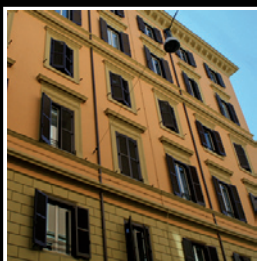


Rendiconto al 30 giugno 2010 e Relazione degli Amministratori



Sommario

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI.....	2
RENDICONTO AL 30/06/2010	20
NOTA INTEGRATIVA	24
PART E A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA	24
PART E B - LE ATTIVITÀ, LE PASSIVITÀ E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	27
Sezione I - CRITERI DI VALUTAZIONE	27
Sezione II - LE ATTIVITÀ.....	29
Sezione III- LE PASSIVITÀ	31
Sezione IV - IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	32
Sezione V - ALTRI DATI PATRIMONIALI	33
PART E C - IL RISULTATO ECONOMICO DEL PRIMO SEMESTRE 2010.....	34
Sezione I - RISULTATO STRUMENTI FINANZIARI	34
Sezione II - BENI IMMOBILI.....	34
Sezione III - CREDITI.....	34
Sezione IV - DEPOSITI BANCARI	34
Sezione V - ALTRI BENI	34
Sezione VI - ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI.....	34
Sezione VII - ONERI DI GESTIONE.....	35
Sezione VIII - ALTRI RICAVI ED ONERI	36
Sezione IX - IMPOSTE.....	36
PART E D - ALTRE INFORMAZIONI	37
ALLEGATO A - PROSPETTO DEI BENI IMMOBILI CONFERITI, ACQUISTATI E CEDUTI DAL FONDO	37
ALLEGATO B - ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO (TAV. C ALL. IV 6.2.)	38
ALLEGATO C - PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (TAV. B ALL. IV 6.2)	38

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

1 ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITA' DI GESTIONE E DELLE DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLA POLITICA DI INVESTIMENTO

Il fondo "Socrate – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso" (il "Fondo") è stato collocato presso il pubblico indistinto mediante un'offerta pubblica di sottoscrizione delle quote, avvenuta per il tramite delle reti bancarie del Gruppo Banca Monte dei Paschi di Siena, dal 2 ottobre 2006 al 2 marzo 2007. Il richiamo degli impegni è stato effettuato in data 26 marzo 2007. Il patrimonio raccolto è stato pari ad Euro 100 milioni con oltre 6.000 sottoscrittori.

Come previsto dall'art. 20.9 del Regolamento di gestione, nel corso del secondo semestre del 2008, Fabrica Immobiliare SGR S.p.A. ("SGR") ha provveduto alla prima riapertura periodica per la sottoscrizione delle quote del Fondo, che ha avuto luogo dal 1° ottobre al 31 dicembre 2008. Ai sensi e nei limiti stabiliti dall'art. 20.10 del Regolamento di gestione, contestualmente alla riapertura delle sottoscrizioni, i partecipanti hanno potuto richiedere il rimborso anticipato di tutte o parte delle quote possedute con le modalità e nei limiti stabiliti dall'art. 20.10 del Regolamento di Gestione.

Alla data del 31 dicembre 2008, il Fondo aveva investito la liquidità raccolta in beni immobili per circa Euro 100,5 milioni.

Nel corso del secondo semestre del 2009, si è proceduto alla seconda riapertura del periodo di sottoscrizione delle quote del Fondo, che ha avuto luogo dal 1° ottobre al 31 dicembre 2009. Così come precedentemente indicato, ai sensi e nei limiti stabiliti dall'art. 20.10 del Regolamento di gestione, contestualmente alla riapertura delle sottoscrizioni, i partecipanti hanno potuto richiedere il rimborso anticipato di tutte o parte delle quote possedute.

Al 30 giugno 2010 il patrimonio del Fondo è quasi interamente costituito da immobili ed il portafoglio in gestione è caratterizzato da un'asset *allocation* diversificata per quanto attiene sia alla destinazione d'uso sia al posizionamento geografico.

Il primo semestre 2010 si è chiuso con un utile pari ad Euro 2.186.491 che, al netto delle plusvalenze non realizzate, risulta pari a Euro 1.164.839.

Tenuto conto della distribuzione di proventi sopra effettuati, il Tasso Interno di Rendimento (TIR)¹ del Fondo alla data del 30 giugno 2010 è del 3,50%.

Si descrivono di seguito le attività di investimento/disinvestimento e gestione poste in essere nel corso del primo semestre 2010.

GLI INVESTIMENTI/DISINVESTIMENTI EFFETTUATI

Nel corso del semestre è continuata l'attività di ricerca di nuove opportunità di investimento nei comparti logistico e ricettivo.

Con riferimento al segmento **logistico**, a seguito di una fase di *scouting* di potenziali opportunità di investimento, era stato individuato un complesso immobiliare la cui proposta di acquisto era condizionata all'acquisizione di garanzie che, non essendo state fornite dalla parte venditrice, non ha consentito il perfezionamento dell'operazione. L'ulteriore attività di ricerca in questo segmento non ha portato risultati positivi per le difficoltà riscontrate nell'individuazione sul mercato di riferimento di opportunità di investimento rispondenti ai criteri di selezione ed alla struttura di garanzie richieste dagli organi consultivi e deliberativi della SGR.

Con riferimento al segmento **turistico – ricettivo**, la Società ha avviato un'attività di ricerca e selezione di possibili nuovi investimenti, in linea con gli obiettivi di *asset allocation* e le linee strategiche di gestione del Fondo.

Tale attività ha portato all'individuazione di un'opportunità di investimento per l'acquisto di un immobile ad uso alberghiero sito a Genova (*Holiday Inn*). A seguito di una manifestazione di interesse non vincolante per l'acquisto dell'immobile, è stato concesso dal venditore un periodo di esclusiva finalizzato all'acquisto fino al 23 luglio 2010. L'operazione di acquisto si è perfezionata nel mese di luglio u.s. (si veda al riguardo il § 5).

¹ Calcolato in base al valore del Fondo alla data del rendiconto, a quello iniziale e ai flussi (versamenti, proventi distribuiti, rimborsi) intervenuti fino alla data del rendiconto ed espresso su base annua.

In data 28 aprile 2010 è stato inoltre stipulato un atto di compravendita per il trasferimento di piccoli appezzamenti di terreno contigui all'immobile di via Longoni a Roma di proprietà del Fondo. Tale operazione, a completamento di quella già effettuata nel mese di dicembre 2009, ha avuto l'unico fine di regolarizzare gli sconfinamenti tra le attigue proprietà.

Nei primi mesi dell'anno è proseguita l'attività di ricerca di potenziali acquirenti per il disinvestimento di alcuni immobili, in un'ottica di rotazione del portafoglio e reperimento di risorse finalizzato a proseguire l'attività di investimento.

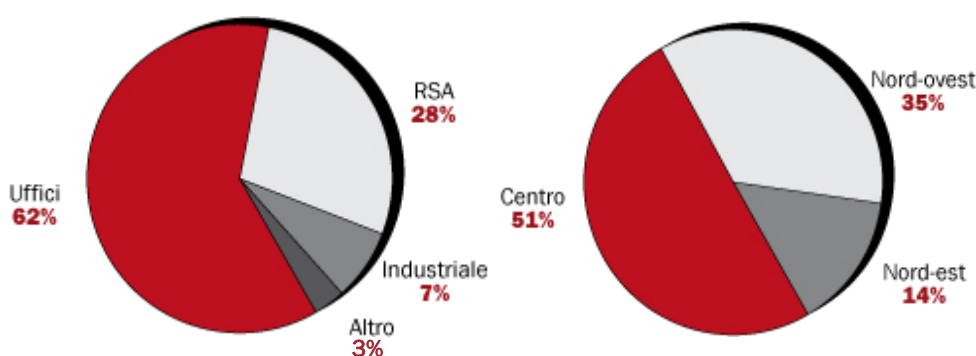
Di seguito si riporta un prospetto riepilogativo del portafoglio di immobili di proprietà del Fondo al 30 giugno 2010:

N.	Ubicazione		Tipologia	Superficie commerciale lorda (mq)	Prezzo di acquisto (Euro)	Valutazione al 30 giugno 2010 (Euro)
	Indirizzo	Comune				
1	Via Ornato, 69	Milano	RSA	5.440	13.000.000	13.500.000
2	Via della Tecnica, 4-6-8	Prato di Correggio (RE)	Industriale	7.668	7.700.000	7.500.000
3	Strada Santa Lucia	Medesano (PR)	RSA	2.482	3.650.000	3.800.000
4	Via Scarlatti, 6	Perugia	Uffici Pubblici	2.017	2.430.000	2.700.000
5	Via Scarlatti, 43	Perugia	Uffici Pubblici	3.585	4.770.000	4.800.000
6	Via del Fosso, 2 Bis	Perugia	Uffici Pubblici	3.951	6.300.000	6.400.000
7	Via Piave, 66-68	Saronno (VA)	Uffici	4.079	3.100.000	2.900.000
8	Via dei Canestrai, 1	Codogno (LO)	Caserma	4.486	3.300.000	3.400.000
9	Via Cassanese, 224	Segrate (MI)	Uffici	5.006	5.000.000	5.000.000
10	Via Uruguay, 41-49	Padova	Uffici	3.588	3.400.000	3.500.000
11	Via Longoni, 53-59-65	Roma	Uffici Pubblici	13.609	19.200.000	22.400.000
12	Via Farini, 40	Roma	Uffici Pubblici	4.059	16.500.000	17.300.000
13	Via Parenzo, 9	Milano	RSA	5.574	11.700.000	12.100.000
				65.544	100.050.000	105.300.000

Il portafoglio immobiliare del Fondo risulta prevalentemente locato, con un monte canoni annuo complessivo al 30 giugno 2010 pari a circa Euro 6,1 milioni ed una redditività lorda, rispetto ai valori di acquisto, pari al 6,14% circa.

Alla data di chiusura del rendiconto, sulla base delle valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente, gli immobili di proprietà del Fondo presentano un valore di mercato complessivo pari ad Euro 105.300.000 con un incremento, rispetto al valore di acquisto, pari al 5,25%, ed un incremento dello stesso, rispetto alla perizia di stima al 31 dicembre 2009, pari allo 0,47%.

Asset allocation per valore degli immobili al 30 giugno 2010



Si ricorda che nel mese di aprile u.s. è scaduto l'incarico del precedente Esperto Indipendente del Fondo, e per questo si è provveduto, previo esperimento di una procedura competitiva, all'affidamento di un nuovo incarico, di durata triennale e non rinnovabile, alla società REAG Real Estate Advisory Group S.p.A.

L'ATTIVITÀ DI GESTIONE

L'attività del Fondo nel corso del primo semestre 2010 si è concentrata nella gestione amministrativa e tecnica degli immobili in portafoglio.

Le attività, condotte anche in coordinamento con il *property* e *facility manager*, sono state orientate:

- alla gestione dei rapporti contrattuali con i conduttori degli immobili ed agli adempimenti di natura amministrativa e fiscale;

- alle attività di rinegoziazione dei contratti in scadenza nel corso dell'anno 2010 e regolarizzazione delle situazioni pendenti. Sono proseguite le attività per la regolarizzazione dell'indennità di occupazione con il Ministero dell'Interno inerente una parte dell'immobile sito in Roma, Via Farini 40. Ad oggi l'Agenzia del Demanio sta valutando la congruità del canone proposto al Ministero dell'Interno con lettera del 7 ottobre u.s.;
- al monitoraggio dei pagamenti dei canoni di locazione da parte dei conduttori al fine di evidenziare i crediti scaduti ed il relativo *ageing*, e di porre in essere le necessarie attività di recupero crediti stragiudiziali e giudiziali. Si rileva che l'ammontare dei crediti scaduti da più di 30 giorni al 30 giugno 2010 è pari a circa Euro 1,8 milioni. A riguardo, per il recupero dei crediti vantati nei confronti del Ministero degli Interni, pari a circa Euro 1,2 milioni, e relativi all'immobile sito in Roma, via Farini, sono stati presentati tre ricorsi per decreto ingiuntivo al Tribunale Civile di Roma. Altresì, nel corso del semestre è stato parzialmente recuperato il credito scaduto relativo al conduttore dell'immobile di Prato di Correggio, passato da circa Euro 900.000 al 31 dicembre 2009 ad Euro 400.000. Si segnala che a garanzia delle obbligazioni previste dal contratto di locazione, la SGR è in possesso di una fidejussione bancaria a prima richiesta emessa da primario istituto bancario di importo superiore al credito residuo scaduto;
- alle attività di controllo di natura tecnica sul patrimonio immobiliare, attraverso visite e sopralluoghi periodici. In tale ambito sono state condotte attività di verifica al fine di assicurare la conformità tecnica-amministrativa degli immobili ed è stata inoltre verificata la regolare erogazione dei servizi agli immobili da parte delle amministrazioni condominiali.

In relazione ai servizi di *property e facility management*, si precisa che in data 24 febbraio 2010 la Ingenium Real Estate S.p.A. ha manifestato la volontà di concludere i contratti in corso; in considerazione di ciò è stata espletata una gara per la selezione di un nuovo soggetto che svolgesse tali servizi, all'esito della quale è stata individuata la società BNP Paribas Real Estate Property Management Italy S.r.l.

Attualmente è in corso la definizione della risoluzione dei contratti in essere con la Ingenium Real Estate S.p.A. che cesseranno la loro efficacia dopo il 31 luglio 2010 e la stipula dei nuovi contratti a far data dal 1 agosto 2010.

Inoltre, si evidenzia che la SGR, nell'ambito dell'attività tecnico – amministrativa di gestione degli immobili, ha affidato ad un soggetto terzo l'incarico per la misurazione delle consistenze del patrimonio immobiliare del Fondo; tale attività ricade nell'ambito di un più ampio progetto che ha coinvolto tutti i portafogli immobiliari gestiti da Fabrica, con l'obiettivo di omogeneizzare i criteri di rilevazione e misurazione delle superfici, in conformità con i criteri di *best practise*. Le attività di verifica dimensionale degli immobili sono consistite in sopralluoghi, rilievi, analisi documentale, riproduzione planimetrie in formato DWG e fornitura dei dati di *output* su supporti informatici che hanno permesso di affinare i dati relativi agli immobili già in possesso della SGR.

2 DESCRIZIONE DI EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA PER L'ORGANISMO COLLETTIVO DI GESTIONE DEL RISPARMIO ("OICR") VERIFICATISI NEL PRIMO SEMESTRE 2010 E EFFETTI DEGLI STESSI SULLA COMPOSIZIONE DEGLI INVESTIMENTI E, PER QUANTO POSSIBILE, SUL RISULTATO ECONOMICO DI PERIODO

Nomina del nuovo Consiglio di Amministrazione

In data 29 aprile 2010, l'Assemblea dei Soci della Società ha fissato a sette il numero dei membri del Consiglio di Amministrazione ed ha nominato Amministratori per gli esercizi 2010, 2011 e 2012, e sino all'Assemblea che sarà chiamata ad approvare il bilancio al 31 dicembre 2012, i Signori

1. Nicola Romito, con la carica di Presidente,
2. Mario Delfini, con la carica di Vice-Presidente;
3. Marco Doglio, con la carica di Amministratore Delegato,
4. Stefano Russo, con la qualifica di Amministratore Indipendente,
5. Luigi Gaspari, con la qualifica di Amministratore Indipendente,
6. Roberto Martini,
7. Marco Maria Bianconi

Nomina del nuovo Collegio Sindacale

In data 29 aprile 2010, l'Assemblea dei Soci della Società ha nominato Sindaci Effettivi, per gli esercizi 2010, 2011 e 2012, e sino all'Assemblea che sarà chiamata ad approvare il bilancio al 31 dicembre 2012, i Signori:

1. Claudio Bianchi,
2. Andrea Bianchi,
3. Vincenzo Sportelli,

e Sindaci Supplenti, per gli esercizi 2010, 2011 e 2012, e sino all'Assemblea che sarà chiamata ad approvare il bilancio al 31 dicembre 2012, i Signori Maria Assunta Coluccia e Paolo Bocci.

Nomina del nuovo Comitato Investimenti

Con la scadenza del Consiglio di Amministrazione, a seguito dell'approvazione del bilancio della Società al 31 dicembre 2009, è venuto a scadere anche il Comitato Investimenti. Pertanto, in data 28 maggio 2010 il Consiglio di Amministrazione ha provveduto alle nuove nomine, riconfermando i membri in scadenza. Pertanto, alla data odierna il Comitato Investimenti è composto dai signori:

1. Maurizio Salleolini, Coordinatore del Comitato Investimenti;
2. Silvio Troiani;
3. Alessandro Caltagirone;
4. Marco Doglio;
5. Massimiliano Capece Minutolo.

Modifiche regolamentari

In data 28 maggio 2010 il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione ha deliberato la modifica del regolamento di gestione del fondo, connessa alla modifica della denominazione della Banca Depositaria.

In particolare, si segnala che tale modifica si è resa necessaria a seguito del perfezionamento del conferimento del ramo d'azienda Securities Services da Intesa Sanpaolo ad Intesa Sanpaolo Servizi Transazionali e la cessione di Intesa Sanpaolo Servizi Transazionali a State Street Bank S.p.A. e del successivo rilascio del nulla osta della Banca d'Italia.

Tali modifiche regolamentari si intendono approvate in via generale dalla Banca d'Italia ed hanno efficacia dal 1 agosto 2010.

Decreto Legge del 31 maggio 2010 n. 78

Il decreto-legge 31 maggio 2010 n. 78, all'art. 32, introduce nuove disposizioni civilistiche e fiscali riguardanti i fondi comuni d'investimento immobiliari chiusi, sia per quanto riguarda il fondo, sia per quanto riguarda i partecipanti non residenti nel territorio dello Stato. Il decreto è stato convertito nella L. 122/2010 e le modifiche entrano in vigore a far data dal 31 luglio 2010. Al fine di applicare le nuove disposizioni si è peraltro ancora in attesa dell'emanazione di disposizioni attuative da parte del Ministro dell'economia e delle finanze e della Banca d'Italia. Ad oggi, in mancanza dei predetti provvedimenti attuativi, non è possibile evidenziare con precisione gli effetti che le nuove disposizioni possono avere sull'organizzazione e sulla fiscalità del fondo e dei suoi partecipanti.

Direttiva 2004/39/CE (MIFID)

La Direttiva 2004/39/CE (MIFID) e le relative misure di attuazione emanate dalla Commissione Europea hanno profondamente innovato il quadro normativo relativo ai mercati degli strumenti finanziari.

In ottemperanza alla suddetta normativa la SGR ha messo a disposizione un documento informativo destinato ai partecipanti del Fondo Socrate. Il documento è consultabile presso la sede della SGR nonché sul sito *internet* della Società (www.fimmobiliare.it) e del Fondo Socrate (www.fondosocrate.it). In proposito i Partecipanti sono stati informati mediante pubblicazione di un avviso sul quotidiano Il Sole24Ore del 27 giugno 2008.

Linee Guida Assogestioni in materia di rapporti tra le SGR e gli Esperti Indipendenti

In data 27 maggio 2010 è stato pubblicato da Assogestioni il documento contenente le Linee Guida elaborate dall'associazione di categoria nell'ambito del gruppo di lavoro fondi immobiliari concernenti il rapporto tra le società di gestione del risparmio istitutrici di fondi comuni di investimento immobiliare e gli esperti indipendenti nell'attività di valutazione di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

Lo scopo delle Linee guida è quello di garantire la tracciabilità e l'efficacia dei processi informativi e decisionali nonché l'uniformità e la condivisione dei principi di selezione e di conferimento dell'incarico agli esperti indipendenti sia per meglio definire i ruoli, le funzioni e lo scambio di dati e informazioni tra gli esperti indipendenti da un lato e gli esponenti aziendali e i soggetti preposti alle funzioni di gestione del rischio e controllo di conformità alle norme dall'altro, sia per rafforzare l'indipendenza e la professionalità degli esperti stessi.

La Società ha attivamente partecipato ai tavoli di lavoro che hanno portato all'emanazione di tale documento e sta adeguando le proprie procedure interne rilevanti in materia ai principi sanciti dalle Linee Guida.

La riapertura delle finestre di sottoscrizione/rimborso

Nella prima finestra di riapertura, relativa al periodo ottobre-dicembre 2008, sono state sottoscritte 27 quote, per un controvalore di Euro 14.030, e rimborsate 7.586 quote, per un controvalore di Euro 3.942.004, pari all'88% del totale delle richieste di rimborso ricevute.

Il rimborso delle quote è avvenuto sulla base del piano di riparto elaborato in applicazione dei criteri indicati al comma 6 dell'art. 20.10 del Regolamento ed approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 13 marzo 2009.

Di seguito una tabella di sintesi dell'esito della riapertura delle sottoscrizioni 2008:

	Numero soggetti	Numero quote	%
Sottoscrizioni	6	27	-
Rimborsi richiesti	202	8.618	100%
<i>di cui</i>			
Rimborsi integrali	90	1.686	20%
Rimborsi parziali	112	5.900	68%
Rimborsi non eseguiti	112	1.032	12%

Nella seconda finestra di riapertura, relativa al periodo ottobre-dicembre 2009, sono state sottoscritte 20.052 quote, per un controvalore di Euro 10.515.068, e rimborsate 7.767 quote, al lordo delle quote sospese nella precedente riapertura, per un controvalore di Euro 4.072.937.

Di seguito una tabella di sintesi dell'esito della riapertura delle sottoscrizioni 2009:

	Numero soggetti	Numero quote	%
Sottoscrizioni	470	20.052	100%
<i>di cui</i>			
effettuate dalla SGR	1	95	
Rimborsi richiesti	423	7.767	100%
<i>di cui</i>			
precedente finestra*	111	1.027	100%
* un richiedente ha comunicato la propria rinuncia al rimborso			

Per tutte le attività legate al collocamento e alle finestre di riapertura suddette, la SGR ha incaricato quale Responsabile del Collocamento MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A..

A seguito di dette operazioni le quote del Fondo, gestite in regime di dematerializzazione ai sensi del D.Lgs 213/98 presso Monte Titoli S.p.A., sono pari a 204.726.

La domanda per l'ammissione a quotazione

Come previsto dal Regolamento di gestione del Fondo, in data 2 marzo 2009 la SGR ha presentato la domanda per l'ammissione alla quotazione delle quote del Fondo. A tal fine, in data 19 gennaio 2009 è stato sottoscritto con Centrobanc - Banca di Credito Finanziario e Mobiliare S.p.A., il contratto per l'affidamento dell'incarico di *Sponsor*, ai sensi del Titolo 2.3 del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.. E' stato inoltre sottoscritto con la stessa Centrobanc il contratto per lo svolgimento delle attività di operatore Specialista ai sensi dell'articolo 2.3.17 del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Si rappresenta che l'ammissione alle negoziazioni è subordinata all'espletamento di un'istruttoria da parte della Borsa Italiana, attualmente non ancora conclusa.

Si segnala, altresì, che, per quanto a conoscenza della SGR, alla data del presente Rendiconto, Borsa Italiana non ha ancora ammesso alle negoziazioni quote di altri fondi chiusi che prevedano operazioni di riapertura delle sottoscrizioni e rimborsi anticipati.

3 LINEE STRATEGICHE CHE SI INTENDONO ADOTTARE PER IL FUTURO

ANALISI E OUTLOOK DEL MERCATO DI RIFERIMENTO

Si riporta di seguito una breve descrizione dell'andamento del mercato immobiliare italiano, con evidenza dei diversi comparti che lo compongono.

Lo Scenario Macroeconomico

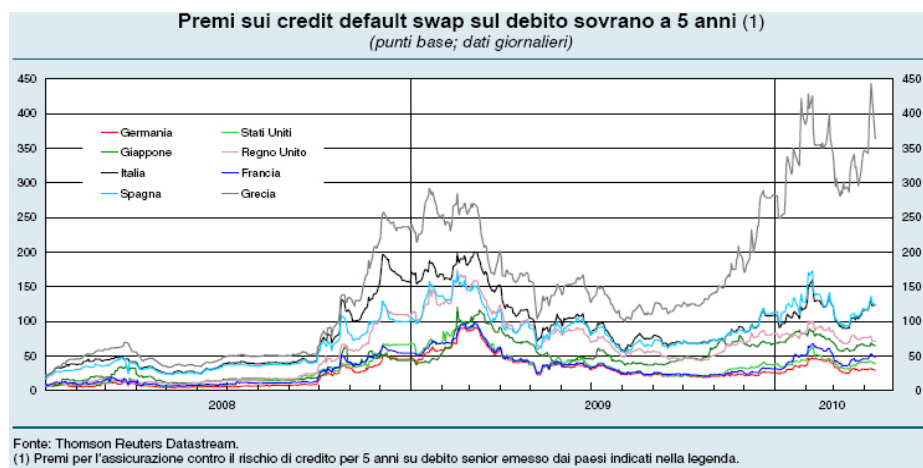
Nell'ultima parte del 2009 sono emersi i primi segnali di stabilizzazione e di ripresa dell'economia mondiale. Non a caso, nel corso del 2010, le stime dell'*output* mondiale del Fondo Monetario Internazionale sono state corrette al rialzo, una circostanza verificatasi di rado negli ultimi due anni (dal -1,1 al -0,8% tra Ottobre e Gennaio, fino al -0,6% dell'ultimo rapporto mondiale di Aprile). Indicazioni analoghe arrivano dall'Ocse, i cui indici di sintesi mostrano segnali di miglioramento.

La ripresa sarà sicuramente lenta, ma l'inversione di tendenza è ormai evidente e nel 2010, proprio secondo le più recenti previsioni, la dinamica del Pil mondiale tornerà positiva, con un aumento medio intorno al 4%. La dinamica di crescita dovrebbe collocarsi attorno al 3% negli Stati Uniti, al 2% in Giappone e all'1% nell'area Euro.

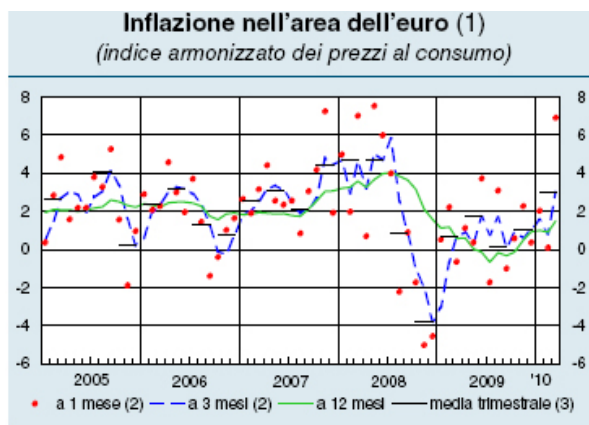
Negli ultimi mesi è emersa la problematica connessa all'acuirsi delle tensioni che avevano cominciato a manifestarsi già alla fine del 2009 sui mercati dei titoli di Stato di alcuni Paesi Europei, la Grecia in primo luogo, riflettendo di fatto i timori circa la sostenibilità delle finanze pubbliche. Tra ottobre 2009 e aprile 2010 gli spread sui credit default swap sui titoli pubblici di Grecia e Portogallo sono triplicati raggiungendo rispettivamente i 380 e i 150 punti base.

Le variazioni negli altri Paesi Europei e negli Stati Uniti sono state invece molto più contenute, pur riscontrandosi un generalizzato aumento dei premi sul credito rispetto ai livelli esistenti prima della crisi. L'accordo raggiunto lo scorso 11 aprile dai paesi dell'area Euro per un programma triennale di prestiti bilaterali alla Grecia ha permesso di evitare il diffondersi del fenomeno ad altre realtà nazionali i cui *deficit* prefiguravano il rischio di assistere a breve a nuovi fenomeni di *downgrading*.

Nonostante l'aumento dei premi per il rischio (peraltro contenuto ai soli due Paesi richiamati), i rendimenti medi dei titoli pubblici nell'area dell'Euro sono diminuiti di 20 punti base tra gennaio e maggio del 2010, assestandosi a 3,2%, in relazione alla debolezza della fase congiunturale.



Per quanto riguarda l'andamento dei prezzi, pur essendosi registrato un incremento tra gennaio ed aprile del livello tendenziale dell'inflazione annua (nell'area Euro) da 0,9% a 1,5%, principalmente dovuto agli effetti dei rincari dei prodotti energetici, le componenti di fondo dell'andamento del livello dei prezzi e medio termine continuano a risentire della debolezza dell'attuale fase di ripresa. Conseguentemente, le attese dei principali operatori di mercato vedono il permanere di un livello moderato d'inflazione anche nel prossimo biennio, all'1,1% per il 2010 e all'1,4% nel 2011.



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.

(1) Dati preliminari per marzo. – (2) Al netto della stagionalità e in ragione d'anno. – (3) Media, nel trimestre di riferimento, dei tassi di crescita mensili al netto della stagionalità ed espressi in ragione d'anno.

La politica monetaria accomodante attuata dalle principali autorità monetarie contribuisce a mantenere i valori dei tassi interbancari su livelli bassi: ciononostante, i prestiti bancari al settore privato continuano per tutto l'anno a ristagnare e questa tendenza sembra essere destinata a perdurare per tutto il 2010. Diversamente da quanto registrato all'inizio della crisi (ottobre 2008), la situazione di stasi del mercato del credito sembra essere dovuta più alla debolezza della domanda che ad una restrizione attuata dal lato dell'offerta.

Secondo una ricerca recentemente effettuata dall'Eurosistema, allo stato attuale gli investitori starebbero ricostruendo l'*asset allocation* dei loro portafogli privilegiando le forme tecniche d'investimento più liquide, quali conti correnti e depositi con durata prestabilita fino a due anni.

Il mercato immobiliare italiano

L'Agenzia del Territorio individua nel primo trimestre 2010 la chiusura del ciclo negativo iniziato nel 2007. La marcata inversione di tendenza è rilevata dall'incremento nel numero di transazioni normalizzate (NTN) quantificato, per l'intero settore immobiliare, in un +3,4% su base annua.

In particolare sono il settore residenziale e le categorie identificate come "pertinenze" (comprendenti posti auto e magazzini) ed "altro" a trainare la ripresa realizzando un incremento su base trimestrale rispettivamente del 4,2%, del 2% e del 5,6%. Di contro, seppur mostrando performance nettamente migliori rispetto al 2009, restano negativi i valori riferibili ai comparti terziario, -1,3%, commerciale, -0,6%, e produttivo -0,2%.

Tabella 1: andamento trimestrale NTN 2009 e I 2010 per settori e var% trimestrale

	I trim 09	II trim 09	III trim 09	IV trim 09	I trim 2010
Residenziale	136.115	163.973	132.816	176.241	141.770
Terziario	3.455	4.349	3.058	5.300	3.409
Commerciale	8.730	10.219	7.664	10.964	8.677
Produttivo	2.529	3.171	2.671	3.909	2.525
Pertinenze	108.164	129.927	101.712	143.736	110.373
Altro	40.905	50.391	42.422	54.945	43.193
Totale	299.899	362.030	290.343	395.095	309.947
	I trim 08-09	II trim 08-09	III trim 08-09	IV trim 08-09	I trim 09-10
Residenziale	-17,8%	-12,3%	-11,0%	-3,2%	4,2%
Terziario	-19,2%	-4,2%	-18,9%	0,4%	-1,3%
Commerciale	-23,2%	-13,7%	-17,7%	-12,8%	-0,6%
Produttivo	-32,2%	-19,1%	-17,1%	-11,3%	-0,2%
Pertinenze	-15,8%	-10,0%	-11,3%	-3,3%	2,0%
Altro	-20,8%	-13,1%	-9,8%	-6,1%	5,6%
Totale	-17,8%	-11,6%	-11,3%	-4,0%	3,4%

È tuttavia necessario precisare che, da un confronto con il I trimestre 2008, il volume di compravendite del I trimestre 2010 mostra una contrazione del 15% circa, evidenziando come la situazione attuale risulti ancora distante rispetto ai massimi raggiunti dal mercato durante il precedente ciclo positivo di mercato.

Per quanto attiene l'andamento dei prezzi, i dati rilevati da Nomisma e riferibili al secondo semestre 2009, delineano uno scenario ancora caratterizzato da una generalizzata contrazione dei valori. E' soprattutto nelle grandi aree urbane che si registrano i cali più consistenti, mentre meno negativa appare la situazione delle città intermedie praticamente in tutti i comparti considerati, con la sola eccezione del settore Commerciale, a causa della maggiore contrazione dei consumi registrata nelle aree urbane intermedie.

Variazioni annuali dei prezzi degli immobili		
	13 città intermedie	13 grandi aree urbane
Abitazioni Nuove	-3,70%	-4,10%
Abitazioni Usate	-3,50%	
Uffici	-3,30%	-3,90%
Negozi	-4,00%	-3,20%
Capannoni	-3,20%	-6,20%
Box e garage	-3,40%	n.d.

Elaborazione Fabrica su dati Nomisma

Negativi sono anche i dati riferibili ai tempi medi di vendita nelle città di media grandezza: attualmente, per la vendita di un immobile a destinazione terziaria/direzionale sono necessari mediamente 7,7 mesi, per un immobile commerciale, circa 6,9 mesi, per un capannone industriale, a 7,1 mesi, e per box e garage 4 mesi. In controtendenza il settore residenziale, per il quale nel corso dei primi tre mesi dell'anno si è registrata una leggera riduzione dei tempi di vendita, che si sono ridotti a 5,6 mesi per le abitazioni usate (erano arrivati a 6 mesi alla fine del 2009) e a 5,9 in caso di nuove costruzioni.

Anche lo sconto medio applicato all'atto della compravendita ha registrato nei primi mesi del 2010 un ulteriore incremento, con valori che attualmente sono pari al 12,6% per le abitazioni usate (di minor entità nel caso di nuova abitazione 8,7%), al 12,4% per il comparto terziario, all'11,3% per il commerciale, all'11,5% per i capannoni industriali e al 5,3% per box e garage. In particolare le regioni del Sud presentano sconti più elevati rispetto al Nord.

Abitazioni nuove - Previsioni sulle variazioni percentuali medie semestrali dei prezzi correnti degli immobili nelle 13 grandi aree urbane

Semestri	
I 10	-1,0
II 10	-0,9
I 11	+0,6
II 11	+1,3

Fonte: Nomisma.

Lo scenario previsionale delineato da Nomisma mostra dunque il persistere del trend negativo per l'anno in corso ed indica nel primo semestre 2011 il punto di inversione di tendenza, sulla scia delle dinamiche di recupero in atto nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

Risultano in ogni caso meno esposti alla generalizzata crisi congiunturale del mercato immobiliare gli immobili che, per localizzazione, caratteristiche tecniche ed architettoniche, contratti di locazione in essere ecc. presentano prospettivamente una maggiore probabilità di mantenere una stabilità del valore e del flusso di rendimento nel tempo.

Focus sul comparto uffici

Nel corso del 2009 il mercato italiano degli uffici ha segnato una riduzione del volume di compravendite pari al 10,1% sull'anno precedente, dato comunque inferiore rispetto a quanto riscontrato nel settore retail e nell'industriale che, nello stesso periodo, hanno registrato rispettivamente -16,0% e -19,6%. Rispetto al

2005, quando il mercato ha raggiunto il volume massimo di compravendite pari a circa 22.000 unità scambiate, la contrazione del settore ha raggiunto una dimensione di quasi il 30% in meno.

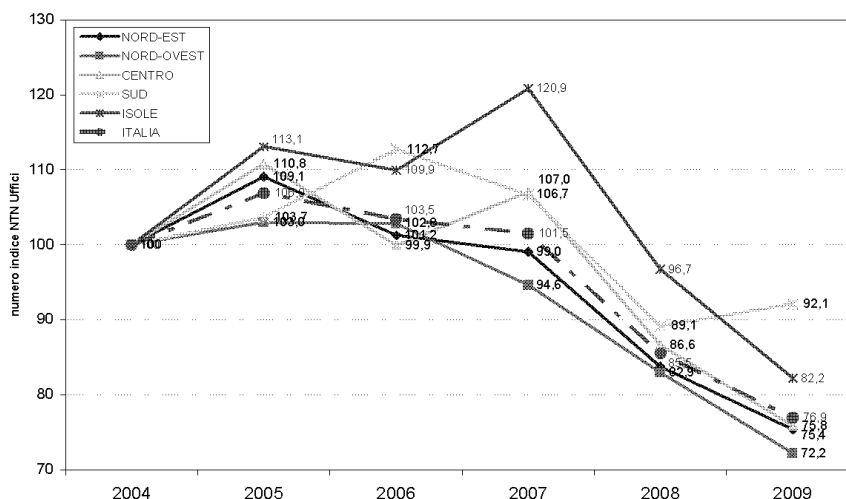
Compravendite annue sul mercato uffici - Italia (2005-2010)

Anno	N° transazioni	Var %
2005	21.990	-
2006	21.282	-3,2%
2007	20.732	-2,6%
2008	17.593	-15,1%
2009	15.820	-10,1%
2010*	3.409	-1,3%

* dati al primo trimestre

Fonte: Osservatorio Mercato Immobiliare

**Andamento delle transazioni sul mercato italiano degli uffici (2005- I trim 2010)
(ripartizione per area geografica)**



La congiuntura macroeconomica particolarmente negativa (-5,0% il Pil del 2009 rispetto al 2008) e la scarsità di liquidità stanno di fatto ritardando i tempi per una possibile ripresa del mercato terziario, soprattutto nel segmento degli immobili medio-grandi, quello sul quale operano maggiormente i grandi *player* (istituzionali). L'atteggiamento delle imprese, prevalentemente orientato alla razionalizzazione dei costi fissi in un contesto di produzione e fatturati ancora in leggero calo, e quello degli investitori, ancora in attesa di un miglioramento della perdurante situazione di instabilità del mercato del credito, contribuiscono al permanere di una sostanziale incertezza soprattutto sul mercato degli uffici.

Questa percezione sembra essere confermata dai primi dati forniti dall'Omi per il 2010, che evidenziano il perdurare di una situazione di stagnazione in tutto il comparto non residenziale (-1,0%) e, in particolare, nel settore uffici che, anche nei primi tre mesi dell'anno, segna un calo del -1,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. L'unica nota positiva a riguardo sembra provenire dall'analisi del dato su base territoriale, visto che nelle regioni del Nord il settore sembra finalmente tornato ad una dinamica positiva (+1,8%), a fronte di una perdurante stagnazione nelle regioni centrali (-16%). Ciononostante, le due principali provincie italiane (Roma e Milano) segnano ancora cali consistenti, mentre le città più dinamiche si dimostrano essere Torino e Bologna.

Sul mercato degli immobili ad uso ufficio destinato agli investitori istituzionali, invece, il primo trimestre dell'anno ha segnato una netta inversione di tendenza visto che, rispetto al I trimestre del 2009, il volume di transazioni rilevato da *Jones Lang Lasalle* ha segnato un incremento consistente, passando da 100 a 320 Milioni di Euro, di cui quasi il 70% avente ad oggetto immobili ubicati sul territorio milanese.

Nei prossimi mesi è atteso un ritorno degli investitori locali verso gli immobili di taglia medio-alta (ovvero di importo superiore ai 50 Milioni di Euro) con localizzazione centrale.

Gli investitori più attivi sul mercato sono stati finora i Fondi immobiliari (esclusivamente italiani) e nessuna di queste transazioni ha avuto la natura di operazione cross-border, il che conferma il permanere di un atteggiamento cauto da parte degli investitori esteri, fondi tedeschi in primis, che solamente negli ultimi due-tre mesi hanno iniziato ad affacciarsi nuovamente sul mercato.

I *prime yield* sono rimasti sostanzialmente stabili, attorno al 5,0%, ma nei prossimi mesi è attesa una loro ulteriore contrazione, dovuta sia alla relativa carenza di prodotti di fascia medio-alta sia alla preferenza degli investitori, nell'attuale fase di mercato, per gli asset caratterizzati da un ottimo rapporto tra localizzazione e qualità edilizia, ai quali viene associata una minore percezione di rischio per effetto di una maggiore stabilità dei rendimenti.

Focus sul mercato degli uffici di Milano

Il mercato milanese degli uffici ha segnato nei primi tre mesi del 2010 un incremento del 2,5% nel volume di spazi locati (rispetto allo stesso periodo del 2009), per un totale di circa 33.000 mq stimati da *Jones Lang Lasalle*, a fronte di una domanda potenziale che è quantificabile in un intervallo di 65.000 – 70.000 mq, in crescita del 15% sul 2009.

Le zone più dinamiche dal punto di vista dell'assorbimento sono state quelle periferiche ed ultraperiferiche (44% del totale) e centrali (33%), le prime per effetto dei minori livelli di canoni, le seconde per via del ritorno sul mercato di aziende del settore bancario e assicurativo.

L'attuale grande disponibilità di spazi nelle diverse zone della città, anche in quelle centrali (CBD e limitrofe), ha di fatto stimolato le aziende, in primis quelle di grandi dimensioni, a sondare il mercato alla ricerca di soluzioni che consentano di:

1. consolidare diversi uffici in un'unica sede di medio-grandi dimensioni, conseguendo così importanti economie di scala;
2. godere delle favorevoli condizioni alle quali vengono negoziati attualmente i contratti di locazione (*step rent*, periodi di *free rent*, intervalli di *break option* ravvicinati, ecc.);
3. beneficiare di un generalizzato abbassamento dei canoni.

L'attuale fase di mercato sta inoltre stimolando molti conduttori, consapevoli del momento a loro favorevole, a ricontrattare con un certo anticipo contratti con scadenze nei prossimi 2-3 anni, onde spuntarne condizioni di prezzo e di durata migliori.

L'incremento del tasso di *vacancy*, che nei primi mesi dell'anno ha di fatto superato il 9%, rappresenta l'effetto combinato di:

1. un incremento degli spazi disponibili generati dal completamento di alcuni progetti speculativi già in pipeline,
2. un *mismatching* tra il tasso di crescita degli assorbimenti e quello delle nuove realizzazioni.

Entro la fine dell'anno è previsto che verranno offerti sul mercato nuovi spazi non locati per un totale di circa 160mila mq, il che determinerà un notevole incremento dello stock disponibile di uffici di classe A, oggi fermo al 33% del totale.

Per *Cushman* e per *Jones Lang Lasalle* il livello dei *prime rent* (zone centrali e CBD) è attualmente stabile e pari a 500 Euro/mq/anno mentre in altre zone, dal semicentro alla periferia, la maggiore concorrenza tra proprietari e la concentrazione dei nuovi sviluppi hanno generato una pressione al ribasso dei canoni che, attualmente, oscillano in media tra i 250 e i 275 Euro/mq/anno².

Focus sul mercato degli uffici di Roma

In linea con il trend emerso sul mercato nazionale, secondo *Jones Lang Lasalle* anche sul mercato di Roma nei primi tre mesi dell'anno l'assorbimento di spazi ad uffici è cresciuto, rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, di circa il 20%, per un totale di 21.500 mq locati.

² Trattasi di canone medio ponderato.

Nonostante il mercato continui ad essere caratterizzato da un evidente allungamento delle trattative e, conseguentemente, dei tempi di locazione, che determina una concentrazione delle dinamiche di assorbimento nel secondo trimestre e negli ultimi due mesi dell'anno.

Circa il 50% delle transazioni complessive ha riguardato superfici di piccole dimensioni (fino a 500 mq), mentre il restante 40% ha avuto ad oggetto uffici di taglia dimensionale medio-grande (con superfici comprese tra i 500 e i 2.500 mq).

Dal punto di vista della localizzazione, le aree di maggior interesse sono state quelle ubicate nel quadrante sud della Capitale (EUR – Laurentina, Torrino e l'area compresa nel corridoio per Fiumicino), che hanno saputo concentrare circa il 70% del volume totale di spazi locati.

Dal punto di vista della richiesta, allo stato attuale le esigenze della domanda si concentrano:

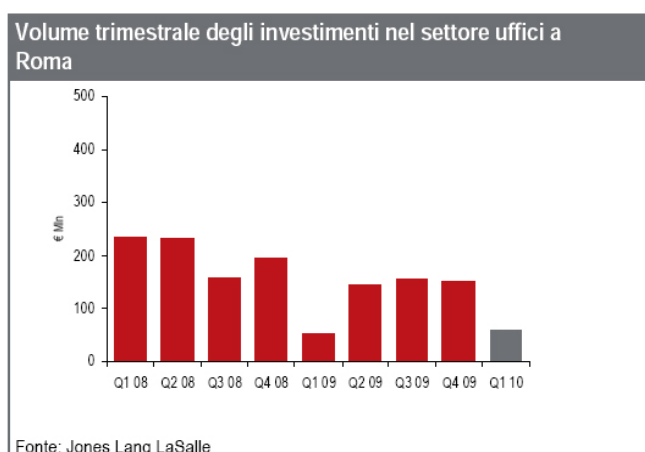
1. sulle superfici di taglio medio, preferibilmente comprese tra i 500 e i 1.000 mq,
2. su immobili di elevato standing qualitativo, tali da consentire una razionalizzazione degli spazi ed un contenimento dei costi,
3. su fabbisogni di medio-breve termine, da soddisfarsi entro la fine dell'anno,
4. sulle aree core localizzate nel quadrante sud della Capitale.

I principali attori sul mercato delle locazioni sembrano ancora essere le Amministrazioni pubbliche, che stanno attivamente cercando nuove soluzioni localizzative in grado di consentire un considerevole risparmio in termini di costi.

Per quanto riguarda i canoni di locazione, nei primi mesi dell'anno si è riscontrato:

1. una stabilità dei canoni *prime* su livelli di 400-420Euro/mq/anno;
2. una forte riduzione dei canoni medi di mercato, soprattutto per via della preponderanza delle zone dell'EUR-Laurentina e in generale dei quadranti localizzati nell'area sud della città, caratterizzati da livelli di canoni più bassi.

Sempre secondo le stime fornite da *Jones Lang LaSalle*, allo stato attuale il tasso di sfritto sullo stock totale di immobili terziari disponibile a Roma si attesta attorno al 6,2%, dimostrando una sostanziale stabilità rispetto al secondo semestre del 2009.



Per quanto riguarda gli investimenti diretti, invece, a Roma nei primi tre mesi dell'anno sono stati realizzati acquisti per un controvalore complessivo pari a circa il 19% del totale nazionale per lo stesso periodo, di cui la maggior parte sono stati conclusi da operatori privati, con prevalente finalità di utilizzo diretto.

I *prime yield* restano sostanzialmente invariati e tale tendenza sembra destinata a protrarsi anche nei prossimi mesi dell'anno, per effetto del perdurare di una relativa scarsità di prodotto di fascia prime. Il principale driver di crescita del mercato locale per i prossimi mesi dovrebbe essere legato al permanere di una domanda di spazi da parte di operatori legati alla PA, fortemente intenzionati a proseguire nel percorso di razionalizzazione degli spazi fin qui iniziato.

L'effetto combinato della scarsità di spazi di qualità prime e di una domanda nuovamente crescente di spazi moderni dovrebbe consentire l'avvio, tra la fine del 2010 e gli inizi del 2011, di una nuova fase di risalita del mercato, segnando una nuova fase di crescita dei canoni medi di locazione e di riduzione dei *prime yield*.

Focus sulle RSA

Negli ultimi anni l'incremento della spesa sanitaria pubblica è stato trainato soprattutto dalla crescita dei costi connessi ai servizi socio-sanitari ed assistenziali e quindi dalle componenti maggiormente connesse al generale invecchiamento della popolazione. Il recente aumento della spesa sanitaria nel comparto assistenziale non è però solo riconducibile all'aumento della quota di anziani over 65 sul totale della popolazione, bensì anche:

1. all'aumento del benessere economico, che contribuisce all'ampliamento dei bisogni della popolazione anziana,
2. all'incremento dell'innovazione tecnologica, che consente un'ampia diversificazione dell'assistenza che le strutture residenziali sono in grado di assicurare alla terza età.

Proprio nel panorama dei servizi strutturati di supporto all'anziano non autosufficiente le strutture residenziali costituiscono ormai da diversi anni un pilastro consolidato, anche se con caratteristiche in continua evoluzione. Se, fino ad oggi, le Rsa hanno assicurato un livello di assistenza medica coincidente con quello della medicina generale, integrata da assistenza infermieristica continua e da un elevato livello di tutela assistenziale ed alberghiera, al momento attuale il settore sta assistendo ad una profonda evoluzione della domanda (che resta comunque molto elevata e tendenzialmente in crescita) che richiede:

1. un innalzamento dei livelli di complessità che le strutture residenziali sono chiamate a gestire,
2. un ampliamento del portafoglio di servizi, nell'intento di abbinare all'offerta residenziale tradizionale (di carattere alberghiero) un ventaglio di soluzioni personalizzate e per questo legate a necessità più specifiche, quali:
 - i ricoveri di sollievo, che consentono di alleggerire il carico familiare in caso di gravi patologie croniche,
 - i centri diurni,
 - l'assistenza domiciliare integrata,
 - i servizi di riabilitazione,
 - le residenze protette.
3. un ammodernamento delle strutture immobiliari, degli impianti e delle strumentazioni disponibili oltre ad un ampliamento delle competenze del personale verso saperi più specialistici.

In tale scenario, l'evoluzione del settore delle Rsa si sta caratterizzando per i seguenti driver:

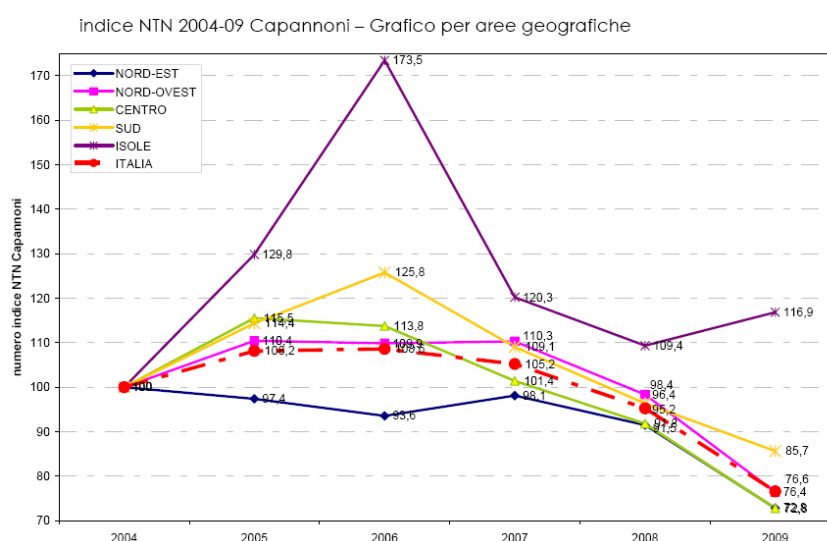
- l'emergere di un numero limitato di grandi *player* nazionali che, attraverso una serie di processi di fusione, acquisizione o coordinamento, stanno attuando una politica di ammodernamento del settore finalizzata a:
 1. aumentare la massa di posti letto gestiti per ottenere economie di scala,
 2. garantire una più ampia copertura dei bisogni della terza età grazie alla creazione di strutture residenziali di elevata qualità costruttiva e con una specializzazione per singola attività (assistenza domiciliare, servizi riabilitativi ecc), sviluppando così una logica di coordinamento inter-aziendale sul territorio,
 3. innalzare gli standard assistenziali, alberghieri e relazionali offerti, nell'intento di assicurare la massima qualità di vita agli utenti.
- l'aumento delle strutture di nuova realizzazione, i cui standard qualitativi sono estremamente superiori rispetto a quelli riscontrabili nelle strutture più tradizionali e che, di fatto, sono in grado di operare offrendo standard assistenziali superiori rispetto a quelli definiti dalle rispettive Autorità regionali sanitarie,
- l'ingresso di operatori immobiliari istituzionali quali Sgr, Siiq e Società immobiliari che, a fronte di rendimenti lordi da locazione compresi mediamente tra il 6% ed il 6,5%, hanno di recente investito sia nell'acquisto di Rsa già esistenti sia soprattutto nella realizzazione di nuove strutture, stipulando in questo caso con i futuri *tenant* contratti di locazione di cosa futura. A riguardo sta emergendo un atteggiamento nuovo da parte dei principali player nazionali ed internazionali operanti in Italia che, in considerazione dei cospicui capitali richiesti da questi investimenti, hanno già previsto o stanno valutando la possibilità di attuare i loro progetti di sviluppo ed ampliamento per il tramite di fondi immobiliari ad hoc, i quali consentono di:
 1. raccogliere l'*equity* necessario alla realizzazione delle iniziative direttamente sul mercato degli investitori istituzionali, evitando così un eccessivo ricorso alla leva finanziaria fin dall'avvio delle nuove iniziative,
 2. liberare liquidità che altrimenti sarebbe destinata a rimanere immobilizzata nelle strutture residenziali, destinandola così al *core business* aziendale.

Qualora le tendenze di cui sopra dovessero confermarsi anche nei prossimi anni, il mercato immobiliare delle Rsa è destinato ad ampliarsi sia nei dati di struttura (n° residenze, n° unità abitative, n° posti letto, ecc) sia nei numeri (n° transazioni, dimensione media degli scambi, ecc.), il che dovrebbe influenzare i rendimenti lordi da locazione:

1. innalzando notevolmente i cap rate delle strutture meno recenti e quindi meno allineate ai nuovi bisogni assistenziali espressi dal mercato oggi,
2. livellando i cap rate da locazione delle strutture più moderne in un intorno compreso tra il 5,8% ed il 6,2-6,3%.

Focus sul comparto industriale

Nel contesto dell'attuale fase involutiva del mercato degli immobili non residenziali, il comparto degli immobili a destinazione produttiva ha registrato nel corso del 2009 un calo delle transazioni piuttosto consistente, pari al -19,6%, sul dato dell'anno precedente, il più elevato riscontrato dall'Agenzia del Territorio nel 2009 per le destinazioni non residenziali.



Le maggiori contrazioni nei volumi di compravendite sono state riscontrate nelle regioni del Nord Ovest (-22,3%) e del Nord Est (-20,4%) dove, peraltro, si concentra quasi il 70% delle compravendite complessive e circa il 60% dello stock complessivo nazionale.

Secondo quanto indicato da Scenari Immobiliari nel suo ultimo *Outlook* di settore, più della metà (il 54% circa) dello stock di immobili industriali nazionale è destinato all'impiego in attività manifatturiere legate all'industria pesante, mentre solo il 35,5% è impiegato per lo svolgimento di attività manifatturiere "leggere", più tradizionali. E' evidente che nell'attuale fase congiunturale dell'industria, caratterizzata da:

1. un calo consistente degli ordinativi e quindi della produzione e dei fatturati (secondo i più recenti dati forniti da Istat sulla produzione industriale questa, a maggio 2010, era ancora allineata ai livelli di novembre 2008),
2. una forte restrizione del credito alle imprese da parte del sistema bancario, sia per l'effettuazione di nuovi investimenti sia per il sostegno alle normali attività,
3. un'elevata frammentazione dell'offerta, che risulta di fatto costituita da realtà aziendali molto piccole e per questo contraddistinte da una ridotta capacità di investimento e di pianificazione strategica,

le aziende che avevano pianificato gli investimenti finalizzati all'acquisto e/o alla locazione di nuovi spazi hanno preferito rimandarli nel tempo, ovvero a quando le condizioni di mercato renderanno tali operazioni meno rischiose.

Ciononostante, per quanto riguarda le quotazioni dei capannoni, nel corso dell'anno, sulla base dei dati forniti dall'Agenzia del Territorio, il dato medio nazionale avrebbe registrato un incremento dell'1,1%, con una sostanziale stabilità nelle regioni del Nord-Est (+0,4%) ed un più consistente incremento in quelle del Nord-Ovest (+1,7%).

Diverso il giudizio espresso da Tecnocasa, secondo cui nel 2009 i prezzi di vendita dei capannoni industriali avrebbero registrato una diminuzione del -1,7% sia sulle tipologie usate sia su quelle di nuova costruzione.

Sempre secondo Tecnocasa, le regioni che avrebbero registrato le diminuzioni più consistenti sono il Lazio, con cali rispettivamente del -3% sull'usato e del -0,3% sulle tipologie di nuova costruzione, la Lombardia con un -2,4% ed un -2,7% e l'Emilia Romagna, con -0,7% e -1,9%.

Sul versante delle locazioni si registra una diminuzione media dei valori di riferimento del -2,8% e del -2,3%, con cali più sensibili nel Lazio (-3,1% e -2,9%) e in Lombardia (-3,5% e -2,9%).

Negli ultimi mesi sul mercato dei capannoni industriali la domanda orientata alle tipologie ad utilizzo produttivo ha subito un ribasso, a vantaggio di una crescente richiesta di tipologie di asset da destinare alla logistica, alla vendita al dettaglio o all'ingrosso (*show room*) oppure allo svolgimento di attività artigianali.

Diversa la situazione sul mercato dei laboratori, su cui da gennaio a dicembre è stato registrato un calo delle quotazioni del -2,2% e dei canoni di locazione del -2,4%. Tra le regioni che hanno registrato i cali più sensibili ci sono l'Emilia Romagna (-2,6% i prezzi e -6,9% i canoni di locazione), la Sicilia (rispettivamente -5,6% e -5,4%) e il Veneto (-3,2% e -2,8%).

**Prospetto di sintesi dei prezzi di vendita dei capannoni industriali Principali località
Emilia Romagna - dicembre 2009**

BOLOGNA CITTA'				
ZONA LEVANTE	650	1000	35	45
BOLOGNA PROVINCIA				
CASTEL MAGGIORE	700	1000	40	50
MODENA PROVINCIA				
CASALGRANDE	750	900	40	45
CASTELLARANO	800	950	40	50
FIORANO	850	950	42	45
FORMIGINE	850	950	43	48
MARANELLO	850	1000	43	48
RUBIERA	700	930	35	43
SASSUOLO	750	950	43	48

Fonte Ufficio studi Tecnocasa

Focus sul comparto ricettivo

Secondo i dati forniti da Federalberghi, nel corso del 2009 le 34.155 strutture alberghiere operanti in Italia hanno registrato 251,7 milioni di presenze, con una diminuzione del 4,5% rispetto al 2008.

I clienti italiani hanno espresso una domanda di circa 141 milioni di presenze, (-2,9% rispetto al 2008), mentre le presenze dei clienti stranieri sono state pari a circa 110,5 milioni, inferiori del 6,4% rispetto al 2008. Anche prendendo in considerazione i dati mensili, la domanda complessiva ha mostrato una perdita costante durante tutto l'anno, salvo nel mese di agosto (+2,6%). Di fatto per il settore alberghiero il 2009 è stato l'anno peggiore dal 2005: negli ultimi dieci anni la domanda complessiva è cresciuta del 2,9% segnando un incremento medio annuo dello 0,3%.

A seguito dei cambiamenti strutturali intervenuti in Italia negli ultimi 15 anni, la struttura dell'offerta alberghiera del nostro Paese risulta oggi fortemente concentrata nel comparto dei tre stelle (il cui numero rappresenta il 44% circa del totale) e dei quattro stelle (14%), anche se resta ancora molto elevata la presenza di strutture di standard medio-basso, a uno-due stelle (34%), caratteristica che costituisce un tratto tipico del sistema ricettivo italiano. Nonostante non costituiscano la tipologia prevalente nel contesto italiano, gli alberghi quattro stelle in termini di capacità ricettiva hanno un'incidenza molto più ampia, arrivando a sfiorare il 30% dell'offerta nazionale di posti letto.

Il problema principale dell'intero settore sembra ancora essere legato allo scarso numero di esercizi strutturati in forma d'impresa ed operanti in un'ottica professionale, laddove molto forte è la presenza di aziende a conduzione familiare o comunque non pienamente professionale, e scarsa la presenza di grandi gruppi nazionali ed internazionali. Ancora non allineata alla media Europea risulta inoltre essere l'offerta di strutture di fascia top (cinque stelle e cinque stelle lusso) che, al momento, rappresentano solo l'1% del totale.

Nonostante le aziende del settore abbiano cercato di affrontare questa congiuntura adottando politiche di *marketing mix* improntate da un lato alla diminuzione dei prezzi (che sono stati ridotti dell'8,8%) dall'altro all'attuazione di efficaci azioni promozionali, il comparto alberghiero italiano ha chiuso il 2009, secondo stime di Federalberghi, con una perdita del 3,1% sul 2008 ed una diminuzione di fatturato che ha raggiunto l'11%.

Le stime fornite dall'AICA per il 2009 confermano i dati di cui sopra, evidenziando per le strutture a 3, 4 e 5 stelle un calo medio del RevPar dell'11,7%. La tabella di seguito riportata sottolinea come nei principali centri urbani questo dato si sia attestato tra il -8,4% di Venezia ed il -15,8% di Firenze, con una incidenza sulle strutture a 4 stelle (-11,0%). Quanto all'*occupancy*, anch'essa è risultata in netto calo, seppur in misura minore rispetto al Revpar, con una riduzione media che, nei dodici mesi, ha raggiunto il -6,6%. È importante notare come, in questo caso, i dati per città non siano tutti omogenei registrandosi alcuni risultati positivi (Napoli, Pisa, Padova e Catania) o leggermente negativi (Roma e Firenze).

	Occupancy		RevPar	
	al 31/12/2008	Variaz. %	al 31/12/2009	Variaz. %
Bologna	40,8	-9,8	83,0	-9,7
Firenze	57,7	-4,8	102,5	-15,8
Genova	56,9	-10,3	87,1	-14,8
Milano	57,4	-9,9	122,0	-11,0
Napoli	56,3	9,0	76,1	-8,5
Roma	64,9	-2,1	135,1	-15,4
Torino	49,2	-12,5	87,1	-9,0
Venezia	56,7	-6,4	160,9	-8,4

	Occupancy		RevPar	
	al 31/12/2009	Variaz. %	al 31/12/2009	Variaz. %
5 Stelle	281,9	-10,4	147,9	-18,3
4 Stelle	96,8	-11,0	53,7	-16,5
3 Stelle	58,6	-6,5	32,3	-13,8

I dati resi disponibili per il primo quadrimestre del 2010 mostrano l'avvio di una decisa inversione di tendenza, con un'*occupancy* media che segna un incremento sullo stesso periodo del 2009 del 9,2% ed un RevPar che, per effetto del perdurare di una strategia di contenimento dei prezzi e delle tariffe, continua a registrare una diminuzione seppur contenuta rispetto a quella dell'anno precedente e pari al -5,2%.

Gli effetti dell'attuale fase congiunturale hanno determinato i seguenti effetti sul mercato italiano degli immobili a destinazione turistico-ricettiva:

- un consistente contenimento del volume dei nuovi investimenti, imputabile a:
 - un allungamento dei tempi di durata delle pre-analisi e delle *due-diligence* effettuate dai potenziali investitori, soprattutto se istituzionali,
 - un'evidente difficoltà di incontro tra le aspettative di rendimento degli investitori (attestati su un *yield* minimo del 6%) e le esigenze di salvaguardia dei margini di profitto dei gestori;
- un consistente incremento della percezione di rischio associata al settore, quantificabile in un incremento degli *spread* di rendimento richiesti dagli investitori compreso tra 150 e 300 bps, variabile in funzione della tipologia di asset, della localizzazione della proprietà e del segmento di riferimento della struttura alberghiera (se orientata prevalentemente alla clientela business o piuttosto a quella turistica);
- una variazione in diminuzione dei valori immobiliari di riferimento compresa tra il -20% dei *trophy asset* con *location* di assoluto prestigio ed il -50% relativo ad immobili con *location* secondaria e di *standing* medio-basso (due-tre stelle in città di provincia).

L'effetto combinato di questi elementi fa sì che, al momento attuale, le uniche acquisizioni avvengano da parte degli operatori diretti che, in questa maniera, riescono a gestire l'intera filiera massimizzando i ritorni della gestione.

In questa fase di mercato i fattori di maggior successo di un investimento alberghiero possono essere:

- una localizzazione ottimale nell'ambito di un centro urbano di medio-grandi dimensioni,
- un'elevata qualità costruttiva dell'immobile, connessa o all'acquisto di immobile di recente ristrutturazione o di nuova edificazione,
- una struttura contrattuale che prevede una base di canone fissa (compresa tra il 5% ed il 6%) ed un'importante componente variabile (pari ad un'aliquota del 20-30% sull'extrarendimento ricavato dalla gestione oltre ad un volume minimo di fatturato) o, comunque, un canone a regime che complessivamente non incida mediamente più del 20-22% sul fatturato annuo del gestore;
- una taglia dimensionale media (max 150 - 200 camere), tale da non determinare un'eccessiva concentrazione del rischio da parte dell'acquirente.

LE LINEE STRATEGICHE

L'asset allocation

La politica di gestione del Fondo Socrate è focalizzata sulla ricerca di una combinazione di investimenti in grado di offrire:

- un posizionamento sulla curva rischio/rendimento in linea con le aspettative degli investitori, il cui profilo di rischio può essere assunto basso ed il cui orizzonte temporale di investimento è medio-lungo, ed
- un'appropriata diversificazione del portafoglio.

L'obiettivo per il futuro è quello di aumentare il rendimento corrente del Fondo, incrementando di conseguenza la capacità del Fondo di procedere ad una regolare distribuzione di proventi.

Tale obiettivo potrà essere perseguito attraverso un affinamento dell'asset allocation attuale:

- ottimizzando il portafoglio di immobili esistente con un'appropriata rotazione: le dismissioni previste nell'ambito della rotazione del portafoglio dovrebbero permettere sia di generare plusvalenze, aumentando la redditività del Fondo nell'esercizio in cui esse avvengono, sia di adeguare il portafoglio all'evoluzione degli scenari di mercato, riallineando l'asset allocation; se effettuate con regolarità, tali dismissioni possono rappresentare una parte del rendimento annuale del Fondo stesso;
- procedendo ad un ulteriore ampliamento della diversificazione dello stesso, individuando i segmenti di investimento tempo per tempo più idonei.

Le dismissioni riguarderanno quegli immobili che risultano meno idonei ad una composizione efficiente del portafoglio, selezionati sulla base del loro apporto al rendimento del Fondo, della loro localizzazione geografica, della loro dimensione ed in generale della coerenza con la strategia di diversificazione delineata.

Occorre evidenziare che, avendo il Fondo già investito tutta la propria liquidità, la rotazione degli immobili in portafoglio è finalizzata anche a generare la liquidità necessaria a cogliere le nuove opportunità di investimento delineate, per le quali verrà inoltre valutata, di volta in volta, la possibilità di far ricorso all'indebitamento.

Considerato il profilo di rischio del Fondo, si prevede di non superare, in ogni caso, un livello di indebitamento del 35% del valore dei beni immobili.

Un ulteriore canale per il reperimento della liquidità è costituito inoltre dalle prossime riaperture di sottoscrizioni di quote del Fondo.

La gestione del Fondo sarà inoltre improntata alla valorizzazione degli immobili in portafoglio, cercando di cogliere gli ulteriori *up-side* di ogni asset, ove presenti, attraverso:

- la commercializzazione degli spazi sfitti;
- la regolarizzazione di situazioni occupazionali non contrattualizzate e la rinegoziazione ai nuovi valori di mercato dei contratti all'approssimarsi della loro scadenza;
- il monitoraggio delle posizioni creditorie nei confronti dei conduttori, e l'attività di mantenimento del rapporto con i conduttori, aspetto quest'ultimo di rilevante importanza per la gestione del portafoglio e la stabilità dei flussi dei canoni;
- gli interventi manutentivi per il miglioramento dell'efficienza degli immobili.

4 ILLUSTRAZIONE DEI RAPPORTI INTRATTENUTI NELL'ARCO DEL PRIMO SEMESTRE 2010 CON ALTRE SOCIETÀ DEL GRUPPO DI APPARTENENZA DELLA SGR, INDICANDO IN PARTICOLARE L'EVENTUALE ADESIONE A OPERAZIONI DI COLLOCAMENTO EFFETTUATE DA SOGGETTI DEL GRUPPO, CON IL RELATIVO AMMONTARE

Fabrica Immobiliare SGR S.p.A. non appartiene a nessun gruppo bancario o industriale, ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1 c.c. e degli artt. 29 e 60 del D.Lgs del 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico delle

leggi in materia bancaria e creditizia) e pertanto si caratterizza quale Società di Gestione del Risparmio indipendente, e non risultano rapporti di controllo rispetto ad altre società.

I rapporti operativi con società facenti parte del gruppo rilevante degli azionisti ove previsti sono comunque rappresentati in nota integrativa (cfr. Nota Integrativa - Parte B - Sezione V - altri dati patrimoniali).

Si segnala, comunque, che in data 14 maggio 2009, tra i soci della SGR è stato stipulato un patto parasociale avente ad oggetto, tra l'altro, la facoltà da parte di MPS Investments S.p.A. e Fincal S.p.A. la facoltà di acquistare da Management Immobiliare S.r.l. l'intera partecipazione da quest'ultima detenuta nella SGR. Nello specifico, Fincal S.p.A. ha la facoltà di acquistare una ulteriore partecipazione pari al 10,01% del capitale della SGR mentre MPS Investment S.p.A. ha la facoltà di acquistare una ulteriore partecipazione fino al 4,99% del capitale sociale della SGR. Al riguardo, per quanto a conoscenza della SGR, FGC S.p.A., quale soggetto controllante FINCAL S.p.A., ha comunicato alla Banca d'Italia l'intendimento di acquistare indirettamente tramite FINCAL S.p.A., la citata partecipazione.

Si segnala che in data 13 luglio u.s. l'Organo di Vigilanza ha rilasciato a FINCAL SPA il nulla osta per incrementare la partecipazione nel capitale della SGR dall'attuale 40 % al 50,01 %.

Si evidenzia che la SGR ha incaricato quale Responsabile del Collocamento MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A., facente parte del Gruppo Monte Paschi, per maggiori dettagli si fa rinvio a quanto indicato al § 2 della relazione degli amministratori.

5 EVENTUALI FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL PRIMO SEMESTRE 2010 CHE POSSONO AVERE EFFETTI SULLA GESTIONE

Con riferimento all'opportunità di investimento dell'hotel sito a Genova, richiamato nel §1, nel corso del mese di luglio 2010 il Fondo ha concluso l'attività di valutazione ed ha raggiunto un accordo con la parte venditrice. In data 26 luglio u.s. l'operazione si è conclusa con l'acquisizione dell'immobile ad un prezzo pari ad Euro 15 milioni oltre iva ed imposte. L'edificio oggetto di acquisizione si articola in una porzione destinata ad uso alberghiero, quattro commerciali poste al piano terra ed un parcheggio a servizio dell'hotel.

Il pagamento del prezzo è avvenuto mediante l'accollo di un finanziamento di tipo *bullet* gravante sull'immobile per circa Euro 11,5 milioni con durata residua di sette anni, e la parte rimanente corrisposta in quattro *tranche* di pagamento fino al 2013. Il rendimento lordo a regime dell'investimento è pari a circa il 7%.

In data 23 luglio u.s. il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato un nuovo documento di "Obbiettivi di *asset allocation* e linee strategiche di gestione" del Fondo Socrate, che aggiorna il documento approvato nel 2009 in considerazione di quanto accaduto nel corso dell'anno trascorso nonché dell'evoluzione del mercato immobiliare. Nello specifico e con riferimento alle nuove strategie di investimento delineate, la ricerca di nuove opportunità si focalizzerà su segmenti di potenziale interesse quali il comparto direzionale e quello commerciale.

Con riferimento al credito vantato nei confronti del conduttore dell'immobile di Prato di Correggio, si precisa che in data 20 luglio u.s. è scaduta la fattura relativa al terzo trimestre 2010 per un importo di circa Euro 180.000, e che nei primi giorni di agosto c.m. il conduttore, a parziale copertura dell'intero credito, ha disposto il pagamento a favore del Fondo di un importo pari a circa Euro 230.000. Ad oggi il credito nei confronti del conduttore ammonta a circa Euro 300.000.

6 L'OPERATIVITÀ POSTA IN ESSERE SU STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI E LE STRATEGIE SEGUITE DAL GESTORE IN TALE COMPARTO

Nel corso del primo semestre 2010 non sono state effettuate operazioni su strumenti derivati; tali operazioni, peraltro, sono consentite dal Regolamento del Fondo ai soli fini di copertura dei rischi.

7 DISTRIBUZIONE DEI PROVENTI

Il Regolamento di gestione del Fondo prevede, ai sensi dell'art. 13 comma 4, che "è in facoltà della Società di Gestione di procedere, anche con cadenza infrannuale, alla distribuzione di proventi della gestione del Fondo, sulla base di un rendiconto".

Le modalità di determinazione dei proventi distribuibili del Fondo ai titolari delle quote sono disciplinate dall'art. 13 del Regolamento del Fondo secondo cui: "sono considerati proventi della gestione del Fondo gli utili d'esercizio, risultanti dal rendiconto della gestione del Fondo che la Società di Gestione deve redigere secondo quanto previsto dal successivo articolo 22.1, comma 2), lettera b), diminuiti delle plusvalenze non realizzate, iscritte nella sezione reddituale del rendiconto medesimo".

Al riguardo si riporta di seguito un prospetto nel quale sono esposti i proventi distribuibili, al netto di quelli già distribuiti dall'inizio dell'operatività del Fondo:

Anno	Voce	Importo
2007	Utili d'esercizio	1.685.933
	Plus non realizzate	(90.042)
	Proventi distribuibili	1.595.891
2008	Utili d'esercizio	4.606.443
	Plus non realizzate	(1.653.487)
	Proventi distribuibili	2.952.956
2009	Utili d'esercizio	3.157.528
	Plus non realizzate	(353.606)
	Proventi distribuibili	2.803.922
2010	Utili di periodo	2.186.491
	Plus non realizzate	(1.021.652)
	Proventi distribuibili	1.164.839
	Proventi distribuiti ¹	(4.607.863)
Proventi distribuibili		3.909.745

¹ in data 27/03/2009 pari all'80% dei proventi 2008

in data 20/08/2009 pari all'80% dei proventi del I semestre 2009

in data 25/03/2010 pari all'80% dei proventi del 2009 al netto

dei proventi liquidati in data 20/08/2009

Con riferimento, alla distribuzione dei proventi maturati, l'art. 13 comma 3 del Regolamento del Fondo prevede che *"I proventi della gestione del Fondo [...] vengono distribuiti in misura non inferiore all'80% degli stessi, fatta salva diversa e motivata determinazione del consiglio di amministrazione della Società di Gestione. I proventi non distribuiti in esercizi precedenti, al netto delle eventuali perdite, possono essere distribuiti in esercizi successivi."*

Lo stesso articolo, al comma 6, prevede altresì che *"per il primo esercizio successivo alla data di chiusura della sottoscrizione delle quote i proventi realizzati non saranno oggetto di distribuzione. Tali proventi, al netto delle eventuali perdite, concorreranno alla formazione dei proventi da distribuire negli esercizi successivi o potranno essere reinvestiti"*.

Nel corso del primo semestre 2010 sono stati distribuiti Euro 6,33 per ciascuna delle quote in circolazione per un ammontare complessivo di Euro 1.218.151,53.

Considerato il positivo risultato di gestione rilevato al 30 giugno 2010, si delibera un'ulteriore distribuzione di proventi per un importo complessivo di Euro 3.908.219,34 pari ad Euro 19,09 per ciascuna delle quote in circolazione, di cui circa Euro 2.743.380 relativi ad esercizi precedenti.

Complessivamente il provento posto in distribuzione, comprensivo degli utili maturati e non distribuiti in anni precedenti, è pari al 99,96 per cento degli proventi distribuibili.

Lo stacco del provento viene fissato per il giorno 16 agosto 2010, mentre le relative operazioni di pagamento ai partecipanti inizieranno il 19 agosto 2010.

Roma, 4 agosto 2010

Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
Dott. Nicolino Romito

RENDICONTO AL 30/06/2010

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2010		Situazione al 31/12/2009	
	Valore complessivo	In % dell'attivo	Valore complessivo	In % dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
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	105.300.000	87,96	104.805.000	93,09
B1. Immobili dati in locazione	105.300.000	87,96	104.805.000	93,09
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI (da specificare)				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	12.635.810	10,55	5.956.336	5,29
F1. Liquidità disponibile	12.635.810	10,55	5.956.336	5,29
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITÀ	1.783.008	1,49	1.822.549	1,62
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	64.444	0,05	29.582	0,03
G3. Rispargio di imposta				
G4. Altre	1.718.564	1,44	1.792.967	1,59
TOTALE ATTIVITÀ	119.718.818	100,00	112.583.885	100,00

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2010	Situazione al 31/12/2009
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	8.820.379	9.224.204
H1. Finanziamenti ipotecari	8.820.379	9.224.204
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri - Linea di credito		
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		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
M. ALTRE PASSIVITÀ	1.355.748	1.227.461
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	197.326	78.188
M2. Debiti di imposta	700	
M3. Ratei e risconti passivi	246.656	246.247
M4. Altre	911.066	903.026
TOTALE PASSIVITÀ	10.176.127	10.451.665
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	109.542.691	102.132.220
Numero delle quote in circolazione	204.726,000	192.441,000
Valore unitario delle quote	535,070	530,720
Proventi distribuiti per quota (1)	23,48	17,15
Rimborsi distribuiti per quota (2)	522,044	519,642

(1) Si tratta degli importi effettivamente distribuiti dall'avvio dell'operatività del Fondo a titolo di provento.

(2) Si tratta degli importi medi distribuiti dall'avvio dell'operatività del Fondo a titolo di rimborso.

Nel corso del 2010 sono state sottoscritte, in occasione della seconda riapertura delle sottoscrizione del Fondo, n. 20.052 quote per un ammontare complessivo di Euro 10.515.068,28, pari ad Euro 524.390 per quota.
Inoltre, sono state rimborsate n. 7.767 quote per un ammontare complessivo di Euro 4.072.937,13, pari ad Euro 524,390 per quota.

SEZIONE REDDITUALE	Rendiconto al 30/06/2010		Rendiconto al 30/06/2009	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 dividendi e altri proventi				
A1.2 utili/perdite da realizzi				
A1.3 plus/minusvalenze				
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili/perdite da realizzi				
A2.3 plus/minusvalenze				
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili/perdite da realizzi				
A3.3 plus/minusvalenze				
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari		0		0
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	3.292.015		3.255.914	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI				
B3. PLUS/MINUSVALENZE	460.752		(268.000)	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	(357.604)		(288.568)	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. ICI	(174.637)		(174.682)	
B7. IMPOSTE DI REGISTRO	(29.032)		(32.780)	
Risultato gestione beni immobili		3.191.494		2.491.884
C. CREDITI				
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi/decrementi di valore				
Risultato gestione crediti		0		0
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. interessi attivi e proventi assimilati				
E. ALTRI BENI (da specificare)				
E1. Proventi				
E2. Utile/perdita da realizzi				
E3. Plusvalenze/minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		3.191.494		2.491.884

SEZIONE REDDITUALE	Rendiconto al 30/06/2010		Rendiconto al 30/06/2009	
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		3.191.494		2.491.884
H. ONERI FINANZIARI				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	(94.548)		(161.528)	
H1.2 su linea di credito				
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI				
Risultato netto della gestione caratteristica		3.096.946		2.330.356
I. ONERI DI GESTIONE				
I1. Provigione di gestione SGR	(853.855)		(797.239)	
I2. Commissioni banca depositaria	(21.346)		(19.931)	
I3. Oneri per esperti indipendenti	(30.000)		(3.670)	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	(11.014)		(13.653)	
I5. Altri oneri di gestione	(44.571)		(135.979)	
L. ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	10.055		49.690	
L2. Altri ricavi	47.791		39.419	
L3. Altri oneri	(7.514)		(13.571)	
Risultato della gestione prima delle imposte		2.186.491		1.435.423
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmi d'imposta				
M3. Altre imposte				
Utile/perdita dell'esercizio		2.186.491		1.435.423

NOTA INTEGRATIVA

Parte A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Valore della quota

Il Fondo Socrate ha iniziato la propria attività il 26 marzo 2007; il valore nominale della quota al momento dell'avvio dell'operatività del Fondo era di Euro 500,00. Alla data del presente Rendiconto il valore di ciascuna quota risulta essere pari ad Euro 535,070 con un incremento del valore della quota pari ad Euro 35,070 pari ad una variazione percentuale del 7,014%.

L'andamento del valore della quota dall'avvio dell'operatività fino alla data del presente rendiconto è riepilogato nella tabella sottostante:

26/03/2007	Euro 500,000
30/06/2007	Euro 502,689
31/12/2007	Euro 508,430
30/06/2008	Euro 516,545
31/12/2008	Euro 531,462
30/06/2009	Euro 527,101
31/12/2009	Euro 530,720
30/06/2010	Euro 535,070

Principali eventi che hanno influito sul valore della quota nell'arco del primo semestre 2010

Si riporta di seguito la segmentazione della composizione del risultato di periodo suddiviso tra utili realizzati, plusvalenze/minusvalenze da valutazione ed altri costi/ricavi relativi al 1° semestre 2010 e l'analisi dei fattori che hanno contribuito all'aumento del valore della quota.

Canoni di locazione ed altri proventi	Euro 3.292.015
Plusvalenze/Minusvalenze da valutazione	Euro 460.752
Altri costi/Ricavi	Euro (1.566.276)
Totale	Euro 2.186.491

La variazione del valore della quota prodottosi rispetto al valore del precedente esercizio è da ricondurre prevalentemente alla gestione ordinaria del Fondo che ha più che compensato l'effetto generato dalla distribuzione di proventi intervenuta nel corso del primo semestre.

Detto risultato risulta influenzato dai seguenti aspetti:

- gestione ordinaria del Fondo ed operatività degli immobili acquistati;
- plusvalenze nette da valutazione del patrimonio immobiliare che emergono dalle perizie effettuate dall'Esperto Indipendente.

Distribuzione di proventi

Nel corso del primo semestre 2010 è stato distribuito con riferimento ai proventi 2009, al netto di quelli liquidati con riferimento al primo semestre 2009, l'importo di Euro 1.218.151,53, pari ad Euro 6,33 per ciascuna quota del Fondo.

Considerato il positivo risultato di gestione rilevato al 30 giugno 2010, a seguito dell'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Fabrica, sarà distribuito un provento complessivo di 3.908.219,34, pari ad Euro 19,09 per ciascuna delle quote in circolazione. Per maggiori dettagli si fa rinvio a quanto indicato al § 7 della relazione degli amministratori.

A seguito della nuova distribuzione i proventi cumulati passano da Euro 23,48 ad Euro 42,57 pro-quota e, conseguentemente, il *payback* rispetto al prezzo di primo collocamento, pari ad Euro 500, raggiunge l'8,5% rispetto al 4,7% al 30 giugno 2010.

Il *dividend yield* rispetto al valore di riferimento della seconda riapertura della finestra, pari ad Euro 524.390, corrisponde al 3,6%.

Gestione dei rischi esistenti

Al fine di implementare un sistema di *risk management* che risulti conforme alla vigente normativa - Regolamento Congiunto Banca d'Italia - Consob del 29 ottobre 2007, artt. 5 e 13 - e, al contempo, adeguato alla struttura

organizzativa di Fabrica Immobiliare SGR ed alla peculiare attività dalla stessa svolta, la Società ha elaborato un'apposita procedura di gestione dei rischi.

Alla funzione di *Risk Management* è affidato il compito di provvedere alla misurazione, alla gestione ed al controllo dei rischi, sia finanziari che operativi, inerenti ai patrimoni gestiti, nonché dei rischi che la SGR corre in proprio, riconducibili prevalentemente alla categoria dei rischi operativi e reputazionali. Più in particolare, al *Risk Manager* spetta il compito di:

- accertare *ex ante*, in collaborazione con le strutture competenti, che tutti i rischi presenti nelle operazioni di investimento/disinvestimento immobiliare, siano stati presi in debita considerazione ed esaminati nel dettaglio;
- verificare *ex post* il permanere delle condizioni descritte nell'*information memorandum* e della coerenza delle scelte di investimento e dei risultati ottenuti con il profilo di rischio-rendimento definito dall'organo amministrativo;
- più in generale, monitorare i rischi relativi a tutti i processi aziendali ed al rispetto dei limiti operativi.

Nel corso del primo semestre, la funzione di Risk Management è stata separata dalla funzione di Pianificazione e Controllo nominato con l'assunzione di un responsabile di funzione.

In ordine alla misurazione e gestione del rischio, l'attività ha riguardato essenzialmente i momenti caratteristici della gestione del patrimonio immobiliare, quali:

- operazioni di investimento e disinvestimento;
- copertura assicurativa sui beni immobili;
- posizioni creditorie nei confronti dei conduttori;
- liquidità;
- indebitamento.

Operazioni di investimento e disinvestimento

La società ha adottato una struttura di *governance* tesa ad assicurare al processo decisionale di investimento e disinvestimento trasparenza e ricostruibilità, al fine di valutare, nelle fasi più rilevanti, i rischi connessi alle operazioni.

Il processo di investimento e disinvestimento si articola nelle seguenti fasi:

- predisposizione, da parte della struttura operativa, di un *information memorandum* nel quale sono riportati, tra gli altri, gli aspetti economici, finanziari, catastali, urbanistici, dimensionali e gli eventuali vincoli, prescrizioni e trascrizioni presenti sul bene immobile oggetto di investimento/disinvestimento; nell'*information memorandum* vengono presi in esame gli eventuali rischi di mercato/rendimento – anche tramite *sensitivity analysis*, intervenendo sui fattori chiave dell'operazione di investimento/disinvestimento;
- acquisizione, se previsto o ritenuto comunque opportuno, del giudizio di congruità dell'Esperto Indipendente e dell'opinione dell'Intermediario Finanziario;
- individuazione del processo autorizzativo ed acquisizione, in conformità alle regole di *governance* del Fondo e della Società, dei pareri – quando previsti ovvero ritenuti comunque opportuni – del Comitato Investimenti;
- approvazione dell'Organo Competente (Consiglio di Amministrazione o Amministratore Delegato), al quale viene sottoposta la documentazione istruttoria acquisita.

Copertura assicurativa sui beni immobili

Sugli immobili locati vengono stipulate polizze assicurative con primarie compagnie o, comunque, ne viene verificata l'esistenza e la congruità se previste a carico dei conduttori degli immobili.

Posizioni creditorie nei confronti dei conduttori

Nel caso in cui gli immobili siano locati, la Società pone attenzione sia al grado di affidabilità dei conduttori sia alla gestione dei pagamenti dei canoni e delle spese da parte dei medesimi, monitorando i ritardi nei pagamenti al fine di prevenire, anche mediante contatto con i conduttori, tensioni che possano sfociare in contenzioso. A tal fine la SGR ha sviluppato internamente dei *software* per la valutazione dei locatari, allo scopo di monitorarne nel tempo l'affidabilità. Ove ritenuto opportuno, vengono inoltre richieste ai conduttori fidejussioni a garanzia del pagamento dei canoni di locazione o, più in generale, di tutti gli impegni contrattuali da essi assunti.

Liquidità

Tale rischio si sostanzia nell'eventualità che il fondo si trovi a dover fronteggiare squilibri di tesoreria. Al fine di valutare detto rischio di liquidità, la Società monitora le poste liquide dei fondi e valuta la loro capacità prospettica di far fronte agli impieghi a breve, a medio e a lungo termine. A tal fine, la funzione *Risk Management* analizza i budget e i *business plan* redatti dalla funzione Pianificazione e Controllo, nei quali si considerano in maniera prospettica le attività (partecipazioni, parti di O.I.C.R., immobili e liquidità) e le passività (finanziamenti, scoperti, ecc.) nonché i costi e i ricavi stimati per ciascun fondo.

Indebitamento

Tale rischio è legato alla possibilità che il fondo si indebiti per un importo superiore al 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e superiore al 20 per cento degli altri beni. Il *Risk Manager* verifica il rispetto dei limiti di indebitamento del fondo previsti dalla normativa in vigore e/o dal regolamento di gestione monitorando costantemente il grado di indebitamento dei singoli fondi, sulla base delle informazioni in ogni momento disponibili.

Parte B - LE ATTIVITÀ, LE PASSIVITÀ E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Sezione I - CRITERI DI VALUTAZIONE

Il presente rendiconto è stato redatto secondo i principi contabili italiani di generale accettazione ed in ottemperanza con le disposizioni dettate dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005.

Il rendiconto di gestione del Fondo si compone di una Situazione Patrimoniale, di una Sezione Reddittuale e della presente Nota Integrativa, ed è corredato dalla Relazione degli Amministratori.

Il rendiconto è redatto in unità di Euro, senza cifre decimali, se non diversamente specificato.

I criteri di valutazione adottati vengono qui di seguito riportati:

Immobili

Gli immobili sono iscritti al valore indicato dalla relazione di stima redatta dall'Esperto indipendente, ai sensi dell'art. 17, Titolo IV, del D.M. del 24 maggio 1999, n. 228, nonché di quanto previsto al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Par. 2.5 (criteri di valutazione beni immobili) e 4 ("esperti indipendenti") del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005. La valutazione formulata dall'Esperto Indipendente è stata effettuata applicando i seguenti criteri:

- metodo comparativo (o del mercato): si basa sul confronto tra la proprietà ed altri beni con essa comparabili, recentemente compravenduti o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali;
- metodo reddituale: si basa su due diversi approcci metodologici; i) capitalizzazione diretta ad un tasso dedotto dal mercato immobiliare dei redditi netti futuri generati dalla proprietà ; ii) metodo di flussi di cassa attualizzati (*DCF - Discounted Cash Flow*) basato sulla determinazione per un periodo di "n" anni, dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà; sulla determinazione del valore di mercato della proprietà mediante la capitalizzazione in perpetuità, alla fine di tale periodo, del reddito netto; sulla attualizzazione alla data della valutazione dei redditi netti (flussi di cassa). Detti criteri rappresentano un affinamento dei metodi utilizzati dal precedente esperto indipendente.

Gli immobili del Fondo sono stati assoggettati a valutazione da parte della società "REAG Real Estate Advisory Group S.p.A.".

Posizione netta di liquidità

La posizione netta di liquidità è esposta al valore nominale.

Altre attività

I crediti verso i locatori sono iscritti al valore di presumibile realizzo, determinato rettificando, se necessario, il valore nominale con l'appostazione di una svalutazione ritenuta congrua a coprire il rischio di inesigibilità degli stessi.

Il credito IVA è iscritto al valore nominale in modo da riflettere la posizione fiscale del Fondo.

I ratei e i risconti attivi sono contabilizzati per garantire il rispetto del principio della competenza economica.

Le altre attività e i crediti sono stati valutati in base al presunto valore di realizzo.

Finanziamenti ricevuti

I debiti per finanziamento sono esposti in base al loro valore nominale.

Altre passività

I debiti d'imposta e il debito IVA sono iscritti al valore nominale in modo da riflettere la posizione fiscale del Fondo.

I ratei e i risconti passivi sono contabilizzati per garantire il rispetto del principio della competenza economica.

Le altre passività e i debiti sono stati valutati in base al loro valore nominale.

Costi e ricavi

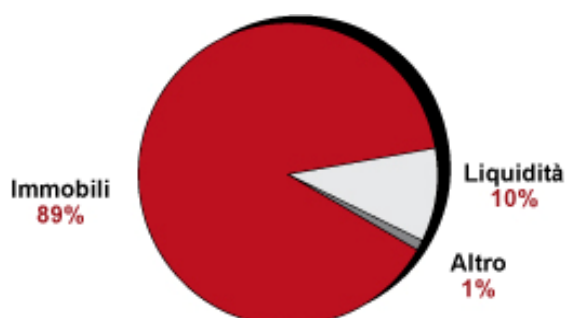
I costi ed i ricavi sono stati rilevati ed esposti nel rendiconto secondo i principi della competenza economica e della prudenza, e comunque sempre nel rispetto dell'inerenza degli stessi all'attività del Fondo, così come stabilito dal Regolamento in materia di "Regime delle spese".

Nuove emissioni/rimborsi quote

In sede di emissioni di quote successive alla prima o di rimborso quote , il valore di riferimento delle sottoscrizioni è costituito dal valore unitario della quota risultante dal rendiconto annuale al 31 dicembre dell'anno precedente, al netto dei proventi di cui sia stata deliberata la distribuzione.

Sezione II - LE ATTIVITÀ

Le attività del Fondo Socrate sono ripartite secondo il grafico di seguito riportato:



La tabella seguente riassume le principali caratteristiche del portafoglio immobiliare:

N.	Ubicazione		Locatario	Tipologia	Superficie commerciale lorda	Prezzo di acquisto	Valutazione al 30 giugno 2010
	Indirizzo	Comune			(mq)	(Euro)	(Euro)
1	Via Ornato, 69	Milano	Impresa Commerciale	RSA	5.440	13.000.000	13.500.000
2	Via della Tecnica, 4-6-8	Prato di Correggio (RE)	Impresa Industriale	Industriale	7.668	7.700.000	7.500.000
3	Strada Santa Lucia	Medesano (PR)	Impresa Commerciale	RSA	2.482	3.650.000	3.800.000
4	Via Scariatti, 6	Perugia	Pubblica Amministrazione	Uffici Pubblici	2.017	2.430.000	2.700.000
5	Via Scariatti, 43	Perugia	Pubblica Amministrazione	Uffici Pubblici	3.585	4.770.000	4.800.000
6	Via del Fosso, 2 Bis	Perugia	Pubblica Amministrazione	Uffici Pubblici	3.951	6.300.000	6.400.000
7	Via Piave, 66-68	Saronno (VA)	-	Uffici	4.079	3.100.000	2.900.000
8	Via dei Canestrai, 1	Codogno (LO)	Pubblica Amministrazione	Caserma	4.486	3.300.000	3.400.000
9	Via Cassanese, 224	Segrate (MI)	Imprese Commerciali	Uffici	5.006	5.000.000	5.000.000
10	Via Uruguay, 41-49	Padova	Imprese Commerciali	Uffici	3.588	3.400.000	3.500.000
11	Via Longoni, 53-59-65	Roma	Pubblica Amministrazione	Uffici Pubblici	13.609	19.200.000	22.400.000
12	Via Farini, 40	Roma	Pubblica Amministrazione - Imprese commerciali	Uffici Pubblici	4.059	16.500.000	17.300.000
13	Via Parenzo, 9	Milano	Imprese Commerciali	RSA	5.574	11.700.000	12.100.000
					65.544	100.050.000	105.300.000

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Tale voce non risulta essere movimentata.

II.2 Strumenti finanziari quotati

Tale voce non risulta essere movimentata.

II.3 Strumenti finanziari derivati

Tale voce non risulta essere movimentata.

II.4 Beni Immobili e diritti reali immobiliari

Il totale della voce B - IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI risulta essere pari ad Euro 105.300.000

Per maggior chiarezza si rimanda all'**Allegato B** del presente documento - ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO - alla data del 30 giugno 2010.

- La tabella che segue evidenzia, invece, la redditività degli immobili per fasce di scadenza contrattuale:

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni (1)	Valore dei beni Immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria (a) (Euro)	Locazione finanziaria (b) (Euro)	Importo Totale (c = a + b) (Euro)	% (2)
Fino a 1 anno (3)	14.714.682	778.125		778.125	12,66%
Da oltre 1 a 3 anni	4.268.835	259.600		259.600	4,22%
Da oltre 3 a 5 anni	908.226	111.527		111.527	1,81%
Da oltre 5 a 7 anni	22.654.482	1.509.060		1.509.060	24,56%
Da oltre 7 a 9 anni	22.400.000	1.319.400		1.319.400	21,47%
Oltre 9 anni	35.536.077	2.167.043		2.167.043	35,27%
A) Totale beni immobili locati	100.482.301	6.144.754	-	6.144.754	100,00%
B) Totale beni immobili non locati	4.817.699				

(1) Le fasce di scadenza ricomprendono il rinnovo taciti

(2) Percentuale sull'importo totale dei canoni

(3) I valori esposti includono anche quello delle indennità di occupazione senza titolo pari ad Euro 291.798

Nel corso del primo semestre 2010 non sono stati effettuati disinvestimenti. Per maggiori dettagli sui disinvestimenti effettuati dal Fondo dall'avvio dell'operatività si rimanda all'Allegato C della presente documento – PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO – alla data del 30 giugno 2010.

II.5 Crediti

Tale voce non risulta essere movimentata.

II.6 Depositi bancari

Tale voce non risulta essere movimentata.

II.7 Altri beni

Tale voce non risulta essere movimentata.

II.8 Posizione netta di liquidità

La presente voce esposta nel rendiconto per un totale pari ad Euro 12.635.810, risulta interamente allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile" e corrisponde alla somma dei saldi dei quattro conti correnti aperti presso la Banca Depositaria e rubricati al Fondo. Nel corso del semestre si è provveduto alla chiusura del conto corrente vincolato sul quale era depositata a garanzia la somma di Euro 700.000, relativa ad una proposta di investimento non andata a buon fine; tale importo comprensivo degli interessi maturati sono stati giro contati sul conto corrente ordinario del Fondo.

II.9 Altre attività

La voce "Altre attività" pari ad Euro 1.783.008 risulta così dettagliata:

	Importo (Euro)
Risconti attivi	64.444
Altre	1.718.564
-- crediti verso i conduttori per canoni da incassare	1.533.827
-- crediti per fatture da emettere	169.006
-- crediti per depositi cauzionali utenze	1.615
-- credito iva	4.763
-- credito diversi	9.355
Totale Altre attività	1.783.008

La sottovoce "crediti verso i conduttori", pari ad Euro 1.533.827, è esposta al

netto di un fondo svalutazione crediti di Euro 555.034 che si ritiene alla data del 30 giugno 2010 congruo sulla base delle informazioni ad oggi disponibili.

Sezione III- LE PASSIVITÀ

III.1 Finanziamenti ricevuti

La voce “Finanziamenti ipotecari”, pari ad Euro 8.820.379 accoglie l'ammontare del mutuo ipotecario acceso il 4 dicembre 2008 con Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l., banca italiana, di durata decennale. A garanzia del rimborso del debito assunto dal Fondo, è stata iscritta ipoteca di primo grado volontaria su un immobile ai sensi dell'art. 2808 del codice civile pari a 2 volte l'importo massimo del debito.

III.2 PCT

Tale voce non risulta essere movimentata.

III.3 Strumenti finanziari derivati

Tale voce non risulta essere movimentata.

III.4 Debiti verso i partecipanti

Tale voce è stata movimentata nel corso del primo semestre per effetto del pagamento dei proventi di gestione e dei rimborsi di quote effettuati. Ad oggi il saldo della voce risulta pari a zero..

III.5 Altre passività

La voce “Altre passività” pari ad Euro 1.355.748 risulta così dettagliata:

	Importo (Euro)	Importo (Euro)
Provvigioni ed Oneri maturati e non liquidati	197.326	
-- commissioni Banca depositaria 2° trim. 2010 e conguaglio		11.329
-- commissioni di gestione giugno 2010 e conguaglio		185.997
Debiti di imposta	700	
Risconti passivi	246.656	
Altre	911.066	
-- debiti per depositi cauzionali conduttori		43.230
-- debiti verso fornitori		727.777
-- fatture da ricevere		139.576
-- debiti diversi		483
Totale Altre passività	1.355.748	

Sezione IV - IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Si illustrano qui di seguito le componenti che hanno determinato la variazione del valore complessivo del Fondo tra l'avvio dell'operatività e la data del presente Rendiconto:

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITA' 26/03/2007 (data di avvio) FINO AL 30/06/2010 (data del rendiconto)		
	Importo (Euro)	In % dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse x prezzo di emissione) (1)	110.529.098	100%
-- Prima emissione quote 26/03/2007	100.000.000	
-- Seconda emissione quote 09/04/2009	14.030	
-- Terza emissione quote 09/04/2010	10.515.068	
A.1 Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A.2 Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari		
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	13.945.608	12,62%
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 della altre operazioni di gestione		
H. Oneri finanziari complessivi	(458.917)	-0,42%
I. Oneri di gestione complessivi	(6.108.784)	-5,53%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	4.258.489	3,85%
M. Imposte complessive	0	
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	(8.014.941)	-7,25%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	(4.607.862)	-4,17%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE		
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 30/06/2010	109.542.691	99,11%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO (2)	3,50%	

(1) Deve essere indicato il controvalore delle quote al valore nominale

(2) Calcolato in base al valore del fondo alla data del rendiconto, a quello iniziale e ai flussi (versamenti, proventi distribuiti, rimborsi) intervenuti fino alla data del rendiconto ed espresso su base annua

Sezione V - ALTRI DATI PATRIMONIALI

V1 Impegni assunti dal Fondo a fronte di strumenti finanziari derivati

Tale voce non risulta essere movimentata.

V2 l'ammontare delle attività e passività nei confronti di altre società del gruppo di appartenenza della SGR

Fabrica Immobiliare SGR S.p.A. non appartiene ad alcun gruppo bancario o industriale, ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n.1 del c.c. e degli art. 29 e 60 del D. Lgs del 1° settembre 1993, n. 385 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) e pertanto si caratterizza quale Società di Gestione del Risparmio indipendente, e non risultano rapporti di controllo rispetto ad altre società. Per maggiori dettagli si fa rinvio a quanto indicato nella relazione degli amministratori al § 4.

V3 Investimenti in valuta estera

Tale voce non risulta essere movimentata.

V4 Plusvalenze in sospensione di imposta

Tale voce non risulta essere movimentata.

V5 Garanzie ricevute e garanzie rilasciate

Garanzie Ricevute

Garanzie inerenti i contratti di locazione rilasciate dai conduttori pari a Euro 1.025.210 per fidejussioni ricevute.

V6 Garanzie sugli immobili

Ai sensi dell'art. 2808 del codice civile e ss., a garanzia del rimborso del finanziamento in essere è stata iscritta ipoteca di primo grado sull'immobile di via Longoni in Roma per Euro 20 milioni pari a 2 volte l'importo del debito finanziario iniziale.

Parte C - IL RISULTATO ECONOMICO DEL PRIMO SEMESTRE 2010

Sezione I - RISULTATO STRUMENTI FINANZIARI

Tale voce non risulta essere movimentata.

Sezione II - BENI IMMOBILI

Qui di seguito viene rappresentato il risultato economico della gestione del patrimonio immobiliare ripartito in funzione della tipologia dei beni stessi:

	Immobili Residenziali (Euro)	Immobili Commerciali (Euro)	Immobili Industriali (Euro)	Terreni (Euro)	Altri (Euro)	Totale (Euro)
1. PROVENTI						
1.1 canoni di locazione non finanziaria (1)		944.253	298.476		1.963.870	3.206.599
1.2 canoni di locazione finanziaria						
1.3 altri proventi		6.256	2.116		77.044	85.416
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI						
2.1 beni immobili						0
2.2 diritti reali immobiliari						
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE						
3.1 beni immobili		56.500	(200.000)		604.252	460.752
3.2 diritti reali immobiliari						
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI		(45.549)	(21.028)		(291.027)	(357.604)
5. AMMORTAMENTI						
6. ICI		(37.869)	(10.769)		(125.999)	(174.637)
6. IMPOSTA DI REGISTRO		(7.707)	(1.480)		(19.845)	(29.032)
TOTALE		915.884	67.315		2.208.295	3.191.494

(1) L'ammontare è comprensivo delle indennità di occupazione senza titolo pari ad Euro 291.798.

Sezione III - CREDITI

Tale voce non risulta essere movimentata.

Sezione IV - DEPOSITI BANCARI

Tale voce non risulta essere movimentata.

Sezione V - ALTRI BENI

Tale voce non risulta essere movimentata.

Sezione VI - ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI

La voce Oneri Finanziari, pari complessivamente ad Euro 94.548 accoglie l'ammontare degli interessi maturati sul finanziamento ipotecario in essere su un immobile di proprietà del Fondo. Il finanziamento è a tasso variabile.

Sezione VII - ONERI DI GESTIONE

VII.1 - Costi sostenuti nel periodo

Il totale delle spese sostenute dal fondo nel 1° semestre 2010 risulta essere pari ad Euro 1.538.705,75 che rappresenta il 1,454% del valore complessivo medio netto del Fondo, e sono così ripartite:

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti			
	Importo (Euro/000)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% su valore del finanziamento
1) Provvigione di Gestione	854	0,807	0,713	
-- provvigioni di base	854	0,807	0,713	
-- provvigioni di incentivo				
2) TER degli OICR in cui il fondo investe - dato extracontabile				
3) Compenso della Banca Depositaria	21	0,020	0,018	
4) Spese di revisione del fondo	28	0,026		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo (**)	16	0,015	0,013	
6) Compenso spettante agli Esperti indipendenti	30	0,028	0,025	
7) Oneri di gestione degli immobili (***)	476	0,450	0,397	
- ICI	175	0,165	0,146	
- property e facility	120	0,113	0,100	
- manutenzioni, utenze e bonifiche	42	0,040	0,035	
- condomini	16	0,015	0,013	
- interessi su depositi cauzionali	0	0,000	0,000	
- spese legali e notarili	4	0,004	0,003	
- consulenze tecniche	25	0,024	0,021	
- svalutazione crediti	47	0,045	0,040	
- Imposta di registro	19	0,018	0,016	
- Premi assicurativi	27	0,025	0,022	
8) Spese legali e giudiziarie				
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	11	0,010		
10) Altri oneri gravanti sul fondo	9	0,008		
TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (SOMMA DA 1 A 10)	1.444	1,365		
11) Oneri di negoziazione e di strumenti finanziari di cui: -- su titoli azionari -- su titoli di debito -- su derivati -- altri (da specificare)				
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	95			0,011
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo				
TOTALE SPESE (SOMMA DA 1 A 13)	1.539	1,454		

(*) Calcolato come media del periodo.

(**) trattasi di costi sostenuti per due diligence

(***) trattasi di costi al netto dei rimborsi verso i conduttori

VII.2 - Provvigione di Incentivo

- **Commissione Variabile Annuale:** a partire dal 3° (terzo) esercizio, la SGR applicherà una Commissione Variabile Annuale nella misura del 15% (quindici per cento) del Rendimento in Eccesso. Per Rendimento in Eccesso si intende la differenza tra:

- i. proventi liquidati dalla SGR o di cui la SGR abbia deliberato la distribuzione, e
- ii. l'ammontare necessario a garantire nell'esercizio di riferimento un rendimento pari a 1,5 punti percentuali oltre l'inflazione sul valore complessivo netto del Fondo, come definito al punto A che precede, rilevata sulla base dell'indice Istat dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e di impiegati nell'esercizio medesimo, al netto del Differenziale, ove negativo.

Per Differenziale si intende la differenza tra la somma dei proventi di competenza effettivamente distribuiti o di cui la SGR abbia deliberato la distribuzione nel corso degli esercizi precedenti a quello di riferimento e l'ammontare necessario a garantire il rendimento di cui al precedente punto i) nel corso degli esercizi precedenti

a quello di riferimento, sulla base dell'indice Istat relativo al medesimo periodo. La SGR avrà diritto alla Commissione Variabile Annuale solo qualora il Rendimento in Eccesso risultante compensi integralmente il Differenziale.

La Commissione Variabile Annuale relativa alla frazione di esercizio iniziale terrà conto dell'eventuale durata inferiore a 12 mesi dell'esercizio iniziale del Fondo.

La Commissione Variabile Annuale, di anno in anno provvisoriamente determinata a valere sull'esercizio di competenza, sarà conseguentemente accantonata a favore della SGR, che ne darà apposita evidenza nelle scritture contabili del Fondo.

La Commissione Variabile Annuale sarà definitivamente riconosciuta, e quindi maturerà a favore della SGR, all'atto della liquidazione del Fondo a condizione che l'ammontare dell'attivo netto del Fondo stesso, liquidato ai partecipanti, sia almeno pari o superiore all'ammontare dell'attivo netto iniziale del Fondo.

- Commissione Variabile Finale: la Commissione Variabile Finale sarà calcolata, al momento della liquidazione del Fondo, come di seguito indicato:

(i) si calcola la somma (il cui risultato è di seguito definito "Risultato Complessivo del Fondo"):

- dell'ammontare dell'attivo netto del Fondo liquidato;
- dei proventi eventualmente distribuiti - al netto delle Commissioni variabili annuali corrisposte alla SGR - e dei rimborsi parziali delle quote eventualmente effettuati; tali voci vengono capitalizzate secondo il regime di capitalizzazione composta su base annuale ad un tasso pari al 6%, che esprime il tasso interno di rendimento obiettivo del Fondo, dalla data di distribuzione di tali somme alla data di liquidazione del Fondo.

(ii) si calcola il "Valore Iniziale del Fondo", pari alla somma di tutti gli importi versati dai partecipanti capitalizzati secondo il regime di capitalizzazione composta su base annuale ad un tasso pari al 6%, fra le date di richiamo degli impegni e la data di liquidazione del Fondo;

(iii) si calcola la differenza fra il Risultato Complessivo del Fondo ed il Valore Iniziale del Fondo, capitalizzato ai sensi del precedente punto ii) (di seguito il "Rendimento Complessivo in Eccesso").

Alla SGR compete un ammontare uguale al 15% del Rendimento Complessivo in Eccesso. Il rendiconto del Fondo prevedrà un accantonamento volto a considerare l'eventuale competenza di ciascun esercizio della Commissione Variabile Finale dovuta alla Società di Gestione. Tale accantonamento sarà determinato dal consiglio di amministrazione della Società di Gestione tenendo conto dei risultati conseguiti dal Fondo nell'esercizio in corso e in quelli precedenti, dei proventi distribuiti o distribuibili, delle eventuali nuove emissioni e degli eventuali rimborsi effettuati. Tali criteri saranno indicati nella nota integrativa al rendiconto ed alla relazione sulla gestione del Fondo.

Ad oggi tali voci non risultano essere movimentate in quanto non si sono verificate le condizioni per il relativo accantonamento.

Sezione VIII - ALTRI RICAVI ED ONERI

Tale voce risulta essere così composta:

- Interessi Attivi su disponibilità liquide per Euro 10.055;
- Altri ricavi per Euro 47.791
- Altri Oneri per Euro 7.514

Sezione IX - IMPOSTE

Tale voce non risulta essere movimentata.

Il decreto-legge 31 maggio 2010 n. 78 che, all'art. 32, introduce nuove disposizioni civilistiche e fiscali riguardanti i fondi comuni d'investimento immobiliari chiusi sia per quanto riguarda il fondo sia per quanto riguarda i partecipanti non residenti nel territorio dello Stato. Il decreto è stato convertito nella legge 122/2010 e le modifiche entrano in vigore a far data dal 31 luglio 2010. Ad oggi, in mancanza dei provvedimenti attuativi, non è possibile evidenziare con precisione gli effetti che le nuove disposizioni possono avere sull'organizzazione e sulla fiscalità del fondo e dei suoi partecipanti.

Parte D - ALTRE INFORMAZIONI

Presidi atti ad evitare conflitti di interesse

La Società di Gestione vigila per l'individuazione dei conflitti di interesse, adottando, oltre alle cautele imposte dalla normativa vigente, procedure interne idonee a salvaguardare i diritti del Fondo e dei suoi Partecipanti, in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi, anche tra il Fondo e gli altri fondi dalla stessa gestiti, derivanti da rapporti con i soci della Società di Gestione stessa e/o con i gruppi cui i soci appartengono, dalla prestazione congiunta di più servizi, o da rapporti di affari propri o di altra società del gruppo dei soci.

Dichiarazione Esperti Indipendenti sull'esistenza di ipotesi di conflitto di interessi

In conformità con quanto stabilito nelle Linee Guida Assogestioni (vedi § 2 della Relazione degli Amministratori) l'Esperto Indipendente del fondo, con riferimento agli "incarichi rilevanti" – intendendosi per tali incarichi di consulenza non direttamente correlata alla valutazione degli immobili, amministrazione immobiliare, manutenzione immobiliare ordinaria/straordinaria, progettazione, sviluppo ristrutturazione immobiliare, intermediazione immobiliare - in essere alla data del 30 giugno 2010, con la SGR, il Gruppo Bancario Monte de Paschi di Siena S.p.A. e il Gruppo facente capo alla FGC S.p.A. (Gruppo Caltagirone) ha rilasciato la seguente dichiarazione *"ad oggi non vi sono incarichi rilevanti tra la società scrivente o società facenti parte del Gruppo e la SGR, il Gruppo Bancario Monte Paschi di Siena ed il Gruppo Caltagirone"*.

Di seguito si riportano i documenti allegati al Rendiconto che ne costituiscono parte integrante:

Allegato A - Prospetto dei beni immobili conferiti, acquistati e ceduti dal Fondo

Data	Oggetto	Importo (Euro)	Controparte	Gruppo di appartenenza
24/12/2009	Appezamenti di terreno agricolo	351.280	Università Campus Bio Medico	
26/11/2008	Via Parenzo n. 9 - MILANO	11.700.000	ELBER SRL	
30/06/2008	Via Scarlatti n. 6 - PERUGIA	2.430.000	FIMIT SGR S.p.A. - Fondo Beta	
30/06/2008	Via Scarlatti n. 43 - PERUGIA	4.770.000	FIMIT SGR S.p.A. - Fondo Beta	
30/06/2008	Via del Fosso n. 2b - PERUGIA	6.300.000	FIMIT SGR S.p.A. - Fondo Beta	
30/06/2008	Via Piave n. 66-68 - SARONNO (VA)	3.100.000	FIMIT SGR S.p.A. - Fondo Beta	
30/06/2008	Via dei Canestrai - CODOGNO (LO)	3.300.000	FIMIT SGR S.p.A. - Fondo Beta	
30/06/2008	Via Cassanese n. 224 - SEGRATE (MI)	5.000.000	FIMIT SGR S.p.A. - Fondo Beta	
30/06/2008	Via Uruguay n.41-43-45-47-49 - PADOVA	3.400.000	FIMIT SGR S.p.A. - Fondo Beta	
30/06/2008	Via Longoni n. 53-59-65 - ROMA	19.200.000	FIMIT SGR S.p.A. - Fondo Beta	
30/06/2008	Via Farini n. 40 - ROMA	16.500.000	FIMIT SGR S.p.A. - Fondo Beta	
02/10/2007	Località Sant'Andrea Bagni - MEDESANO	3.650.000	Santandrea S.r.l.	
01/08/2007	Via della Tecnica, nn. 4-6-8 CORREGGIO	7.700.000	Immobiliare Ve.Ga. S.p.A.	
04/07/2007	Via Luigi Ornato, n. 69 - MILANO	13.000.000	Edit S.p.A.	PAR.CO S.p.A.

Allegato B - ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO (tav. C all. IV 6.2.)

N.	Descrizione e Ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie commerciale lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico (Euro)	Ipoteche (Euro)	Ulteriori informazioni
					Canone per m2	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
1	VIA LUIGI ORNATO 69 MILANO	Residenza Sanitaria	2004	5.440	124,0	affitto	2022 (1)	Impresa Commerciale	13.280.433		
2	VIA DELLA TECNICA 4-6-8 PRATO DI CORREGGIO (RE)	Industriale	2003	7.668	77,8	affitto	2025 (1)	Impresa Industriale	7.874.433		
3	STRADA SANTA LUCIA MEDESANO (PR)	Residenza Sanitaria	2000	2.482	94,9	affitto	2012	Impresa Commerciale	3.737.091		
4	VIA SCARLATTI 6 PERUGIA	Ufficio Pubblico	1956	2.017	88,7	affitto	2017	Pubblica Amministrazione	2.511.178		
5	VIA SCARLATTI 43 PERUGIA	Ufficio Pubblico	1962	3.585	85,7	affitto	2017	Pubblica Amministrazione	4.892.377		
6	VIA DEL FOSSO 2 Bis PERUGIA	Ufficio Pubblico	1974-1984	3.951	106,1	affitto	2011	Pubblica Amministrazione	6.437.252		
7	VIA PIAVE 66-68 SARONNO (VA)	Ufficio	1985	4.079	0,0	-	-	-	3.167.963		
8	VIA DEI CANESTRAI 1 CODOGNO (LO)	Caserma	1950-1980	4.486	65,0	affitto	2015	Pubblica Amministrazione	3.402.965		
9	VIA CASSANESE 224 SEGRATE (MI)	Ufficio	1986	5.006	46,9	affitto	dal 2011 al 2019	Imprese Commerciali	5.148.520		
10	VIA URUGUAY 41-49 PADOVA	Ufficio	1987	3.588	65,0	affitto	dal 2015 al 2016	Imprese Commerciali	3.471.109		
11	VIA LONGONI 53-59-65 ROMA	Ufficio Pubblico	1975	13.609	97,0	affitto	2018	Pubblica Amministrazione	20.661.397	20.000.000	
12	VIA FARINI 40 ROMA	Ufficio Pubblico	1870-1880	4.059	222,4	affitto-indennità occupazione	dal 2010 al 2017	Pubblica Amministrazione - Imprese commerciali	16.849.953		
13	VIA PARENZO 9 MILANO	Residenza Sanitaria	2007	5.574	130,2	affitto	2025 (1)	Imprese Commerciali	11.978.000		
	TOTALE			65.544					103.412.671		

(1) la scadenza contratto ricomprende il rinnovo tacito di 9 anni

Allegato C – PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (tav. B all. IV 6.2)

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (dall'avvio operativo alla data del rendiconto)									
Cespiti disinvestiti	Quantità	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'Investimento
		data	Costo di acquisto (Euro) (1)	(Euro) (2)	data	Ricavo di vendita	(3)	(Euro)	
Roma appezzamenti di agricolo siti in Roma, pertinenza del complesso immobiliare via Longoni	2	30/06/08	38.400	-	24/12/09	351.280	-	2.000	310.880

- (1) determinato in misura percentuale rispetto al valore di acquisto dell'intero immobile sito in Roma in via Longoni.
- (2) data la particolare ubicazione e destinazione, le porzioni di terreno in oggetto non sono state valorizzate dall'esperto indipendente
- (3) trattasi di terreno agricolo pertinenziale e pertanto non produttivo di alcun provento

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 156
E DELL'ARTICOLO 9 DEL DLGS 24 FEBBRAIO 1998, N. 58
(ORA AI SENSI DELL'ARTICOLO 14 DEL DLGS 27 GENNAIO 2010, N°39)**

Ai partecipanti al Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso
"SOCRATE"

- 1 Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto di gestione semestrale del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "SOCRATE", costituito dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa per il periodo infrannuale chiuso al 30 giugno 2010. La responsabilità della redazione del rendiconto di gestione semestrale in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 compete agli amministratori della Società di Gestione del Fondo, Fabbrica Immobiliare SGR SpA. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto di gestione semestrale e basato sulla revisione contabile.
- 2 Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il rendiconto di gestione semestrale sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel rendiconto di gestione semestrale, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo ai rendiconti di gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alle relazioni da noi emesse in data 1 marzo 2010 e 4 agosto 2009.

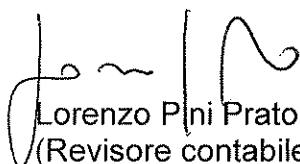
- 3 A nostro giudizio, il rendiconto di gestione semestrale del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Socrate" al 30 giugno 2010 è conforme al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la

situazione patrimoniale ed il risultato del Fondo per il periodo infrannuale chiuso a tale data.

- 4 A titolo di richiamo di informativa, si evidenzia quanto illustrato dagli amministratori della Fabrica Immobiliare SGR SpA nel rendiconto di gestione semestrale del Fondo Socrate al 30 giugno 2010 nella Parte C della nota integrativa e nel paragrafo 2 della relazione degli amministratori in merito al Decreto legge n. 78 del 31 maggio 2010, che, all'art. 32, introduce nuove disposizioni civilistiche e fiscali riguardanti i fondi comuni di investimento immobiliare.
- 5 La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori, in conformità a quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 compete agli amministratori della Fabrica Immobiliare SGR SpA. E' di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto della gestione semestrale, come richiesto dall'art.156, comma 4-bis, lettera d), del D.lgs. 58/98. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n. 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con il rendiconto della gestione semestrale del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Socrate" per il periodo infrannuale chiuso al 30 giugno 2010.

Roma, 6 agosto 2010

PricewaterhouseCoopers SpA


Lorenzo Pini Prato
(Revisore contabile)