto

16 luglio 2004

Venditore

Supermercati PAM S.p.A.

Prezzo di acquisto

€ 5.000.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.

Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011

€ 5.500.000

Decorrenza del contratto di locazione

16 luglio 2004

Scadenza del contratto di locazione

15 luglio 2022 senza possibilità di recesso per i primi 12 anni, con possibilità di rinnovo per un periodo di altri 9 anni, fino al 15 luglio 2031.

Conduttore/i

Supermercati PAM S.p.A.

Canone Complessivo al 31.12.2011

€ 398.864 indicizzato annualmente al 75% dell'Indice ISTAT.

Aggiornamento annuale

Non ci sono fatti di rilievo da evidenziare.

Supermercato PAM, Strada Comunale San Marco Perugia

Localizzazione	Il supermercato è ubicato in località San Marco a circa 4 km dal centro storico del comune di Perugia e a circa 7-8 km dall'accesso alle principali strade e autostrade. Il contesto, semiperiferico, è prevalentemente residenziale e di recente edificazione. L'edificio è prossimo a un comprensorio di palazzine a destinazione residenziale.
Descrizione	L'edificio si sviluppa su un livello fuori terra destinato prevalentemente all'esposizione e alla vendita ed uno interrato adibito a locali tecnici e parcheggio privato. La struttura portante è in cemento armato; la facciata è caratterizzata da ampie vetrate con infissi in alluminio e vetro. L'accesso alla proprietà è direttamente su strada comunale San Marco.
Anno di costruzione	2000
Tipologia	Supermercato
Consistenza	Superficie Lorda: 4.352 mq
Data di acquisto	16 luglio 2004
Venditore	Supermercati PAM S.p.A.
Prezzo di acquisto	€ 4.200.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.
Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011	€ 4.500.000
Decorrenza del contratto di locazione	16 luglio 2004
Scadenza del contratto di locazione	15 luglio 2022 senza possibilità di recesso per i primi 12 anni, con possibilità di rinnovo per un periodo di altri 9 anni, fino al 15 luglio 2031.
Conduttore/i	Supermercati PAM S.p.A.
Canone Complessivo al 31.12.2011	€ 335.046 indicizzato annualmente al 75% dell'Indice ISTAT.

Aggiornamento annuale

Non ci sono fatti di rilievo da evidenziare.

Supermercato PAM Trieste Via Lionello Stock 4

Localizzazione	L'immobile è ubicato nel quartiere di Roiano, in una zona semicentrale di Trieste, ad ovest rispetto il centro città. Il tessuto edilizio circostante è caratterizzato in prevalenza da edifici residenziali a più piani e da attività commerciali di vicinato al piano stradale.
Descrizione	La proprietà è inserita in un contesto multifunzionale in cui sono presenti spazi a destinazione commerciale, terziario e residenziale. L'edificio è stato oggetto di recente ristrutturazione mediante un piano di recupero dei vecchi stabilimenti della società di liquori Stock. La proprietà è costituita da una superficie commerciale posta al piano terra con accesso diretto da Via Stock e Via delle Ginestre. Sono presenti inoltre dei posti auto coperti destinati alla clientela.
Anno di costruzione	Fine dell'800, ristrutturato completamente nel 2000
Tipologia	Supermercato
Consistenza	Superficie Lorda: 5.414 mq
Data di acquisto	16 luglio 2004
Venditore	Supermercati PAM S.p.A.
Prezzo di acquisto	€ 4.000.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.
Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011	€ 4.300.000
Decorrenza del contratto di locazione	16 luglio 2004
Scadenza del contratto di locazione	15 luglio 2022 senza possibilità di recesso per i primi 12 anni, con possibilità di rinnovo per un periodo di altri 9 anni, fino al 15 luglio 2031.
Conduttore/i	Supermercati PAM S.p.A.
Canone Complessivo al 31.12.2011	€ 319.091 indicizzato annualmente al 75% dell'Indice ISTAT.

Aggiornamento annuale

Non ci sono fatti di rilievo da evidenziare.

Supermercato PAM Trieste Via Miramare 3

Localizzazione

L'immobile è ubicato lungo Viale Miramare a poca distanza dalla stazione ferroviaria e dallo scalo merci marittimo in prossimità di Piazza della Libertà.

Descrizione

Posto in zona semi-periferica a ovest rispetto al centro della città di Trieste, è raggiungibile dalla tangenziale attraverso l'uscita Sistina. Il tessuto edilizio circostante è caratterizzato dalla presenza di edifici residenziali a più piani e da attività commerciali di vicinato al piano stradale.

La proprietà occupa il piano terra di un edificio a cinque piani fuori terra che accoglie anche uffici.

È costituita da una superficie commerciale posta al piano terra con accesso diretto da Via Miramare. Sono presenti inoltre dei posti auto coperti destinati alla clientela.

Anno di costruzione

Anno 2000

Tipologia

Supermercato

Consistenza

Superficie Lorda: 4.849 mq

Data di acquisto

16 luglio 2004

Venditore

Supermercati PAM S.p.A.

Prezzo di acquisto

€ 4.100.000 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.

Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011

€ 4.400.000

Decorrenza del contratto di locazione

16 luglio 2004

Scadenza del contratto di locazione

15 luglio 2022 senza possibilità di recesso per i primi 12 anni, con possibilità di rinnovo per un periodo di altri 9 anni, fino al 15 luglio 2031.

Conduttore/i

Supermercati PAM S.p.A.

Canone Complessivo al 31.12.2011

€ 327.069 indicizzato annualmente al 75% dell'Indice ISTAT.

Aggiornamento annuale

Non ci sono fatti di rilievo da evidenziare.

Immobile a Roma Via Leone Dehon 61

Localizzazione	Il complesso immobiliare è situato a ridosso dell'antico tracciato delle mura Aureliane, a pochi metri dal parco di Villa Doria Pamphili, completamente immerso nel verde e libero da edifici circostanti. L'ingresso principale è situato sulla strada privata Leone Dehon, un altro ingresso è posizionato in Via Casale di San Pio V.
Descrizione	Trattasi di un complesso di 82 appartamenti, suddiviso in due corpi di fabbrica indipendenti, con la possibilità di accogliere giornalmente sino a 214 ospiti. L'immobile principale, costruito negli anni '70, si sviluppa su sei livelli fuori terra oltre a due interrati adibiti a depositi e garage. L'altro immobile è costituito da un villino dei primi del '900 con terrazze panoramiche. Il piano terra della porzione adibita a Villino ospita un ristorante con servizio bar. Nel giardino all'italiana su cui si prospettano sia il complesso principale che il Villino, trova posto una piscina con annesso solarium. Ai piani interrati sono predisposti dei posti auto a servizio degli ospiti della struttura.
Anno di costruzione	Anni '70 per il corpo principale e primi del '900 per il Villino. L'intero complesso è stato completamente ristrutturato sia internamente che in facciata nel corso del 2003.
Tipologia	Residence
Consistenza	Superficie Lorda 6.995 mq
Data di acquisto	29 settembre 2004
Venditore	La Tedessa S.r.l.
Prezzo di acquisto	€ 15.682.323 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.
Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011	€ 16.400.000
Decorrenza del contratto di locazione	1° ottobre 2004
Scadenza del contratto di locazione	30 settembre 2013 senza possibilità di recesso rinnovabile per altri 9 anni.
Conduttore/i	Pierre & Vacances Italia operatore nel settore turistico/ricettivo.
Canone Complessivo al 31.12.2011	€ 1.214.193 indicizzato annualmente al 75% dell'Indice ISTAT.

Aggiornamento annuale

Nel corso del mese di dicembre 2011 il conduttore ha comunicato la volontà di recedere dal contratto di locazione alla scadenza del primo novennio. Per effetto di tale disdetta l'immobile verrà rilasciato in data 30 settembre 2013.

Torre ha avviato le analisi per verificare la migliore forma di valorizzazione dell'asset anche attraverso una variazione della destinazione d'uso. E' in corso di selezione uno studio di progettazione (ingegneria / architettura) con lo scopo di supportare la SGR al fine di stabilire la migliore strategia.

Immobile a Milano Via Larga 23

Localizzazione

L'immobile è ubicato nel centro storico di Milano a 500 metri da Piazza Duomo, in una posizione di particolare prestigio per le numerose funzioni che vi sono insediate (Comune, Università Statale, Teatro). Esso si affaccia direttamente su Via Larga e su Via Chiaravalle.

Il contesto urbano è caratterizzato dalla prevalenza di uffici e studi professionali nei piani superiori e da negozi ed attività commerciali ai piani terra.

La proprietà è servita viabilisticamente dall'asse di Via Larga e Via Albricci ed è in prossimità anche di C.so di Porta Romana, con direzione radiale verso sud e verso l'imbocco dell'autostrada da cui dista circa 8 km. Al piano terra sono presenti due attività commerciali tra cui la sede dell'Ente Nazionale del turismo marocchino.

Descrizione

La proprietà, la cui edificazione risale agli anni '60, è costituita da un immobile cielo terra di otto piani fuori terra, di cui uno rialzato e tre piani interrati.

Anno di costruzione

1950-1960

Tipologia

residenziale

Consistenza

Superficie Lorda residua: 1050 mq circa

Data di acquisto

26 luglio 2004

Venditore

Lagare S.p.A.

Prezzo di acquisto

€ 25.319.996 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione

Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011

€ 6.500.000 (valore residuo in fase di dismissione)

Aggiornamento annuale

Al 31 dicembre 2011 rimangono ancora da vendere le seguenti unità:

- 3 unità commerciali;
- 3 appartamenti (di cui 1 già con contratto preliminare di vendita sottoscritto);
- 9 posti auto (di cui 3 già con contratto preliminare di vendita sottoscritto);
- 4 cantine (di cui 2 già con contratto preliminare di vendita sottoscritto);

La società appaltatrice Ediltecnica ha richiesto giudizialmente che gli venga riconosciuta la partecipazione agli utili derivanti dalla dismissione dell'asset sulla base degli accordi contrattuali siglati tra Ediltecnica e PIM in data 14 novembre 2007. Torre ritiene di non dover nulla alla stessa società in quanto gli stessi accordi contrattuali risultano essere scaduti in data 30 novembre 2010. Torre ha inoltre richiesto per via giudiziale la liberazione degli immobili da parte di Ediltecnica.

Centro commerciale Integrato "Le Grange" Piedimonte San Germano (FR)

Localizzazione	Il centro commerciale "Le Grange" è situato nel comune di Piedimonte San Germano (FR), in prossimità della SS Casilina, lungo la strada vicinale Marelo. Dista circa 2,5 km dal casello "Cassino" lungo l'autostrada A1 Roma-Napoli.
Descrizione	Il centro si sviluppa su un livello fuori terra ed uno interrato su progetto dello studio Chapman & Taylor. Esso comprende un ipermercato esclusivamente alimentare di circa 6.700 mq e n. 4 medie superfici non alimentari con superficie lorda complessiva di circa 7.104 mq. Completa la struttura una Galleria Commerciale con attività commerciali di vicinato con 60 negozi.
Anno di costruzione	2004-2005.
Tipologia	Centro Commerciale con Ipermercato e Galleria.
Consistenza	Superficie Lorda: 48.562 mq
Data di acquisto	16 marzo 2006
Venditore	Sercom S.p.A.
Prezzo di acquisto	€ 45.087.727 oltre IVA ed oneri connessi all'acquisizione.
Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011	€ 19.600.000
Decorrenza del contratto di locazione	16 marzo 2006
Scadenza del contratto di locazione	15 marzo 2012
Conduttore/i	L'immobile è locato ad Emporikon S.r.l.
Canone Complessivo al 31.12.2011	€ 672.391

Aggiornamento annuale

il 2011 è stato un periodo di grande ripresa per l'intero centro, sia per i nuovi negozi aperti che per il numero di presenze. L'incarico di commercializzazione del Centro Commerciale conferito nel mese di luglio 2010 alla società Trade Consulting s.r.l., che ha portato all'apertura di numerosi nuovi negozi, è stato rinnovato anche per il biennio 2011 e 2012.

Il rilancio del Centro Commerciale è stato intrapreso seguendo i seguenti punti:

- ✓ la ricommercializzazione delle medie superfici, che ha portato in ottobre all'apertura di un nuovo negozio sotto l'insegna "Piazza Italia";
- ✓ la ricommercializzazione delle unità immobiliari sfitte;
- ✓ la sostituzione dei conduttori poco solidi e/o morosi con altri aventi solidità patrimoniale.
- ✓ Investimenti per l'organizzazioni di eventi, capaci di attrarre un numero considerevole di persone.

Al 31 dicembre 2011, su una superficie locabile complessiva di 19.507 mq (GLA), ne risultava occupata oltre l'80%. Con l'apertura nel mese di gennaio 2012 di un megastore di giocattoli la percentuale di occupazione è arrivata all' 83% rispetto ad un tasso di occupazione al 31 dicembre 2010 del 74%.

Con effetto dal 1 gennaio 2012 è stato risolto il contratto di gestione del centro con la società Arco Retail srl (ex Agora); la gestione è stata affidata alla società Cushman. & Wakefield LLP.

Le nuove aperture hanno determinato un notevole incremento, delle presenze e dei fatturati dei negozi. Tale incremento, se misurato comparando le presenze ed i fatturati del 2010 con quelle relative 2011 è stato superiore di quasi il 20% per le presenze e del 15% per i fatturati.

	2011	2010	Diff. %
Presenze	1.345.390	1.083.559	+19,46%
Fatturati	19.451.827	16.541.991	+14,96%

Dal 10 aprile 2009 al 31 dicembre 2011 il tasso di occupazione è passato dal 36,80% all'83%.

Complesso immobiliare a Milano Via Monte Rosa 91 (di proprietà della società "Stremmata S.p.A.")

Localizzazione	Il complesso in oggetto è ubicato nel settore nord-ovest della città a breve distanza dalla Fiera di Milano. Il sito è delimitato da Via Monte Rosa, Via Tempesta, Viale Migliara e da proprietà di terzi sui restanti fronti. L'accessibilità è ottima sia avvalendosi di mezzi di trasporto privati che pubblici.
Descrizione	Il complesso, progettato dall'Arch. Renzo Piano, si articola in 3 corpi di fabbrica ad uso ufficio, disposti ad U attorno ad una corte interna occupata da una collinetta artificiale coperta a verde; i tre piani di cui due interrati sottostanti la collinetta sono adibiti a mensa, depositi e parcheggi.
Anno di costruzione	2004.
Tipologia	Direzionale, uffici.
Consistenza	Superficie Lorda: 86.086 mq
Data di acquisto	27 dicembre 2001
Venditore	Banca Intesa BCI
Termini di vendita	Subentro in un contratto di Leasing Immobiliare con Locat S.p.A. come Concedente per un valore complessivo di € 128.081.310,97; Stremmata S.p.A. svolge il ruolo di utilizzatore del leasing con durata 15 anni e con riscatto finale pari al 20%.
Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011	€ 187.000.000
Decorrenza del contratto di locazione	Il Sole 24 Ore: 01-02-2004 Servizi Aziendali PricewaterhouseCoopers S.r.l. 01-01-2004 Pellegrini S.p.A. per bar: 14-02-2005 Pellegrini S.p.A. per ristorante: 16-03-2005.
Scadenza del contratto di locazione	Il Sole 24 Ore: 31-01-2012 prorogato di 3 annualità Servizi Aziendali PricewaterhouseCoopers S.r.l. 30-06-2019 Pellegrini S.p.A. per bar: 31-01-2019 Pellegrini S.p.A. per ristorante: 31-01-2019.
Conduttore	Il Sole 24 Ore S.p.A.; PricewaterhouseCoopers; Pellegrini S.p.A. per il ristorante ed il bar interni al complesso.
Canone Complessivo al 31.12.2011	€ 13.619.282 indicizzato annualmente al 75% dell'indice ISTAT.

Aggiornamento annuale

E' stato sottoscritto un accordo con il Sole 24ore con il quale a decorrere dal 2012 a fronte di una riduzione del canone di locazione del 5% annuo, di un periodo di *free rent* pari a tre trimestri ed alla rinuncia ad alcuni crediti vantati da Stremmata, il contratto di locazione è stato prorogato di 3 annualità. La scadenza contrattuale è quindi fissata al 31/01/2022.

Nel corso del 2011 sono stati avviati interventi di manutenzione straordinaria che hanno riguardato tra gli altri gli impianti di elevazione esterni, da sempre oggetto di lamentele da parte dei conduttori a causa di continui guasti e di infiltrazioni d'acqua nelle giornate di pioggia.

Mediante un progetto realizzato da Stremmata in collaborazione con lo Studio di Architettura "Renzo Piano Building Workshop", è stato realizzato un intervento di copertura aerea degli impianti, che elimina del tutto il problema delle infiltrazioni e riduce sensibilmente i guasti grazie ad una minore esposizione degli impianti agli agenti atmosferici.

Centro Commerciale Terni Shop Terni

Localizzazione	Il centro commerciale è situato nell'area periferica del Comune di Terni lungo via Narni, direttrice di collegamento tra l'abitato di Terni e quello di Narni facilmente raggiungibile dalle direttrici autostradali Firenze- Roma, Roma- l'Aquila. L'intorno urbano è caratterizzato da un tessuto edilizio prevalentemente industriale in fase di trasformazione.
Descrizione	La struttura del centro è costituita da un immobile cielo-terra realizzato dal recupero di una vecchia struttura industriale, che si sviluppa su due piani fuori terra e con annessa un'ampia zona a parcheggio.
Anno di costruzione	2006.
Tipologia	Piastra Commerciale.
Consistenza	Superficie Lorda : 4.799 mq
Data di acquisto	27 dicembre 2006
Venditore	Inserco S.p.A.
Prezzo di acquisto	€ 7.232.192 oltre ad IVA ed oneri connessi all'acquisizione.
Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011	€ 6.300.000
Conduttore	Todi's Acqua & sapone Cinecittà (recesso consensuale dal 30 gennaio 2012) Parafarmacia
Canone Complessivo al 31.12.2011	€ 216.690

Aggiornamento annuale

E' stato affidato allo Studio di Architettura Maroni di Terni, l'attività di di regolarizzazione urbanistica e amministrativa relativa al 2° piano dell'immobile, oltre alla definizione di un nuovo layout interno che possa incrementare la superficie commerciale affittabile.

E' stato formalizzato il recesso consensuale del contratto di locazione del conduttore Cinecittà. Il conduttore ha rilasciato l'immobile in data 31/01/2012. Il Conduttore corrispondeva un canone annuo pari ad Euro 71.000.

Immobile a Milano Viale Fulvio Testi 327

Localizzazione	<p>L'immobile è ubicato a cavallo del confine del Comune di Milano e del Comune di Sesto San Giovanni; l'accesso avviene da Viale Fulvio Testi, direttrice di alto scorrimento che collega il capoluogo lombardo all'Autostrada A4 e alla tangenziale Nord.</p> <p>Il contesto urbano nel quale si inserisce il bene è caratterizzato dalla presenza di edifici a prevalente destinazione terziario-commerciale- residenziale. Il quartiere Bicocca servito da molteplici attività commerciali dista un chilometro e mezzo circa dalla proprietà.</p>
Descrizione	<p>La proprietà è stata oggetto di una recente ristrutturazione avvenuta nel 2001; il complesso è composto da 4 edifici, di cui il principale è composto da un piano interrato e cinque piani fuori terra; da un parcheggio interrato con 60 posti auto e un cortile con dei posti auto esterni.</p>
Anno di costruzione	anteriore al 1967, ristrutturato interamente nel 2001
Tipologia	Direzionale, uffici.
Consistenza	Superficie Lorda: mq 9.290
Data di acquisto	18 dicembre 2007
Venditore	IVG Institutional Funds GmbH, società di gestione del Fondo immobiliare di diritto tedesco Spezialfond "Europroperty Fonds".
Prezzo di acquisto	€ 27.349.000 oltre IVA
Valutazione degli esperti indipendenti al 31.12.2011	€ 22.800.000
Decorrenza del contratto di locazione	01 luglio 2006
Scadenza del contratto di locazione	1 luglio 2018; il conduttore ha possibilità di recedere dal contratto a partire dal 1° luglio 2010 Il conduttore ha rilasciato l'immobile in data 6 luglio 2011
Conduttore/i	Oracle Italia S.p.A. (ex Sun Microsystem S.p.A.)
Canone Complessivo al 31.12.2011	€ 872.444 indicizzato annualmente al 75% dell'Indice ISTAT.

Aggiornamento annuale

Il conduttore in forza della disdetta del contratto di locazione inviata nel mese di luglio 2010 ha rilasciato l'immobile in data 6 luglio 2011. Torre si è immediatamente operata per la ricerca di un nuovo conduttore, affidando l'incarico di commercializzazione alla società internazionale Colliers nel mese di luglio.

Al momento non sono state ricevute offerte vincolanti per la locazione dell'immobile.

**RENDICONTO DEL FONDO UNICREDITO IMMOBILIARE UNO
SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31/12/2011**

ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2011		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In % totale attività	Valore complessivo	In % totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI	151.274.068	27,60	169.438.433	29,34
Strumenti finanziari non quotati	78.000.000	14,23	76.580.000	13,26
A1. Partecipazioni di controllo	78.000.000	14,23	76.580.000	13,26
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari quotati	73.274.068	13,37	92.858.433	16,08
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito	73.274.068	13,37	92.858.433	16,08
A8. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	382.800.000	69,82	394.200.000	68,25
B1. Immobili dati in locazione	376.300.000	68,63	382.500.000	66,22
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili	6.500.000	1,19	11.700.000	2,03
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI	13.557	0,00	13.557	0,00
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri	13.557	0,00	13.557	0,00
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	2.165.297	0,39	5.224.326	0,90
F1. Liquidità disponibile	2.165.297	0,39	5.224.326	0,9
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	11.988.425	2,19	8.742.784	1,51
G1. Crediti per pct attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	42.963	0,01	84.094	0,01
G3. Risparmio di imposta	5.000.000	0,91	5.000.000	0,87
G4. Altre	6.945.462	1,27	3.658.690	0,63
TOTALE ATTIVITA'	548.241.347	100	577.619.100	100

RENDICONTO DEL FONDO UNICREDITO IMMOBILIARE UNO
SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31/12/2011

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/11	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	-6.979.978	-7.111.933
H1. Finanziamenti Ipotecari	-6.979.978	-7.111.933
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	-22.861	-18.736
L1. Proventi da distribuire	-18.736	-18.736
L2. Altri debiti verso i partecipanti	-4.125	
M. ALTRE PASSIVITA'	-8.615.701	-3.410.053
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-31.076	-436.565
M2. Debiti di imposta	-598.020	-371.677
M3. Ratei e Risconti passivi	-9.951	-15.281
M4. Depositi Cauzionali	-45.432	-106.370
M5. Altre	-7.931.222	-2.480.160
TOTALE PASSIVITA'	-15.618.540	-10.540.722
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	532.622.807	567.078.378
Numero delle quote in circolazione	160.000,000	160.000,000
Valore unitario delle quote	3.328,893	3.544,240
Rimborsi o Proventi distribuiti per quota	137,50	40,34

**RENDICONTO DEL FONDO UNICREDITO IMMOBILIARE UNO
SEZIONE REDDITUALE AL 31/12/2011**

	Rendiconto al 31/12/11		Rendiconto esercizio precedente	
A. STRUMENTI FINANZIARI	-2.924.188		-2.831.358	
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI	-4.380.000		-3.375.910	
A1.1 dividendi ed altri proventi				
A1.2 utili/perdite da realizzi				
A1.3 plus/minusvalenze	-4.380.000		-3.375.910	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili/perdite da realizzi				
A2.3 plus/minusvalenze				
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	1.455.812		544.552	
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi	238.234		370.180	
A3.2 utili/perdite da realizzi	815.614		141.266	
A3.3 plus/minusvalenze	401.964		33.106	
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari		-2.924.188		-2.831.358
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	-428.708		3.128.793	
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	14.181.292		22.260.698	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-486.032		421.082	
B3. PLUS/MINUSVALENZE	-9.908.170		-16.657.286	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-2.877.953		-1.570.932	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. IMPOSTA COMUNALE IMMOBILI	-1.337.845		-1.324.769	
Risultato gestione beni immobili		-428.708		3.128.793
C. CREDITI				
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi/decrementi di valore				
Risultato gestione crediti				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. interessi attivi e proventi assimilati				
E. ALTRI BENI				
E1. proventi				
E2. utile/perdita da realizzi				
E3. plusvalenze/minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		-3.352.896		297.435

**RENDICONTO DEL FONDO UNICREDITO IMMOBILIARE UNO
SEZIONE REDDITUALE AL 31/12/2011**

	Rendiconto al 31/12/11		Rendiconto esercizio precedente	
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				
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE				
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
Risultato lordo della gestione caratteristica		-3.352.896		297.435
H. ONERI FINANZIARI	-174.414		-140.139	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-173.710		-140.139	
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	-704			
Risultato netto della gestione caratteristica		-3.527.310		157.296
I. ONERI DI GESTIONE	-6.394.547		-6.773.883	
I1. Provvigioni di gestione sgr	-5.769.122		-6.265.666	
I2. Commissioni di banca depositaria	-246.107		-292.398	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-42.500		-30.500	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-73.648		-26.052	
I5. Altri oneri di gestione	-263.170		-159.267	
L. ALTRI RICAVI ED ONERI	-2.533.714		-592.072	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	17.574		3.909	
L2. Altri ricavi	15.810		48.312	
L3. Altri oneri	-2.567.098		-644.293	
Risultato della gestione prima delle imposte		-12.455.571		-7.208.659
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Imposta sostitutiva a credito dell'esercizio				
M3. Altre imposte				
UTILE/ PERDITA DELL'ESERCIZIO		-12.455.571		-7.208.659

NOTA INTEGRATIVA

INDICE

PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

PARTE B - LE ATTIVITA', LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Sezione I	Criteri di valutazione
Sezione II	Le attività
Sezione III	Le passività
Sezione IV	Il valore complessivo netto
Sezione V	Altri dati patrimoniali

PARTE C - IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

Sezione I	Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari
Sezione II	Beni immobili
Sezione III	Crediti
Sezione IV	Depositi bancari
Sezione V	Altri beni
Sezione VI	Altre operazioni di gestione e oneri finanziari
Sezione VII	Oneri di gestione
Sezione VIII	Altri ricavi e oneri
Sezione IX	Imposte

PARTE D - ALTRE INFORMAZIONI

Parte A – Andamento del valore della quota

1. Principali dati del Fondo

Nella tabella che segue sono riportati le principali informazioni sul Fondo dalla data di avvio dello stesso sino al 31/12/2011

DESCRIZIONE	ESERCIZIO 2011	ESERCIZIO 2010	ESERCIZIO 2009	ESERCIZIO 2008	ESERCIZIO 2007	ESERCIZIO 2006	ESERCIZIO 2005	ESERCIZIO 2004	ESERCIZIO 2003	ESERCIZIO 2002	ESERCIZIO 2001	ESERCIZIO 2000	ESERCIZIO 1999
	Euro												
Valore contabile quota inizio esercizio	3.544,240	3.629,634	3.615,974	3.574,275	3.419,982	3.119,025	2.989,086	2.822,961	2.717,061	2.644,122	2.557,602	2.500,220	2.500,000
Valore contabile quota fine esercizio	3.328,893	3.544,240	3.629,634	3.615,974	3.574,275	3.419,982	3.119,025	2.989,086	2.822,961	2.717,061	2.644,122	2.557,602	2.500,220
Provento complessivo distribuito	22.000,000	6.454,000		11.800,000	17.600,000	15.072,000	12.158,400	11.449,600	8.480,000	9.920,000	7.040,000		
Provento unitario distribuito	137,5	40,34		73,750	110,000	94,200	75,990	71,560	53,000	62,000	44,000		
Performance netta quota	-2,196%	-1,241%	0,378%	3,230%	7,728%	12,669%	6,889%	8,420%	5,848%	5,103%	5,103%	2,295%	0,009%
Valore di borsa quota inizio esercizio	1.991,000	1.950,000	1.520,000	2.410,000	2.222,000	2.210,000	2.180,000	1.917,800	1.800,000	1.900,000	0,000		
Valore di borsa quota fine esercizio	1.839,000	1.991,000	1.950,000	1.520,000	2.400,000	2.222,000	2.210,000	2.180,000	1.910,000	1.800,000	1.900,000		
Valore di borsa massimo	2.126,000	2.095,000	2.040,000	2.475,000	2.605,000	2.238,000	2.418,000	2.204,000	2.070,000	2.165,000	2.449,000		
Valore di borsa minimo	1.696,000	1.871,000	1.380,000	1.485,000	2.208,100	1.900,000	2.100,000	1.907,000	1.701,000	1.641,000	1.600,000		
Volume medio n° quote scambiate	76,000	51,000	50,000	58,751	88,592	64,309	64,382	51,712	54,880	42,674	42,890		

2. Principali eventi che hanno determinato il valore della quota al 31/12/2011

La variazione negativa del valore del NAV tra il 31 dicembre 2010 ed il 31 dicembre 2011, pari ad Euro 34.455.571, è determinata dalla distribuzione dei proventi di gestione per Euro 22.000.000 effettuata nel corso del mese di marzo e dal risultato d'esercizio pari ad Euro 12.455.571.

Quest'ultima deriva dal risultato negativo della gestione dei beni immobili per Euro 428.708, dagli oneri di gestione, pari ad Euro 6.394.547, dal saldo negativo degli altri ricavi ed oneri per Euro 2.533.714, dall'effetto negativo degli strumenti finanziari per Euro 2.924.188 e dagli oneri finanziari per Euro 174.414.

Con riferimento al risultato della gestione dei beni immobili, si evidenzia che esso è influenzato negativamente per Euro 9.908.170 dalle minusvalenze nette derivanti dall'adeguamento al valore di mercato al 31 dicembre 2011 degli immobili in portafoglio, eseguito in base alla relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente.

3. Gestione dei rischi

I rischi insiti nell'investimento immobiliare riguardano principalmente:

- la vendita degli immobili,
- le posizioni creditorie nei confronti dei conduttori,
- la cessazione e/o rinegoziazione dei contratti di locazione,
- le oscillazioni del tasso di interesse sul finanziamento.

Tali rischi, ove già esistenti, sono gestiti secondo le modalità di seguito descritte.

Vendita degli immobili

Al fine di mitigare i rischi connessi alle vendite immobiliari è stata adottata una struttura organizzativa ed idonee procedure volte ad assicurare visibilità e trasparenza nel processo decisionale .

Posizioni creditorie

La SGR pone attenzione sia al grado di affidabilità dei conduttori che alla gestione dei pagamenti dei canoni. Le procedure di monitoraggio dei conduttori sia in fase di acquisizione che durante la normale operatività del contratto consente di contenere il rischio derivante dalla gestione dei contratti di locazione.

Cessazione e/o rinegoziazione dei contratti di locazione

La SGR si è dotata di idonee procedure interne ed adeguati presidi al fine di ridurre il rischio locativo, pur non essendovi certezza nel rilocere gli spazi in breve termine e a condizioni identiche o migliori. La SGR pone particolare attenzione ai contratti di locazione con scadenza nel breve termine ed alle eventuali disdette dei conduttori, al fine di reagire tempestivamente per il mantenimento di un basso livello di *vacancy*. Le informazioni in merito alle scadenze contrattuali, alle disdette ricevute ed alle relative azioni intraprese sono descritte nel paragrafo 4 della Relazione degli Amministratori.

Con riferimento alla copertura assicurativa, sono state stipulate le seguenti polizze con la Zurich Insurance Company S.A.:

- polizza convenzione incendio, rischi accessori e rischi catastrofali per i fabbricati di proprietà,
- polizza convenzionale Responsabilità Civile Terzi e Prestatori d'Opera.

Si ricorda che nel corso del mese di dicembre 2010 il Consiglio di Amministrazione ha inoltre approvato la nuova Risk Policy della SGR. In termini generali, la Risk Policy contiene i principi e i criteri relativi alla misurazione e gestione dei rischi associati alle attività della SGR e dei fondi immobiliari da essa gestiti.

Nello specifico, la revisione della Risk policy si è concentrata, essenzialmente, sui punti seguenti:

- revisione delle metriche di misurazione del rischio, alla luce del nuovo modello quantitativo di misurazione e gestione del rischio, sviluppato a partire dalla fine del 2009 e completato nella seconda metà dell'anno 2010;
- definizione delle soglie di rilevanza per i suddetti criteri di valutazione tra cui, a titolo esemplificativo: la probabilità che gli oneri associati ai finanziamenti divergano da quanto stabilito in sede di pianificazione e la probabilità per la quale si ritiene rilevante il rischio di svalutazione del valore degli immobili facenti parte del patrimonio dei fondi gestiti

La revisione è, dettata dal nuovo modello quantitativo di misurazione e gestione del rischio adottato dalla Società che ha permesso il passaggio da una logica prevalentemente qualitativa di misurazione e gestione del rischio ad un approccio, basato su tecniche di scenario, che, nel quadro del rafforzamento dei presidi già esistenti, introduce una logica quantitativa per la misurazione e gestione del rischio.

Questo tipo di approccio integrato consente di seguire un'ottica di natura prospettica e dinamica di percezione, previsione, mitigazione e gestione dei rischi.

Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto

Sezione I – Criteri di valutazione

Forma e contenuto del Rendiconto

Il rendiconto della gestione del fondo (di seguito il "Rendiconto") è composto dalla Situazione patrimoniale, dalla Sezione reddituale e dalla Nota Integrativa ed è accompagnato dalla Relazione degli Amministratori sulla gestione.

Il Rendiconto è stato redatto secondo le disposizioni previste dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, emanato in attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e del Decreto del Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, n. 228 del 24 maggio 1999.

Tutti gli importi indicati nei prospetti di Rendiconto sono espressi in unità di Euro, ove non diversamente indicato. Il valore della quota è espresso con tre numeri decimali. I prospetti allegati sono stati posti a confronto con i dati relativi all'esercizio precedente.

L'esercizio contabile ha durata annuale e si chiude il 31 dicembre di ogni anno.

Criteri di valutazione

Nella redazione del Rendiconto sono stati applicati i criteri di valutazione previsti dal citato Provvedimento della Banca d'Italia del 14 Aprile 2005.

Tali principi sono coerenti con quelli utilizzati nel corso dell'esercizio per la predisposizione del prospetto di calcolo della quota, nonché con quelli utilizzati in sede di redazione dei precedenti rendiconti di gestione.

Strumenti finanziari quotati

Gli strumenti finanziari quotati sono iscritti al prezzo di acquisto. Le eventuali commissioni di acquisto e vendita sono comprese nei prezzi di acquisto o dedotte dai prezzi di vendita dei titoli in conformità agli usi di Borsa.

Il valore degli strumenti finanziari quotati è determinato in base all'ultimo prezzo disponibile rilevato sul mercato di negoziazione. Per gli strumenti trattati su più mercati, si fa riferimento al mercato dove si formano i prezzi più significativi, avendo presenti le quantità trattate presso lo stesso e l'operatività svolta dal fondo. Gli strumenti finanziari sospesi da listini, sono trattati come strumenti finanziari non quotati.

Strumenti finanziari non quotati

I titoli non ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati, diversi dalle partecipazioni, per le quali valgono i criteri di cui alla successiva voce, sono valutati al costo di acquisto, rettificato al fine di ricondurlo al presumibile valore di realizzo sul mercato, individuato su un'ampia base di elementi di informazione, oggettivamente considerati, concernenti sia la situazione dell'emittente (situazione economico patrimoniale ed ulteriori eventuali informazioni disponibili) e del suo paese di residenza, sia quella del mercato.

Partecipazioni di controllo in società immobiliari

Le partecipazioni di controllo in società immobiliari, sono iscritte al costo di acquisto inclusivo di eventuali oneri accessori e sono successivamente valutate ad un valore pari alla frazione di pertinenza del patrimonio netto della partecipata. Il patrimonio netto è determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari risultanti dall'ultimo bilancio approvato della partecipata i criteri di valutazione previsti per la valutazione dei beni immobili direttamente di proprietà del fondo. Le altre poste attive e passive del bilancio della partecipata non sono di norma oggetto di nuova valutazione. Le eventuali rivalutazioni o svalutazioni dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari determinano una variazione del patrimonio netto contabile della partecipata. Tale variazione, rispetto al patrimonio netto

contabile è considerata al netto degli eventuali effetti fiscali. Ai fini valutativi sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti dalla data di approvazione del bilancio della partecipata e la data di valutazione

Beni immobili

Gli immobili, la cui iscrizione iniziale avviene per un importo corrispondente al costo di acquisto maggiorato degli oneri accessori, sono successivamente iscritti ai valori di mercato, approvati dal Consiglio di Amministrazione della SGR, indicati dalla relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente, ai sensi dell'art. 14-*bis*, comma 4, della Legge 25 gennaio 1994, n. 86 e dell'art. 17 titolo VI, del D.M. 24 maggio 1999 n. 228, nonché di quanto previsto dal Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Par.2.5 ("criteri di valutazione dei beni immobili") e 4 ("esperti indipendenti") del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005.

L'Esperto Indipendente ha valutato gli immobili del Fondo adottando le seguenti metodologie:

Metodo sintetico comparativo

Metodologia

Per ciascuna destinazione d'uso la corrispondente quotazione media, dopo il processo di aggiustamento, viene associata alla relativa superficie commerciale (lorda). La somma dei prodotti (superficie per valore medio) definisce il valore stimato del bene con tale criterio, detto anche di mercato.

Motivazione

Questo metodo viene utilizzato quando si hanno a disposizione informazioni significative su transazioni immobiliari, avvenute al massimo nei tre mesi precedenti, per immobili o terreni, che è possibile mettere in analogia con il cespite in esame per quanto riguarda destinazione, qualità, condizioni di manutenzione, età e localizzazione. Il metodo è applicabile quando il mercato immobiliare è sufficientemente attivo da fornire un campione significativo di valori dal quale ricavare una quotazione media. Su quest'ultima viene effettuato un processo di aggiustamento in modo da rendere i dati raccolti ed elaborati omogenei con le caratteristiche del bene oggetto di stima.

Metodo del Discounted Cash Flow (Flussi di Cassa Attualizzati)

Metodologia dcf a reddito

Il Discounted Cash Flow, o DCF, è il criterio di calcolo del valore immobiliare basato sull'analisi dei flussi di cassa, positivi e negativi, generabili dall'immobile in un periodo medio o medio-lungo: 10, 15-20 anni. Alla base di questo criterio è il concetto che l'investitore è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene.

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia dcf trasformazione

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Motivazione

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

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

Metodologia della trasformazione si basa come la precedente sull'attualizzazione dei flussi di cassa derivanti non dalla gestione del bene ma bensì dai costi di riconversione e dai ricavi generati dalla vendita del bene.

Quote di OICR

Le parti di OICR sono valutate sulla base dell'ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tener conto dei prezzi di mercato, nel caso in cui le parti siano ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato, o di eventuali elementi oggettivi di valutazione verificatisi dopo la determinazione del valore reso noto al pubblico, nel caso di OICR di tipo chiuso.

Crediti ed altre attività

I crediti e le altre attività sono valutati al valore di presumibile realizzo.

Finanziamenti

I finanziamenti sono valutati al valore nominale.

Altre passività

Le altre passività sono valutate al valore nominale.

Ratei e risconti

I ratei e risconti sono contabilizzati in base al criterio della competenza economica e temporale.

Liquidità

La liquidità è valutata al valore nominale.

Rilevazione delle principali voci di conto economico

Gli interessi attivi e passivi e gli altri proventi ed oneri di natura operativa sono conteggiati secondo il principio della competenza economica anche mediante rilevazioni di appositi ratei e risconti attivi e passivi.

Gli interessi attivi sui conti correnti bancari sono rilevati al lordo della relativa ritenuta fiscale.

I dividendi vengono contabilizzati nell'esercizio in cui sono deliberati (data stacco cedola) o, in mancanza di tale comunicazione certa, al momento dell'incasso.

I costi ed i ricavi riferiti alla gestione immobiliare vengono rilevati tenendo conto della loro competenza economica (ad esempio: i canoni di locazione vengono riscontati su tutto il periodo di competenza), fatti salvi i casi in cui il componente di reddito, per sua natura, non può che essere rilevato ed imputato nel momento in cui si manifesta l'accadimento che lo genera (ad esempio: i componenti negativi di reddito aventi natura straordinaria vengono imputati al conto economico nel momento in cui si manifestano e non possono essere riscontati o rateizzati).

Le commissioni di gestione dovute alla SGR sono determinate in base alle previsioni del regolamento del Fondo e sono contabilizzate secondo il principio della competenza economica.

Sezione II – Le attività

a) Aree Geografiche

La ripartizione degli strumenti finanziari per aree geografiche e la percentuale di essi sul valore del Portafoglio è la seguente:

Aree Geografiche	Controvalore	% sul Portafoglio
- Paesi U.E.	151.274.068	100,00%
Totale	151.274.068	100,00%

b) Settori economici di impiego delle risorse del fondo

La ripartizione degli strumenti finanziari per settori di attività economica e la percentuale di essi sul valore del Portafoglio è la seguente:

Settori di attività	Titoli di capitale	Titoli di debito	Parti di O.I.C.R.
Immobiliare - Edilizio	51,56%		
TOTALE	51,56%		

Elenco analitico degli strumenti finanziari quotati

cod ISIN		Titolo	Valore complessivo	% sul totale Attività
IT0003993158		CCT 01/11/12	3.485.308	0,64%
IT0004675044		BOT 16/01/12	28.498.962	5,20%
IT0004706914		BOT 16/04/12	22.869.965	4,17%
IT0004745094		BOT 31/01/12	9.496.159	1,73%
IT0004765621		BOT 30/04/12	8.923.674	1,63%
		TOTALE STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	73.274.068	13,37%
		TOTALE ATTIVITA'	548.241.347	

I titoli elencati rappresentano tutti gli strumenti finanziari quotati presenti in portafoglio.

I valori dei titoli zero coupon sono comprensivi della parte di interessi.

II.1 STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI

A1. Partecipazioni di controllo

A) Partecipazione in Stremmata S.p.A.

Il Fondo detiene l'intero capitale sociale della società Stremmata S.p.A. La partecipazione è detenuta da UIU dalla data di costituzione della stessa, come da rogito notarile redatto dal Dr. Pietro Sormani in data 20 dicembre 2001. La società ha sede in Milano Piazzale Cadorna 6. L'oggetto sociale consiste nello studio, nella progettazione, nella realizzazione mediante appaltatori e nella gestione di immobili. Rientrano inoltre nell'oggetto sociale l'acquisto, la vendita, la costruzione, la permuta e la locazione in ogni sua forma ad eccezione della parte che rientra specificatamente nell'attività professionale protetta, per la quale è prevista l'iscrizione negli appositi albi professionali.

Si forniscono le informazioni relative alla sopraccitata partecipazione.

A) Titoli relativi a partecipazioni non quotate nel portafoglio del fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	quantità	% del totale titoli emessi	costo di acquisto	valore alla data del rendiconto	valore alla data del rendiconto precedente
1) titoli di capitale con diritto di voto	21.432.962	100	21.432.961	75.440.000	74.140.000
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

La differenza tra il costo storico d'acquisto e il valore alla data del rendiconto al 31/12/2011 è determinata sulla base della valutazione della partecipazione effettuata dall'esperto indipendente incaricato ai sensi della normativa di riferimento. Il maggior valore della

partecipazione, rispetto al prezzo di acquisto è sostanzialmente riconducibile alla valutazione al valore di mercato dell'immobile detenuto dalla società partecipata, in virtù di un contratto di leasing finanziario, rappresentato dal cespite sito in Milano, Via Monte Rosa 91, il cui valore di mercato, pari a 187.000.000, è decurtato di un importo rappresentato essenzialmente dal valore al 31/12/2011 dei canoni residui e dal prezzo di riscatto e di estinzione del relativo contratto di leasing immobiliare (si rimanda in proposito al successivo punto D del presente paragrafo).

B) Dati di bilancio di Stremmata S.p.A.

Dati patrimoniali	ultimo esercizio 31/12/2011	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente	Terzo esercizio precedente
1) totale attività	22.569.130	18.679.626	24.572.882	22.569.819
2) partecipazioni				
3) immobili				
4) indebitamento a breve termine	5.158.738	1.140.905	5.486.109	2.105.548
5) indebitamento a medio lungo termine				
6) patrimonio netto	17.410.392	17.538.721	19.086.773	20.464.271

Dati reddituali	ultimo esercizio 31/12/2011	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente	Terzo esercizio precedente
1) fatturato	15.634.590	16.076.285	15.917.754	15.981.171
2) margine operativo lordo	-996.628	254.430	414.892	395.253
3) risultato operativo	-2.476.223	-1.210.542	-765.600	-787.130
4) saldo proventi/oneri finanziari	11.545	167	24.044	5.898
5) saldo proventi/oneri straordinari	-1.479.934	308.347	-221.268	9.401
6) risultato prima delle imposte	-3.944.612	-902.028	-962.824	-771.831
7) imposte sul reddito d'esercizio	-183.717	-646.023	-414.673	-383.897
8) utile (perdita) netto	-4.128.329	-1.548.051	-1.377.497	-1.155.728
9) ammortamenti dell'esercizio	-1.479.595	-1.476.332	-1.180.492	-1.182.383

Si segnala che nel corso del mese di ottobre 2011 il Fondo ha effettuato un versamento in conto capitale, per l'importo di Euro 1.600.000, per finanziare i lavori in corso d'opera presso l'immobile di Milano – Via Monte Rosa.

Inoltre, nel corso del mese di gennaio 2012, a seguito di alcuni accordi commerciali tra Stremmata SpA ed Il Sole 24 Ore SpA (conduttore di parte dell'immobile), è stato deliberato da parte del Consiglio d'Amministrazione della SGR, un finanziamento in conto capitale per un importo complessivo di Euro 6.500.000, da richiamare in più tranches a secondo delle esigenze di cassa dovessero sorgere, soprattutto per quanto riguarda il pagamento della rata trimestrale del leasing a carico di Stremmata S.p.A.

C) In riferimento ai criteri e parametri utilizzati per la valutazione si rimanda a quanto descritto nella Sezione I – "Criteri di valutazione".

D) Stremmata S.p.A non è proprietaria di beni immobili e diritti reali immobiliari, tuttavia risulta utilizzatrice di un contratto di leasing con Unicredit Leasing S.p.A avente ad oggetto l'immobile sopra citato.

Si presenta di seguito la riconciliazione tra il Patrimonio Netto come da progetto di bilancio al 31/12/2011 di Stremmata S.p.A., approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 21 febbraio 2012, e il Patrimonio Netto rettificato dagli Esperti Indipendenti.

Riclassificazione Bilancio Stremmata	
Patrimonio Netto Bilancio al 31/12/2011	17.410.392
Immobilizzazioni in corso	-11.338.479
Stima valori di mercato immobile	187.000.000
Debito residuo da piano leasing	-83.872.285
Fondo oneri estinzione anticipata leasing	-7.194.116
Imposte	-26.562.868
Patrimonio Netto rettificato 31/12/2011	75.442.644

B) Partecipazione in Emporikon S.r.l.

Il Fondo detiene l'intero capitale sociale della società Emporikon S.r.l. La partecipazione è detenuta sin dalla costituzione della società, come da rogito notarile redatto dal Dr. Pietro Sormani in data 3 aprile 2006. La società ha sede legale in Milano, Piazzale Cadorna, 6. L'attività sociale consiste nell'acquisto, nella vendita, nella locazione e nella conduzione di immobili, opifici industriali, commerciali, aree edificabili e terreni in genere, lo loro lottizzazione, restauro e trasformazione, il commercio al dettaglio e all'ingrosso di generi alimentari ed affini articoli di abbigliamento e arredo casa ed in genere il commercio di tutti gli articoli usualmente venduti nei supermercati, nella gestione dei negozi alimentari ed extra alimentari in forma diretta o indiretta per tramite di contratti di affitto di azienda o rami di azienda.

Si forniscono le informazioni relative alla sopracitata partecipazione.

A) Titoli relativi a partecipazioni non quotate nel portafoglio del fondo

Titoli nel portafoglio del fondo	quantità	% del totale titoli emessi	costo di acquisto	valore alla data del rendiconto	valore alla data del rendiconto precedente
1) titoli di capitale con diritto di voto	2.500.000	100	2.500.000	2.560.000	2.440.000
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni cum warrant su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

Il valore iscritto è dato dalla frazione del patrimonio netto di Emporikon di spettanza del Fondo alla data del 31/12/2011.

B) Dati di bilancio dell'emittente Società Emporikon S.r.l.

Dati patrimoniali	31/12/2011	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente	Terzo esercizio precedente
1) totale attività	5.608.644	4.965.198	3.132.089	5.125.774
2) partecipazioni				
3) immobili				
4) indebitamento a breve termine	3.048.543	2.517.069	5.506.179	3.467.273
5) indebitamento a medio lungo termine				
6) patrimonio netto	2.560.101	2.448.129	-2.374.090	1.658.501

Dati reddituali	ultimo esercizio 31/12/2011	Esercizio precedente	Secondo esercizio precedente	Terzo esercizio precedente
1) fatturato	1.399.599	1.238.743	806.433	3.883.955
2) margine operativo lordo	-1.298.543	-1.350.874	-4.497.791	-755.537
3) risultato operativo	-1.567.278	-1.433.134	-4.580.026	-837.120
4) saldo proventi/oneri finanziari	16.222	1.108	-7.888	207.859
5) saldo proventi/oneri straordinari	-121.658	-49.295	-231.537	-108.100
6) risultato prima delle imposte	-1.672.714	-1.481.321	-4.819.451	-737.361
7) imposte sul reddito d'esercizio	-15.314	-96.460	-54.639	163.459
8) utile (perdita) netto	-1.688.028	-1.577.781	-4.874.090	-573.902
9) ammortamenti dell'esercizio	268.735	82.260	82.235	81.583

Si segnala che nel corso 2011 l'Assemblea ha deliberato – approvando il Bilancio chiuso al 31 dicembre 2010 - di utilizzare il versamento soci in conto copertura perdite di Euro 1.800.000, effettuato nel corso del mese di dicembre 2010, nel seguente modo:

- ✓ ripianamento totale delle perdite degli esercizi fino al 2009, per Euro 274.090;
- ✓ ripianamento parziale delle perdite al 31 dicembre 2010, per Euro 1.525.910,
- ✓ rinvio a nuovo del residuo delle perdite 2010, per un importo di Euro 51.871.

Inoltre, nel corso del mese di ottobre 2011, il Fondo ha effettuato un ulteriore versamento in conto capitale di Euro 1.800.000 per finanziare la realizzazione di un impianto fotovoltaico integrato per la produzione di energia sul lastrico solare del centro commerciale "Le Grange".

La realizzazione dell'impianto fotovoltaico riuscirebbe ad incrementare e stabilizzare il flusso di ricavi derivante dalle locazioni con quello proveniente dalla vendita dell'energia, oltre che dal relativo contributo statale ventennale che, da gennaio 2012, sarà pari ad Euro 0,224 Kwh. Tali interventi permetterebbero di incrementare il valore patrimoniale dell'immobile di proprietà del Fondo.

C) In riferimento ai criteri e parametri utilizzati per la valutazione si rimanda a quanto descritto nella Sezione I – "Criteri di valutazione".

II.2 STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI

A7. Titoli di debito

a) Aree Geografiche

Ripartizione degli altri strumenti finanziari quotati per Paese di residenza dell'emittente.

	PAESE DI RESIDENZA DELL'EMITTENTE			
	Italia	Altri Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Titoli di debito: - di Stato - di altri enti pubblici - di banche - di altri	73.274.068			
Titoli di capitale: - con diritto di voto - con voto limitato - altri				
Parti di O.I.C.R. - aperti armonizzati - aperti non armonizzati - chiusi				
TOTALI: - in valore assoluto - in percentuale del totale delle attività	73.274.068 13,37%			

Ripartizione degli strumenti finanziari quotati per mercato di quotazione.

	MERCATO DI QUOTAZIONE			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
Strumenti finanziari quotati	73.274.068			
Titoli in attesa di quotazione				
TOTALI: - in valore assoluto - in percentuale del totale delle attività	73.274.068 13,37%			

Movimenti dell'esercizio

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite e rimborsi
Titoli di debito - titoli di Stato - altri	308.668.276	329.470.218
Titoli di capitale Parti di O.I.C.R.		
TOTALE	308.668.276	329.470.218

Le operazioni di compravendita che hanno riguardato gli strumenti finanziari, comprensivi degli interessi, dividendi e altri proventi generati dagli stessi, hanno determinato un risultato da negoziazione pari a Euro 1.455.812, rilevato nella specifica sezione del Rendiconto.

II.3 STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Al 31/12/2011 il Fondo non deteneva strumenti finanziari derivati che dessero luogo a posizioni creditorie (voci A9, A10 e A11 della situazione patrimoniale), né vi è stata operatività in tali strumenti finanziari nel corso del 2010.

II.4 BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI

Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal fondo.

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superfici e lorda ³	Redditività dei beni locati						
					Canone ⁴ per m ²	Tipo di contratto	Scadenza contratto	Locatario	Costo storico ⁵	Ipoteche	Ulteriori informazioni
1	Lazio – Roma Via Boncompagni Complesso multifunzionale che occupa un intero isolato (Via Boncompagni, Romagna, Sicilia, Puglia)	Direzionale uffici, residence, parcheggi interrati, residenze	1971 inizio lavori 1979 fine lavori	46.731	16,4 €/mq	Affitto		Multitenant	€106.906.578	NO	Sono in corso le attività per la riconversione ad uso residenziale dell'immobile
2	Lombardia – Viale Europa, 2 Stezzano (BG)*	Produttivo	1993/4-2006	33.823	132,91 €/m ²	Affitto	31/12/2018	Freni Brembo S.p.A	€56.080.838	NO	Opzione di acquisto a favore del conduttore a partire dal 1° gennaio 2010 ed entro il termine del 30 giugno 2013. Il conduttore non ha facoltà di recesso
3	Complesso direzionale Bicocca (Mi) – Via Piero e Alberto Pirelli 21	Direzionale uffici	2001/2003	28.686	148,85 €/m ²	Affitto	31/12/2018	Pirelli & C. S.p.a.	€53.779.862	NO	
4	Supermercati Pam – Via Tolstoj 61 Milano	Commerciale	1960	3.271	65,24 €/m ²	Affitto	15/07/2022	Supermercati Pam Spa	€2.700.000	NO	Il locatore non ha possibilità di recesso per i primi 12 anni

5	Supermercati Pam – Via Mutilati 3 Verona	Commerciale	1960	2.929	94,45 € m ²	Affitto	15/07/2022	Supermercati Pam Spa	€3.500.000	NO	Il locatore non ha possibilita' di recesso per i primi 12 anni
6	Supermercati Pam- Viale Grigoletti 72 Pordenone	Commerciale	2000	8.766	45,08 € m ²	Affitto	15/07/2022	Supermercati Pam Spa	€5.000.000	NO	Il locatore non ha possibilita' di recesso per i primi 12 anni
7	Supermercati Pam – Via Stock 4, Trieste	Commerciale	Fine dell'800, ristrutturato di recente.	5.414	58,39 € m ²	Affitto	15/07/2022	Supermercati Pam Spa	€ 4.000.000	NO	Il locatore non ha possibilita' di recesso per i primi 12 anni
8	Supermercati Pam, Via Miramare 3 - Trieste	Commerciale	2000	4.849	66,83 € m ²	Affitto	15/07/2022	Supermercati Pam Spa	€4.100.000	NO	Il locatore non ha possibilita' di recesso per i primi 12 anni
9	Supermercati Pam, Strada comunale San Marco-Perugia	Commerciale	2000	4.352	76,28 € m ²	Affitto	15/07/2022	Supermercati Pam Spa	€4.200.000	NO	Il locatore non ha possibilita' di recesso per i primi 12 anni
10	Residence Dehon – Via Dehon 61-63 - Roma	Commerciale	1970 (ristrutturazione completa 2003)	6.102	202,02 € m ²	Affitto	30/09/2022	Pierre & Vacances Italia srl	€15.682.323	€ 6.979.978	Nove anni di locazione garantiti
11	Complesso Residenziale Via Larga 23 Milano^	Riconversione e ad uso residenziale	Dal 1950 al 1960	667	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	€4.227.666	NO	In corso ultimazione della vendita frazionata ad uso residenziale
12	Centro Commerciale "Le Grange" Piedimonte San Germano (Fr)	Commerciale	Tra il 2004 e il 2005	48.562	27,23 € m ²	Affitto	15/03/2018	Emporikon Srl	€45.087.727	NO	
13	Centro Commerciale "Terni Shop" Terni***	Commerciale	2006	4.799	46,51 € m ²	Affitto	Varie	Multitenant	€7.232.192	NO	

14	Complesso immobiliare in Viale Fulvio Testi 327 a Milano	Direzionale uffici	Ante 1967 (ristrutturazione completa 2001)	9.290	n.a.	Sfitto			€27.349.000	NO	In corso attività per la rilocalizzazione dell'immobile
Totali									€339.846.186		

*) In metri quadrati lordi. Ove si tratti di beni immobili per i quali la volumetria è più significativa della superficie si potrà far riferimento ai metri cubi lordi. Anche l'eventuale canone deve essere riferito ai metri cubi. La circostanza dovrà essere evidenziata.

**) Canone calcolato sulla superficie commerciale determinata sottraendo alla superficie lorda, i locali tecnologici, i caveadi, i vani scale ed ascensore.

***) Importo al netto degli oneri e dei costi di diretta imputazione.

Informazioni sulla redditività dei beni immobili.

Fasce di scadenza del contratto di locazione	Valore dei beni immobili (1)	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria (a)	Locazione finanziaria (b)	Importo Totale (a)+(b)	% sul totale canoni
fino a 1 anno	174.000.000	2.132.062		2.132.062	15,4%
da oltre 1 fino a 3 anni	16.400.000	1.214.193		1.214.193	8,7%
da oltre 3 fino a 5 anni	25.900.000	889.081		889.081	6,4%
da oltre 7 fino a 9 anni	133.900.000	7.778.953		7.778.953	56,0%
Oltre 9 anni	26.100.000	1.874.658		1.874.658	13,5%
A) Totale beni immobili locati	376.300.000	13.888.947		13.888.947	100%
B) Totale beni immobili non locati (2)	6.500.000				
Totale A+B	382.800.000				

Si precisa che gli immobili che nel corso dell'esercizio hanno prodotto ricavi da locazione ma, alla data del 31 dicembre 2011 risultano temporaneamente sfitti, sono riclassificati nelle fasce di scadenza del contratto di locazione fino a 1 anno.

Di seguito si elencano fidejussioni ricevute a garanzia dei canoni di locazione degli immobili.

SITUAZIONE FIDEJUSSIONI AL 31/12/2011			
Locatario/Fideiussore	Immobile	Controparte	Importo
Brembo	Stezzano	Unicredit Banca d'Impresa Spa	4.495.323
Pierre & Vacances	Via Dehon Roma	Melior Banca Spa	1.173.440
Pam	Trieste Via Miramare	Banca Intesa Spa	324.052
Pam	Pordenone	Banca Intesa Spa	395.185
Pam	Perugia	Banca Intesa Spa	331.956
Pam	Trieste Via Stock	Banca Intesa Spa	316.149
Pam	Verona	Banca Intesa Spa	276.630
Pam	Milano	Banca Intesa Spa	213.397
Emmebi	Milano Via Larga	Banca Di Desio e della Brianza Spa	2.324
Eurofisa Srl	Temi via Narni	UniCredit Spa	48.750
Totale			7.577.206

II.5 CREDITI

La voce "Crediti", esposta per Euro 13.557, si riferisce ad effetti cambiari in portafoglio con scadenza entro i 12 mesi.

II.6 DEPOSITI BANCARI

Tale tipologia di investimento non risulta presente alla data di chiusura del Rendiconto.

II.7 ALTRI BENI

Tale tipologia di investimento non risulta presente alla data di chiusura del Rendiconto.

II.8 POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ

La tabella che segue fornisce la composizione delle sottovoci F1, F2 e F3 della Situazione Patrimoniale.

	Importi
F1. Liquidità disponibile:	
- c/c 1969 denominato in Euro	2.165.372
- c/c 4681943 denominato in Euro	-75
Totale liquidità disponibile	2.165.297
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare:	
- vendite di strumenti finanziari	
- vendite di divise estere	
- margini giornalieri da incassare	
Totale liquidità da ricevere per operazioni da regolare	
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare:	
- acquisti di strumenti finanziari	
- acquisti di divise estere	
- margini giornalieri da liquidare	
Totale liquidità impegnata per operazioni da regolare	
Totale posizione netta di liquidità	2.165.297

II.9 ALTRE ATTIVITÀ

La tabella riportata di seguito fornisce la composizione delle sottovoci G1, G2, G3, G4 della situazione patrimoniale.

	Importi
G1. Crediti per pct attivi e operazioni assimilate	
- crediti per pronti contro termine	
G2. Ratei e risconti attivi:	42.963
- ratei interessi attivi su titoli di debito	22.154
- risconti attivi su imposte di registro	20.809
G3. Risparmio di imposta:	5.000.000
- credito Iva 2000 richiesto a rimborso	5.000.000
G4. Altre:	6.945.462
- locazioni e recupero spese condominiali	5.756.303
- crediti v/Emporikon finanziamento e interessi maturati	18.127
- recupero imposte di registro	35.258
- Fornitori c/anticipi	200.569
- Altre attività	932.007
- deposito cauzionale	3.198
Totale altre attività	11.988.425

Si specifica che il credito nella voce G4. pari ad Euro 5.756.303, relativo a crediti vantati verso i conduttori degli immobili di proprietà del Fondo è, salvo quanto indicato nella seguente tabella "Altre Passività", interamente esigibile.

Per quanto riguarda il credito IVA richiesto a rimborso dal Fondo, la SGR e i propri consulenti sono in costante contatto con i funzionari dell'Agenzia delle Entrate di Milano per evadere le ulteriori richieste ed ottenere il rimborso del credito nel minor tempo possibile.

Si precisa che il credito si riferisce all'esercizio 2000 e la pratica è stata correttamente presentata nei termini stabiliti nel corso dell'esercizio di riferimento. Nel corso degli esercizi successivi, la varia documentazione implementativa richiesta dall'Agenzia è stata sempre correttamente fornita.

SEZIONE III – LE PASSIVITÀ

III.1 FINANZIAMENTI RICEVUTI

In data 29 settembre 2004 in seguito all'acquisto dell'immobile sito in Roma - Via Leone Dehon , il Fondo è subentrato nel contratto di finanziamento ipotecario stipulato dal precedente proprietario con Aareal Bank AG, caratterizzato da rata semestrale posticipata e con scadenza 21/12/2012.

Il Fondo si è accollato un ulteriore finanziamento per Euro 271.000 euro da estinguere mediante unica erogazione entro il 21/12/2012 relativo al costo sostenuto per il subentro nel contratto di mutuo.

Il debito residuo complessivo alla data del 31/12/2011 delle due linee di finanziamento ammonta a Euro 6.979.978.

III.2 PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI, PRESTITO TITOLI ED OPERAZIONI ASSIMILATE

Alla data del 31/12/2011 non risultavano in essere operazioni di pronti contro termine passivi, prestito titoli ed operazioni assimilate.

III.3 STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Al 31/12/2011 il Fondo non deteneva strumenti finanziari derivati che dessero luogo a posizioni debitorie a carico del fondo (voci I1 e I2 della situazione patrimoniale), né vi è stata operatività in tali strumenti finanziari nel corso del 2011.

III.4 DEBITI VERSO PARTECIPANTI

Il debito esposto, pari a Euro 22.861, si riferisce a proventi, relativi sia all'esercizio in corso che ad esercizi precedenti, non riscossi dai partecipanti.

	Importi
L1. Proventi da distribuire:	
- esercizi precedenti	18.736
L2. Altri debiti verso i partecipanti:	
- rimborsi quota da distribuire	4.125
Totale debiti verso partecipanti	22.861

III.5 ALTRE PASSIVITÀ

La tabella riportata di seguito fornisce la composizione delle sottovoci M1, M2, M3, M4 e M5 della situazione patrimoniale.

	Importi
M1. Provvigioni e oneri maturati e non liquidati:	
- commissione di gestione da liquidare	-25.595
- interessi passivi su finanziamenti ipotecari da liquidare	-5.481
Totale provvigioni e oneri maturati e non liquidati	-31.076
M2. Debiti di imposta:	
- Iva a debito relativo al mese di dicembre	-588.249
- Debito per ritenuta d'acconto	-9.771
Totale debiti di imposta	-598.020
M3. Ratei e Risconti passivi	
- Imposte di registro su locazioni	-9.951
Totale ratei e risconti passivi	-9.951
M4. Depositi cauzionali	
- Depositi cauzionali	-45.432
Totale Depositi cauzionali	-45.432
M5. Altre	
- Debiti v/fornitori per prestazioni di servizi	-1.860.072
- Fatture da ricevere per prestazioni di servizi	-1.848.519
- Acconti contratti preliminari Via Larga Milano	-750.000
- Fondo svalutazione crediti	-1.287.415
- Fondo rischi	-1.804.000
- Varie	-381.216
Totale altre	-7.931.222
Totale altre passività	-8.615.701

Per quanto riguarda il fondo di svalutazione dei crediti commerciali iscritta nella voce M5, pari ad Euro 1.287.415, la stessa è ascrivibile al credito vantato dal Fondo nei riguardi di alcuni conduttori dell'immobile sito in Terni oggetto di procedure concorsuale per il quale il legale incaricato dalla SGR per la definizione della pratica ha stimato di poter recuperare solo parte del credito vantato.

Il fondo rischi, pari ad Euro 1.804.000, è costituito a fronte di contenziosi in cui il Fondo è stato convenuto; la parte più significativa è relativa al rischio di soccombenza da parte del Fondo nell'atto di citazione per risarcimento danni ricevuto da una società che svolgeva attività di commercializzazione dell'immobile sito in Milano, Via Larga.

Sezione IV – Il valore complessivo netto

Prospetto delle variazioni del valore del Fondo dall'avvio dell'operatività avvenuta in data 9/12/1999 fino al 31/12/2011

	Importo	in % dell'importo iniziale
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse per prezzo di emissione)	400.000.000	100,00
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	76.030.628	19,01
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	280.260.545	70,07
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti		
D. interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari		
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni		
F. Risultato complessivo della gestione cambi		
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione	64.100	0,02
H. Oneri finanziari complessivi	-5.793.561	-1,45
I. Oneri di gestione complessivi	-82.066.173	-20,52
L. Altri ricavi e oneri complessivi	-3.752.504	-0,94
M. Imposte complessive	-10.145.828	-2,54
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	-22.000.000	
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-99.974.400	-24,99
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDDO DELLE IMPOSTE	132.622.807	
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2011	532.622.807	133,16
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO		4,62%

Sezione V – Altri dati patrimoniali

Alla data del rendiconto non erano presenti impegni assunti dal Fondo a fronte di strumenti finanziari derivati ai sensi della disciplina di cui al Capitolo III, Sezione IV, paragrafo 4 del Regolamento Banca d'Italia del 14 aprile 2005.

Torre SGR non appartiene ad alcun Gruppo Bancario o industriale. La maggioranza del capitale sociale della Società di Gestione è di proprietà di una consociata del Gruppo Fortress Investment LLC. Alla data del 31 dicembre 2011 non risultavano Attività e Passività nei confronti di società riferibili al suddetto gruppo.

Alla data del 31 dicembre 2011 il Fondo non deteneva attività e/o passività denominate in valute diverse dall'Euro.

Alla data di riferimento del Rendiconto risultano iscritte due ipoteche rispettivamente per Euro 7.442.558,70 e per Euro 677.500 a favore di Aareal Bank AG, relative al contratto di mutuo ipotecario, avente scadenza dicembre 2012, relativo all'acquisto dell'immobile sito in Roma -Via Leone Dehon.

Parte C – Il risultato economico dell'esercizio

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

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/perdita da realizzi	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/ minusvalenza	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. partecipazioni in società non quotate				
1. Di controllo			-4.380.000	
2. Non di controllo				
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di O.I.C.R.				
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito	815.614		401.965	
2. Titoli di capitale				
3. Parti di O.I.C.R.				

Si rappresenta che le minusvalenze sono relative alla valutazione delle partecipazioni nelle società possedute al 100% dal Fondo; nello specifico la minusvalenza riconducibile a Stremmata S.p.A. è pari ad Euro 2.700.000 mentre, per quanto riguarda Emporikon Srl, la stessa è pari ad Euro 1.680.000.

Il Fondo, nel corso del 2011, ha effettuato versamenti in conto capitale a favore di Stremmata S.p.A. per Euro 4,0 milioni, incrementando il valore della partecipazione risultante al 31/12/2010 da Euro 74,2 milioni ad Euro 78,2 milioni; la valutazione rilasciata dall'Esperto Indipendente al 31 dicembre 2011, che tiene conto del risultato d'esercizio della partecipata e del valore dell'Immobile oggetto della valutazione, nonché del debito residuo del leasing gravante sullo stesso, ha valutato la partecipazione Euro 75,4 milioni.

Per quanto riguarda Emporikon S.r.l., nel corso del 2011 è stato effettuato dal Fondo un versamento in conto capitale che ha incrementato il valore della partecipazione risultante al 31/12/2010 da Euro 2.440.000 ad Euro 4.240.000; la partecipata nel corso del 2011 ha registrato una perdita d'esercizio di circa Euro 1,7 milioni e tale risultato trova riscontro nella minusvalenza d'esercizio.

Sezione II - Beni immobili

Risultato economico dell'esercizio su beni immobili.

Risultato economico dell'esercizio su beni immobili					
	Immobili residenziali	Immobili commerciali	Immobili industriali	Terreni	Altri
1. PROVENTI					
1.1 canoni di locazione non finanziaria	22.144	3.977.932	4.495.323		5.057.119
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi	3.279	16.559	22.476		586.460
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI					
2.1 beni immobili	-486.032				
2.2 diritti reali immobiliari					
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE					
3.1 beni immobili	-792.614	-2.179.180	-1.500.000		-5.436.376
3.2 diritti reali immobiliari					
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-235.101	-346.198	-87.215		-2.209.439
5. AMMORTAMENTI					
6 IMPOSTA COMUNALE SUGLI IMMOBILI	-14.935	-294.724	-174.346		-853.840

Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

Interessi passivi su finanziamenti ricevuti

Gli interessi passivi sui finanziamenti in essere hanno comportato un onere di Euro 173.710.

Forma tecnica di finanziamento	Interessi passivi su finanziamenti ricevuti
- finanziamenti ipotecari c/c Euro	-173.710
Totale interessi passivi su finanziamenti ricevuti	-173.710

Inoltre sono stati rilevati altri oneri finanziari per un importo pari ad Euro 704.

Sezione VII – Oneri di Gestione

VII.1 Costi sostenuti nell'esercizio

	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale attivita'	% sul valore del finanziamento	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale attivita'	% sul valore del finanziamento
ONERI DI GESTIONE								
1) Provvigioni di gestione - provvigioni di base - provvigioni d'incentivo	-5.769	1,57	1,05					
2) TER degli OICR in cui il fondo investe								
3) Compenso della Banca Depositaria - di cui eventuale compenso per il calcolo valore quota	-246 -112	0,07	0,04					
4) Spese di revisione del fondo	-29	0,01						
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	0	0,00	0,00					
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	-42	0,01	0,01					
7) Oneri di gestione degli immobili	-2.878	0,79	0,52					
8) Spese legali e giudiziarie	-139	0,04						
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	-74	0,02						
10) Altri oneri gravanti sul fondo	-96	0,03						
TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (SOMMA DA 1 A 10)	-9.385	2,54						
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari di cui: - su titoli azionari - su tit. di debito - su derivati - altri								
12) Oneri finanziari per debiti assunti dal fondo	-174			2,49				
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo	-1.338	0,37						
TOTALE SPESE (SOMMA DA 1 A 13)	-10.897	2,91						

Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

Altri ricavi e oneri	Importi
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	
- c/c bancari in Euro	3.332
- interessi attivi su finanziamenti	14.242
Totale interessi attivi	17.574
L2. Altri ricavi	
- Sopravvenienze attive	15.693
- Arrotondamenti vari	19
- Altri ricavi	98
Totale altri ricavi	15.810
L3. Altri oneri	
- Sopravvenienze passive gestione immobili	0
,-Sopravvenienze passive	-109.722
- Altri oneri diversi	-2.457.376
Totale altri oneri	-2.567.098
Totali altri ricavi e oneri	-2.533.714

La voce Altri oneri diversi accoglie principalmente gli accantonamenti dell'esercizio dei Fondi svalutazione crediti e del Fondo rischi commentati tra le "Altre passività".

Sezione IX- Imposte

Regime tributario del Fondo

Imposte sui redditi

Dal 1 gennaio 2004, in seguito alle modifiche al regime tributario introdotte dagli art. 31 e 41 -bis del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, i fondi immobiliari non sono soggetti alle imposte sui redditi ed all'IRAP.

Ai fondi immobiliari non si applicano inoltre le ritenute previste sugli interessi dei depositi e conti correnti bancari e postali, sulle operazioni di riporto, pronti contro termine e prestito titoli, sui dividendi e sugli altri redditi di capitale, quali interessi su obbligazioni.

Imposte indirette e I.V.A.

La conversione in legge del D.L.g.s n.223/06 ha introdotto diverse modifiche al meccanismo di imposizione indiretta relativa alle operazioni di compravendita e locazione (anche finanziaria) di immobili, applicabili anche ai fondi immobiliari.

In via generale, la nuova *ratio* consiste nell'applicazione di un regime di esenzione, fatte salve particolari ipotesi in cui è obbligatorio applicare l'imposta sul valore aggiunto con le aliquote di legge ed altre in cui è lasciata la facoltà, al soggetto attivo, di esercitare o meno l'opzione per l'applicazione del tributo. Restano comunque applicabili in tutti i casi di cessione e/o locazione di immobili le imposte di registro in misura fissa e/o proporzionali, indipendentemente dal regime I.V.A. applicato.

Ai sensi dell'art. 8 del D.L. 351/2001, la SGR è soggetto passivo I.V.A. relativamente alle cessioni di beni e alle prestazioni di servizi attinenti alle operazioni del fondo. La determinazione e la liquidazione dell'imposta avviene separatamente rispetto a quella dovuta per l'attività della SGR, mentre il versamento viene effettuato cumulativamente per la SGR e i fondi dalla stessa gestiti. Il suddetto art. 8 prevede, inoltre, alcune agevolazioni in relazione ai crediti I.V.A. generatisi in capo al Fondo.

Conferimenti

Alle plusvalenze realizzate all'atto di conferimento (apporto) di immobili ai fondi immobiliari può applicarsi, in luogo della tassazione ordinaria, un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP con l'aliquota del 20%.

Tassazione dei partecipanti

Sui proventi di cui all'art 44, comma 1, lettera g) del testo unico delle imposte sui redditi, derivanti dalla partecipazione ai fondi immobiliari, la SGR (o l'intermediario qualora le quote siano immesse in un sistema di deposito accentrato) opera una ritenuta del 20 per cento (aliquota elevata dal decreto legge n. 112/2008).

Sono pertanto ritenuti imponibili ai fini della ritenuta:

- l'ammontare dei proventi distribuiti riferibili a ciascun quota risultanti dai prospetti periodici redatti dalla SGR;
- la differenza tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote e il costo di sottoscrizione o acquisto documentato dal partecipante.

La ritenuta è a titolo di acconto per i percipienti che esercitano attività d'impresa, mentre è a titolo d'imposta per gli altri soggetti.

Essa non è operata sui proventi percepiti dai fondi di previdenza complementare e dagli OICR istituiti in Italia, inoltre su quelli percepiti dagli stessi soggetti esteri istituiti e residenti in Paesi che consentano un adeguato scambio di informazioni (i cosiddetti Paesi "white list").

A seguito dell'emanazione del decreto legge n. 78/2010 si è ristretto il novero dei soggetti esteri esentati dall'applicazione della ritenuta; precedentemente infatti l'esenzione era estesa a tutti i soggetti residenti in Paesi "white list".

Ai redditi conseguiti attraverso la negoziazione delle quote si applica l'ordinario regime fiscale previsto dall'art. 67, comma 1, lettera c-ter) del TUIR, ovvero un'imposta sostitutiva del 20,00% sul *capital gain* a decorrere dal 1 gennaio 2012.

Per le altre novità fiscali riguardanti i fondi immobiliari introdotte dall'art. 32 del decreto legge n. 78/2010 si rinvia al § 2 della Relazione degli amministratori.

Parte D – Altre informazioni

Informazioni relative agli incarichi affidati agli Esperti Indipendenti I ai sensi del paragrafo 4, della comunicazione congiunta Banca d'Italia – Consob relativa al processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento del 29 luglio 2010.

a) Incarichi assegnati all'Esperto Indipendente sulla base delle cui valutazioni è stato redatto il Rendiconto

Di seguito, si indicano gli incarichi conferiti dalla SGR all'Esperto Indipendente.

OGGETTO	DATA DI CONFERIMENTO DELL'INCARICO	DURATA DEL CONTRATTO	CORRISPETTIVO
Scenari Immobiliari – Istituto Indipendente di Studi e Ricerche	Maggio 2009	Giugno 2009 – Dicembre 2011	<ul style="list-style-type: none"> - Relazione Semestrale al 30.06 € 500 ad Immobile - Rendiconto Annuale al 31.12 € 1.000 ad Immobile - Giudizio Congruità € 1.500 ad immobile

b) Presidi organizzativi e procedurali adottati dalla SGR per garantire il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte degli Esperti Indipendenti

Le relazioni di stima dell'Esperto Indipendente, sulle quali si basa il Rendiconto ai fini della indicazione del valore degli immobili del Fondo, sono redatte sulla base dei criteri di valutazione definiti dalla SGR in conformità a quanto previsto dal Titolo V, Capitolo 4, paragrafo 2.5 Sezione II del Regolamento Bdl, su proposta motivata dell'Esperto Indipendente.

Al fine di garantire il rispetto dei criteri di valutazione definiti dalla SGR da parte dell'Esperto Indipendente, il CdA verifica la corretta applicazione dei criteri, sulla base delle informazioni rese dal *risk manager*, e qualora emergano profili di criticità, provvede a richiedere una nuova valutazione coerente con i criteri di valutazione definiti.

Laddove, con riferimento alla valutazione di uno o più *asset* del Fondo, l'Esperto Indipendente ravvisi l'opportunità di avvalersi criteri differenti dai criteri di valutazione definiti dal CdA, provvede a darne notizia alla SGR, indicandone la motivazione e provvedendo a documentare adeguatamente tale di scostamento e dunque secondo modalità tali da rendere detto scostamento oggettivamente verificabile dalla SGR. Il Cda, sulla base delle informazioni fornite dal *risk manager*, provvederà a valutare l'opportunità di accettare tale valutazione ovvero di richiedere la revisione della medesima.

c) Altre informazioni

La SGR si è dotata di una apposita procedura relativa al processo di valutazione dei beni immobili detenuti dai fondi al fine di disciplinare:

- le modalità di scelta degli Esperti Indipendenti e di determinazione dei compensi;
- le cautele per identificare e gestire situazioni di conflitto di interessi afferenti gli Esperti Indipendenti, potenzialmente derivanti, in particolare, dall'affidamento agli esperti indipendenti di incarichi ulteriori e non strettamente correlati a quello di valutazione;
- le modalità di coordinamento ed i flussi informativi e documentali tra la SGR e gli Esperti Indipendenti;
- la specificazione dei ruoli e delle responsabilità dei singoli organi e funzioni aziendali delle SGR con riferimento alle relazioni di stima degli Esperti Indipendenti;
- il contenuto minimo dei contratti aventi ad oggetto il conferimento dell'incarico di Esperto Indipendente.

Detta procedura è stata elaborata, tra l'altro, tenuto conto della normativa e degli indirizzi di vigilanza vigenti, e recepisce i principali contenuti delle Linee Guida di Assogestioni relative al rapporto tra le SGR e gli Esperti Indipendenti nell'attività di valutazione di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, diffuse in data 27 maggio 2010 e trasmesse alla Banca d'Italia ed alla Consob.

Allegati

ESTRATTO DELLA RELAZIONE DI STIMA DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI

SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

RELAZIONE DI STIMA
“UniCredito Immobiliare Uno”
ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2011

Gennaio 2012

Indice

INTRODUZIONE

<i>1. Premessa</i>	<i>pag.</i>	<i>1</i>
<i>2. Andamento del mercato immobiliare</i>		<i>2</i>
<i>3. Criteri di valutazione delle partecipazioni</i>		<i>10</i>
<i>4. Definizione di valore corrente di mercato</i>		<i>12</i>
<i>5. Metodologie utilizzate nella valutazione degli immobili</i>		<i>14</i>
<i>6. Documentazione esaminata e soggetti responsabili dei processi valutativi</i>		<i>17</i>
<i>7. Limiti della presente relazione</i>		<i>17</i>
<i>8. Conclusioni</i>		<i>18</i>

ALLEGATI

Milano, 27 gennaio 2012

SPETTABILE**TORRE SGR SPA**

Via Mario Carucci, 131

00143 - Roma

1. Premessa

In relazione all'incarico ricevuto da **TORRE SGR SPA**, *Scenari Immobiliari* ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni atte a determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 31 dicembre 2011, dei seguenti asset:

	CITTA'	INDIRIZZO
Immobili		
1	Roma	Via Boncompagni, 72
2	Stezzano	Viale Europa, 2
3	Milano	Bicocca
4	Milano	Via Tolstoj, 61
5	Verona	Via Mutilati, 3
6	Pordenone	Via Grigoletti, 72
7	Perugia	Piazza S. Marco
8	Trieste	Via Stock, 4
9	Trieste	Via Miramare, 1
10	Roma	Via Dehon
11	Milano	Via Larga
12	Piedimonte S. G.	Via Casilina
13	Terni	Via Narni, 99
14	Milano	F. Testi, 327
Partecipazioni		
1	Stremmata	
2	Emporikon	

2. Andamento del mercato immobiliare

LO SCENARIO INTERNAZIONALE

Il 2011 è stato un anno difficile per l'economia mondiale e le prospettive restano incerte anche per il 2012. L'Ocse ha recentemente rivisto al ribasso le previsioni di crescita economica, ritenendo probabile per il 2012 un aumento del Pil intorno all'1,6 per cento, contro il 2,8 per cento previsto nel mese di maggio.

Il peggioramento delle aspettative di crescita dell'economia mondiale ha ampliato i timori sulla solidità degli emittenti, sia pubblici che privati, con elevato indebitamento. Queste tensioni hanno coinvolto il sistema bancario internazionale, facendo emergere rischi per la stabilità finanziaria a livello globale. Anche la prima parte del 2012 sarà caratterizzata da questo scenario. Previsto un miglioramento solo nella seconda parte dell'anno.

Si attende un rallentamento dell'economia cinese, nonostante un tasso di crescita ancora decisamente positivo, mentre si ritiene poco probabile una vera recessione degli Stati Uniti, dove gli ultimi indicatori sull'occupazione sono in miglioramento. Il basso rischio risiede soprattutto nella bassa esposizione diretta delle banche americane al debito pubblico europeo, nell'efficienza della Banca Centrale americana e nel maggiore equilibrio raggiunto dal mercato immobiliare. La domanda di immobili residenziali e di beni di consumo è già nettamente inferiore rispetto all'incremento demografico e, dunque, ulteriori crolli sono ritenuti difficili.

Il rischio di recessione dell'Europa, invece, rappresenta la minaccia più grave per l'economia mondiale. Nel 2012 si prevede un tasso di crescita dello 0,5 per cento, mentre nel 2013 si dovrebbe registrare un'accelerazione, con un incremento compreso tra l'1,2 e l'1,5 per cento.

La crescita economica dell'Unione Europea e dell'area dell'euro è ostacolata da tre problematiche principali: la persistente incertezza sul debito pubblico, la debolezza del settore finanziario e lo scarso dinamismo del commercio mondiale. Il rischio è che si inneschi un circolo vizioso: il rallentamento della crescita potrebbe indebolire i Paesi debitori, causando un deterioramento delle condizioni del settore finanziario, che non sarebbe in grado di sostenere la crescita. In questo scenario, inoltre, è improbabile una ripresa dell'occupazione, salvo Germania e area del nord Europa.

A dieci anni dalla nascita, per la prima volta, è messa in pericolo l'esistenza stessa dell'euro, il che non solo potrebbe innescare un disfacimento della comunità europea monetaria ma anche far tornare vincoli e barriere che parevano superati per sempre. Nei primi mesi dell'anno 2012 dovrà essere la politica europea a trovare una soluzione a questo nodo. La speranza è che l'integrazione migliori anziché andare verso uno sfilacciamento di Paesi e monete.

Sul versante positivo, le manovre finanziarie attualmente in fase di approvazione potrebbero contribuire ad instaurare un clima di maggiore fiducia, che a sua volta potrebbe far ripartire gli investimenti e i consumi privati. Nello stesso tempo un

miglioramento del contesto mondiale darebbe nuovo slancio alle esportazioni dell'Unione Europea.

Nonostante le difficoltà del quadro generale, il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei, che aveva registrato un vero e proprio crollo nel 2009 (-13,3 per cento) ed una miniripresa nel 2010 (+0,7 per cento) dovrebbe chiudere il 2011 con un aumento intorno all'1,4 per cento, inferiore rispetto alla stima di settembre. Il 2012 dovrebbe segnare una crescita di circa il due per cento. L'evoluzione è più consistente in Eu27, con un aumento del 2,3 per cento. Una vera ripresa dei mercati immobiliari è spostata verso il 2014/2015.

Il comparto residenziale a livello europeo sta attraversando una fase di stabilizzazione nella maggior parte delle città, sebbene debbano essere ancora compiuti progressi importanti per raggiungere una situazione di reale equilibrio. Il gap tra aree geografiche e segmenti di mercato è sempre più ampio. In generale, i due elementi chiave per la ripresa dei mercati nazionali sono costituiti dall'accesso al credito, anche in considerazione dell'elevato livello di indebitamento delle famiglie e dal trend dei prezzi, condizionato dalla domanda e dai tassi di interesse.

I mercati europei possono essere suddivisi in quattro gruppi, in base alla situazione attuale e alle prospettive per il 2012. Al primo gruppo appartengono le nazioni che hanno risentito della crisi economica in modo limitato e che hanno già mostrato evidenti segnali di ripresa, quali Germania, Austria, Svezia e Svizzera. In questi Paesi anche l'attività edilizia è destinata a tornare ai livelli pre-crisi in tempi relativamente rapidi, grazie ad un buon equilibrio tra domanda ed offerta. Al secondo gruppo appartengono i Paesi che hanno subito gli effetti della crisi in modo più accentuato, ma nei quali i mercati hanno già cominciato a rispondere positivamente, quali Francia, Belgio, Finlandia e Norvegia. Del terzo gruppo fanno parte i Paesi che alternano fasi di ripresa a fasi di ricaduta, quali Italia, Danimarca, Olanda, Portogallo e Regno Unito, fatta eccezione per Londra. L'ultimo gruppo è composto dalle nazioni nelle quali la fase di maggiore crisi non è ancora terminata, quali Spagna, Grecia e Irlanda. Il 2012 potrebbe registrare un ulteriore calo delle quotazioni, sebbene in misura ridotta rispetto all'ultimo biennio, mentre l'attività edilizia non riprenderà prima del 2013-2014.

Dopo un 2009 e un primo semestre 2010 estremamente difficili, nell'ultimo anno il comparto terziario/uffici ha mostrato i primi segnali di miglioramento. La stretta correlazione con la situazione economica e con il mercato del lavoro è la causa principale di un andamento fortemente diversificato nelle diverse aree geografiche. Il 2012 sarà ancora caratterizzato da una contrazione dell'attività edilizia per l'effetto combinato delle difficoltà di finanziamento e della scarsa disponibilità dei promotori ad affrontare un livello di rischio piuttosto elevato. Fanno eccezione i pochi mercati in cui la ripresa ha creato le premesse per l'inizio di un nuovo ciclo di sviluppo, come quello di Londra. La domanda resterà debole nella maggior parte delle piazze. Tuttavia l'attività, sia di investimento che di locazione, sarà più brillante nelle zone sostenute da un trend economico positivo, quali Germania, Paesi nordici, Russia e Polonia. La vacancy rate dovrebbe diminuire lievemente, passando dall'attuale 10,2 per cento al 9,6 per cento previsto per la fine del 2012. Le top location delle città più attrattive per gli

investitori, quali Londra, Parigi e Mosca, cominciano ad evidenziare una carenza di spazi di classe A, con conseguenza tendenza all'aumento dei canoni.

La crisi del mercato del lavoro, l'elevato indebitamento ed il ridotto potere di spesa esercitano una forte pressione sul settore commerciale, caratterizzato da forti differenze tra le diverse aree geografiche ma anche tra le diverse società. Il gap, invece, tende a ridursi per quanto riguarda il livello degli spazi. Fatta eccezione per un ristretto numero di immobili di lusso toccati solo marginalmente dalla crisi, le quotazioni estremamente elevate raggiunte dagli spazi primari spinge una fetta consistente della domanda a rivolgersi verso immobili di seconda fascia. L'attività edilizia relativa alla grande distribuzione è in crescita. Buone prospettive di sviluppo provengono dal comparto outlet, caratterizzato da una domanda di investimento e locazione in forte espansione.

Gli ultimi mesi sono stati positivi per la maggior parte dei mercati industriali europei e i segnali di ripresa dovrebbero trovare conferma nel corso del 2012. Tuttavia, ci vorranno parecchi anni prima che il volume di attività e le quotazioni ritornino ai livelli precedenti alla crisi, i cui effetti sono stati particolarmente pesanti nel comparto industriale negli ultimi tre anni. L'attività produttiva e distributiva associata alla logistica è il principale driver della domanda di spazi industriali. La crescita più significativa è attesa dalle società operative nei settori di importazione ed esportazione. Nel 2012 l'attività edilizia speculativa riprenderà, ma solo nei mercati più dinamici e comunque in presenza di una domanda preesistente. Si assisterà ad una stabilizzazione dei canoni per gli immobili di seconda mano a fronte di un aumento degli spazi nuovi realizzati su misura.

Il mercato dei fondi immobiliari conferma la propria competitività rispetto alle altre forme di investimento. Il numero di società è aumentato in quasi tutti i Paesi e le aspettative di crescita sono interessanti. L'espansione maggiore riguarda la Svizzera e la Francia, seguite dal settore dei fondi riservati tedeschi. Le società più deboli, con carenza di liquidità e di raccolta, tendono a realizzare processi di fusione o di assorbimento da parte di gruppi più importanti. Il 2012 dovrebbe registrare un aumento sia del Nav che delle performance medie nella maggior parte dei Paesi. La tendenza è verso una separazione sempre più marcata tra strumenti destinati agli investitori privati ed istituzionali.

SCENARIO ITALIANO

L'ultimo quadrimestre del 2011 è stato caratterizzato da una profonda crisi politica (risolta con un governo tecnico) e da una difficile situazione della finanza pubblica che poi si è estesa all'economia reale. Il rischio del debito unito a una crescita economica vicino alla zero (e prevista con il segno negativo nel 2012) ha allontanato gli investitori dai titoli del debito pubblico e ampliato il divario (spread) con altri emittenti.

Le varie "manovre" di aggiustamento dei conti pubblici stanno iniziando a dare risultati sulla bilancia nazionale, ma a prezzo di un calo dei consumi delle famiglie e degli investimenti delle imprese. Nell'ultimo quadrimestre 2011 sono avvenuti cambiamenti significativi anche nel mercato immobiliare italiano:

- a) la difficile situazione del credito ha ridotto in modo considerevole le erogazioni di mutui. Rispetto all'ultimo trimestre 2010 il calo si può stimare in meno 30 per cento. Questo significa un calo delle compravendite rogitate entro l'anno e un rallentamento complessivo delle trattative. Chi è in azione per comprare una casa deve prima accertarsi di poter avere il mutuo e poi si impegna con un compromesso o preliminare. Quindi la situazione attuale comporta automaticamente un calo del mercato anche nel primo trimestre 2012
- b) le varie manovre governative impatteranno sui bilanci delle famiglie, con conseguente riduzione dei consumi e conseguenze sul mercato commerciale, dove si dovrebbe ampliare il divario tra piccola e grande distribuzione, con una tendenza positiva solo per questa ultima
- c) la difficoltà dell'economia nel suo complesso determina anche un forte calo degli investimenti in edilizia per nuove sedi uso ufficio o industriale. Ma anche un calo del mercato immobiliare dell'usato. Un flusso di domanda si mantiene verso gli immobili di classe A sia per il terziario che per la logistica.

Tra le tendenze positive del mercato la ripresa degli acquisti nella fascia tra i 5 ed i 10 milioni di euro. Spesso si tratta di capitali "scudati" che vengono investiti nell'immobiliare a reddito. Si comprano palazzine cielo-terra con mix funzionale (uffici, residenza, negozi) con rendimenti tra il 4 e il 6 per cento, posizionate in zone semicentrali dei capoluoghi.

Da segnalare anche una ritrovata presenza di investitori esteri che da ottobre sono tornati a guardare il mercato italiano e stanno compiendo i primi acquisti. Si tratta spesso di fondi o società tedesche attente al differenziale tra rendimenti immobiliari in Germania e in Italia.

Anche il settore dei fondi immobiliari chiude il 2011 in crescita rispetto all'anno precedente, sia nel numero di fondi che di patrimonio. Il settore dei fondi riservati si conferma una valida alternativa agli investimenti finanziari. Le difficoltà dei fondi retail sono invece determinate dalle chiusure che, pur allungate come da normativa, rischiano di creare un eccesso di offerta in alcuni mercati.

Nel complesso (vedi tavola allegata) il 2011 chiude con un fatturato di circa 112,7 miliardi di euro con un incremento dell'1,3 per cento sull'anno precedente. La previsione per il 2012 è di un aumento dello 0,5 per cento.

Si prevede una prima parte dell'anno (sicuramente il primo trimestre, probabile il secondo) di forti cali nel mercato residenziale sul versante delle compravendite. Si presume un ritorno alla normalità del credito dopo i primi mesi del 2012 e un mercato in fase positiva.

Probabile anche un ritorno di attenzione dei piccoli investitori (oltre ai medi che già lo stanno facendo) verso il settore immobiliare come difesa e anche come possibile fonte di reddito complementare a pensioni sempre più impoverite.

IL MERCATO RESIDENZIALE

Sulla base delle indicazioni sopra riportate è ipotizzabile che il numero di compravendite del 2011 si attesti intorno alle 570mila unità. Ma nel 2012 dovrebbe tornare sopra il numero di 600mila, stante la forte pressione della domanda demografica (immigrati e giovani che si trasferiscono nelle grandi città).

I prezzi restano nel complesso stabili, salvo il segmento del nuovo dove le difficoltà di molte imprese di costruzione porta a forti ribassi nelle quotazioni. Rispetto alle compravendite le quotazioni non avranno cali (solo per zone limitate) perché c'è una forte rigidità nell'offerta. E' in calo quella di qualità e aumenta quella di prodotto medio o scadente. La domanda è quindi insoddisfatta.

Un effetto dell'Imu sul mercato immobiliare sarà un aumento dell'offerta di alloggi in locazione, ma con canoni in calo rispetto allo scorso anno. La dinamica dei canoni di locazione, infatti, segue quella dei redditi e non quella dei prezzi di vendita delle case.

Analizzando le singole aree di mercato, si osserva un miglioramento del mercato a Milano e Roma. Gli scambi, nonostante la flessione di fine anno, sono in aumento rispetto al 2010 e la discesa delle quotazioni si è arrestata. Anzi ci sono quartieri con prezzi in lieve risalita.

In miglioramento il mercato della casa a Torino, Bologna e Napoli, mentre è stazionario nei medi capoluoghi. Consistente lo stock di case invendute nei piccoli centri degli hinterland e in regioni quali Veneto o Abruzzo, dove si è molto edificato negli ultimi anni.

La "tenuta" del mercato residenziale italiano è agevolata anche da due fattori di fondo.

Il primo elemento riguarda i risparmi ed è il rapporto con l'investimento immobiliare da parte degli italiani. Non solo la capacità di risparmio delle famiglie è diminuita meno che in altri contesti, ma soprattutto si accentua la tradizionale e solida fiducia delle famiglie per l'investimento immobiliare. Le insicurezze per le finanze familiari nel 2011-2012 non provengono solo dai mercati borsistici ma anche dai titoli del debito pubblico, considerati senza rischio. Queste nuove incertezze porteranno sicuramente a riconsiderare il classico investimento sicuro e anticiclico: la casa. Anche se con un quadro fiscale più appesantito.

L'altro elemento riguarda la dinamica potente che viene dai processi di integrazione economica degli stranieri residenti in Italia: quasi cinque milione di persone che esprimono un fabbisogno abitativo che si colloca tra un milione e due milioni di alloggi.

IL MERCATO TERZIARIO UFFICI

Il settore ha superato nel 2011 la crisi del biennio precedente. Il fatturato nel complesso è salito dell'1,4 per cento, con maggiori scambi e quotazioni in lieve discesa. La crisi economica sta determinando anche una profonda modifica nel mercato degli uffici. Le aziende si spostano verso immobili di nuova realizzazione o di adeguata ristrutturazione cercando di ottimizzare spazi e consumi. Quindi da un lato c'è un aumento dell'offerta di

immobili di classe B e C. Dall'altro cresce la richiesta di immobili adatti alle nuove esigenze della produzione terziaria. La vacancy è in lieve aumento.

Attivo il comparto bancario ma anche quello dell'Irc. Per quanto riguarda le grandi città, andamenti positivi a Roma dove c'è stato anche un certo attivismo della pubblica amministrazione centrale e a Milano dove sono in corso di realizzazione grandi interventi terziari di nuova concezione. In ripresa il mercato di Torino e di Venezia, mentre la crisi colpisce le città di Genova, Bologna e Napoli. Stabili le altre grandi città.

I fondi immobiliari italiani e gli investitori istituzionali esteri preferiscono, al 70 per cento, investire in uffici. Nonostante la fase negativa questi investitori stanno animando il mercato e ancor più lo faranno nel corso del 2012.

La domanda terziaria si colloca nelle due estremità del mercato: sopra i 10mila mq e sotto i 300 mq. Le aziende di maggiore dimensione utilizzano la fase economica (ed i rapporti sindacali) per ristrutturare sedi e spazi di lavoro, anche con spostamenti da una zona all'altra della città o con delocalizzazioni in altre città. Nelle dimensioni più piccole si trovano gli studi professionali che invece tendono a tornare nelle zone centrali dove i cali delle quotazioni, sia canoni che prezzi, determinati negli anni precedenti, rendono più conveniente lo spostamento.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI

Nel secondo semestre 2011 la domanda dei consumi è diminuita in quasi tutti i comparti. Il calo più consistente nell'abbigliamento e le calzature (meno 4,1 per cento), seguito dalla domanda per beni e servizi per la mobilità (meno 2,8 per cento) e dei beni e servizi per la casa (meno 2,1 per cento). Significativa anche la contrazione della domanda per generi alimentari e bevande (meno 1,9 per cento). Fa eccezione soltanto il comparto dei beni e servizi per la comunicazione che ha registrato una variazione positiva (più 12,6 per cento).

Continua a ritmi frenetici la profonda trasformazione che caratterizza il settore del commercio, in generale, e dei consumi, in particolare. Dal lato del consumatore, diminuisce l'interesse per il superfluo e si passa da un acquisto emozionale ad uno più razionale, dedicando grande attenzione al rapporto qualità-prezzo. Nella scelta del prodotto, aumenta l'utilizzo di altri canali informativi (principalmente Internet) e la decisione finale è fortemente influenzata da commenti e valutazioni fatte attraverso i social network.

Dal lato dei retailers, si accentua la concorrenza, diventa indispensabile la flessibilità e l'internazionalizzazione delle imprese. Le aziende devono fronteggiare la crisi difendendo il potere d'acquisto del consumatore e dando molto peso all'ecosostenibilità e alla responsabilità sociale. È in forte rafforzamento il settore del lusso, alimentato dalla domanda di una nuova classe benestante proviene dalle economie emergenti. I più importanti brand proseguono velocemente nei propri processi di espansione globale mantenendo vivace la domanda di spazi soprattutto nelle principali vie dello shopping.

Si avverte una forte sensibilità dei principali gruppi verso la presenza dei covenants, sia all'interno dei centri commerciali che nelle vie, seppur secondarie, delle principali città.

Infatti, all'apertura di un determinato brand in una specifica area segue immediatamente il posizionamento dei suoi principali concorrenti.

Il mercato immobiliare del commercio in Italia nel 2011 ha mantenuto un significativo grado di vivacità, con un incremento del fatturato dell'1,3 per cento. È stato elevato l'interesse da parte degli investitori che cercano immobili di prestigio nelle strade più importanti (immobili *trofeo*) oppure centri commerciali in grado di garantire il rendimento atteso. Prospettive positive anche per il 2012.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI PER LA LOGISTICA

L'andamento dei servizi logistici in Europa è moderatamente positivo, pur con velocità diverse all'interno dei singoli Paesi. Si assiste ad un cambiamento della geografia dei flussi logistici. La delocalizzazione della produzione si è spostata anche oltre oceano (Cina, India e Brasile), dove si è incrementata la domanda di servizi logistici (perché diventati luoghi di consumo). I Paesi dell'est appaiono meno attraenti rispetto a poco tempo fa, perché soggetti a cambiamenti di regolamentazione improvvisi.

Anche in Italia, l'andamento dei servizi logistici nel 2011 è stato mediamente positivo. Molte aziende hanno portato avanti la propria espansione, mediante l'ampliamento del parco clienti e l'acquisizione strategica di operatori locali. Tuttavia, l'aggravarsi della situazione economica generale rischia di compromettere i risultati di fine anno. Infatti, la produzione industriale nella seconda parte dell'anno è rallentata, segnando nel terzo trimestre una diminuzione dello 0,1 per cento. Le variazioni negative più significative si sono registrate soprattutto per i beni di consumo durevoli (meno 2,9 per cento) e beni non durevoli (meno 3 per cento), mentre risultano positive per i beni strumentali (più 2,8 per cento) e per quelli energetici (più 3,2 per cento). Resta il sostegno delle esportazioni, che nello stesso periodo hanno segnato un più 1,5 per cento.

Il mercato immobiliare della logistica in Italia segue un trend positivo. La domanda di capannoni si mantiene leggermente vivace. È alimentata dalla riorganizzazione della rete di operatori che cercano di ridurre gli spazi e ottimizzare la superficie occupata (trasformando anche le piattaforme da monoclient a multicient) con l'obiettivo di contrarre i costi. Oppure, dal processo di espansione che importanti aziende hanno portato avanti mediante l'acquisizione e la fusione di società locali.

L'offerta di immobili disponibili sul mercato è leggermente aumentata, sebbene un numero elevato di proposte con immobili da costruire su aree già predisposte allo sviluppo, siano state ritirate dal mercato, a causa delle difficili condizioni di accesso al credito. I prezzi medi di vendita sono diminuiti dell'1,8 per cento, mentre i canoni di locazione sono scesi del 2,3 per cento, con conseguente contrazione dei rendimenti.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI AD USO ALBERGHIERO

Il trend positivo del turismo internazionale si è mantenuto positivo nel 2011. L'ammontare complessivo di arrivi internazionali a livello mondiale dovrebbe raggiungere quota 982 milioni di turisti, segnando un incremento del 4,5 per cento rispetto al 2010. L'andamento dell'Europa è in controtendenza, rispetto alle attese ed alle incertezze economiche generali, infatti, si è registrato un incremento degli arrivi di turisti, attratti soprattutto dall'offerta più vantaggiosa proposta dai Paesi con maggiori problemi economici (Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna).

In Italia, come nel resto d'Europa, si conferma l'andamento positivo del turismo ma con ritmi leggermente più blandi. L'afflusso di arrivi e pernottamenti nei mesi estivi è stato leggermente inferiore alle aspettative, anche se superiore alle cifre registrate nei mesi di luglio e agosto del 2010. L'anno 2011 si chiude, rispetto all'anno precedente con un aumento di due punti percentuali.

Il mercato alberghiero italiano nella seconda parte del 2011 è stato nettamente positivo in tutti i suoi indicatori. Il tasso di occupazione medio è cresciuto nelle tre categorie principali arrivando al 65,2 per i tre stelle, a 63,2 per i quattro stelle e, infine, a 62,5 per i cinque stelle.

Gli investimenti alberghieri si orientano soprattutto sul settore di alta gamma, principalmente perché soddisfa le richieste della domanda turistica predominante che proviene dalle economie emergenti: cerca ogni comfort, predilige i prodotti griffati, preferisce le città d'arte e ha una capacità di spesa elevata.

Andamento e previsione del fatturato immobiliare (valore dei beni scambiati) e variazione % in Italia

Mercato	2011		2012*	
	mln euro	Var. % sul 2010	mln euro	Var. % sul 2011
Residenziale	92.600	1,2	93.000	0,4
Turistico	1.700	0,0	1.800	5,9
Terziario/uffici	7.000	1,4	7.100	1,4
Industriale	3.500	2,9	3.400	-2,9
Commerciale	7.900	1,3	8.000	1,3
Totale	112.700	1,3	113.300	0,5

*Previsione

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

3. Criteri di valutazione delle partecipazioni

Nella stima del valore delle partecipazioni si è fatto riferimento ai principi contenuti nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Punto 2.4 del Regolamento Banca d'Italia del 14 aprile 2005, che recita:

2.4 Partecipazioni di fondi chiusi in società non quotate

2.4.1 Principi generali

La valorizzazione delle partecipazioni in società non quotate, in mancanza di prezzi di riferimento espressi dal mercato, richiede procedimenti di stima legati a una molteplicità di elementi. Detti procedimenti influenzano in modo significativo la determinazione del valore del fondo.

Ne consegue che, nella valutazione delle attività in esame, è posta ogni attenzione affinché il valore di dette attività rifletta le condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie delle imprese partecipate, anche in chiave prospettica, tenuto conto che trattasi di investimenti effettuati in una logica di medio-lungo periodo.

Le presenti disposizioni non dettano rigidi criteri uniformi, ma delimitano, con l'indicazione di una serie di criteri operativi, un'area all'interno della quale è scelto, secondo autonoma valutazione, il metodo considerato più appropriato.

2.4.2 Criterio generale di valutazione

In generale, le partecipazioni in società non quotate sono valutate al costo di acquisto, fatto salvo quanto previsto nei paragrafi successivi.

2.4.3 Partecipazioni in imprese non immobiliari (6)

Trascorso un periodo che, di norma, non può essere inferiore a un anno dalla data dell'investimento, i titoli di imprese non quotate possono essere rivalutati sulla base dei criteri di seguito indicati:

- a) *valore risultante da una o più transazioni - ivi compresi gli aumenti di capitale - successive all'ultima valutazione, sul titolo dell'impresa partecipata, a condizione che:*
 - *l'acquisizione dei titoli sia effettuata da un terzo soggetto non legato, in modo diretto o indiretto, né all'impresa partecipata, né alla società di gestione del fondo;*
 - *la transazione riguardi una quantità di titoli che sia significativa del capitale dell'impresa partecipata (comunque non inferiore al 2 per cento del medesimo);*
 - *la transazione non interessi un pacchetto azionario tale da determinare una modifica degli equilibri proprietari dell'impresa partecipata;*
- b) *valore derivante dall'applicazione di metodi di valutazione basati su indicatori di tipo economico-patrimoniale. Tali metodi prevedono, di norma, la rilevazione di determinate grandezze dell'impresa da valutare (es.: risultato*

operativo, utili prima o dopo le imposte, cash flow) ed il calcolo del valore della medesima attraverso l'attualizzazione di tali grandezze con un appropriato tasso di sconto. Le grandezze possono essere un dato storico ovvero la loro proiezione futura. L'applicazione di tali metodi è ammissibile, in generale, a condizione che:

- l'impresa valutata abbia chiuso per almeno tre esercizi consecutivi il bilancio in utile;*
 - le grandezze reddituali utilizzate siano depurate di tutte le componenti straordinarie e, se basate su dati storici, tengano conto del valore medio assunto da tali grandezze negli ultimi tre esercizi;*
 - il tasso di sconto o di attualizzazione utilizzato sia la risultante del rendimento delle attività finanziarie prive di rischio a medio-lungo termine e di una componente che esprima il maggior rischio connesso agli investimenti della specie. Tale ultima componente va individuata tenendo conto del tipo di produzione dell'impresa, dell'andamento del settore economico di appartenenza e delle caratteristiche patrimoniali e finanziarie dell'impresa medesima;*
- c) è inoltre possibile, in presenza di imprese che producono rilevanti flussi di reddito, ricorrere a metodologie del tipo "price/earnings", ponendo però una particolare attenzione affinché il rapporto utilizzato sia desunto da un campione sufficientemente ampio di imprese simili a quella da valutare per tipo di produzione, caratteristiche economico-finanziarie, prospettive di sviluppo e posizionamento sul mercato.*

2.4.4 Partecipazioni non di controllo in società immobiliari

Trascorso un periodo che, di norma, non può essere inferiore a un anno dall'acquisizione da parte del fondo, alle partecipazioni non di controllo in società non quotate la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili va attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo.

Al fine di tener conto nella valutazione della partecipata di ulteriori componenti economicamente rilevanti rivenienti, ad esempio, dalle caratteristiche della struttura organizzativa, da specifiche competenze professionali, ecc., il valore del patrimonio netto può essere rettificato, alla luce di un generale principio di prudenza, sulla base del valore risultante:

- a) da transazioni riguardanti quantità di titoli significative rispetto alla partecipazione detenuta dal fondo e a condizione che tale trasferimento sia effettuato da un terzo soggetto non legato, in modo diretto o indiretto, né all'impresa partecipata né alla società di gestione del fondo;*
- b) dall'applicazione di metodi di valutazione basati su indicatori di tipo economico-finanziario.*

2.4.5 Partecipazioni di controllo in società immobiliari

Alle partecipazioni di controllo in società non quotate la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili va attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo.

Il patrimonio netto è determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari risultanti dall'ultimo bilancio approvato i criteri di valutazione descritti al successivo par. 2.5 "Beni immobili". Le altre poste attive e passive del bilancio della partecipata non sono di norma oggetto di nuova valutazione. Le eventuali rivalutazioni o svalutazioni dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari determinano, rispettivamente, un aumento o una diminuzione del patrimonio netto contabile della partecipata medesima, tenendo anche conto dei possibili effetti fiscali. Sono considerati anche gli eventi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento del bilancio ed il momento della valutazione.

2.4.6 Disposizioni comuni

In tutti i casi descritti nel presente par. 2.4, ad eccezione del par. 2.4.5, le caratteristiche degli elementi di tipo reddituale utilizzati ai fini dell'eventuale rivalutazione della partecipazione (grandezze utilizzate, tassi di attualizzazione e di rendimento considerati, orizzonte temporale adottato, ipotesi formulate sulla redditività dell'impresa valutata, rapporto "price/earnings" utilizzato, ecc.) e la metodologia seguita dovranno essere sottoposte a verifica almeno semestralmente e illustrate in dettaglio per ciascun cespite nella relazione semestrale e nel rendiconto del fondo. Inoltre, ove attraverso l'adozione dei metodi in questione si pervenga a risultati che si discostano in maniera significativa dal valore corrispondente alla frazione di patrimonio netto della partecipata di pertinenza del fondo, tale differenza deve essere opportunamente motivata.

Per tenere conto delle caratteristiche di scarsa liquidità e di rischio degli investimenti in società non quotate, alle rivalutazioni risultanti dall'utilizzo dei metodi sopra descritti dovrà essere, di norma, applicato un idoneo fattore di sconto almeno pari al 25 per cento.

Le partecipazioni in società non quotate devono essere oggetto di svalutazione in caso di deterioramento della situazione economica, patrimoniale o finanziaria dell'impresa ovvero di eventi che del pari possano stabilmente influire sulle prospettive dell'impresa medesima e sul presumibile valore di realizzo dei relativi titoli (es.: difficoltà a raggiungere gli obiettivi di sviluppo prefissati, problemi interni al management o alla proprietà). Si provvede alla svalutazione in presenza di riduzioni del patrimonio netto delle partecipate.

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

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

2.5 Beni immobili

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

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

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

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

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

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

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

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

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

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

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

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

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

5. Metodologia utilizzata nelle valutazioni degli immobili

Metodo sintetico comparativo

Metodologia

Per ciascuna destinazione d'uso la corrispondente quotazione media, dopo il processo di aggiustamento, viene associata alla relativa superficie commerciale (lorda). La somma dei prodotti (superficie per valore medio) definisce il valore stimato del bene con tale criterio, detto anche di mercato.

Motivazione

Questo metodo viene utilizzato quando si hanno a disposizione informazioni significative su transazioni immobiliari, avvenute al massimo nei tre mesi precedenti, per immobili o terreni, che è possibile mettere in analogia con il cespite in esame per quanto riguarda destinazione, qualità, condizioni di manutenzione, età e localizzazione.

Il metodo è applicabile quando il mercato immobiliare è sufficientemente attivo da fornire un campione significativo di valori dal quale ricavare una quotazione media. Su quest'ultima viene effettuato un processo di aggiustamento in modo da rendere i dati raccolti ed elaborati omogenei con le caratteristiche del bene oggetto di stima.

Metodo del Discounted Cash Flow (Flussi di Cassa Attualizzati)

Metodologia dcf a reddito

Il Discounted Cash Flow, o DCF, è il criterio di calcolo del valore immobiliare basato sull'analisi dei flussi di cassa, positivi e negativi, generabili dall'immobile in un periodo medio o medio-lungo: 10, 15-20 anni. Alla base di questo criterio è il concetto che l'investitore è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene.

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:

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

3. determinazione del più probabile valore finale del bene

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia dcf trasformazione

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono:

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

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

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

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

Nel modello DCF non viene considerato l'aspetto fiscale.

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

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

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

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

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

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

Motivazione

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

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

Metodologia della trasformazione si basa come la precedente sull'attualizzazione dei flussi di cassa derivanti non dalla gestione del bene ma bensì dai costi di riconversione e dai ricavi generati dalla vendita del bene.

6. Documentazione esaminata e soggetti responsabili dei processi valutativi

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

- *regolamento del fondo*
- *documentazione relativa agli atti catastali e di provenienza*
- *planimetrie*
- *database con estremi dei contratti di locazione in essere al 31 dicembre 2011*
- *copia dei contratti di locazione in essere*
- *elenco analitico della superficie attualmente non locata*
- *elenco degli eventuali contenziosi con i conduttori*
- *elenco delle eventuali morosità attuali e di quelle passate, ancorché risolte*
- *elenco delle spese e/o progetti (manutenzione od altro) già deliberate a carico della proprietà*
- *tabella simulazione IMU*

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

7. Limiti della presente relazione

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

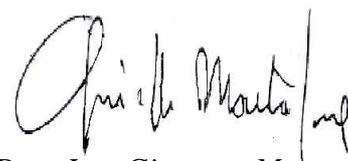
- a) non sono stati effettuati collaudi statici o di funzionamento degli impianti sugli immobili esistenti, né analisi per la presenza di eventuali sostanze nocive nei terreni o nei manufatti, né verifiche sulla presenza di sorgenti di campi elettromagnetici dannosi per la salute;
- b) i valori di riferimento (prezzi e canoni di mercato) sono stati attinti dal mercato immobiliare, sulla base di rilevazioni dirette, utilizzando i principali prezzari a disposizione oltre che la *Bancadati-ScenariImmobiliari*;
- c) il computo delle superfici e la determinazione dei canoni di locazione in essere sono stati effettuati sulla base della documentazione fornitaci dalla proprietà;
- d) nel corso dei sopralluoghi (**effettuati nel mese di dicembre 2011**) è stata effettuata solo una verifica sommaria sia della corrispondenza tra destinazioni ed uso effettivo delle superfici che dello stato di conservazione e di manutenzione degli immobili;
- e) le certificazioni urbanistiche, catastali, di provenienza e le altre documentazioni fornite dalla proprietà sono state assunte come veritiere.

8. Conclusioni

Alla data del 31 dicembre 2011, sulla base delle metodologie utilizzate e sopradescritte, si ritiene che i più probabili valori correnti di mercato degli *asset* presenti nel Fondo Immobiliare “UniCredito Immobiliare Uno”, siano i seguenti:

	CITTA'	INDIRIZZO	VALORE al 31/12/2011 (€)
Immobili			
1	Roma	Via Boncompagni, 72	151.200.000
2	Stezzano	Viale Europa, 2	66.300.000
3	Milano	Bicocca	67.600.000
4	Milano	Via Tolstoj, 61	3.300.000
5	Verona	Via Mutilati, 3	4.100.000
6	Pordenone	Via Grigoletti, 72	5.500.000
7	Perugia	Piazza S. Marco	4.500.000
8	Trieste	Via Stock, 4	4.300.000
9	Trieste	Via Miramare, 1	4.400.000
10	Roma	Via Dehon	16.400.000
11	Milano	Via Larga	6.500.000
12	Piedimonte S. G.	Via Casilina	19.600.000
13	Terni	Via Narni, 99	6.300.000
14	Milano	F. Testi, 327	22.800.000
Totale			382.800.000
Partecipazioni			
1	Stremmata		75.440.000
2	Emporikon		2.560.000
TOTALE			460.800.000

Milano, 27 gennaio 2012



Dott. Ing. Giuseppe Montagna