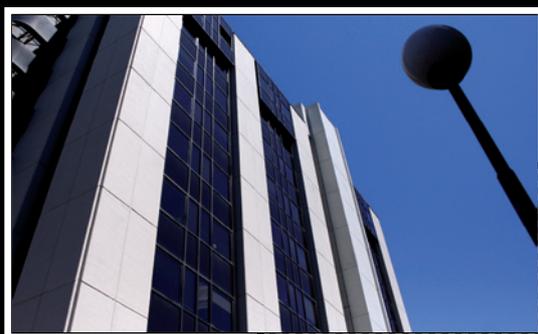


FONDO SOCRATE

Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso
istituito e gestito da Fabrica Immobiliare SGR S.p.A.

Rendiconto al 31 dicembre 2011 e Relazione degli Amministratori



FABRICA IMMOBILIARE

Sommario

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI.....	2
RENDICONTO AL 31/12/2011	29
NOTA INTEGRATIVA	33
PARTE A - ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA	33
PARTE B - LE ATTIVITÀ, LE PASSIVITÀ E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	36
Sezione I - CRITERI DI VALUTAZIONE	36
Sezione II - LE ATTIVITÀ.....	38
Sezione III- LE PASSIVITÀ	42
Sezione IV - IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	43
Sezione V - ALTRI DATI PATRIMONIALI	44
PARTE C - IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO	45
Sezione I - RISULTATO STRUMENTI FINANZIARI	45
Sezione II - BENI IMMOBILI.....	45
Sezione III - CREDITI.....	46
Sezione IV - DEPOSITIBANCARI	46
Sezione V - ALTRI BENI	46
Sezione VI - ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI.....	46
Sezione VII - ONERI DI GESTIONE.....	47
Sezione VIII - ALTRI RICAVI ED ONERI	48
Sezione IX - IMPOSTE.....	48
PARTE D - ALTRE INFORMAZIONI	49
ALLEGATO A - PROSPETTO DEI BENI IMMOBILI CONFERITI, ACQUISTATI E CEDUTI DAL FONDO	50
ALLEGATO B - ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO (TAV. C ALL. IV 6.2.)	51
ALLEGATO C - PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (TAV. B ALL. IV 6.2)	51
ALLEGATO D - ELENCO DEI BENI DI CUI AL DM 24 MAGGIO 1999 N. 228	52
ALLEGATO E - PARTECIPAZIONE.....	53

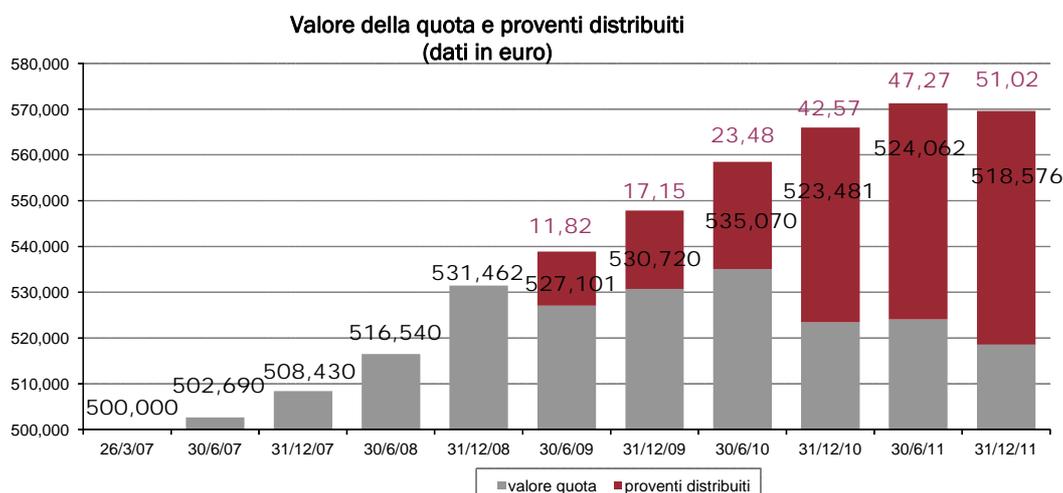
RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

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 è stato raccolto tra oltre 6.000 sottoscrittori per un totale di Euro 100 milioni ed un valore per singola quota pari a 500 euro.

Il Fondo, come previsto dall'art. 20.9 del Regolamento di gestione, si caratterizza fino al 2013 per avere finestre annuali di sottoscrizioni e rimborsi. Pertanto, a partire dal 2008 Fabrica Immobiliare SGR S.p.A. (di seguito la "SGR", "Fabrica" o "Società"), dal 1 ottobre al 31 dicembre di ogni anno, ha provveduto alla riapertura periodica delle sottoscrizioni consentendo al contempo a tutti i partecipanti di richiedere, secondo le modalità ed i limiti stabiliti dall'art. 20.10, il rimborso anticipato di tutte o parte delle quote possedute; l'esito di tali riaperture è rappresentato nei paragrafi seguenti.

L'evoluzione del valore della quota e dei proventi semestrali cumulati dall'avvio del Fondo al 31 dicembre 2011 è rappresentato sinteticamente dal seguente grafico:



Tenuto conto dei proventi complessivamente distribuiti, il Tasso Interno di Rendimento (TIR)¹ del Fondo alla data del 31 dicembre 2011 è pari al 2,80% annuo.

Al 31 dicembre 2011 il patrimonio del Fondo è prevalentemente 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 ricorso alla leva finanziaria si mantiene su livelli contenuti con un rapporto tra finanziamenti e valore corrente degli immobili e delle partecipazioni in società immobiliari pari a circa il 17,58 %.

L'esercizio 2011 si è chiuso con un utile, pari ad Euro 874.992, comprensivo di un risultato negativo derivante da minusvalenze nette generate dal processo di valutazione degli immobili, pari ad Euro 2.916.628; tali minusvalenze sono state determinate prevalentemente dal recepimento, nel processo valutativo, dell'incremento delle imposte sugli immobili previste a partire dal 2012.

Si descrivono di seguito le attività di investimento/disinvestimento e gestione poste in essere nel corso dell'anno 2011.

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.

GLI INVESTIMENTI/DISINVESTIMENTI EFFETTUATI

Nel corso dell'anno è proseguita l'attività di ricerca di nuove opportunità di investimento nei comparti direzionale e commerciale, in linea con gli obiettivi di *asset allocation* e le linee strategiche di gestione del Fondo approvati nel 2010 e nel 2011. Tale attività si è concretizzata con il perfezionamento di due nuovi investimenti nei comparti direzionale e commerciale. Nel dettaglio:

- il 16 maggio 2011 è stato acquistato un immobile ad uso uffici sito a Torino in Strada del Lionetto n.6, ad un prezzo di Euro 8,1 milioni oltre iva ed imposte di legge. L'edificio oggetto di acquisizione si articola in sei piani fuori terra, un terrazzo di copertura, due piani interrati ed un'area esterna adibita a parcheggio. Il pagamento del prezzo è avvenuto mediante la liquidità a disposizione del Fondo. Il rendimento lordo a regime dell'investimento è pari a circa il 7% annuo.
- il 27 ottobre 2011 è stato acquistato un centro commerciale, sito nel Comune di Treviglio (BG), via Monte Grappa n. 31. Nell'ambito dell'operazione di investimento è stata costituita un'apposita società a responsabilità limitata la Socrate Retail S.r.l., interamente detenuta dal Fondo Socrate, che ha acquisito le autorizzazioni operative relative alla galleria commerciale, nonché il diritto di superficie relativo ad una porzione dell'immobile destinata a parcheggio al piano interrato. Il valore complessivo dell'operazione è stato pari ad Euro 26,4 milioni oltre iva ed imposte di legge. Il rendimento lordo a regime dell'investimento è pari a circa il 7% annuo.

Nel corso del 2011 è proseguita l'attività di ricerca di potenziali acquirenti per il disinvestimento di quegli immobili che risultano meno idonei ad una composizione efficiente del portafoglio. Al riguardo sono attivi mandati di intermediazione a primari operatori del settore per la vendita degli immobili di via Uruguay a Padova e via Piave a Saronno.

Di seguito si riporta un prospetto riepilogativo del portafoglio di immobili e società immobiliari di proprietà del Fondo al 31 dicembre 2011:

Immobili

N.	Ubicazione		Tipologia	Superficie commerciale lorda (mq)	Prezzo di acquisto (Euro)	Valutazione al 31 dicembre 2011 (Euro)
	Indirizzo	Comune				
1	Via Ornato, 69	Milano	RSA	5.440	13.000.000	12.600.000
2	Via della Tecnica, 4-6-8	Prato di Correggio (RE)	Industriale	7.668	7.700.000	6.300.000
3	Strada Santa Lucia	Medesano (PR)	RSA	2.482	3.650.000	3.600.000
4	Via Scarlatti, 6	Perugia	Uffici Pubblici	2.017	2.430.000	2.600.000
5	Via Scarlatti, 43	Perugia	Uffici Pubblici	3.585	4.770.000	4.600.000
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	2.600.000
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	4.500.000
10	Via Uruguay, 41-49	Padova	Uffici	3.588	3.400.000	3.200.000
11	Via Longoni, 53-59-65	Roma	Uffici Pubblici	13.609	19.200.000	21.900.000
12	Via Farini, 40	Roma	Uffici Pubblici	4.059	16.500.000	17.600.000
13	Via Parenzo, 9	Milano	RSA	5.574	11.700.000	11.900.000
14	Via Milano, 47	Genova	Hotel/Commerciale	6.847	15.000.000	14.800.000
15	Strada del Lionetto, 6	Torino	Uffici	8.696	8.100.000	7.800.000
16	Via Monte Grappa, 31	Treviglio (Bg)	Commerciale	29.429	22.450.000	25.200.000
				110.516	145.600.000	149.000.000

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 149 milioni con un incremento, rispetto al valore di acquisto, pari al 2,34%.

Il portafoglio immobiliare del Fondo risulta prevalentemente locato, con un monte canoni annuo complessivo al 31 dicembre 2011 pari a circa Euro 9,4 milioni ed una redditività lorda pari al 6,45% circa rispetto ai valori di acquisto, e pari al 6,30% rispetto al valore corrente.

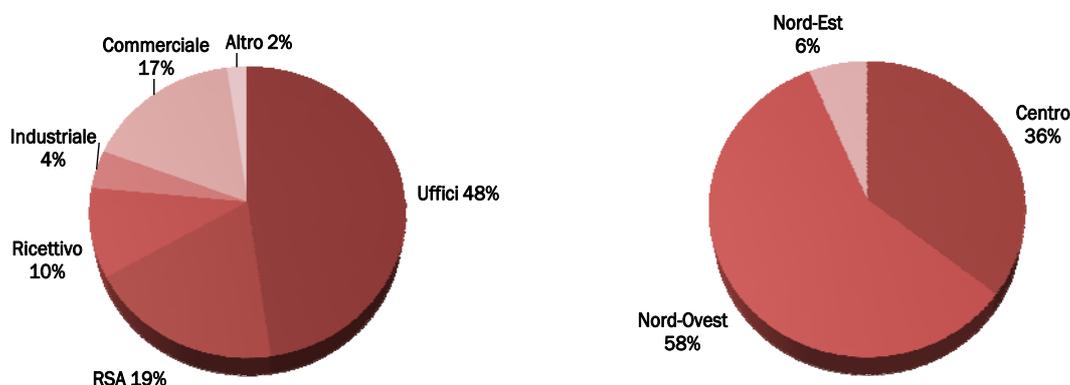
Partecipazioni societarie

Denominazione	Quota partecipazione	Prezzo di acquisto/ costituzione (Euro)	Valutazione al 31 dicembre 2011 (Euro)
Socrate Retail S.r.l.	100%	4.116.500	4.592.000

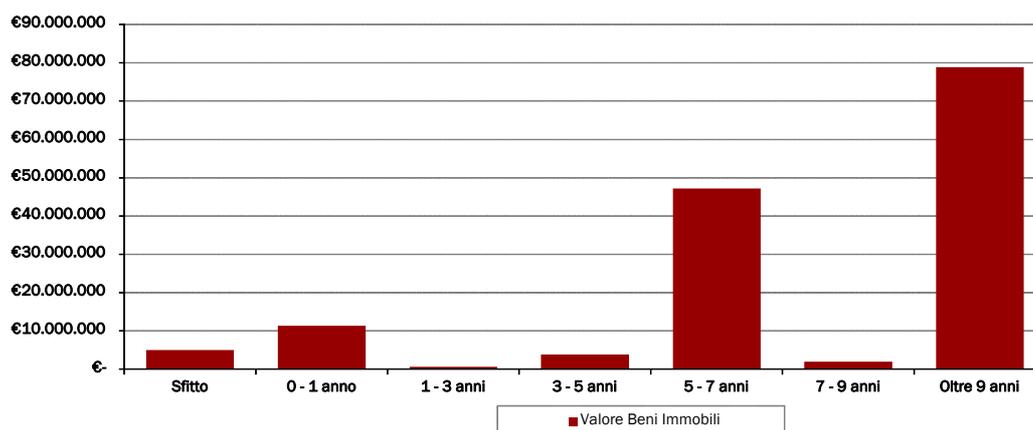
La partecipazione detenuta dal Fondo nella Socrate Retail S.r.l. è stata valutata dall'Esperto Indipendente pari ad Euro 4.592.000.

I finanziamenti ipotecari in essere alla data del presente rendiconto sono complessivamente pari a circa euro 27 milioni (si veda al riguardo il dettaglio contenuto in Nota Integrativa) e comportano un livello di indebitamento rispetto al valore al 31 dicembre 2011 del portafoglio immobiliare comprensivo delle partecipazioni in società immobiliari pari al 17,58% ed un grado di utilizzo del 28,98%, con riferimento ai limiti regolamentari.

Asset allocation per valore degli immobili al 31 dicembre 2011



Valore degli immobili per fasce di scadenza contrattuale



L'ATTIVITÀ DI GESTIONE

L'attività del Fondo nel corso dell'esercizio 2011 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 di locazione in scadenza e regolarizzazione delle situazioni pendenti. Sono proseguite le attività per la regolarizzazione della posizione di indennità di occupazione

con il Ministero dell'Interno inerente una porzione dell'immobile sito in Roma, Via Farini 40. Al riguardo la Prefettura di Roma in data 30 maggio 2011 ha comunicato l'avvenuta formalizzazione del parere di congruità relativo al canone di locazione da parte dell'Agenzia del Demanio, e ad oggi è in corso l'iter per la formalizzazione del contratto.

A seguito della disdetta formalizzata al Ministero degli Interni il 5 aprile 2011, con riferimento alla porzione contrattualizzata dell'immobile di via Farini, il giorno 11 agosto 2011 è stata notificata allo stesso conduttore l'intimazione di licenza per finita locazione. Ad oggi, su disposizione del giudice, è in corso l'attività di mediazione tra le parti.

Nel corso dell'esercizio, sono cessati due contratti di locazione, il primo (Segrate - MI, via Cassanese - uffici) attraverso la sottoscrizione di un accordo transattivo con il conduttore ed il recupero parziale del credito vantato, ed il secondo (Roma, via Farini - unità commerciale) per scadenza naturale del contratto. Inoltre, sono stati rinnovati, a condizioni economiche migliorative, due contratti di locazione relativi alle unità commerciali dell'immobile di via Farini a Roma, e stipulato un nuovo contratto per la locazione di un intero piano ad uffici dell'immobile di via Cassanese a Segrate.

- 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 31 dicembre 2011 è pari a circa Euro 3,5 milioni. Al riguardo, per il recupero dei crediti vantati nei confronti del Ministero degli Interni, pari a circa Euro 2,7 milioni, e relativi all'immobile sito in Roma, via Farini, sono stati presentati ricorsi per decreto ingiuntivo al Tribunale Civile di Roma. Si segnala inoltre che per parte dei decreti ingiuntivi è stata concessa la provvisoria esecutività ed è stato disposto l'atto di pignoramento presso terzi, per il quale la Banca d'Italia il 15 settembre 2011 ha comunicato l'indisponibilità momentanea di fondi. Altresì, nel corso del semestre è proseguita l'attività finalizzata al recupero del credito scaduto relativo al conduttore dell'immobile di Prato di Correggio, che al 31 dicembre 2011 ammonta a circa Euro 0,65 milioni. Con riferimento a tale attività si rimanda al § 5;
- 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 tecnico-amministrativa degli immobili ed è stata inoltre verificata la regolare erogazione dei servizi agli immobili da parte delle amministrazioni condominiali;
- all'attività di valorizzazione finalizzata alla locazione, attraverso il completamento dei lavori di ristrutturazione inerenti una porzione dell'immobile di via Cassanese a Segrate (MI);
- all'attività di verifica e regolarizzazione del patrimonio immobiliare ai sensi della legge n.122 del 2010. Al riguardo si segnala che a giugno è stata completata l'attività di verifica catastale ed edilizia su tutti gli immobili del Fondo.

Per consentire l'investimento della liquidità temporaneamente non utilizzata del Fondo, nel corso del primo semestre, è stato concluso dalla SGR un accordo per l'investimento in *time deposit* con la Banca Monte dei Paschi di Siena. Trattandosi di un'operazione conclusa con uno degli azionisti di Fabrica, per il perfezionamento dell'atto, si è proceduto a verificare che le condizioni offerte dalla Banca fossero in linea con quelle praticate dal mercato e ad acquisire il parere degli amministratori indipendenti della SGR.

Nel corso del secondo semestre, al fine di garantire il rispetto dei limiti regolamentari di investimento della liquidità in *time deposit* fissati dalla normativa di settore, è stato perfezionato dalla SGR un ulteriore accordo con la Banca Popolare di Vicenza. Si sottolinea che alla data del 31 dicembre 2011 non è stato attivato alcun deposito di liquidità con la Banca su menzionata.

2 DESCRIZIONE DI EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA PER L'ORGANISMO COLLETTIVO DI GESTIONE DEL RISPARMIO ("OICR") VERIFICATISI NELL'ESERCIZIO 2011 E EFFETTI DEGLI STESSI SULLA COMPOSIZIONE DEGLI INVESTIMENTI E, PER QUANTO POSSIBILE, SUL RISULTATO ECONOMICO DI ESERCIZIO

Nomina del Presidente del Consiglio di Amministrazione e di un Consigliere

In data 22 novembre 2011, il Sig. Alfredo Monaci ha rassegnato le proprie dimissioni sia dalla carica di Presidente del Consiglio di Amministrazione della SGR sia di Consigliere. In pari data anche l'Avv. Roberto Martini ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Consigliere della SGR.

A seguito di tali circostanze, il Consiglio di Amministrazione, nella riunione del 29 novembre 2011, ha nominato Presidente del Consiglio di Amministrazione l'Avv. Raffaele Giovanni Rizzi e Consigliere l'Arch. Rossano Semplici sino all'Assemblea che sarà chiamata ad approvare il bilancio al 31 dicembre 2011, ai sensi dell'art. 2386 c.c..

Modifiche regolamentari

In data 11 marzo 2011 il Consiglio di Amministrazione della Società ha deliberato le modifiche del regolamento di gestione del Fondo al fine di recepire le nuove previsioni del DM 228/1999, così come modificato dal DM 197/2010.

In particolare il Consiglio di Amministrazione ha approvato, con efficacia dall'11 marzo 2011, le modifiche relative:

- al periodo di grazia attribuendo alla SGR la facoltà di disporre dello stesso per il completo smobilizzo degli investimenti, senza autorizzazione della Banca d'Italia, ma unicamente comunicando a quest'ultima ed alla Consob i motivi della decisione;
- al termine per la convocazione dell'Assemblea dei Partecipanti ed alla facoltà di ricorrere al tribunale in caso di inadempimento della SGR nella convocazione della stessa.

Tali modifiche sono approvate dalla Banca d'Italia in via generale, ai sensi del Titolo V, Cap. II, Sez. III, Par. 4 del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005.

In data 27 maggio 2011 il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione ha deliberato la modifica del Regolamento di gestione del fondo, connessa alla variazione della sede legale della Banca Depositaria da Milano, via Col Moschin 5 a Milano, via Ferrante Aporti 10.

Anche tali modifiche regolamentari sono state approvate in via generale dalla Banca d'Italia ed hanno avuto efficacia dal 27 maggio 2011.

Nota della Banca d'Italia del 10 giugno 2011

Con la nota del 10/06/2011 (di seguito la "Nota") la Banca d'Italia ha chiarito che per effetto dell'art. 8, comma 9 del Decreto Legge 70 del 13 maggio 2011 (cd. Decreto Sviluppo), le modifiche apportate all'art. 37, comma 2, lett. B bis) del TUF dall'art. 32, comma 1, lett. c) del D.L. 78/2010 devono intendersi di immediata applicazione (a far tempo dalla data di entrata in vigore del Decreto Sviluppo e cioè dal 14 maggio 2011).

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

Peraltro, le modifiche introdotte dalla normativa non fanno venir meno il potere di vigilanza della Banca d'Italia, rafforzando invece i profili di responsabilità della SGR non essendo più il regolamento di gestione sottoposto all'autorizzazione dell'Organo di Vigilanza.

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

Decreto legge 13 maggio 2011, n. 70, articolo 8, comma 9, convertito dalla legge 12 luglio 2011, n. 106 (Decreto Sviluppo)

Si segnala che l'articolo 8, comma 9, del decreto legge 13 maggio 2011, n. 70, convertito, con modificazioni, dalla legge 12 luglio 2011, n. 106 ("il decreto n. 70"), ha introdotto alcune modifiche alla normativa di settore, di cui all'art. 32 del Decreto Legge 78 del 31 maggio 2010. In particolare, a decorrere dal 2011, per i partecipanti che possiedono, direttamente o indirettamente, quote di partecipazione in misura superiore al 5 per cento del patrimonio del fondo, i redditi conseguiti dai fondi e rilevati nei rendiconti di gestione sono imputati per trasparenza, e come tali sono imponibili in ciascun periodo d'imposta, a prescindere dalla loro percezione. Tale disposizione trova applicazione sempreché si tratti di partecipanti diversi da: a) Stato o ente pubblico; b) Organismi d'investimento collettivo del risparmio; c) forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria; d) imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche; e) intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale; f) soggetti e patrimoni indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in paesi o territori che consentano uno scambio d'informazioni finalizzato ad individuare i beneficiari effettivi del reddito o del risultato della gestione e sempreché siano indicati nel decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di cui all'articolo 168-bis, comma 1, del testo unico delle imposte sui redditi di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917; g) enti privati residenti in Italia che perseguono esclusivamente le finalità indicate nell'articolo 1, comma 1, lett. c-bis) del d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153, nonché società residenti in Italia che perseguono esclusivamente finalità mutualistiche; h) veicoli costituiti in forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50 per cento dai soggetti indicati nelle precedenti lettere.

Il partecipante è tenuto ad attestare alla società di gestione la partecipazione detenuta in misura superiore al 5 per cento del patrimonio del fondo. Nell'ipotesi in cui il reddito sia imputato per trasparenza non si applica la ritenuta prevista dall'articolo 7 del decreto n. 351.

Ai sensi dell'articolo 32, comma 4, del decreto n. 78 i proventi relativi alle quote possedute dai soggetti non residenti diversi da quelli indicati nel comma 3, che possiedono quote di partecipazione in misura superiore al 5 per cento del patrimonio del fondo sono in ogni caso assoggettati a ritenuta a titolo d'imposta del 20 per cento.

Si segnala, inoltre, che nel caso di cessione delle quote di partecipazione in misura superiore al 5 per cento da parte dei soggetti diversi da quelli indicati nell'articolo 32, comma 3, del decreto n. 78 del 2010 come modificato dall'articolo 8, comma 9, del decreto n. 70, le plusvalenze e minusvalenze sono assimilate a quelle derivanti dalla cessione di quote di partecipazione nelle società personali indicate nell'articolo 5 del testo unico delle imposte sui redditi.

In ultimo, l'articolo 32, comma 4-bis, del D.L. 78/2010, come modificato dall'articolo 8, comma 9, del Decreto 70/ 2011, prevede che i partecipanti, diversi da quelli indicati nel comma 3, che alla data del 31 dicembre 2010, detenevano una partecipazione al fondo superiore al 5 per cento, sono tenuti a corrispondere un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 5 per cento commisurata al valore medio delle quote possedute nel periodo d'imposta risultante dai prospetti periodici redatti nel 2010. L'imposta è versata direttamente dal partecipante in un'unica soluzione entro il 16 giugno 2012 o per il tramite della SGR o dell'intermediario depositario delle quote, in due rate di uguale importo la prima entro il 16 dicembre 2011, la seconda entro il 16 giugno 2012. Il valore assoggettato ad imposta sostitutiva costituisce il nuovo costo fiscalmente riconosciuto delle quote in caso di cessione o realizzo.

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

La Società ha aderito alle 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, adeguando ai principi ivi sanciti le proprie procedure interne rilevanti in materia.

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.

Comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010 "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento"

La SGR, in linea con i contenuti della comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010 "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento" (di seguito le Linee Applicative), adotta una procedura aziendale in tema di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

Tale procedura descrive e prescrive, tra le altre cose:

- le attività di predisposizione, verifica, autorizzazione e trasmissione dei dati rilevanti per lo svolgimento da parte dell'Esperto Indipendente delle attività ad esso rimesse;
- le modalità di verifica dell'adeguatezza del processo valutativo inerente alle valutazioni periodiche nonché ai giudizi di congruità redatti dagli esperti indipendenti. Ciò al fine di fornire al Consiglio di Amministrazione di Fabrica Immobiliare gli elementi utili per sottoporre ad analisi critica le relazioni di stima ovvero i giudizi di congruità.

Sulla scorta di quanto previsto nella summenzionata procedura, si sintetizzano di seguito i principali presidi procedurali adottati nel corso del primo semestre 2011 nella gestione dei rapporti con l'esperto indipendente del Fondo:

- predisposizione, verifica e consegna dei dati inerenti il patrimonio immobiliare all'esperto indipendente da parte del Team di Gestione del Fondo, c.d. controllo di primo livello;
- analisi della relazione di stima da parte del Team di controllo di secondo livello, volta ad accertare l'adeguatezza del processo valutativo dell'esperto indipendente, la coerenza dei criteri di valutazione dai medesimi utilizzati con quelli previsti dalla normativa vigente, la correttezza nell'elaborazione dei dati e la coerenza delle assunzioni di stima;
- accertamento dell'adeguatezza delle procedure adottate, esame ed approvazione della relazione di stima da parte del Consiglio di Amministrazione sulla base delle note redatte dal Team di Controllo di secondo livello.

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.

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.

Nella terza finestra di riapertura, relativa al periodo ottobre-dicembre 2010, sono state sottoscritte 46.929 quote, per un controvalore di Euro 24.345.874, e rimborsate 4.849 quote, per un controvalore di Euro 2.515.569.

Di seguito una tabella di sintesi dell'esito della riapertura delle sottoscrizioni 2008/2010:

Finestra	Periodo di Offerta	Target minimo raccolta lorda (Euro) A	Valore di riferimento (Euro)	Ammontare raccolta (Euro) B	Scostamento (Euro) A - B	Ammontare rimborsi (Euro) (*)	Raccolta netta (Euro)
Collocamento Iniziale	Dal 01/10/2006 al 02/03/2007	100.000.000	500,000	100.000.000	-	-	100.000.000
1°	Dal 01/10/2008 al 31/12/2008	10.000.000	519,642	14,030	- 9.985,970	- 3.942.004	3.927.974
2°	Dal 01/10/2009 al 31/12/2009	10.000.000	524,390	10.515.068	515,068	- 4.072.937	6.442.131
3°	Dal 01/10/2010 al 31/12/2010	6.000.000	518,781	24.345.874	18.345,874	- 2.515.569	21.830.305

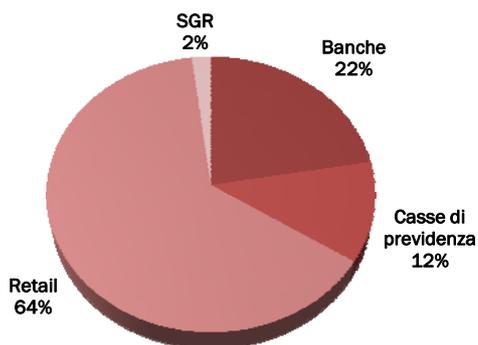
(*) Le quote relative alla 1° finestra sono state rimborsate il 19/04/2009 (n. 7.586 quote) ed il 19/04/2010 (n. 1.027 quote)

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 246.806.

Al 31 dicembre 2011 il 100% delle richieste di rimborso è stato evaso.

Ripartizione percentuale per tipologia di sottoscrittori



Nel periodo 1° ottobre 2011 – 31 dicembre 2011 è stata effettuata la quarta riapertura delle sottoscrizioni del Fondo. Come previsto nel Regolamento di gestione, nello stesso periodo sono state raccolte anche richieste di rimborso.

A tal fine la SGR ha incaricato quale Responsabile del Collocamento MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. Il collocamento è avvenuto tramite i seguenti collocatori:

- Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.;
- Banca Antonveneta S.p.A.;
- Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli S.p.A..

Il prospetto di offerta è stato depositato presso la CONSOB in data 29 settembre 2011 a seguito dell'approvazione comunicata con nota dell'27 settembre 2011 n. DIN/11080104. In data 23 dicembre

2011 è stato invece depositato in CONSOB il supplemento al prospetto di offerta, a seguito dell'acquisto dell'immobile sito in TREVIGLIO, con approvazione comunicata il 21 dicembre 2011 n. DIN/11100684.

La domanda per l'ammissione a quotazione

In conformità a quanto previsto dall'art. 5 del D.M. n. 228/99 e dal Regolamento di Gestione, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato in data 26 febbraio 2009 di richiedere a Borsa Italiana l'ammissione delle quote del Fondo alla negoziazione sul MTF (oggi Mercato degli *Investment Vehicles*, di seguito il "MIV"). A tal fine, in data 2 marzo 2009, la SGR ha presentato a Borsa Italiana apposita istanza, la cui istruttoria è stata interrotta a fronte delle previsioni del Regolamento del Fondo che consentono la possibilità di rimborsi anticipati in coincidenza di emissioni successive delle quote. Peraltro, con nota del 10 giugno 2011, Borsa Italiana ha riconsiderato gli elementi ostativi alla quotazione, in considerazione dell'impatto del nuovo comma 2-ter dell'articolo 12 del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze che ha introdotto, per i fondi le cui quote sono destinate alla quotazione, il divieto di ricorrere a finanziamenti per far fronte alle richieste di rimborso anticipato. La SGR sta quindi valutando di concerto con le Autorità di Vigilanza e con Borsa Italiana i tempi e i modi per l'eventuale riapertura dell'istruttoria di quotazione del Fondo nell'interesse dei partecipanti al Fondo.

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

Nella seconda metà dell'anno le prospettive di crescita dell'economia mondiale hanno subito un peggioramento, soprattutto per via del brusco rallentamento del ritmo di crescita delle economie avanzate e nonostante la sostanziale tenuta dei Paesi emergenti, sostenuti da una domanda interna piuttosto robusta. Le più recenti proiezioni dell'FMI sulla crescita prevedono per l'anno appena concluso un tasso di crescita del Pil del 4%, cui contribuiscono con un +1,6% le economie evolute e con un +6,4% i Paesi emergenti. In questo momento le prospettive di un possibile proseguimento degli attuali ritmi di crescita anche per il 2012 sono fortemente influenzate dall'incertezza per la tenuta dei conti pubblici degli Stati (tenuta del c.d. debito sovrano) e dai timori per la stabilità del sistema bancario.

Nel corso dell'anno, la crescita dell'intera area Euro si è attestata su di un tendenziale dell'1%, con la Germania che ha registrato una *performance* superiore (+1,6%) e l'Italia che si è posizionata ben al di sotto della media (+0,3%). Se solo ad ottobre di quest'anno le stime degli analisti prevedevano per il prossimo anno un rallentamento della crescita media in Europa dal +1,5% del 2011 al +1%, la revisione a dicembre di questi dati da parte del Centro Studi Confindustria porta a stimare come probabile una contrazione del Pil del -0,5% nell'area Euro e del -1,6% per l'Italia, dove la recessione ha iniziato a produrre i suoi effetti già nel terzo trimestre del 2011.

Le previsioni del CSC per l'Italia (Var. %)				
	2010	2011	2012	2013
Prodotto interno lordo	1,5	0,5	-1,6	0,6
Consumi delle famiglie residenti	1,0	0,6	-1,0	0,4
Investimenti fissi lordi	2,4	1,1	-4,8	1,7
Esportazioni di beni e servizi	12,2	4,2	0,2	3,6
Importazioni di beni e servizi	12,7	2,3	-1,3	3,4
Saldo commerciale ¹	-1,3	-1,5	-0,2	0,3
Occupazione totale (ULA)	-0,7	0,9	-0,6	-0,2
Tasso di disoccupazione ²	8,4	8,0	8,6	9,0
Prezzi al consumo	1,5	2,8	2,2	2,1
Retribuzioni totale economia ³	2,2	1,9	1,5	1,7
Saldo primario della P.A. ⁴	-0,1	1,1	4,0	5,5
Indebitamento della P.A. ⁴	4,6	3,9	1,5	0,1
Debito della P.A. ⁴	118,4	120,3	121,3	118,0

¹ Fob-fob, valori in percentuale del PIL; ² valori percentuali; ³ per ULA; ⁴ valori in percentuale del PIL.

Nel corso della seconda parte dell'anno, il livello dei prezzi al consumo è rimasto mediamente alto nelle economie avanzate, per effetto del rialzo delle materie prime registrato nei primi mesi del 2011. Nel nostro

Paese questa situazione si è tradotta in un rialzo del tendenziale annuo dell'inflazione ad ottobre attorno al 2,7% (fonte: Istat), con una previsione per fine anno del 2,5%-2,6% (fonte: Consensus Economics). Per il 2012 è previsto un abbassamento del dato attorno all'1,9%, in linea con gli obiettivi di stabilità della Bce.

Il terzo trimestre del 2011 si è contraddistinto per un marcato aumento della **volatilità sui mercati finanziari** per effetto de:

1. il deterioramento delle prospettive di crescita dei Paesi avanzati,
2. l'inasprimento delle tensioni sul sistema bancario e, specie nell'area Euro, sui debiti sovrani.

Tale contesto ha favorito:

1. la ricomposizione dei portafogli degli investitori a vantaggio delle attività a minor rischio quali, ad esempio, i titoli di debito pubblico dei Paesi ritenuti più solidi, oltre ai beni e le valute rifugio (quali oro e franco svizzero),
2. l'avvio di un periodo di forti ribassi dei corsi azionari e obbligazionari privati, più accentuati nel comparto bancario, considerato al momento fortemente esposto verso il debito sovrano per via della consistenza nei portafogli di investimento di titoli pubblici. Ciò ha determinato un forte aumento del premio al rischio per le obbligazioni *corporate*.

Nell'area Euro in particolare, si è assistito ad un forte innalzamento dei differenziali (c.d. *spread*) di rendimento dei titoli di debito pubblico di diversi Stati (Italia e Spagna in primis) rispetto al *Bund* tedesco (i cui rendimenti nel contempo si sono ridotti dal 3% al 2%), i cui massimi sono stati raggiunti nel mese di novembre e che tuttora permangono su livelli elevati. Per l'Italia la crescita degli *spread* sul *Bund* tedesco è stata indotta non solo dall'aggravarsi della situazione del debito greco ma anche dall'accentuarsi dei dubbi degli operatori circa la tenuta a medio-lungo termine dei conti pubblici, nonostante l'approvazione tra luglio e agosto di due manovre finanziarie correttive e una situazione delle partite correnti ben migliore di quanto riscontrabile in Paesi con merito di credito superiore all'Italia.

Il Mercato Immobiliare Italiano

Dopo quattro trimestri consecutivi di caduta dei volumi, nel terzo trimestre del 2011 il mercato immobiliare italiano ha registrato un primo risultato positivo, segnando una variazione complessiva delle transazioni dell'1,6% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (fonte: OMI, Agenzia del Territorio). Come evidenziato nella tabella di seguito riportata, il contributo maggiore proviene dai comparti non residenziali, quali industriale (+32,8%) e commerciale (+11,8%), anche se resta da segnalare l'importante inversione di tendenza del settore residenziale, dove le compravendite sono tornate a crescere dell'1,4% su base annua, dopo le pesanti perdite cumulate negli ultimi due anni.

I fattori che inducono a restare cauti circa il possibile avvio di un solido *trend* di ripresa del mercato nel prossimo anno sono i seguenti:

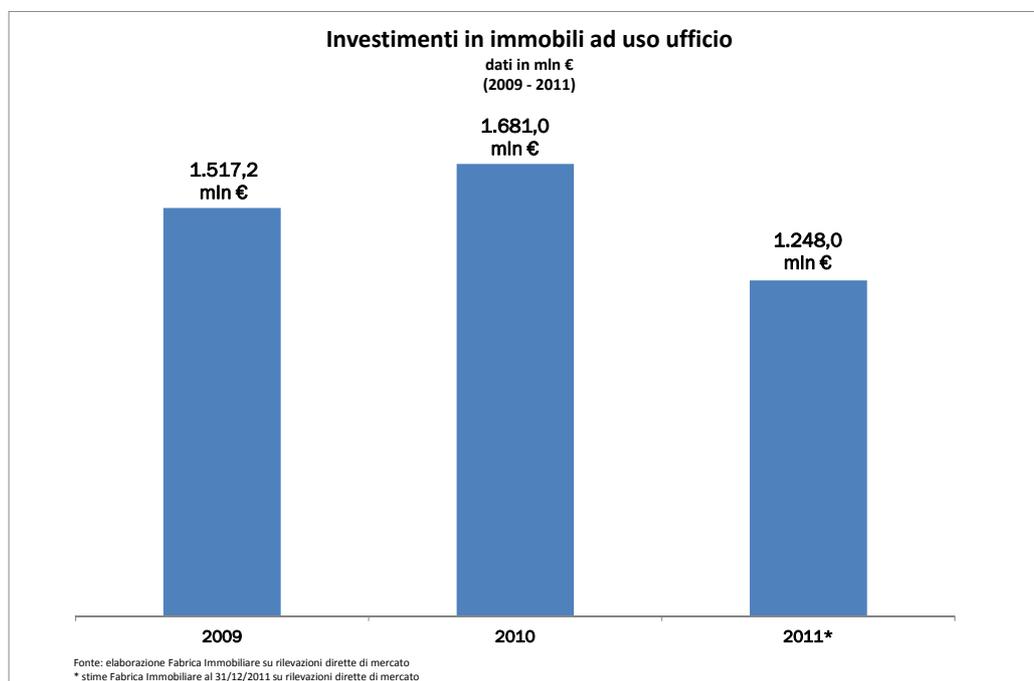
1. la flessione dei prezzi degli immobili, che negli ultimi anni si è mantenuta al di sotto di quanto riscontrato in altri Paesi, non sembra aver raggiunto ancora un punto di caduta, soprattutto nel comparto residenziale: ciò costituisce evidentemente un freno alla ripresa del *real estate*, essendo storicamente provato il legame diretto tra gli investimenti residenziali e l'andamento del livello dei prezzi,



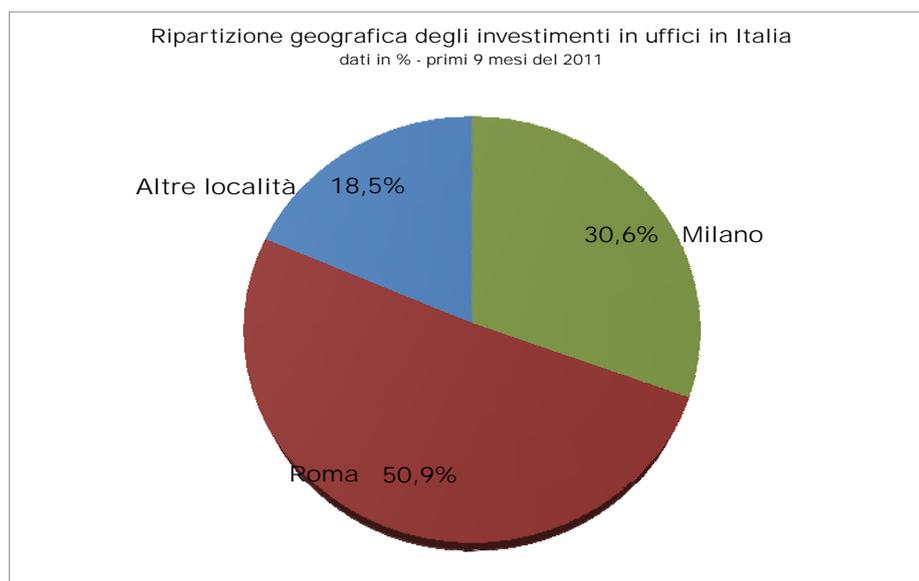
2. i provvedimenti contenuti nella manovra correttiva approvata dal Governo Monti a fine anno (c.d. Decreto Salva Italia) prevedono un forte aumento della tassazione sugli immobili, i cui effetti non mancheranno di influenzare sia la domanda di immobili per investimento sia quella con finalità strumentale (prima casa),
3. le attuali difficoltà di accesso al credito per famiglie e imprese contribuiscono ad accentuare il già non roseo quadro di settore, riducendo ulteriormente la domanda di abitazioni.

Il Mercato Direzionale Italiano

Nei primi 9 mesi dell'anno gli investimenti in uffici nel mercato immobiliare istituzionale italiano hanno riscontrato un giro d'affari complessivo pari a circa 1 miliardo €, di cui oltre il 50% si sono concentrati nella città di Roma, seguiti dal 30,6% di Milano e dal 18,5% delle altre località italiane (di cui circa un terzo sono stati conclusi nella sola città di Bologna, che pertanto rappresenta in questo momento il terzo mercato urbano per volumi di acquisti di uffici in Italia).



Nell'ambito dei mercati di Roma e Milano, si è evidenziata una quasi assoluta preferenza per le localizzazioni centrali (58,8% del fatturato totale) e semicentrali (35,3%), mentre solo in via residuale si sono registrati acquisti di asset localizzati nelle periferie e nell'*hinterland* comunale.

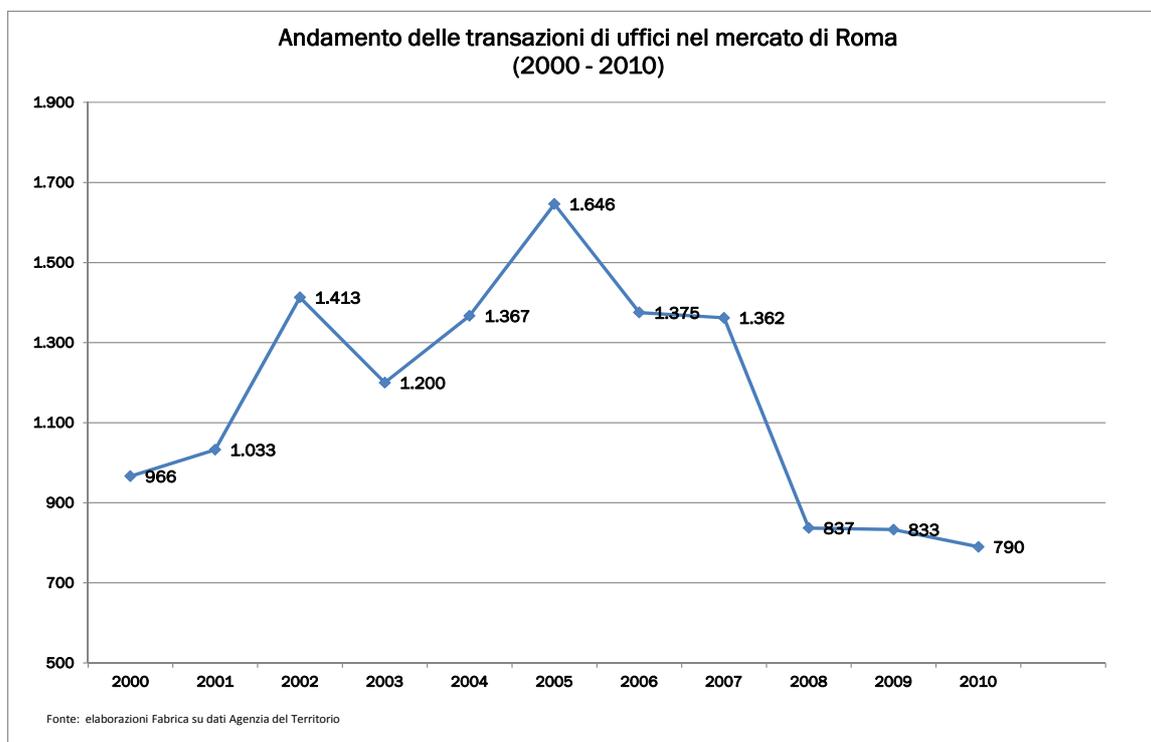


Questa tendenza, che sembra accomunare il comparto uffici delle principali aree metropolitane italiane, caratterizza storicamente il mercato soprattutto nelle fasi di congiuntura negativa, quando la percezione del rischio associato al settore è maggiore e, dunque, l'esigenza del contenimento del profilo di rischio dell'investimento prevale sulle aspettative di rendimento, determinando un "*fly to quality*" su asset di assoluto prestigio e di sicura liquidabilità.

Il Mercato Direzionale di Roma

Dopo la forte ripresa segnata nella prima metà dell'anno, nel corso del III trimestre 2011 le transazioni sul mercato terziario-direzionale della Capitale hanno segnato una brusca battuta d'arresto (-13.2% sullo stesso trimestre dell'anno precedente), soprattutto per effetto dei timori crescenti legati a:

1. il deteriorarsi del quadro macroeconomico italiano ed internazionale,
2. l'inasprirsi delle tensioni sui mercati finanziari internazionali e, conseguentemente, sul sistema bancario,
3. le politiche di contenimento dei costi operativi annunciate dal settore pubblico,
4. i timori, peraltro fondati, su di un possibile inasprimento del prelievo fiscale sul settore immobiliare da parte del Governo.



Sulla base dei dati sopra riportati, nonché delle rilevazioni sui fatturati di mercato fornite da Scenari Immobiliari (*Real Value* - vari anni), nel lungo periodo risulta comunque evidente che:

1. il mercato uffici della Capitale è stato soggetto negli ultimi tre anni ad un deciso riposizionamento su volumi mediamente del 35-40% inferiori rispetto a quelli del biennio 2006-2007,
2. nello stesso periodo, il giro d'affari complessivo del mercato uffici della Capitale ha riscontrato una riduzione di circa il 10-15%,
3. nel corso degli ultimi 5 anni, il mercato ha riscontrato un incremento della dimensione media degli investimenti del 48% circa (dagli 850mila € del 2007 al 1,25 mln € del 2010), evidenziando dunque la cospicua crescita della presenza di investitori istituzionali (circa il 26% del giro d'affari complessivo del mercato uffici della Capitale nel 2010) ed una contemporanea riduzione degli acquisti "retail" effettuati a scopo di investimento.

Le stime elaborate dai principali Istituti di ricerca prevedono la prosecuzione dell'attuale fase di stabilità nel settore degli uffici anche nell'ultimo trimestre dell'anno, soprattutto alla luce dei timori circa i possibili effetti recessivi sul sistema produttivo dei provvedimenti contenuti nel c.d. Decreto Salva Italia, in attesa dell'attuazione nel 2012 di un pacchetto di riforme finalizzate allo sviluppo e dunque al rilancio dell'economia.

Evidentemente, la revisione delle stime di crescita del nostro Paese per il prossimo biennio, porta in questa fase gli investitori italiani ed esteri ad una maggiore prudenza nella definizione delle loro strategie di investimento, facendo loro rinviare, laddove possibile, i loro piani di sviluppo a tempi migliori.

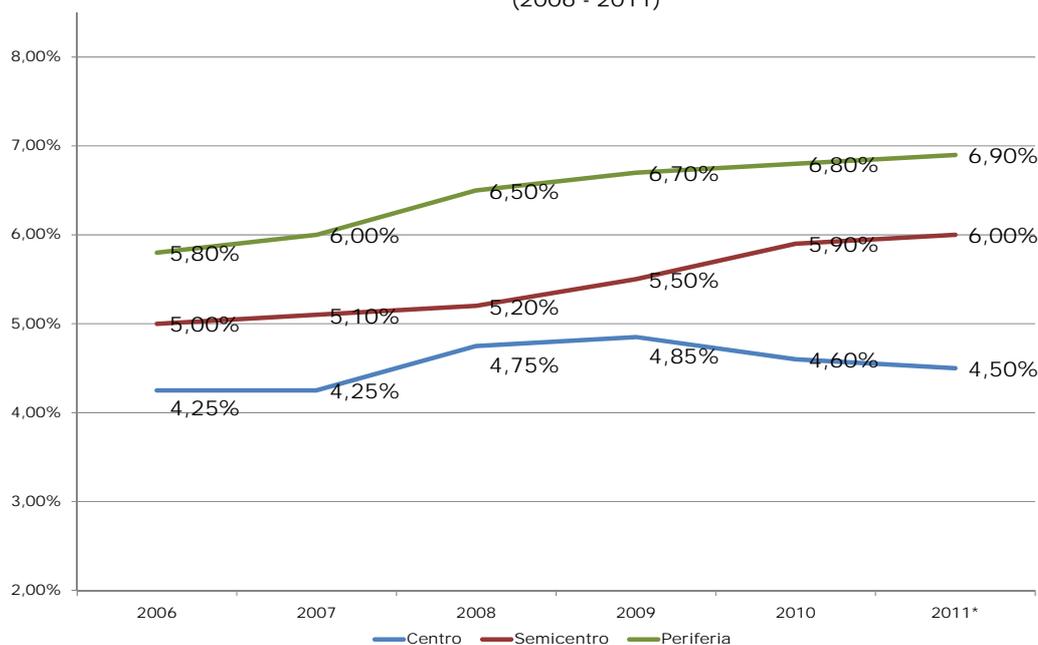
La congiuntura del mercato uffici della Capitale nei primi nove mesi dell'anno è apparsa più positiva nel comparto "istituzionale", dato che i volumi di investimento hanno già raggiunto al 30/9 i 570 mln €, valore più che doppio (+230%) rispetto al consuntivo dell'intero 2010.

Per quanto riguarda la localizzazione degli investimenti:

1. nel 46% circa dei casi (per un totale di 260 mln € circa), gli acquisti hanno avuto per oggetto immobili situati nel centro storico, ben posizionati, spesso di elevato pregio storico-artistico, anche se dal punto di visto del loro profilo di valorizzazione, le scelte di investimento non si sono concentrate esclusivamente

- su immobili *core*, quindi pienamente locati, bensì il 56,5% degli investimenti ha riguardato immobili *value added*, mentre il 19,6% *asset* di tipo *core plus*, quindi con prospettive di valorizzazione a medio termine (1-3 anni),
- il 43,9% degli investimenti ha avuto per oggetto immobili localizzati in quartieri immediatamente a ridosso delle mura aureliane (in primis Parioli, Eur e Prati) anche se, in questi casi, gli immobili risultavano quasi sempre di pregio (*trophy asset* o recentemente ristrutturati) e prevalentemente locati (*core* o *core plus*),
 - solo una quota residua di compravendite (circa il 10%) è avvenuta in quartieri periferici, ed in questi casi sono stati localizzati immobili localizzati esclusivamente in contesti terziari (Parco De' Medici, Torrino, Eur Magliana), ben collegati al centro storico o comunque ubicati lungo le principali arterie viarie, e caratterizzati da un'elevata *occupancy*, nonché dalla presenza di primari *tenant* privati.

Andamento dei rendimenti lordi da locazione degli uffici a Roma
(2006 - 2011)



Sul piano dei rendimenti (*cap in lordi*) da locazione, nonostante la spinta al ribasso esercitata dai consistenti acquisti di *prime asset* conclusi negli ultimi 12 mesi, i *prime yield* sono rimasti sostanzialmente stabili (la variazione in diminuzione è stata solo di circa 10 bps), soprattutto per via dell'abbondante disponibilità di *asset* di qualità. Il *prime rent* risulta attualmente stabile su valori attorno a 400€/mq/anno, mentre i *prime yield* oscillano attorno al 4,50%-4,60%.

Laddove il *trend* attuale dovesse confermarsi anche nei prossimi mesi, è ragionevole attendersi un progressivo razionamento dell'offerta di qualità da parte dei proprietari, con l'effetto che i rendimenti dovrebbero progressivamente avvicinarsi alla soglia del 5%, come reso evidente dalle transazioni rilevate negli ultimi tre mesi dell'anno.

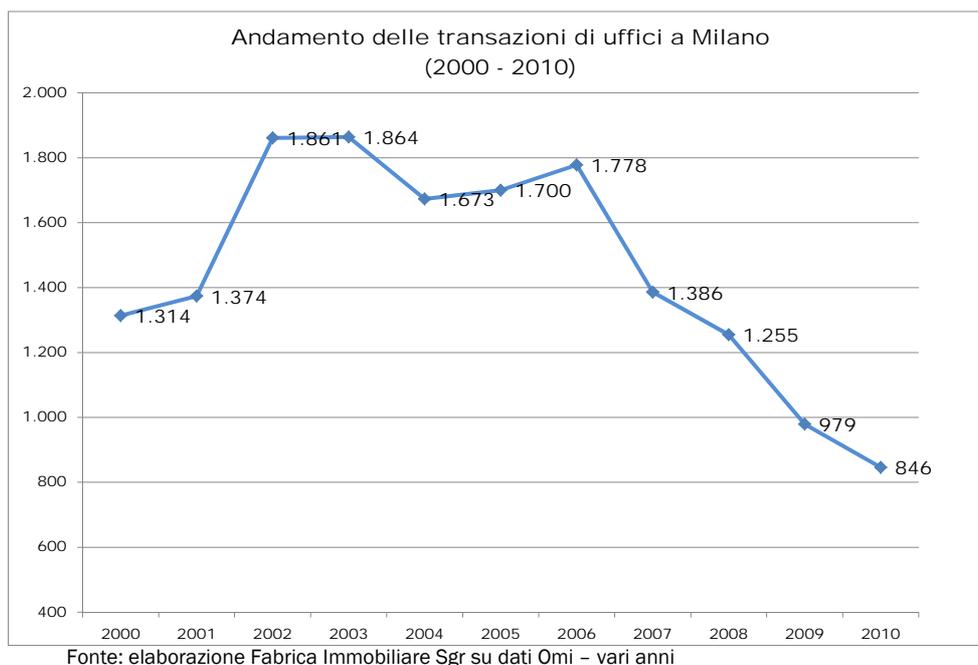
Per quanto riguarda le altre *location*, tanto quelle semicentrali quanto quelle periferiche, le previsioni per l'anno prossimo sono per un proseguimento dell'attuale *trend* ascendente, soprattutto laddove:

- le stime di crescita macroeconomica per l'Italia dovessero confermarsi esatte, determinando un'ulteriore contrazione degli investimenti nel settore,
- l'esigenza delle imprese, e nel contempo della Pubblica Amministrazione, di contenere rapidamente i costi dovesse determinare, com'è probabile che avvenga, un forte incremento del *vacancy rate* degli uffici nella Capitale.

Il Mercato Direzionale di Milano

Dopo un 2010 che aveva segnato un calo del -13,6% delle transazioni rispetto ai volumi dell'anno precedente, nel corso della prima metà del 2011 il mercato uffici di Milano è tornato a registrare tassi di crescita positivi, con una ripresa dei volumi del +17,5% (variazione sul I semestre 2010).

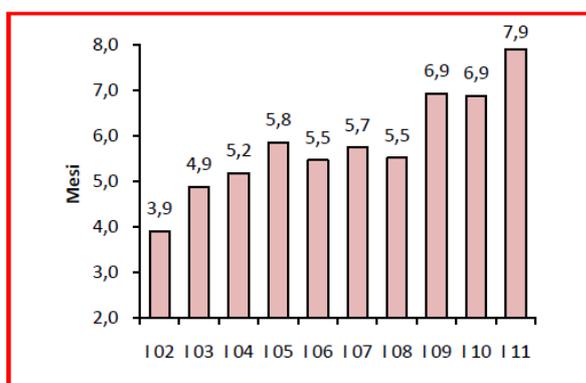
Lieve invece la ripresa degli scambi sul mercato nell'*hinterland* del Capoluogo meneghino, dove la crescita delle compravendite nel I semestre dell'anno ha segnato un timido +0,6%, risultato da considerare comunque positivo dopo il pesante -12,9% del 2010.



La perdurante fragilità del mercato locale degli uffici trova riscontro nei dati forniti dall'Istituto di ricerche Nomisma (*Workshop nazionale uffici 2011*) sui tempi medi di vendita e di locazione degli uffici che a Milano, nel corso del primo semestre dell'anno, hanno registrato, rispettivamente, un valore pari a 7,9 mesi e 6,2 mesi, i massimi dall'anno 2002, quando sul mercato milanese tali indicatori segnavano 3,9 mesi e 2,7 mesi. Il dato relativo ai tempi di vendita degli immobili resta in ogni caso ampiamente inferiore rispetto al dato nazionale che, sempre nel primo semestre dell'anno, si è attestato a 8,5 mesi, confermando come in questa fase il mercato milanese degli uffici benefici di una maggiore fiducia degli investitori, e conseguentemente di una maggiore liquidità, rispetto alle *secondary location*.

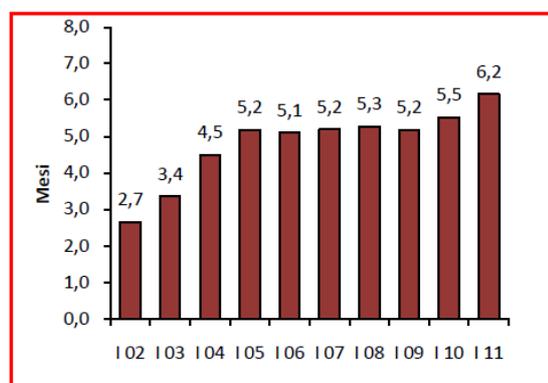
Sempre secondo quanto rilevato da Nomisma, lo sconto tra prezzi offerti e prezzi richiesti nel primo semestre 2011 si sarebbe attestato invece al 12,5%, in aumento rispetto al 10,5% del 2010.

Tempi medi di vendita di uffici a Milano
(dati semestrali)



Fonte: Nomisma.

Tempi medi di locazione di uffici a Milano
(dati semestrali)



Fonte: Nomisma.

Sempre secondo le previsioni elaborate dall'Istituto, l'anno dovrebbe concludersi con un saldo complessivo pari a circa 1.000 unità transate, in aumento del 18,2% rispetto al minimo di circa 850 unità registrato nel 2010. Orientate alla stabilità sono invece le stime di Nomisma per quanto riguarda i comuni dell'*hinterland*, per i quali alla fine del 2011 si prevede l'arresto del *trend* discendente avviatosi nel corso degli ultimi due anni, con circa 700 unità compravendute complessivamente.

Le previsioni circa l'andamento dei prezzi e dei canoni per il prossimo biennio sono in questa fase fortemente influenzate da:

1. i timori circa il concretizzarsi nelle dinamiche reali dell'economia degli attuali segnali di stagnazione dell'economia lombarda;

2. l'intensa attività edilizia in essere che, nei prossimi anni, determinerà un accrescimento ulteriore dello *stock* uffici (la *pipeline* attualmente in costruzione per il prossimo biennio ammonta a circa 265.000 mq di nuove superfici direzionali, equamente distribuite tra quartieri semicentrali e nuove periferie) e, conseguentemente, dell'offerta di spazi in locazione e in vendita.

Conseguentemente, sempre secondo Nomisma, nel 2012 la variazione dei prezzi degli uffici nel Capoluogo milanese (a valori costanti) sarà del -3,6%, mentre l'anno successivo la riduzione, pur essendo di minore entità, sarà del -2,3%. In entrambi gli anni la variazione dei prezzi sarà di entità maggiore della media italiana e, in particolare, di quanto previsto per l'altro grande mercato uffici italiano, quello della città di Roma che, al contrario di Milano, beneficia di uno *stock* immobiliare più ridotto e destinato a rimanere sostanzialmente stabile nel prossimo triennio.

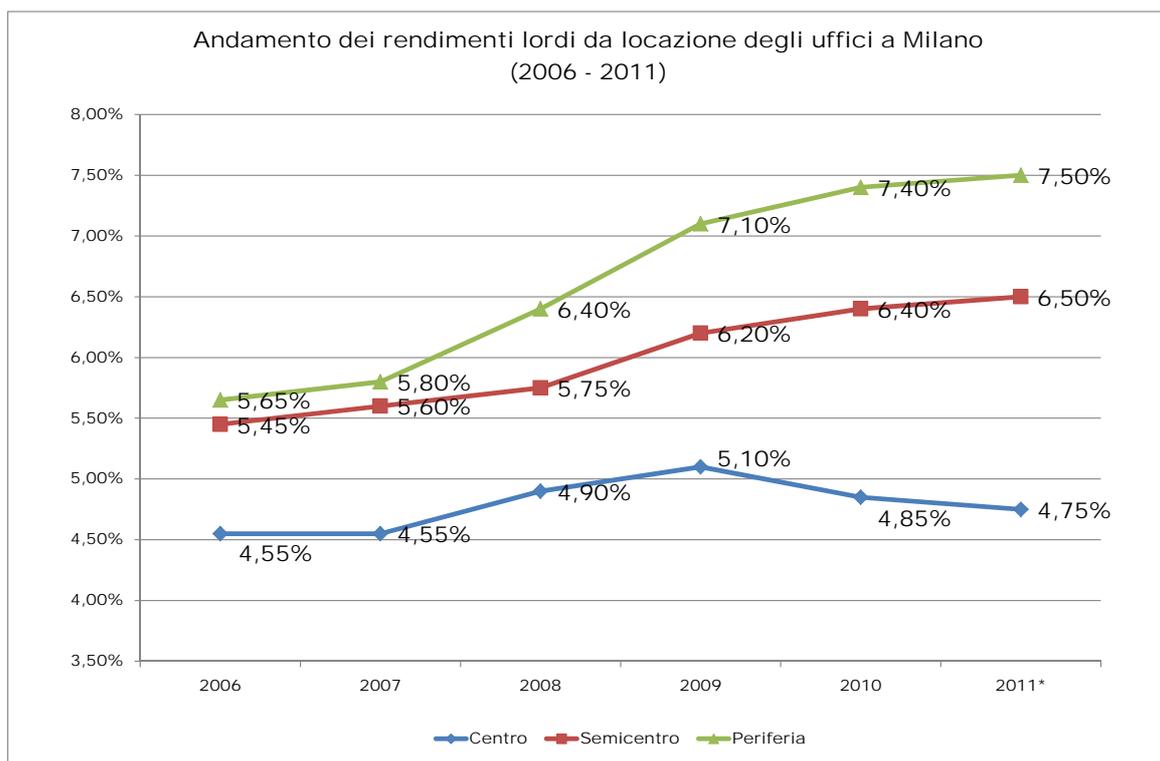
E' evidente che i cali maggiori delle quotazioni saranno concentrati nei quartieri periferici, soprattutto in quelli non direttamente collegati al centro e alle principali vie di comunicazione (c.d. *secondary location* direzionali), mentre i quartieri centrali e semicentrali evidenzieranno anche in futuro la loro maggiore capacità di tenuta dei valori.

Il consuntivo per il 2011 dovrebbe invece segnare un calo dei prezzi del -5%.

Per quanto riguarda il tasso di affitto e l'assorbimento degli spazi, secondo quanto indicato recentemente da Jones Lang Lasalle (*Office Market profile 3Q 2011*) nel primo semestre dell'anno sarebbero stati locati circa 180.000 mq di spazi direzionali, in aumento del 57% rispetto al primo semestre 2010, con le società di *financial services* e gli studi legali che continuano a preferire gli spazi centrali e semicentrali, mentre le società industriali italiane ed estere preferiscono le periferie di nuova realizzazione e l'*hinterland*, per via di un livello qualitativo più confacente ai loro *standard* e alla natura del loro *business* e di costi (diretti e indiretti) indubbiamente più contenuti. Il tasso di affitto nel primo semestre è rimasto mediamente fermo attorno al 9,3% (il 10%, per un totale di 1,1 mln mq, per Nomisma), con un valore minimo del 5,3% in semicentro e massimo del 12,5% in periferia: è plausibile ritenere che l'esigenza delle imprese di contenere nei prossimi semestri i costi operativi e i livelli produttivi determinerà il proseguimento di questo *trend* perlomeno per tutto il prossimo anno, con conseguente incremento del *vacancy rate* ben oltre i livelli attuali.

La particolare congiuntura di mercato continua a riflettersi anche sull'andamento dei rendimenti lordi da locazione delle diverse aree della città che, a partire dal 2009, hanno seguito dei trend molto differenti tra loro:

1. i quartieri centrali e quelli del CBD, che tuttora beneficiano di un crescente interesse degli investitori, nonché di *prime yield* sostanzialmente costanti, hanno avviato un percorso di compressione dei *cap in* già a partire dalla seconda metà del 2009 e attualmente, oscillano attorno al 4,75%.
2. nei quartieri semicentrali, a fronte di un notevole incremento dello *stock* offerto nel periodo 2008-2011 e di una contemporanea rarefazione della domanda, canoni e prezzi hanno registrato delle variazioni a ribasso il cui effetto combinato si è tradotto in un incremento medio dei rendimenti lordi di circa 30 bps in due anni. Nonostante il permanere di un certo interesse degli investitori per i prodotti di recente realizzazione (efficienza energetica e basso impatto ambientale), la tendenza ulteriore per il medio periodo sarà di un proseguimento dell'attuale *trend* rialzista, soprattutto per effetto della notevole quantità di *asset* di basso *standard* attesa sul mercato nel prossimo biennio,
3. nelle periferie e nell'*hinterland* della prima cintura cittadina, invece, dopo il brusco innalzamento degli *yield* registrato nel 2009 (+70 bps in media), il forte calo delle quotazioni e dei canoni, registrato soprattutto a carico dello *stock* direzionale più vetusto e al momento caratterizzato da una quasi totale assenza di domanda sia in acquisto che in affitto, ha determinato un ulteriore innalzamento dei rendimenti da locazione per il quale, al momento, non sembra intravedersi una possibile inversione di tendenza, almeno nel breve periodo.



Il Settore Retail Italiano

I prezzi al consumo di generi alimentari (c.d. inflazione alimentare) hanno registrato tra il 2010 ed il 2011 una forte accelerazione, nonostante in Italia questa sia risultata meno marcata di quanto avvenuto nel resto d'Europa, soprattutto per via del minor grado di concentrazione dell'offerta esistente nel nostro Paese (i primi tre player della Gdo alimentare italiana rappresentano oggi solo il 34% dell'intero mercato di riferimento).

Attualmente la condotta di spesa dei consumatori è influenzata da:

- le prospettive di una sicura riduzione del reddito reale disponibile per effetto delle politiche fiscali recentemente varate dal Governo (aumento di due punti delle aliquote Iva al 10% e al 21%),
- la risalita dei prezzi dei generi alimentari attesa per il 2012,
- la perdurante debolezza del mercato del lavoro.

Le reazioni dei consumatori a questa situazione, che evidentemente viene ormai percepita come un fenomeno strutturale, si stanno già manifestando oggi, per cui:

1. le quantità fisiche di beni consumati vengono ridotte,
2. le famiglie con redditi più bassi attuano una **revisione di lungo termine dei loro stili di consumo** (c.d. *downgrading*) nel tentativo di sostenere il proprio potere di acquisto,
3. i soggetti con redditi più elevati attuano una **riduzione dei flussi di risparmio** nella misura necessaria a mantenere invariato il loro tenore di vita.

E' dunque plausibile ritenere che, nei prossimi anni, **le famiglie attueranno un'azione di allineamento dei loro stili di vita al minor reddito che ritengono sarà disponibile nel medio termine.**

Ancc e Coop stimano che la previsione di crescita dei consumi delle famiglie per il triennio 2011 - 2013 potrà attestarsi attorno ad un tasso annuo medio del +0,4%, con un *trend* comunque decrescente. La spesa alimentare, invece, è prevista in calo per tutto il periodo, ad un tasso medio annuo del -0,4%.

Per quanto riguarda le vendite al dettaglio, queste nel corso del 2010 hanno registrato una lieve crescita del +0,2% a valori nominali, sostenute principalmente dalle vendite di prodotti tecnologici, tornando invece in territorio negativo a partire dal I semestre 2011 (-0,4%), periodo durante il quale sono tornati comunque a registrare performance positive i beni alimentari (+0,2% contro il -0,7% del comparto non alimentare).

Il dato sulle vendite risulta migliore della media del mercato per il comparto della grande distribuzione, per via de:

1. il quadro congiunturale non particolarmente positivo, che ha favorito uno spostamento dei consumi dai canali tradizionali della vendita al dettaglio verso la Gdo, soprattutto nelle regioni del Paese meno sviluppate,
2. l'intensa attività promozionale condotta nelle grandi superfici alimentari,
3. la progressiva penetrazione delle marche commerciali all'interno di segmenti finora caratterizzati dalla presenza di soli marchi tradizionali,

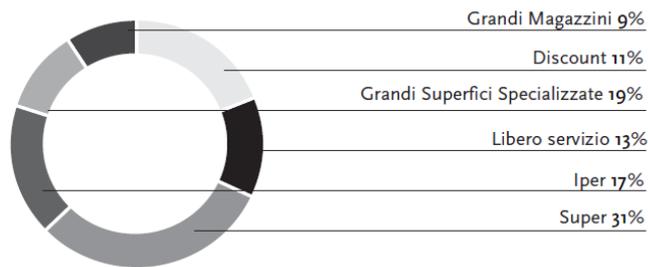
4. la maggiore attrattività dei canali di vendita più convenienti (*discount, hard discount e specialist drug*²), la cui crescita superiore alla media testimonia la fase di particolare incertezza nella quale si muovono i consumatori.

Il contributo maggiore alla crescita del fatturato della Gdo è provenuto negli ultimi dodici mesi dalle nuove aperture piuttosto che dalla rete di punti vendita esistenti, a conferma che le *performance* di vendita della Gdo restano comunque piuttosto deludenti.

Attualmente la Gdo italiana conta oltre 32 mila punti vendita (su di un totale di circa 780mila), di cui 29 mila a specializzazione alimentare e oltre 3 mila a specializzazione non alimentare. Per quanto riguarda i *format* commerciali prevalenti, emerge la prevalenza dei supermercati (31% delle superfici di vendita totali), seguiti dalle grandi superfici specializzate (19%), dagli ipermercati (17%) e dai *discount* (11%).

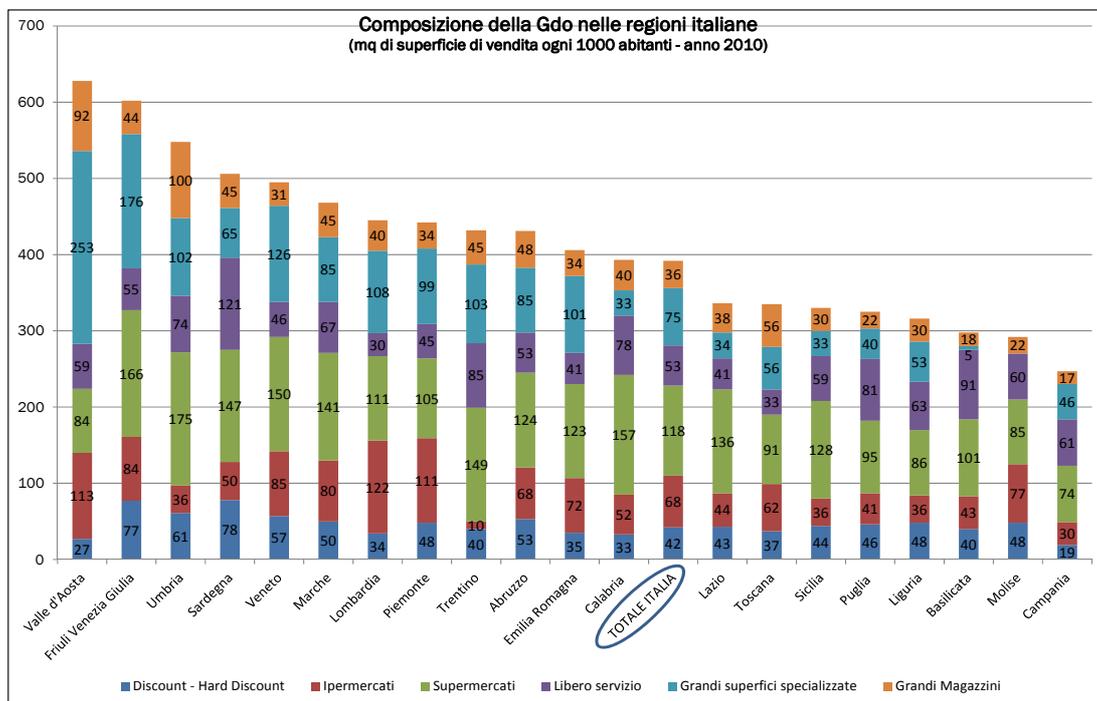
Come si evince dal grafico di seguito riportato, una quota preponderante dei punti di vendita con superficie superiore ai 400 metri quadrati risulta a prevalenza alimentare, a fronte di un 27% specializzato nel *no food*³.

Grafico 6.1 Superficie di vendita della grande distribuzione in Italia (2009-2010)



Fonte: elaborazioni Ufficio Studi Ancc-Coop su dati Mse e Nielsen

Dal punto di vista territoriale, emerge una maggiore presenza della moderna distribuzione nelle regioni del Centro-Nord del Paese, nonostante le eccezioni rappresentate dal Lazio, dalla Toscana e dalla Liguria, nelle quali si configura spazio per un potenziale ampliamento della rete distributiva già esistente.



Fonte: elaborazione Fabrica su dati Osservatorio del commercio al dettaglio - Mse

Per quanto riguarda il comparto dei beni **non alimentari**, tra il 2000 ed il 2010:

² Trattasi di quegli operatori della Gdo specializzati nella vendita al dettaglio di beni legati alla cura della persona e della casa.

³ Si tratta della somma dei Grandi magazzini e delle Grandi superfici specializzate che per definizione rappresentano canali commerciali a specializzazione non alimentare.

1. i **grandi magazzini**⁴ sono cresciuti in numero del 32% a fronte di un contemporaneo aumento delle superfici del 9%. Questo evidenzia una contrazione delle superfici medie pari a oltre il 17% (dai 1.840 mq del 2000 ai 1.520 del 2010),
2. le **grandi superfici specializzate**, invece, che negli ultimi anni sono state la vera novità del mercato distributivo italiano, hanno segnato tassi di crescita notevolmente superiori a qualsiasi altro formato di vendita, con incrementi del 71% nel numero di p.v.e del 77% nelle superfici. Quasi i due terzi del totale delle superfici di vendita specializzate risultano presenti nelle regioni del Centro-Nord, in particolare nel Veneto (14%) e in Lombardia (23%).

Diverso nel periodo il *trend* delle **superfici alimentari** che, negli ultimi cinque anni (2007 - 2011), hanno registrato:

1. una crescita sia dei punti di vendita (4,2%) sia delle superfici (+13,7%), nonostante le difficoltà legate al calo dei consumi abbiano prodotto un rallentamento delle nuove aperture rispetto al passato già a partire dal 2009,
2. nell'ambito dei diversi formati distributivi, una crescita estremamente sostenuta dei *discount* (+29,3% il numero di punti vendita e +17% circa le superfici) a fronte di una contrazione registrata nel comparto dei supermercati con superficie <800 mq e per le piccole superfici (<400 mq) a libero servizio. Buono il trend registrato dall'intero comparto degli ipermercati, sia in termini di numero di punti vendita che di superfici, nonostante quelli di maggiori dimensioni (GLA>8.000 mq) siano ormai stabili nel numero da due anni.

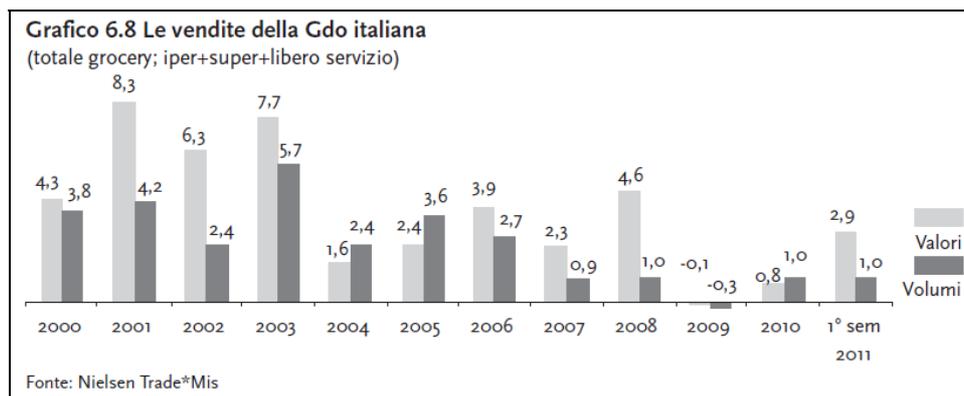
I dati recentemente resi disponibili dall'Ancc, dall'Osservatorio sul commercio del Mse e da Nielsen per le diverse categorie merceologiche evidenziano che il settore copre:

1. circa il 58% dei consumi di beni c.d. di "largo consumo" (alimentare e igiene casa e persona), seppur con differenze enormi a seconda che si considerino ad esempio i beni "confezionati" (per i quali il dato di copertura della domanda supera l'84%) e quelli dei reparti "freschi", dove invece i due/terzi dei consumi vengono oggi soddisfatti da altri canali distributivi,
2. poco più del 12% dei consumi nei settori *no food* presidiati (tessile, abbigliamento, bazar, altro).

Negli ultimi 5 anni, il peso della Gdo alimentare sui consumi delle famiglie è cresciuto del 5%. La dinamica recente del settore evidenzia invece:

1. l'avvio, da parte dei grandi *player* della Gdo, di processi di razionalizzazione e di efficientamento della loro presenza sul territorio,
2. la crescente pressione competitiva esercitata dai *format* medio-grandi sulle superfici di minori dimensioni (<400 mq),
3. un consistente processo di riconfigurazione imprenditoriale della rete, caratterizzato dall'accelerazione del numero di unità di vendita soggette a processi di cambiamento del *network* distributivo⁵.

L'analisi della dinamica dei fatturati nel periodo 2000-2011 evidenzia un progressivo deterioramento, soprattutto a partire dalla metà del decennio passato, per via della generale ripresa dell'inflazione e della conseguente contrazione dei volumi.



Scomponendo la serie storica dei fatturati della Gdo alimentare per singoli formati distributivi emerge invece:

- l'ottima *performance* del canale *discount*, sia in termini assoluti (+17,9% nell'intero periodo) che relativi (nel biennio 2009-2010 è stato l'unico *format* insieme ai grandi supermercati e ai piccoli ipermercati a conseguire una crescita cumulata dei fatturati per unità di vendita),

⁴ A livello terminologico, sono ricompresi nella categoria dei "grandi magazzini" quei punti di vendita non alimentari con superficie superiore ai 400 mq, che presentano almeno 5 distinti reparti merceologici.

⁵ Nel 2009 e nel 2010 sono stati annualmente circa 3mila i punti vendita che hanno mutato insegna (e a volte anche *format* distributivo), mentre i dati relativi al primo semestre del 2011 evidenziano un'ulteriore accelerazione del fenomeno (1.700 unità interessate dal fenomeno). Dei circa 7.700 cambi di insegna che hanno interessato nel periodo 2009-2011 l'intera Gdo, circa il 24% ha riguardato supermercati, mentre per il 7% ha avuto per oggetto dei *discount*.

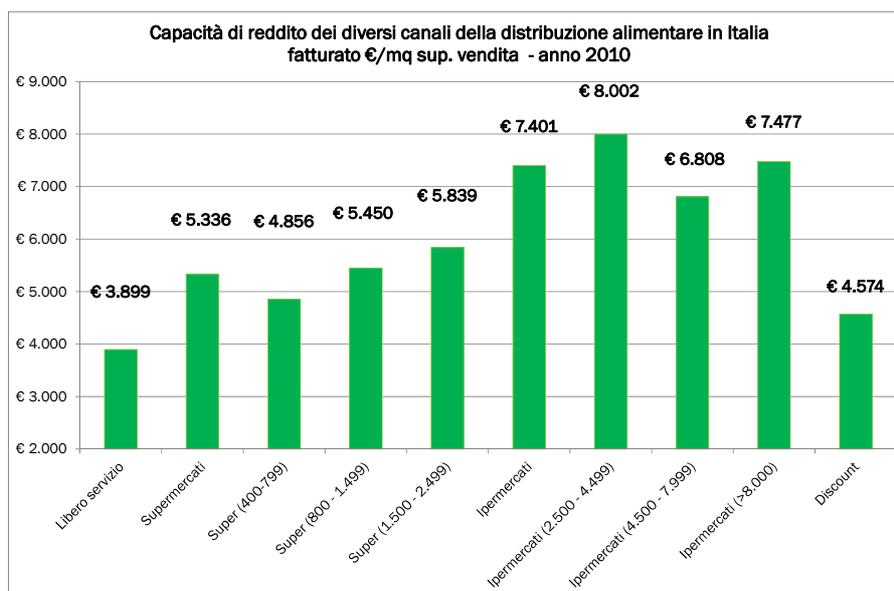
- la crisi nella quale attualmente versano i formati commerciali di maggiori dimensioni (ipermercati medio-grandi) e, al contrario, anche i formati di minori dimensioni, per intenderci quelli con superficie di vendita inferiore ai 400 mq (per queste unità commerciali il calo cumulato della riduzione delle vendite ha superato il 10%).

Andamento dei fatturati per punto vendita dei diversi formati distributivi della Gdo
(€ / unità commerciale)

	2007	2009	2010	Var. 2009/2007	Var. 2010/2009
Libero servizio	€ 870.283	€ 814.756	€ 779.353	-6,4%	-4,3%
Supermercati	€ 4.484.294	€ 4.564.642	€ 4.576.821	1,8%	0,3%
Super (400-799)	€ 2.666.737	€ 2.682.227	€ 2.618.866	0,6%	-2,4%
Super (800 - 1.499)	€ 5.901.177	€ 5.888.036	€ 5.776.166	-0,2%	-1,9%
Super (1.500 - 2.499)	€ 10.514.192	€ 10.405.516	€ 10.693.978	-1,0%	2,8%
Ipermercati	€ 38.308.743	€ 37.679.648	€ 36.876.364	-1,6%	-2,1%
Ipermercati (2.500 - 4.499)	€ 23.911.688	€ 25.943.396	€ 25.092.551	8,5%	-3,3%
Ipermercati (4.500 - 7.999)	€ 43.838.298	€ 40.589.641	€ 39.889.313	-7,4%	-1,7%
Ipermercati (>8.000)	€ 76.196.429	€ 72.768.595	€ 73.800.000	-4,5%	1,4%
Discount	€ 2.257.530	€ 2.645.600	€ 2.660.885	17,2%	0,6%
Totale	€ 3.062.222	€ 3.148.298	€ 3.146.496	2,8%	-0,1%

Fonte: elaborazioni Fabrica su dati Nielsen

I dati relativi al fatturato unitario (€/mq) evidenziano meglio la diversa produttività dei singoli formati di vendita, mostrando una **sostanziale correlazione tra la capacità di fatturato e le dimensioni del punto vendita**, ad eccezione della leggera flessione che si registra in corrispondenza delle superfici di vendita più grandi (quelle con GLA > 4.500 mq).

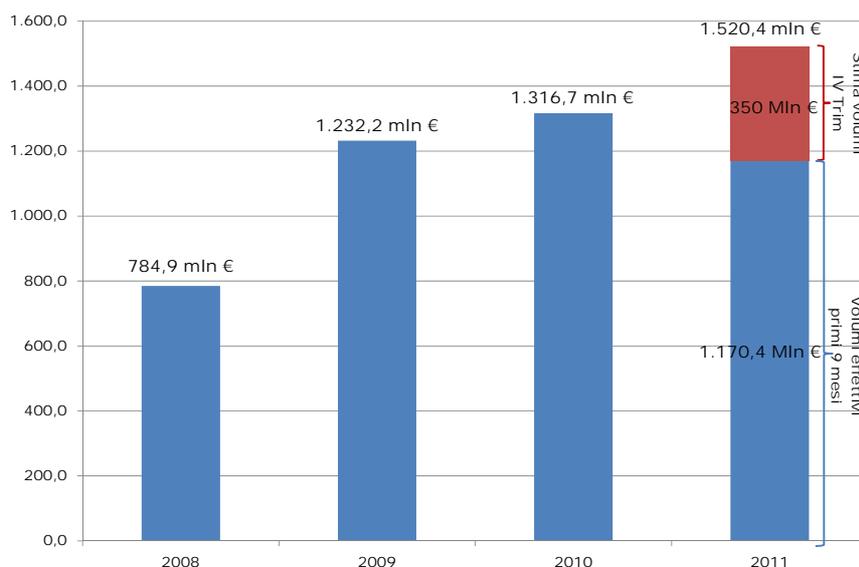


Fonte: Nielsen

Il dato sui fatturati medi per unità di superficie risultano peraltro crescenti, tra il 2007 ed il 2010, soltanto per i *discount*, gli Iper con superficie di vendita 2.500 – 4.500 mq e i supermercati di grandi dimensioni, mentre per tutti gli altri canali della Gdo alimentare la capacità di fatturato ha registrato nello stesso periodo una sostanziale stabilità o, al più, cali che hanno raggiunto anche il 9% cumulato (sull'intero orizzonte temporale), come avvenuto per i grandi ipermercati.

Negli ultimi quattro anni gli immobili commerciali hanno rappresentato la seconda *asset class* di investimento per gli investitori istituzionali in Italia subito dopo gli uffici. Tra 2008 e 2011, il fatturato del settore retail ha registrato un trend sostenuto di crescita, conseguendo un incremento complessivo del giro d'affari annuo del 94% circa⁶.

⁶ Fonte: elaborazione Fabrica su rilevazioni dirette di mercato. Si tenga conto che il dato stimato per l'anno in corso è stato costruito sulla base delle trattative che risultavano già in corso alla fine del III trimestre e sulla stima di un tasso di assorbimento dell'offerta attualmente sul mercato.



L'analisi delle transazioni di mercato concluse negli ultimi tre anni (2009-2011) permette di evidenziare:

- una netta prevalenza degli investitori per le *location* primarie (grandi aree urbane metropolitane, capoluoghi di regione o di provincia) del Centro-Nord, fatta eccezione per poche selezionate localizzazioni al Sud, purché caratterizzate da un significativo *track record* gestionale e da un "tenant mix" complessivamente di *standard* elevato⁷,
- una sostanziale stabilizzazione dei valori medi per transazione in un intorno di 50 mln €⁸, a conferma di una standardizzazione degli acquisti per prodotti tradizionali quali, ad esempio, centri commerciali di vicinato di medie dimensioni (fino a 20.000 mq GLA circa), gallerie commerciali (con esclusione dell'ancora *food*) o immobili *highstreet* locati a operatori del lusso o a marchi internazionali della Gdo *no food*,
- una generale rarefazione della domanda per le *secondary location* e per i *format* commerciali non tradizionali (*retail park*, *outlet centre*, *leisure centre*) che, ovviamente, in questo momento scontano una maggiore percezione di rischio per via:
 - di una minore liquidità sul mercato,
 - di scarse *performance* in termini di fatturato, data la loro maggior specializzazione nei comparti non alimentari i quali, come si è visto in precedenza, stanno maggiormente soffrendo delle attuali dinamiche di riposizionamento dei consumi da parte delle famiglie,
 - di maggiori difficoltà nel pagamento dei canoni da parte dei *tenant*.

Nel corso del 2011, infatti, la quota di mercato di questa tipologia di investimento è scesa dal 36,9% al 16,2%, e nel prossimo futuro sembra essere destinata a ridursi ulteriormente. Il dato rilevato nel 2011 è riconducibile quasi esclusivamente alla compravendita dei seguenti due asset:

- ✓ il Romagna *retail park* di Savignano sul Rubicone, acquistato da Klepierre per circa 69 mln €,
- ✓ il Fidenza *shopping park* di Parma, acquistato da Cordea Savills Sgr per complessivi 40 mln € circa.

In un contesto come quello attuale, dominato dall'incertezza, l'elemento fondamentale di mitigazione del rischio per gli asset commerciali è indubbiamente rappresentato dal *brand* e dalla qualità del conduttore che, con la sua sola presenza, può contribuire a rafforzare il bacino d'utenza del punto vendita incrementandone i passaggi e dunque anche i fatturati, a tutto vantaggio del regolare pagamento dei canoni alla proprietà.

L'attuale contesto di mercato riscontra un sostanziale allineamento delle esigenze degli investitori con quelle degli operatori commerciali, soprattutto nel comparto della distribuzione alimentare. Ciò avviene in forza della particolare situazione nella quale versano in questo momento i mercati creditizi caratterizzati da:

1. il razionamento del credito attuato dal sistema bancario,
2. il generale incremento del costo del debito che gli operatori commerciali stanno riscontrando, con evidente danno per il proseguimento delle politiche di espansione delle reti programmate dai principali *player* di mercato per i prossimi tre anni.

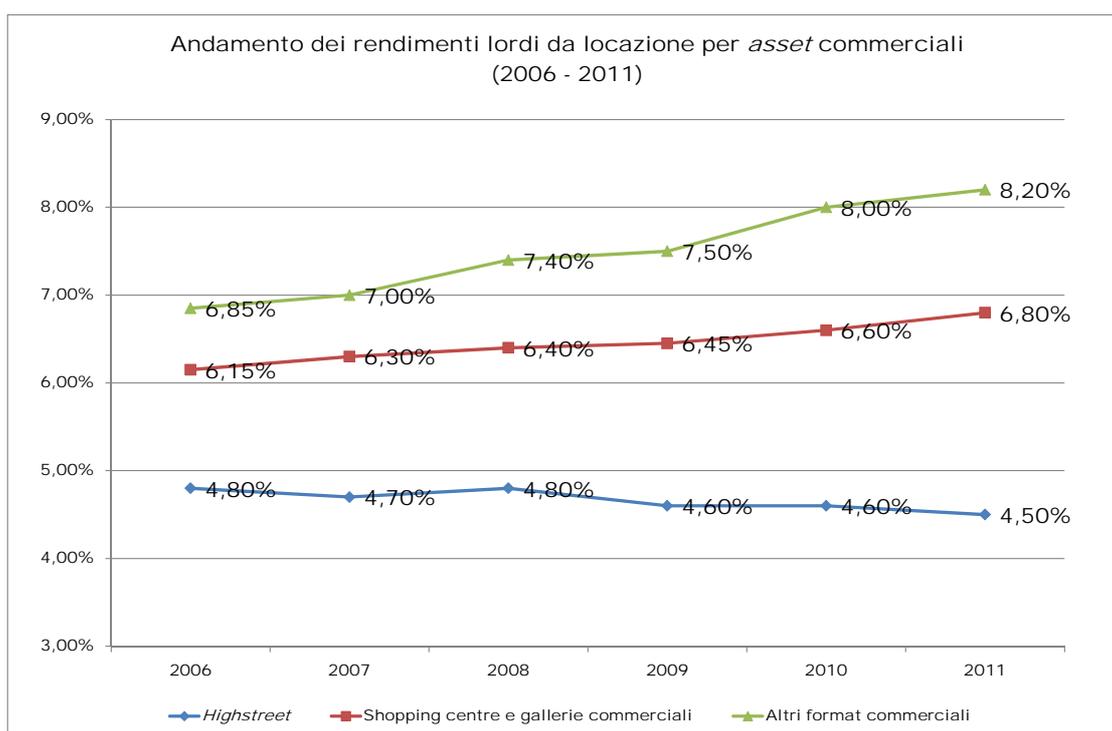
⁷ Il concetto di primario *tenant* è in questo caso da intendersi come direttamente connesso al tema della sostenibilità nel lungo termine dei canoni di locazione mediante i fatturati (incassi) derivanti dalla gestione delle unità commerciali. L'appartenenza ad un brand nazionale o internazionale può costituire in questo senso una garanzia circa la capacità del gestore di generare incassi in via stabile nel tempo coprendo tutti i costi e remunerando adeguatamente il rischio d'impresa.

⁸ Lo scostamento rilevabile nei primi 9 mesi dell'anno in corso, con un valore medio per transazione di quasi 69 mln €, è principalmente imputabile all'operazione che ha portato nel primo Trimestre dell'anno alla compravendita della Rinascente di Milano per circa 470 mln €.

Ciò sta determinando una progressiva convergenza di interessi tra i maggiori operatori della Gdo alimentare, desiderosi di liberare liquidità per finanziare un ampliamento del proprio business a tassi inferiori rispetto all'attuale costo di provvista del capitale sui canali bancari, e gli investitori, che in questa fase privilegiano gli asset con basso profilo di rischio (*highstreet*, centri commerciali con localizzazione urbana e *catchment area* stabilizzata o supermercati/ipermercati locati a primari marchi della distribuzione alimentare) anche laddove questo determini una riduzione dei rendimenti attesi

Gli effetti di questo processo hanno prodotto nell'ultimo anno:

- un incremento delle operazioni di *sale & lease back* tra grandi operatori della Gdo alimentare (e non alimentare) (Coop, Conad, Pam, Sma-Auchan, GS Carrefour, Lombardini) e non alimentare, a dei *cap in* comunque inferiori rispetto al costo opportunità rappresentato dal finanziamento bancario,
- una significativa compressione dei rendimenti lordi da locazione per i prodotti *prime*, a fronte di un incremento, a volte anche considerevole, dei *cap rate* per i format più innovativi, i nuovi progetti e le *secondary location*.



Il Mercato Produttivo e Logistico Italiano

La congiuntura del comparto industriale sembra seguire abbastanza fedelmente quello che è stato l'andamento dell'economia nell'anno appena passato. A seguito dei segnali di ripresa del ciclo economico riscontrati nei primi sei mesi dell'anno, infatti, i dati di Agenzia del Territorio sul numero di transazioni di immobili industriali in Italia hanno evidenziato un aumento del 2,2% sul corrispondente periodo del 2010, tendenza accentuatasi poi nel terzo trimestre dell'anno con un + 32,8% sul III trimestre del 2010.

NTN immobili industriali ITALIA

	I sem 2011	I sem 2010	Var. % sem/sem
Transazioni	5.682	5.561	2,2%

[Fonte: Osservatorio Mercato Immobiliare Agenzia del Territorio]

Con il deflagrare della crisi dei debiti sovrani in Europa e col progressivo deteriorarsi del contesto macroeconomico generale, ed italiano in particolare, è prevedibile attendersi per la fine del 2011 un precoce arresto di questo trend se non addirittura una vera e propria inversione di tendenza.

Un elemento di conferma sul rallentamento dell'economia nella seconda parte del 2011 si può trarre dai dati ISTAT sulla produzione industriale che, ad Ottobre 2011 (ultimo dato disponibile), dicono che "[...] corretto per gli effetti di calendario, in ottobre l'indice diminuisce in termini tendenziali del 4,2% [...] Nella media dei primi dieci mesi dell'anno la produzione cresce dello 0,6% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente [...]".

È importante notare come, nonostante ad Ottobre la media dei primi dieci mesi sia ancora lievemente in positivo rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, su base mensile gli indici siano tutti in positivo per i mesi da Gennaio a Giugno, mentre risultino poi negativi a Luglio, Settembre e Ottobre con la sola eccezione di Agosto.

Maggiore importanza assume poi il dato di Ottobre se si considera che la tendenza al ribasso accomuna tutti i comparti industriali nessuno escluso.

All'interno di questo quadro complessivo possono essere comunque evidenziati alcuni elementi che, in questa fase, contraddistinguono il mercato degli immobili industriali in Italia. Tratto distintivo dell'attuale congiuntura del mercato è la presenza di una domanda di investimento verso opportunità di tipo *prime*, sia per *location* che, soprattutto, per qualità delle strutture, che non trova riscontro in un'offerta adeguata e che produce il doppio effetto di possibilità d'investimento che restano inevase e tassi di *vacancy* che aumentano per l'offerta di bassa qualità.

Guardando nello specifico alla realtà dell'Emilia Romagna, i dati dell'Agenzia del Territorio sul numero di transazioni di immobili industriali per il primo semestre del 2011 riportano un andamento positivo (+5,0%) rispetto al corrispondente periodo del 2010 ma anche in questo caso, in mancanza di dati più recenti, è prevedibile attendersi un arresto del trend positivo a consuntivo 2011, in concomitanza col peggioramento delle condizioni macroeconomiche e della produzione industriale italiana.

NTN immobili industriali EMILIA ROMAGNA			
	I sem 2011	I sem 2010	Var. % sem/sem
Transazioni	636	605	5,0%

[Fonte: Osservatorio Mercato Immobiliare Agenzia del Territorio]

Di seguito un prospetto riepilogativo dei livelli correnti di prezzi e canoni per spazi logistici in alcune delle località più rilevanti dell'Emilia Romagna, secondo i dati forniti dall'ultimo Borsino immobiliare della logistica relativo al primo semestre 2011:

Prezzi e canoni delle principali località logistiche dell'Emilia Romagna (I sem 2011)				
Località	Prezzi (€/mq)		Canoni (€/mq/anno)	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
Bologna	550 - 650	700 - 820	39 - 44	44 - 54
Parma	530 - 670	680 - 810	33 - 40	42 - 46
Piacenza	510 - 590	660 - 770	32 - 37	35 - 42
Rimini	610 - 700	740 - 830	40 - 44	42 - 52

[Fonte: Borsino Immobiliare della Logistica, World Capital]

Il Mercato Turistico-Ricettivo Italiano

Dopo che il 2009 ha visto un significativo calo dei flussi turistici internazionali, conseguente alle sfavorevoli condizioni determinatesi con la crisi finanziaria del 2007/2008, il 2010 ha segnato un *trend* in ripresa, anche per l'Italia. Questo *trend* positivo sembra però essere fortemente a rischio una volta che si dovrà ragionare sui numeri a consuntivo del 2011, dato che i maggiori osservatori istituzionali del settore si attendono, per quest'anno, un inevitabile rallentamento della domanda. Tale rallentamento risulterà tanto più rilevante in termini di durata e portata quanto più si protrarrà lo stato di debole congiuntura causato dalla crisi dei debiti sovrani in Europa.

Secondo i dati forniti dall'Istat per l'anno 2010 (Osservatorio sul movimento degli esercizi ricettivi in Italia), le strutture ricettive italiane hanno registrato un aumento degli arrivi di circa il 4%, che si riduce ad un aumento del 1,8% per quanto riguarda le presenze; il dato sulla permanenza media si attesta a poco più di 3 giorni, confermandosi il vero punto di debolezza del sistema turistico Italia. Dall'analisi di dettaglio di arrivi e presenze per zona geografica di provenienza e categoria ricettiva di destinazione emergono tuttavia elementi significativi per individuare possibili driver delle dinamiche sui flussi turistici.

In particolare emerge che:

1. le categorie di livello più alto (4, 5 e 5 stelle lusso) registrano un aumento dei flussi di domanda, soprattutto di quelli provenienti dai Paesi europei non UE (con una forte incidenza di Russia e Svizzera) e dai continenti extra-europei (Stati Uniti, Giappone, Cina, Canada e Australia, i Paesi principali). Questo

- dato va comunque letto anche alla luce del forte impatto negativo che la ricettività di alto livello aveva subito durante il picco della crisi del settore nel 2008/2009.
2. la ricettività di livello intermedio (3 stelle e residence turistico-alberghieri) si mantiene invece stabile dal punto di vista della domanda complessiva, mentre diminuisce l'attrattività ricettiva delle strutture di categoria più bassa (1 e 2 stelle).

Arrivi								
	alberghi 4, 5 e 5 stelle lusso	var. % y/y	alberghi 3 stelle e residenze turistico-alberghiere	var. % y/y	alberghi 1 e 2 stelle	var. % y/y	SUBTOTALE (per provenienza arrivi)	var. % y/y
Italia	18.377.215	6,4%	21.521.296	-0,8%	4.455.220	-6,2%	44.353.731	1,5%
Paesi UE	9.231.999	6,9%	9.303.382	1,7%	2.028.108	-4,3%	20.563.489	3,3%
Europa extra UE	1.875.107	17,4%	1.729.206	12,7%	290.484	0,6%	3.894.797	13,9%
Resto del mondo	6.950.144	17,3%	2.909.277	8,5%	702.708	-0,1%	10.562.129	13,5%
SUBTOTALE (per categoria alberghiera)	36.434.465	9,0%	35.463.161	1,2%	7.476.520	-4,9%	79.374.146	4,0%

Presenze								
	alberghi 4, 5 e 5 stelle lusso	var. % y/y	alberghi 3 stelle e residenze turistico-alberghiere	var. % y/y	alberghi 1 e 2 stelle	var. % y/y	SUBTOTALE (per provenienza arrivi)	var. % y/y
Italia	47.262.581	5,1%	76.805.163	-1,7%	15.479.206	-7,3%	139.546.950	-0,2%
Paesi UE	30.688.828	4,1%	36.187.601	1,3%	7.461.157	-5,1%	74.337.586	1,7%
Europa extra UE	6.068.420	14,8%	5.909.252	8,3%	962.182	-1,0%	12.939.854	10,5%
Resto del mondo	14.996.902	13,8%	7.402.357	6,0%	1.874.827	0,1%	24.274.086	10,1%
SUBTOTALE (per categoria alberghiera)	99.016.731	6,5%	126.304.373	0,0%	25.777.372	-5,9%	251.098.476	1,8%

[Fonte: ISTAT]

A seguito dei cambiamenti strutturali intervenuti negli ultimi anni nel settore, anche in risposta alle dinamiche in atto sui flussi della domanda turistica, la struttura dell'offerta alberghiera del nostro Paese risulta fortemente concentrata nel comparto dei tre stelle (con quasi il 45% del totale degli esercizi), mentre si assiste ad un lento ma costante rafforzamento dei comparti 4, 5 e 5 stelle lusso (quasi il 16% del totale degli esercizi). Permane 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.

Gli elementi di "arretratezza" che permangono nel settore dell'hotellerie italiana sono la scarsa incidenza sul totale, degli esercizi strutturati in forma d'impresa ed operanti in un'ottica professionale, e la forte presenza di aziende a conduzione familiare con la parallela minore penetrazione di grandi gruppi nazionali ed internazionali. Rispetto a quest'ultimo aspetto tuttavia un forte elemento di spinta verso la concentrazione e la diffusione di gestori alberghieri professionali, è individuabile nella crisi che ha duramente colpito il settore nel 2008/2009 e che ha costretto, e tuttora costringe, le gestioni a dover confrontarsi con ricavi in diminuzione, ai quali necessariamente bisogna far fronte con la diminuzione dei costi fissi di struttura, pena la non sostenibilità del *business*.

	Numero			Camere		
	al 2010	var. % y/y	% sul totale	al 2010	var. % y/y	% sul totale
Alberghi di 5 stelle e 5 stelle lusso	362	5,2%	1,1%	28.679	-0,5%	2,6%
Alberghi di 4 stelle	5.083	3,9%	15,0%	336.937	4,0%	30,8%
Alberghi di 3 stelle	15.217	0,3%	44,8%	485.105	-0,6%	44,3%
Alberghi di 2 stelle	6.764	-2,1%	19,9%	115.866	-2,6%	10,6%
Alberghi di 1 stella	3.837	-4,5%	11,3%	48.116	-5,8%	4,4%
Residenze turistico-alberghiere	2.736	3,8%	8,0%	80.629	4,3%	7,4%
TOTALE ESERCIZI ALBERGHIERI	33.999	0,1%	100,0%	1.095.332	0,7%	100,0%

[Fonte: ISTAT]

Le stime fornite dall'AICA (stime a Ottobre 2011) sul campione di alberghi monitorato evidenziano un aumento dei tassi di *occupancy* su base annuale in un range compreso fra il 62,5% dei 5 stelle ed il 65,2% dei 3 stelle. I dati relativi alle stime sul RevPAR⁹ mostrano buone performance con incrementi su base annuale che vanno dal +5,9% dei 4 stelle al +16,5% dei 5 stelle. I dati sul RevPOR¹⁰ mostrano *performance* complessivamente positive ma in misura significativamente inferiore rispetto al RevPAR; tale effetto risulta quale probabile conseguenza della combinazione di maggiore *occupancy* a fronte di un livello medio delle tariffe in ribasso. Si era peraltro già avuto riscontro dell'adozione da parte di diverse aziende del settore di

⁹ RevPAR: fatturato generato per camera disponibile.

¹⁰ RevPOR: fatturato generato per camera occupata.

una politica di *marketing* orientata verso la riduzione dei prezzi medi praticati, per rispondere al crollo della domanda subito durante il picco della crisi.

	Occupancy (%)		RevPAR (€)		RevPOR (€)	
	al 31/10/2011	Var. % y/y	al 31/10/2011	Var. % y/y	al 31/10/2011	Var. % y/y
Alberghi 5 stelle	62,50	7,8	206,70	16,5	330,96	8,0
Alberghi 4 stelle	63,20	4,1	61,14	5,9	96,80	1,7
Alberghi 3 stelle	65,20	8,5	34,59	7,3	53,04	-1,1

[Fonte: AICA]

Analizzando il dettaglio dei dati forniti da AICA per alcune province significative gli elementi già emersi risultano maggiormente delineati. A livello locale vanno evidenziate alcune performance particolarmente positive in termini di *occupancy* quali quelle di Catania, +14,5%, e Napoli, +11%. Ancora Catania vede un incremento del RevPAR che supera di poco il 19%, ma l'incremento maggiore spetta in questo caso a Venezia che segna una *performance* di assoluto livello, +22,9%. In generale le variazioni annuali del RevPAR sono positive per tutte le province analizzate tranne Napoli, mentre le variazioni annuali del RevPOR risultano nettamente più smussate, anche qui per quanto già sopra evidenziato e cioè, da un lato, per la maggiore *occupancy*, dall'altro, per tariffe medie probabilmente in diminuzione (emblematico, in tal senso, il caso di Napoli). Si segnala ancora una volta il caso di Venezia che, anche in termini di RevPOR, segna una *performance* del +15,6%.

	Occupancy (%)		RevPAR (€)		RevPOR (€)	
	al 31/10/2011	Var. % y/y	al 31/10/2011	Var. % y/y	al 31/10/2011	Var. % y/y
Bologna	50,98	6,0	41,39	6,0	81,19	0,0
Catania	62,12	14,5	45,89	19,4	73,87	4,3
Firenze	71,61	8,6	76,15	9,2	106,33	0,6
Genova	64,11	6,7	57,00	5,7	88,91	-1,0
Milano	63,97	5,4	82,90	9,1	129,59	3,5
Napoli	65,89	11,0	42,47	-2,2	64,45	-11,9
Roma	71,83	-1,0	100,89	2,4	140,44	3,4
Torino	58,69	1,5	51,94	0,7	88,49	-0,8
Venezia	74,28	6,3	126,03	22,9	169,66	15,6

[Fonte: AICA]

Nel corso del 2011 il mercato delle transazioni alberghiere si è rivelato stagnante. Le poche transazioni realizzate, per controvalori unitari del tutto modesti, hanno avuto per protagonisti operatori diretti del settore che hanno approfittato dell'arrivo sul mercato di *distressed assets*, al fine di ingrandire o migliorare il *business* già operante. Gli investitori istituzionali si sono mossi raramente ed unicamente verso immobili gestiti da operatori di primario *standing* o in *location* poco sensibili alle variazioni dei flussi turistici (Roma, Venezia).

Una dinamica interessante è quella che ha visto, e tuttora vede, alcuni operatori alberghieri puntare alla ricerca di un *partner* industriale immobiliare cui conferire la proprietà degli immobili gestiti, ma sul quale trasferire però anche quota parte del rischio di gestione attraverso la proposta di *management contract* o contratti di locazione con canone fisso più variabile, o solo variabile.

Tale dinamica sopravviene quale risposta alla contrazione dei margini del business operativo che per mantenersi sostenibile deve ridurre i costi fissi di struttura e quindi anche i fitti passivi, che, invece, negli anni del boom del settore prima dello scoppio della crisi del 2007/2008, avevano raggiunto una incidenza sui ricavi che sul lungo periodo si è rivelata non sostenibile.

Oltre alla generale contrazione dei flussi turistici generata dallo sfavorevole contesto macroeconomico, tale stato di fatto è causato anche da alcuni cambiamenti *industry specific*, quale, ad esempio, l'imporsi delle piattaforme *on line* di prenotazione, che hanno contribuito alla diminuzione del livello medio delle tariffe applicate. Altro elemento che ha concorso nella stessa direzione, essendone causa ma anche effetto, è la progressiva maggiore penetrazione anche sul mercato italiano (benché ancora lontano dai livelli dei mercati internazionali più maturi) dei gestori professionali nazionali ed internazionali che maggiormente riescono a garantire le economie di scala necessarie per far fronte alle mutate condizioni di redditività del *business*.

Tutto ciò porta ad un riposizionamento complessivo verso il basso dei rendimenti immobiliari attesi che si attestano tra il 5,5% ed il 6,0% per immobili core in *location* primarie, e si accrescono di 30/40 bps per le *secondary location*.

Il Mercato Italiano delle Rsa

Il settore della sanità privata è un segmento meno correlato con la congiuntura economica delle altre asset class immobiliari, in quanto la sua crescita è connessa a fenomeni demografici di lungo termine.

In un contesto attuale di mercato orientato al *fly to quality*, l'investimento in immobili core destinati al segmento Residenze Sanitarie Assistenziali («RSA») con *tenant* affidabili consente agli investitori istituzionali di inserire in portafoglio, in un'ottica di medio – lungo termine, una componente poco volatile con un rischio per unità di rendimento più contenuto rispetto a quello dei titoli di Stato.

Complice il progressivo aumento dell'età media della popolazione, la domanda di assistenza residenziale agli anziani in Italia – che, secondo i dati di *Price Waterhouse Coopers*, nel quinquennio 2004-2009 è mediamente cresciuta del +4,2% annuo - è destinata ad ulteriori e significativi sviluppi.

La dinamica demografica attesa in futuro, che vede una rapporto progressivamente crescente fra la quota di popolazione ultra sessantacinquenne e ultra settantacinquenne sulla quota di popolazione attiva, metterà in discussione la solidarietà intra-generazionale che attualmente riesce ancora a supplire parzialmente nel garantire agli anziani un'assistenza informale.

Pertanto la domanda dei servizi da erogare agli anziani nei prossimi anni crescerà, in ragione di:

1. un aumento della popolazione ultra 65enne ed ultra 75enne, fascia d'età in cui si manifesta una maggiore richiesta di assistenza full time legata al maggior grado di non autosufficienza;
2. un maggiore incremento atteso della componente pubblica della spesa sanitaria (*Long Term Care* – LTC).

L'incremento dell'aspettativa di vita media dei prossimi anni determinerà, in particolare, una crescita ulteriore (in valore assoluto) della popolazione anziana «non autosufficiente», ovvero priva di autonomia nell'esercizio di almeno una funzione essenziale della vita quotidiana.

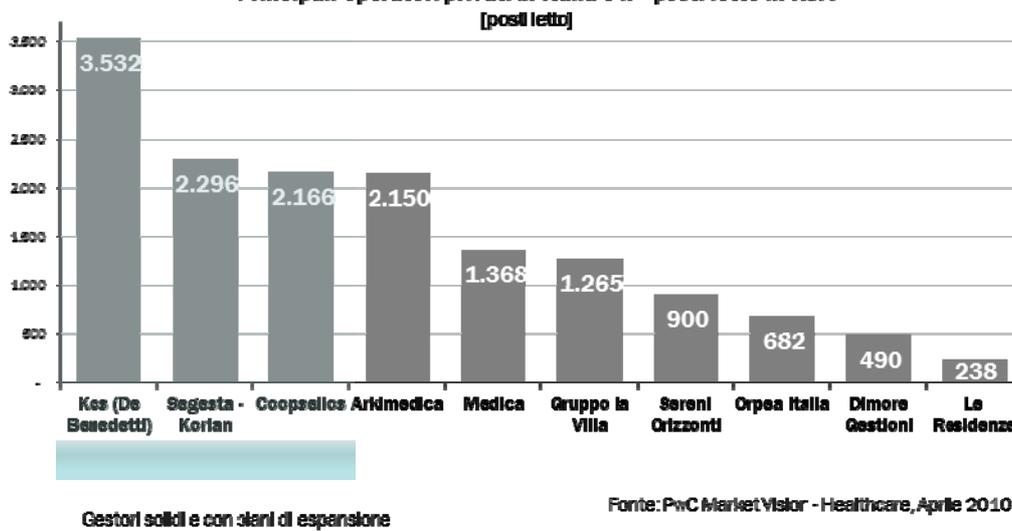
Degli attuali 2,2 milioni di anziani non autosufficienti presenti in Italia, si stima che circa 770mila siano totalmente non autosufficienti (fonte: Istat e Ragioneria Generale dello Stato). L'elevato numero di pazienti «over 65» affetti da patologie cronicoinvalidanti, sostanzialmente incompatibili con regimi di assistenza domiciliare, ambulatoriale o semi-residenziale, ha fatto emergere negli ultimi anni in misura crescente il bisogno di incrementare l'offerta di strutture riabilitative in grado di ricevere pazienti sempre più complessi e critici, e per questo in grado di garantire un adeguato mix di:

1. servizi residenziali con un'impronta il più possibile domestica, ovvero in grado di rispettare la riservatezza individuale e, al tempo stesso, di stimolare la socializzazione tra gli ospiti;
2. servizi sanitari di diversa natura (infermieristici, medici e riabilitativi) necessari a prevenire e curare le malattie croniche e le loro eventuali riacutizzazioni;
3. servizi alla persona, orientati al miglioramento dei livelli di autonomia, al mantenimento degli interessi personali e alla promozione del benessere.

Se queste sono le istanze dal lato della domanda, che delineano il *concept* verso il quale l'intero settore dovrà tendere nel medio termine, attualmente il quadro generale, dal lato dell'offerta, è caratterizzato da:

1. elevata frammentazione sia in termini di servizi offerti sia in termini di presenza geografica;
2. forti barriere all'ingresso derivanti da:
 - contesto regolamentare disomogeneo tra le diverse Regioni;
 - complessità nell'ottenimento delle autorizzazioni necessarie;
 - numero ristretto di autorizzazioni rilasciate annualmente;
 - specificità dei requisiti;
 - necessità di instaurare rapporti con le Regioni improntati sullo *standing* reputazionale e sul potere contrattuale.

Principali operatori privati in Italia e n° posti letto in RSA



I possibili *driver* che guideranno l'evoluzione del settore nel prossimo futuro attengono, da un lato, alla politica di ammodernamento che un numero limitato di *player* nazionali sta attuando, al fine di:

1. aumentare il numero di posti letto gestiti e, dunque, la quota di mercato;
2. creare strutture altamente specializzate (assistenza domiciliare, riabilitazione, ecc);
3. innalzare gli standard assistenziali, alberghieri e relazionali offerti.

dall'altro, all'ingresso di operatori istituzionali (SGR, SIIQ e Società immobiliari) che investono sia nell'acquisto di RSA già esistenti sia nella realizzazione di nuove strutture.

Il settore della sanità privata presenta dunque:

1. *appeal* etico data l'esigenza sociale di fornire una risposta professionale al fenomeno dell'invecchiamento della popolazione;
 2. notevoli potenzialità di sviluppo per effetto di fenomeni demografici ineludibili;
 3. conduttori affidabili in quanto caratterizzati da fatturati in crescita;
- esigenza dei gestori di separare l'uso dalla proprietà degli immobili per concentrare il capitale nel *core business* (l'attività sanitaria ed assistenziale).

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 con un profilo di rischio basso e con un orizzonte temporale di investimento 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:

- cogliendo nuove opportunità di investimento per una composizione efficiente del portafoglio, utilizzando la liquidità raccolta con l'ultima riapertura delle sottoscrizioni, oltre alle risorse rivenienti dalla eventuale dismissione degli immobili considerati meno strategici;
- mantenendo un adeguato livello di 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 il Fondo utilizzerà la liquidità eventualmente raccolta con la periodica riapertura delle sottoscrizioni, e quella generata dalla dismissione di immobili, per cogliere nuove le nuove opportunità di investimento, 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 mantenere un livello di indebitamento non superiore al 35% del valore dei beni immobili. Eventualmente, al fine di cogliere interessanti opportunità di investimento, il Fondo potrà raggiungere temporaneamente livelli di indebitamento superiori, comunque non alterando il profilo di rischio del prodotto.

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;
- l'avviamento di possibili operazioni di trasformazione di immobili in portafoglio;
- gli interventi manutentivi per il miglioramento dell'efficienza degli immobili.

4 ILLUSTRAZIONE DEI RAPPORTI INTRATTENUTI NELL'ARCO DELL'ESERCIZIO 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

In data 29 luglio 2011 è stata conclusa l'operazione di variazione dell'assetto partecipativo della SGR, tramite il trasferimento di n. 14 azioni (pari allo 0,02% del capitale della SGR) in capo ad un azionista individuale, che è stato individuato nel presidente della Fincal S.p.A., dott. Alessandro Caltagirone. Tale modalità di esecuzione è stata condivisa preventivamente dalla Fincal S.p.A. con la Banca d'Italia.

Ad oggi, quindi, l'assetto partecipativo della SGR è il seguente:

Azionista	Partecipazione nel capitale (%)	Numero di azioni
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	49,99%	35.993
Fincal S.p.A.	49,99%	35.993
Alessandro Caltagirone	0,02%	14

Contestualmente al trasferimento dello 0,02% del capitale della SGR in capo al dott. Alessandro Caltagirone, quest'ultimo si è impegnato ad esercitare tutti i diritti sociali inerenti a tale partecipazione azionaria, di concerto con la stessa Fincal S.p.A.. Tale impegno del dott. Alessandro Caltagirone ha trovato veste formale nel patto parasociale sottoscritto tra Fincal S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. e Alessandro Caltagirone.

5 EVENTUALI FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO CHE POSSONO AVERE EFFETTI SULLA GESTIONE

In data 30 gennaio u.s. il conduttore dell'immobile di Prato di Correggio (RE) ha formalizzato una proposta di accordo modificativo del contratto di locazione avente ad oggetto una richiesta di riduzione delle principali variabili contrattuali (perimetro, durata, canone), un nuovo piano per il recupero integrale del credito scaduto e la cessione dell'impianto fotovoltaico installato sull'immobile. Tale proposta è in corso di valutazione da parte della SGR.

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

Nel corso dell'esercizio 2011 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 5, che a decorrere del quarto esercizio la distribuzione dei proventi avviene con cadenza semestrale.

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"*.

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 2011 sono stati distribuiti, in due *tranche*, proventi pari a Euro 8,45 per ciascuna delle quote in circolazione, per un importo complessivo di Euro 1.887.734,7.

Al 31 dicembre 2011, in considerazione delle minusvalenze rilevate nel processo di valutazione del patrimonio immobiliare del Fondo (come indicato al § 1), non si evidenziano ulteriori proventi distribuibili ai sensi dell'art. 13 del regolamento di gestione.

Roma, 14 febbraio 2012

Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
Raffaele Giovanni Rizzi

RENDICONTO AL 31/12/2011

ATTIVITÀ	Situazione al 31/12/2011		Situazione al 31/12/2010	
	Valore complessivo	In % dell'attivo	Valore complessivo	In % dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati	4.592.000	2,89		
A1. Partecipazioni di controllo	4.592.000	2,89		
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	149.000.000	93,82	120.300.000	91,71
B1. Immobili dati in locazione	146.400.000	92,18	117.500.000	89,57
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili	2.600.000	1,64	2.800.000	2,13
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI	1.503.496	0,95		
D1. A vista				
D2. Altri	1.503.496	0,95		
E. ALTRI BENI				
(da specificare)				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	1.074.263	0,68	7.841.464	5,98
F1. Liquidità disponibile	1.074.263	0,68	7.841.464	5,98
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITÀ	2.648.739	1,66	3.036.234	2,31
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	41.719	0,03	36.177	0,03
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre	2.607.020	1,63	3.000.057	2,29
TOTALE ATTIVITÀ	158.818.498	100,00	131.177.698	100,00

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 31/12/2011	Situazione al 31/12/2010
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	27.006.852	19.870.730
H1. Finanziamenti ipotecari	27.006.852	19.870.730
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	3.823.967	4.136.851
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	463.750	206.201
M2. Debiti di imposta	1.044	100
M3. Ratei e risconti passivi	349.152	308.018
M4. Altre	3.010.021	3.622.532
TOTALE PASSIVITÀ	30.830.819	24.007.580
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	127.987.679	107.170.117
Numero delle quote in circolazione	246.806,000	204.726,000
Valore unitario delle quote	518,576	523,481
Proventi distribuiti per quota (1)	51,02	42,57
Rimborsi distribuiti per quota (2)	521,261	522,044

(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.

Per maggiori dettagli sulle quote sottoscritte e rimborsate si rinvia al § 2 della Relazione degli Amministratori.

SEZIONE REDDITUALE	Rendiconto al 31/12/2011		Rendiconto al 31/12/2010	
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	475.500			
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		475.500		0
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	8.145.875		6.928.719	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI				
B3. PLUS/MINUSVALENZE	(2.916.628)		136.076	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	(1.556.835)		(827.138)	
B5. AMMORTAMENTI				
B6. ICI	(458.647)		(374.946)	
B7. IMPOSTE DI REGISTRO	(83.906)		(66.406)	
Risultato gestione beni immobili		3.129.859		5.796.305
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	235.078			
E. ALTRI BENI (da specificare)				
E1. Proventi				
E2. Utile/perdita da realizzi				
E3. Plusvalenze/minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		3.840.437		5.796.305

SEZIONE REDDITUALE	Rendiconto al 31/12/2011		Rendiconto al 31/12/2010	
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		3.840.437		5.796.305
H. ONERI FINANZIARI				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	(615.180)		(307.379)	
H1.2 su linea di credito				
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI				
Risultato netto della gestione caratteristica		3.225.257		5.488.926
I. ONERI DI GESTIONE				
I1. Provigione di gestione SGR	(1.970.955)		(1.663.945)	
I2. Commissioni banca depositaria	(49.274)		(41.599)	
I3. Oneri per esperti indipendenti	(39.248)		(45.800)	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	(31.787)		(23.071)	
I5. Altri oneri di gestione	(208.132)		(54.842)	
L. ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	81.565		32.107	
L2. Altri ricavi	49.942		47.983	
L3. Altri oneri	(182.376)		(17.621)	
Risultato della gestione prima delle imposte		874.992		3.722.138
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio		0		
M2. Risparmi d'imposta				
M3. Altre imposte				
Utile/perdita dell'esercizio		874.992		3.722.138

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 518,576 con un incremento del valore della quota pari ad Euro 18,576 corrispondente ad una variazione percentuale del 3,72%.

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
31/12/2010	Euro 523,481
30/06/2011	Euro 524,062
31/12/2011	Euro 518,576

Principali eventi che hanno influito sul valore della quota nell'arco dell'esercizio 2011

Si riporta di seguito la segmentazione della composizione del risultato di esercizio suddiviso tra utili realizzati, plusvalenze/minusvalenze da valutazione ed altri costi/ricavi relativi all'esercizio 2011 e l'analisi dei fattori che hanno contribuito alla lieve variazione negativa del valore della quota.

Canoni di locazione ed altri proventi	8.145.875
Plusvalenze/Minusvalenze da valutazione	(2.916.628)
Altri costi/Ricavi	(4.354.256)
Totale	874.992

La variazione del valore della quota prodottosi rispetto al valore del precedente esercizio è da ricondurre prevalentemente all'effetto netto tra la distribuzione dei proventi effettuati nel corso del 2011 ed il risultato di esercizio, pari ad Euro 874.992.

Detto risultato risulta influenzato dai seguenti aspetti:

- gestione ordinaria del Fondo ed operatività degli immobili acquistati;
- minusvalenze nette da valutazione del patrimonio immobiliare che emergono dalle perizie effettuate dall'Esperto Indipendente generate prevalentemente dal recepimento nel processo valutativo dell'incremento delle imposte sugli immobili previste per il 2012.

Distribuzione di proventi

Nel corso del 2011 è stato distribuito l'importo di Euro 1.887.734,7, pari ad Euro 8,45 per ciascuna quota del Fondo. A seguito di dette distribuzioni i proventi cumulati passano da Euro 42,57 ad Euro 51,02 pro-quota e, conseguentemente, il *payback* rispetto al prezzo di primo collocamento, pari ad Euro 500, raggiunge il 10,2% rispetto al 8,5% al 31 dicembre 2010.

Il *dividend yield* rispetto al valore di riferimento della terza finestra di riapertura delle sottoscrizioni, pari ad Euro 518,781, corrisponde allo 0,72 %.

Gestione dei rischi esistenti

Al fine di implementare un sistema di risk management adeguato alla struttura organizzativa di Fabrica Immobiliare SGR e all'attività dalla stessa svolta, nonché conforme alla normativa vigente, in particolare alle norme dettate dagli artt. 5 e 13 del Regolamento Congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007, 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 i rischi presenti nelle operazioni di investimento/disinvestimento immobiliare, siano individuati ed esaminati nel dettaglio, nonché che tali operazioni siano coerenti con le politiche d'investimento, con gli obiettivi di *asset allocation* e con i limiti d'investimento del Fondo;
- verificare *ex post* il permanere delle condizioni verificate *ex ante*, nonché la 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.

La funzione di *Risk management* ha provveduto alla redazione della mappa dei rischi aziendali, con la quale:

- sono identificati i rischi applicabili all'operatività della Società e ai Fondi in gestione;
- sono abbinate le tipologie di rischio ai singoli Fondi e alla SGR, con una prima valutazione della loro rilevanza;
- sono definite le metodologie di valutazione dei rischi giudicati rilevanti.

La funzione di *Risk Management* ha provveduto altresì a formalizzare il modello di gestione dei rischi operativi, il quale include la matrice dei rischi operativi, con l'evidenza della mappa e della quantificazione dei rischi.

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 analizzati i rischi presenti nell'operazione, con specifico riguardo al rischio *tenant*, ai rischi immobiliari, di mercato e finanziari, nonché agli eventuali fattori di rischio specifici dell'operazione. L'analisi viene effettuata utilizzando le specifiche metodologie definite per ogni fattore di rischio, anche avvalendosi di *sensitivity analysis* e *scenario analysis*;
- acquisizione, se previsto o ritenuto comunque opportuno, del giudizio di congruità dell'Esperto Indipendente e dell'*opinion* dell'Intermediario Finanziario;
- individuazione del processo autorizzativo ed acquisizione, in conformità alle regole di *governance* del Comparto e della Società, dei pareri – quando previsti ovvero ritenuti comunque opportuni – del Comitato Investimenti, del Comitato Consultivo del Comparto, degli Amministratori Indipendenti e del Collegio Sindacale;
- 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 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 di immobili locati, la SGR 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. La funzione di *Risk Management* provvede ad effettuare specifiche analisi, sia *ex ante* che nel continuo, sui principali conduttori, con particolare attenzione ai conduttori con posizioni di morosità. 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. La funzione *Risk Management* analizza i *budget* e i *business plan* del Fondo al fine di monitorare le poste liquide e di valutare la loro capacità prospettica di far fronte agli impieghi a breve, a medio e a lungo termine.

Indebitamento

Tale rischio è legato alla possibilità che il fondo si indebiti per un importo superiore a quanto previsto dalla normativa vigente, pari al 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e 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:

Strumenti finanziari non quotati

Partecipazione in società Immobiliari Le partecipazioni di in società immobiliari sono iscritte al valore indicato dalla relazione di stima redatta dall'Esperto indipendente, ai sensi dell'art. 14-bis, comma 4, della Legge 25 gennaio 1994, n.86 e dell'art. 17, Titolo VI, del D.M. del 24 maggio 1999, n. 228, nonché di quanto previsto al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Par. 2.4.4 (non di controllo) e 2.4.5 (di controllo) e 4 ("esperti indipendenti") del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005.

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."

Depositi bancari

I Depositi bancari sono esposti al valore nominale.

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 un fondo svalutazione ritenuto congruo 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

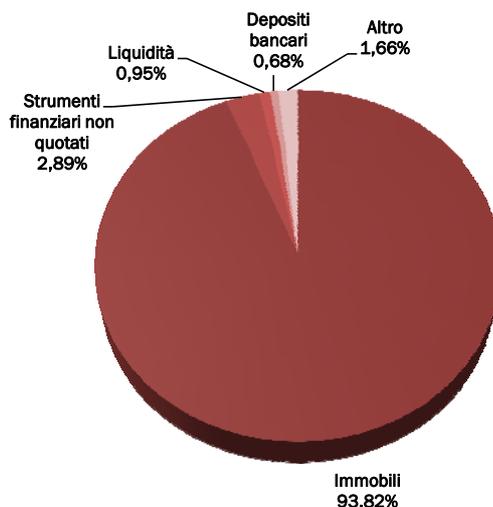
I costi ed i ricavi sono stati rilevati ed esposti nel rendiconto secondo i principi della competenza economica e della prudenza, e comunque sempre nel rispetto dell'inerenza degli stessi all'attività del Fondo, così come stabilito dal Regolamento in materia di "Regime delle spese".

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 (mq)	Prezzo di acquisto (Euro)	Valutazione al 31 dicembre 2011 (Euro)
	Indirizzo	Comune					
1	Via Ornato, 69	Milano	Impresa Commerciale	RSA	5.440	13.000.000	12.600.000
2	Via della Tecnica, 4-6-8	Prato di Correggio (RE)	Impresa Industriale	Industriale	7.668	7.700.000	6.300.000
3	Strada Santa Lucia	Medesano (PR)	Impresa Commerciale	RSA	2.482	3.650.000	3.600.000
4	Via Scarlatti, 6	Perugia	Pubblica Amministrazione	Uffici Pubblici	2.017	2.430.000	2.600.000
5	Via Scarlatti, 43	Perugia	Pubblica Amministrazione	Uffici Pubblici	3.585	4.770.000	4.600.000
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	2.600.000
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	4.500.000
10	Via Uruguay, 41-49	Padova	Imprese Commerciali	Uffici	3.588	3.400.000	3.200.000
11	Via Longoni, 53-59-65	Roma	Pubblica Amministrazione	Uffici Pubblici	13.609	19.200.000	21.900.000
12	Via Farini, 40	Roma	Pubblica Amministrazione - Imprese commerciali	Uffici Pubblici	4.059	16.500.000	17.600.000
13	Via Parenzo, 9	Milano	Imprese Commerciali	RSA	5.574	11.700.000	11.900.000
14	Via Milano, 47	Genova	Imprese Commerciali	Hotel/Commerciale	6.847	15.000.000	14.800.000
15	Strada del Lionetto, 6	Torino	Impresa Industriale	Uffici	8.696	8.100.000	7.800.000
16	Via Monte Grappa, 31	Treviglio (Bg)	Imprese Commerciali	Commerciale	29.429	22.450.000	25.200.000
					110.516	145.600.000	149.000.000

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Il fondo Socrate detiene il 100% del capitale sociale della Socrate Retail S.r.l.

Si riporta di seguito la scheda informativa relativa alla partecipazione di controllo nella "Socrate Retail S.r.l.", con sede in Roma, via Barberini n.47:

A) Titoli nel portafoglio del Fondo

Titoli nel portafoglio del Fondo	Quantità	Percentuale del totale titoli emessi	Costo d'acquisto (Euro)	Valore alla data del 31/12/2011 (Euro)
Socrate Retail srl - socio Unico	n/a	100,00%	4.116.500	4.592.000

B) Dati di Bilancio

Dati patrimoniali	Anno 2011* (Euro)
1) Totale attività	4.296.152
2) Partecipazioni	0
3) Immobili	3.020.088
4) Indebitamento a breve termine	0
5) Indebitamento a medio/lungo termine	0
6) Patrimonio Netto	4.114.603

Dati reddituali	Anno 2011* (Euro)
1) Fatturato **	194.621
2) Margine operativo lordo	(2.121)
3) Risultato Operativo	(2.121)
4) Saldo proventi/oneri finanziari	0
5) Saldo proventi/oneri straordinari	0
6) Risultato prima delle imposte	(2.121)
7) Utile/Perdita netto	(1.896)
8) ammortamenti dell'esercizio	(12.276)

* dati relativi al progetto di bilancio al 31/12/11

** si fa riferimento al valore della produzione

Si precisa che non risultano disponibili i dati relativi al precedente esercizio essendo la società neocostituita.

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

La partecipazione è stata valutata in base alla frazione di patrimonio netto, sulla base dei dati relativi al progetto di bilancio al 31 dicembre 2011. Il patrimonio netto è stato determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari risultanti i criteri di valutazione previsti dalla normativa vigente ed in particolare dal Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Par. 2.4.4 ("criteri di valutazione") del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005. Per maggiori dettagli si fa rinvio alla scheda di sintesi "Partecipazione" allegata al presente documento (allegato E).

D) Elenco dei beni immobili e diritti reali detenuti

Diritto di superficie di porzione di immobile destinata a parcheggio sito in Treviglio (Bg), in via Monte Grappa n.31.

E) Descrizione delle operazioni

La Socrate Retail S.r.l. ha per oggetto la gestione, la valorizzazione, l'acquisto e l'alienazione di singoli immobili e di patrimoni immobiliari, sia propri che affidati da terzi, e, più in generale, l'esercizio di attività immobiliari di ogni specie, svolgendo qualsiasi attività connessa, strumentale, affine, complementare o comunque utile per il conseguimento degli scopi sociali, comprese operazioni commerciali, industriali e mobiliari.

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 149.000.000.

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 31 dicembre 2011.

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)	11.353.849	566.063		566.063	6,03%
Da oltre 1 a 3 anni	658.647	69.964		69.964	0,74%
Da oltre 3 a 5 anni	3.890.122	349.486		349.486	3,72%
Da oltre 5 a 7 anni	47.212.835	3.033.920		3.033.920	32,30%
Da oltre 7 a 9 anni	1.975.617	116.973		116.973	1,25%
Oltre 9 anni	78.858.882	5.256.126		5.256.126	55,96%
A) Totale beni immobili locati	143.949.952	9.392.532	-	9.392.532	100,00%
B) Totale beni immobili non locati	5.050.048				

(1) Le fasce di scadenza ricomprendono il rinnovi taciti

(2) Percentuale sull'importo totale dei canoni

(3) I valori esposti includono anche quello delle indennità di occupazione senza titolo pari ad Euro 301.278

Nel corso dell'esercizio 2011 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 31 dicembre 2011.

II.5 Crediti

Tale voce non risulta essere movimentata.

II.6 Depositi bancari

La voce "Depositi Bancari", pari ad Euro 1.503.496, è stata movimentata per i depositi vincolati effettuati nell'esercizio al fine di incrementare il rendimento della liquidità del Fondo temporaneamente non investita. Di seguito si allegano le consistenze al 31 dicembre 2011 ed i flussi registrati nell'esercizio.

	Durata dei depositi					Totale
	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso inferiore a 24 ore	Depositi rimborsabili con preavviso da 1 a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza inferiore a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza da 15 giorni a 6 mesi	Depositi a termine con scadenza da 6 a 12 mesi	
Banca Monte dei Paschi di Siena			500.000	1.003.496		1.503.496
Totale			500.000	1.003.496		1.503.496

	Durata dei depositi					Totale
	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso inferiore a 24 ore	Depositi rimborsabili con preavviso da 1 a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza inferiore a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza da 15 giorni a 6 mesi	Depositi a termine con scadenza da 6 a 12 mesi	
Banca Monte dei Paschi di Siena			500.000	1.003.496		1.503.496
- versamenti			57.733.887	76.058.810		133.792.697
- prelevamenti			-57.233.887	-75.055.314		-132.289.201
Totale			500.000	1.003.496		1.503.496
- versamenti			57.733.887	76.058.810		133.792.697
- prelevamenti			-57.233.887	-75.055.314		-132.289.201

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 1.074.263, risulta allocata nella sottovoce F1 "Liquidità disponibile" e corrisponde alla somma dei saldi dei conti correnti aperti presso la Banca Depositaria e rubricati al Fondo, pari ad Euro 1.043.277, nonché all'ammontare degli interessi accreditati, con data valuta 31 dicembre 2011, sul conto corrente tecnico aperto presso la Banca Monte dei Paschi di Siena a servizio degli investimenti in time deposit. Detto ammontare, pari ad Euro 30.986, è stato prontamente trasferito

sui conti correnti della Banca Depositaria nel corso del 2012.

II.9 Altre attività

La voce "Altre attività" pari ad Euro 2.648.739 risulta così dettagliata:

	Importo (Euro)	Importo (Euro)
Ratei e risconti attivi	41.719	
– ratei attivi		104
– risconti attivi		41.615
Altre	2.607.020	
– crediti verso i conduttori per canoni da incassare		2.367.788
– crediti per fatture da emettere		234.875
– crediti per depositi cauzionali utenze		2.034
– credito iva		1.044
– credito diversi		1.279
Totale Altre attività	2.648.739	

La sottovoce "crediti verso i conduttori", pari ad Euro 2.367.788, è esposta al netto di un fondo svalutazione crediti di Euro 1.526.965 che si ritiene, alla data del 31 dicembre 2011, congruo sulla base delle informazioni ad oggi disponibili.

Sezione III- LE PASSIVITÀ

III.1 Finanziamenti ricevuti

La voce "Finanziamenti ipotecari", pari ad Euro 27.006.852 accoglie:

- l'ammontare di Euro 7.541.673 relativo al mutuo ipotecario acceso il 4 dicembre 2008 con Banca Popolare di Milano, 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.
- l'ammontare di Euro 11.465.179 relativo al mutuo ipotecario di tipo *bullet* accollato in 26 luglio 2010 con Banca Popolare di Novara, banca italiana, con una durata residua di 6,5 anni. A garanzia del rimborso del debito, è stata iscritta ipoteca di primo grado volontaria su un immobile ai sensi dell'art. 2808 del codice civile pari a Euro 24.000.000.
- l'ammontare di Euro 8.000.000 relativo al mutuo ipotecario di tipo *baloon* acceso il 27 ottobre 2011 con Banca Monte dei Paschi di Siena, banca italiana, con una durata residua di 5,5 anni. A garanzia del rimborso del debito, è stata iscritta ipoteca di primo grado volontaria su un immobile ai sensi dell'art. 2808 del codice civile pari a Euro 16.000.000. Trattandosi di un'operazione instaurata con uno degli azionisti di Fabrica, per il perfezionamento dell'atto si è proceduto a verificarne l'allineamento alle condizioni di mercato e sono stati acquisiti i pareri degli Amministratori indipendenti, in linea con i principi di *corporate governance* della SGR.

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 dell'esercizio 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 3.823.967 risulta così dettagliata:

	Importo (Euro)	Importo (Euro)
Provvigioni ed Oneri maturati e non liquidati	463.750	
– commissioni Banca depositaria 4° trim. 2011		10.400
– commissioni Banca depositaria conguaglio		7.675
– commissioni di gestione dicembre 2011 e conguaglio		445.675
Debiti di imposta	1.044	
Ratei e risconti passivi	349.152	
–risconti passivi		349.152
Altre	3.010.021	
– debiti per pagamenti dilazionati		2.250.000
– debiti verso fornitori		199.777
– fatture da ricevere		384.904
– debiti per depositi cauzionali conduttori		50.943
– note credito da emettere		12.168
– debiti diversi		112.229
Totale Altre passività	3.823.967	

La sottovoce "debiti per pagamenti dilazionati" si riferisce alla dilazione ottenuta per l'acquisto dell'immobile di Genova, via Milano, 47.

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 31/12/2011 (data del rendiconto)		
	Importo (Euro)	In % dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse x prezzo di emissione) (1)	134.874.972	100,00%
-- 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	
-- Quarta emissione quote 08/04/2011	24.345.874	
A.1 Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	475.500	0,35%
A.2 Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari		
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	19.680.278	14,59%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti		
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	235.078	0,17%
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	(1.286.928)	-0,95%
I. Oneri di gestione complessivi	(9.276.651)	-6,88%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	4.219.757	3,13%
M. Imposte complessive	0	0,00%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI	(10.530.510)	-7,81%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	(10.403.817)	-7,71%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	14.047.034	10,41%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2011	127.987.679	94,89%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO (2)	2,80%	

(1) Viene 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., alla data di approvazione del presente rendiconto non è oggetto di consolidamento integrale da parte di alcun 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). 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 ad Euro 3.987.210, e garanzie inerenti i contratti di fornitura pari ad Euro 15.000.

Garanzie Rilasciate

- Fidejussione bancaria rilasciata a garanzia del pagamento rateale dell'immobile di Genova in via Milano, 43, di importo pari ad Euro 2.000.000.

V6 Garanzie sugli immobili

Le ipoteche gravanti sugli immobili di proprietà del Fondo a fronte dei finanziamenti precedentemente illustrati ammontano ad Euro 60.000.000.

PARTE C - IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

Sezione I - RISULTATO STRUMENTI FINANZIARI

Di seguito un dettaglio delle plusvalenze/minusvalenze da valutazione:

Risultato complessivo delle operazioni su:	utile/perdita da realizzi (Euro)	di cui: per variazioni dei tassi di cambio (Euro)	Plusvalenze / minusvalenze (Euro)	di cui: per variazioni dei tassi di cambio (Euro)
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. di controllo			475.500	
2. non di controllo				
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di OICR				
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito				
2. Titoli di capitale				
3. Parti di OICR				

Non esistono componenti economiche riguardanti gli strumenti finanziari derivati.

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)	Immobili Tur-ricettivo (Euro)	Terreni (Euro)	Altri (Euro)	Totale (Euro)
1. PROVENTI							
1.1 canoni di locazione non finanziaria (1)		2.164.002	609.664	874.931		4.221.325	7.869.922
1.2 canoni di locazione finanziaria							
1.3 altri proventi		72.138	5.200	5.367		193.248	275.953
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI							
2.1 beni immobili							
2.2 diritti reali immobiliari							
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE							
3.1 beni immobili		979.449	(1.000.000)	(200.000)		(2.696.077)	(2.916.628)
3.2 diritti reali immobiliari							
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI		(120.552)	(227.824)	(39.798)		(1.168.661)	(1.556.835)
5. AMMORTAMENTI							
6. ICI		(86.297)	(21.539)	(61.614)		(289.197)	(458.647)
6. IMPOSTA DI REGISTRO		(27.033)	(6.102)	(7.212)		(43.558)	(83.906)
TOTALE		2.981.707	(640.601)	571.674		217.080	3.129.859

(1) Il valore è comprensivo dell'ammontare delle indennità di occupazione senza titolo pari ad Euro 296.727

Sezione III - CREDITI

Tale voce non risulta essere movimentata.

Sezione IV - DEPOSITIBANCARI

La voce "interessi attivi e proventi assimilati" su depositi bancari, pari ad Euro 235.078, è relativa agli interessi maturati sui depositi vincolati rilevati alla data del 31 dicembre 2011.

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 615.180 accoglie prevalentemente l'ammontare degli interessi maturati sui finanziamenti ipotecari in essere sugli immobili di proprietà del Fondo. I finanziamenti sono a tasso variabile.

Sezione VII - ONERI DI GESTIONE

VII.1 - Costi sostenuti nell'esercizio

Il totale delle spese sostenute dal fondo del 2011 risulta essere pari ad Euro 4.949.387 che rappresenta 4% 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	1.971	1,676	1,241	
- provvigioni di base	1.971	1,676	1,241	
- provvigioni di incentivo				
2) TER degli OICR in cui il fondo investe - dato extracontabile				
3) Compenso della Banca Depositaria	49	0,042	0,031	
4) Spese di revisione del fondo	46	0,039		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo (**)	132	0,112	0,083	
6) Compenso spettante agli Esperti indipendenti	39	0,033	0,025	
7) Oneri di gestione degli immobili (***)	1.853	1,576	1,167	
- ICI	459	0,390	0,289	
- property e facility	99	0,085	0,063	
- manutenzioni, utenze e bonifiche	126	0,107	0,079	
- condomini	34	0,029	0,022	
- spese legali e notarili	42	0,036	0,027	
- consulenze tecniche	33	0,028	0,021	
- svalutazione crediti	961	0,817	0,605	
- interessi su depositi cauzionali	1	0,001	0,000	
- compensi per intermediazione	4	0,003	0,003	
- Imposta di registro	45	0,038	0,028	
- Bolli su contratti e spese varie	1	0,001	0,000	
- Premi assicurativi	48	0,041	0,030	
8) Spese legali e giudiziarie	30	0,025		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	32	0,027		
10) Altri oneri gravanti sul fondo	163	0,139		
- consulenze e servizi amministrativi	-			
- altro	163	0,139		
TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (SOMMA DA 1 A 10)	4.315	3,670		
11) Oneri di negoziazione 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	635			23,519
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo	-			
TOTALE SPESE (SOMMA DA 1 A 13)	4.950	4,210		

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:
 - proventi liquidati dalla SGR o di cui la SGR abbia deliberato la distribuzione, e
 - 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 81.565;
- Altri ricavi per Euro 49.942;
- Altri Oneri per Euro 182.376.

Sezione IX - IMPOSTE

Tale voce non risulta essere movimentata.

Il decreto legge 13 maggio 2011, n.70, articolo 8, comma 9, convertito in legge 12 luglio 2011, n. 106, ha introdotto alcune modifiche alla normativa di settore, di cui all'art. 32 del Decreto Legge 78 del 31 maggio 2010, non rilevanti economicamente per il Fondo.

Per maggiori dettagli si rinvia a quanto illustrato nel § 2 della Relazione degli Amministratori.

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.

Si segnala che, la SGR ha aderito al Protocollo di Autonomia per la gestione dei conflitti di interessi adottato da ASSOGESTIONI - Associazione del risparmio gestito con delibera del Consiglio di Amministrazione del 28 giugno 2011. In ragione degli assetti proprietari, della struttura organizzativa e delle peculiarità operative della SGR, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato un'adesione parziale a detto Protocollo di autonomia. In particolare, per quanto attiene alle tipologie di conflitti di interessi individuate nel Protocollo, si segnala che la SGR non ha recepito le fattispecie relative alle situazioni di conflitto di interesse sottese agli investimenti in strumenti finanziari, ciò in quanto tali fattispecie non sono riscontrabili nell'operatività gestoria dei Fondi e non sono coerenti con gli assetti azionari della SGR. Inoltre, la SGR non ha aderito ai limiti al cumulo di funzioni nei confronti di società del gruppo, raccomandati dal Protocollo, in quanto essa non fa parte di alcun gruppo come definito dall'art. 93 del TUF. Quanto, infine, al "perimetro" delle competenze degli amministratori indipendenti, la SGR ha mantenuto le previsioni già esistenti in quanto ritenute più ampie rispetto a quelle previste dal Protocollo, fatta eccezione per l'adeguamento ai "nuovi" requisiti di indipendenza ed alle nuove competenze previsti nel Protocollo stesso.

Trasparenza degli incarichi assegnati all'Esperto Indipendente

In conformità con quanto stabilito nelle Linee Applicative (cfr. par. 4), si rappresenta che la SGR ha assegnato all'Esperto Indipendente del Fondo il seguente incarico:

- Incarico di esperto indipendente per il fondo Etrusco Distribuzione – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso, incarico triennale con scadenza 30 giugno 2012;

Per completezza, si segnala che nel corso dell'esercizio di riferimento sono stati affidati a società del gruppo REAG alcuni incarichi di *due diligence* tecnica e di calcolo delle consistenze per conto di altri fondi gestiti.

In conformità con quanto stabilito nelle Linee Guida Assogestioni (cfr. par. 4.4) 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 31 dicembre 2011, con 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:

"nel corso del mese di dicembre 2010 REAG S.p.A. ha acquisito da Banca Monte dei Paschi di Siena un incarico riguardante l'attività di rinegoziazione dei canoni di locazione delle agenzie utilizzate dalla banca e di proprietà di terzi".

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

ALLEGATO B - ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO (TAV. C ALL. IV 6.2.)

ALLEGATO C – PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (TAV. B ALL. IV 6.2)

ALLEGATO D – ELENCO DEI BENI DI CUI AL DM 24 MAGGIO 1999 N. 228

ALLEGATO E – PARTECIPAZIONE

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

Data	Oggetto	Importo (Euro)	Controparte	Gruppo di appartenenza
27/10/2011	Via Monte Grappa, n. 31 - TREVIGLIO	22.450.000	Doss SpA	Lombardini Holding
16/05/2011	Strada del Lionetto, n.6 - TORINO	8.100.000	Prelios SGR S.p.A. - Fondo Tecla	Gruppo Prelios
26/07/2010	Via Milano, n. 43/47 - GENOVA	15.000.000	Sviluppo Cantore S.p.A.	Gruppo Viziano
24/12/2009	Appezamenti di terreno agricolo - Roma	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	127,1	affitto	2022 (1)	Impresa Commerciale	13.280.433		
2	VIA DELLA TECNICA 4-6-8 PRATO DI CORREGGIO (RE)	Industriale	2003	7.668	80,4	affitto	2025 (1)	Impresa Industriale	7.874.433		
3	STRADA SANTA LUCIA MEDESANO (PR)	Residenza Sanitaria	2000	2.482	96,9	affitto	2012	Impresa Commerciale	3.737.091		
4	VIA SCARLATTI 6 PERUGIA	Ufficio Pubblico	1956	2.017	89,1	affitto	2016	Pubblica Amministrazione	2.511.178		
5	VIA SCARLATTI 43 PERUGIA	Ufficio Pubblico	1962	3.585	89,1	affitto	2016	Pubblica Amministrazione	4.892.377		
6	VIA DEL FOSSO 2 Bis PERUGIA	Ufficio Pubblico	1974 - 1984	3.951	109,3	affitto	2017	Pubblica Amministrazione	6.442.752		
7	VIA PIAVE 66-68 SARONNO (VA)	Ufficio	1985	4.079	-	-	-	-	3.167.963		
8	VIA DEI CANESTRAI 1 CODOGNO (LO)	Caserma	1950 - 1980	4.486	65,8	affitto	2015	Pubblica Amministrazione	3.562.621		
9	VIA CASSANESE 224 SEGRATE (MI)	Ufficio	1986	5.006	45,1	affitto	dal 2011 al 2019	Imprese Commerciali	5.377.214		
10	VIA URUGUAY 41-49 PADOVA	Ufficio	1987	3.588	66,5	affitto	dal 2015 al 2016	Imprese Commerciali	3.471.109		
11	VIA LONGONI 53-59-65 ROMA	Ufficio Pubblico	1975	13.609	98,2	affitto	2018	Pubblica Amministrazione	20.690.847	7.541.673	
12	VIA FARINI 40 ROMA	Ufficio Pubblico	1870 - 1880	4.059	221,4	affitto-indennità occupazione	dal 2010 al 2017	Pubblica Amministrazione - Imprese commerciali	16.849.953		
13	VIA PARENZO 9 MILANO	Residenza Sanitaria	2007	5.574	133,7	affitto	2025 (1)	Imprese Commerciali	11.978.000		
14	VIA MILANO 47 GENOVA	Ricettivo	1930 - 1940	6.847	135,2	affitto	dal 2012 al 2027	Imprese Commerciali	15.324.677	11.465.179	
15	VIA LIONETTO TORINO (TO)	Ufficio	1988	8.696	56,3	affitto	2022 (1)	Imprese Commerciali	8.272.776		
16	VIA MONTE GRAPPA 31 TREVIGLIO (BG)	Commerciale	1998	29.429	59,7	affitto	2029 (1)	Imprese Commerciali	22.920.551	8.000.000	
TOTALE				110.516					150.353.975	27.006.852	

(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 (Euro) (2)	Realizzo		Proventi generati (3)	Oneri sostenuti (Euro)	Risultato dell'investimento
		data	Costo di acquisto (Euro) (1)		data	Ricavo di vendita			
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

Allegato D–ELENCO DEI BENI DI CUI AL DM 24 MAGGIO 1999 N. 228

Si riporta di seguito l'elenco, in ordine decrescente di valore, dei beni di cui al D.M. n. 228/1999 redatto ai sensi dell'art. 75, comma 1, lettera b) del Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007:

Categoria di beni	Localizzazione	
Beni immobili	Treviglio, via Monte Grappa	25.200.000,00
Beni immobili	Roma, via Longoni	21.900.000,00
Beni immobili	Roma, via Farini	17.600.000,00
Beni immobili	Genova, via Milano	14.800.000,00
Beni immobili	Milano, via Ornato	12.600.000,00
Beni immobili	Milano, via Parenzo	11.900.000,00
Beni immobili	Torino, strada del Lionetto	7.800.000,00
Beni immobili	Perugia, via del Fosso	6.400.000,00
Beni immobili	Correggio (PR), via della Tecnica	6.300.000,00
Beni immobili	Perugia, via Scarlatti 43	4.600.000,00
Partecipazione societaria	Roma, via Barberini 47*	4.592.000,00
Beni immobili	Segrate (MI), via Cassanese	4.500.000,00
Beni immobili	Medesano (PR), strada Santa Lucia	3.600.000,00
Beni immobili	Codogno (LO), via dei Canestrai	3.400.000,00
Beni immobili	Padova, via Uruguay	3.200.000,00
Beni immobili	Saronno (MI), via Piave	2.600.000,00
Beni immobili	Perugia, via Scarlatti 6	2.600.000,00

* sede legale della società partecipata

Allegato E - PARTECIPAZIONE

"Socrate Retail Srl"				
Valore Capitale Economico			Euro	Euro
			4.592.012,80	4.592.209
Descrizione			Valori di bilancio al 31/12/2011	Valore di Mercato al 31/12/2011
ATTIVO				
A)		CREDITI VERSO SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI		
	a)	Parte richiamata	-	-
	b)	Parte non richiamata	-	-
		TOTALE	-	-
B)	I	IMMOBILIZZAZIONI		
		IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI		
		1 Costi di costituzione e di ampliamento	3.065,44	3.065,44
		2 Costi pluriennali ricerca e sviluppo	-	-
		3 Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	-	-
		4 Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	-	-
		5 Avviamento	933.366,80	950.000,00
		6 Immobilizzazioni in corso e acconti	3.020.088,30	3.700.000,00
		7 Altre	30.306,14	30.306,14
		TOTALE	3.987.726,68	4.684.271,58
	II	IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI		
		1 Terreni e fabbricati	-	-
		2 Impianti e macchinari	583,74	583,74
		3 Attrezzature industriali e commerciali	6.549,38	6.549,38
		4 Altri beni	-	-
		5 Immobilizzazioni in corso e acconti	-	-
		TOTALE	7.133,12	7.133,12
	III	IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE		
		1 Partecipazioni in:		
		a) imprese controllate	-	-
		Altre controllate	-	-
		TOTALE	-	-
		b) imprese collegate	-	-
		TOTALE	-	-
		c) imprese controllanti	-	-
		d) altre partecipazioni	-	-
		TOTALE	-	-
	1b	Versamenti in c/ partecipazioni		
		2 Crediti:		
		a) verso imprese controllate	-	-
		b) verso imprese collegate	-	-
		c) verso controllanti	-	-
		d) verso altri	-	-
		3 Depositi Cauzionali	-	-
		4 Azioni proprie	-	-
		TOTALE	-	-
		TOTALE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	-	-
		TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	3.994.859,80	4.691.404,70

"Socrate Retail Srl"				
Valore Capitale Economico			Euro	Euro
			31/12/2011	31/12/2011
C)	I	ATTIVO CIRCOLANTE		
		RIMANENZE		
		1 Materie prime, sussidiarie e di consumo	-	-
		2 Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	-	-
		3 Lavori in corso su ordinazione	-	-
	4 Prodotti finiti e merci	-	-	
	5 Acconti	-	-	
		TOTALE	-	-
	II	CREDITI		
		1 a) Clienti entro l'esercizio	120.011,07	120.011,07
		b) Clienti oltre l'esercizio	-	-
		2 a) Verso imprese partecipate entro l'es.	-	-
		b) Verso altri	-	-
		3 Credito per imposte anticipate	-	-
	4 Credito Erario e Enti Previd.	384,18	384,18	
	5 Credito IRPEG	-	-	
	6 Crediti Vari	300,00	300,00	
		TOTALE	120.695,25	120.695,25
	III	ATTIVITA' FINANZIARIE CHE NON COSTITUISCO IMMOBILIZZAZIONI		
		1 Partecipazioni in imprese controllate	-	-
2 Partecipazioni in imprese collegate		-	-	
3 Partecipazioni in imprese controllanti		-	-	
4 Altre partecipazioni		-	-	
5 Azioni proprie		-	-	
6 Altri titoli	-	-		
	TOTALE	-	-	
IV	DISPONIBILITA' LIQUIDE			
	1 Depositi bancari e postali	133.675,00	133.675,00	
	2 Depositi Cauzionali	-	-	
	3 Denaro e valori in cassa	134,00	134,00	
	TOTALE	133.809,00	133.809,00	
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE			254.504,25	254.504,25
D)	a)	RATEI E RISCONTI		
		Ratei e risconti ATM	3.606,95	3.606,95
	b)	Ratei e risconti ATM	-	-
		TOTALE	3.606,95	3.606,95
E)		PERDITA DI ESERCIZIO	-	-
TOTALE ATTIVO			4.252.971,00	4.949.515,90

"Socrate Retail Srl"				
Valore Capitale Economico			Euro	Euro
			31/12/2011	31/12/2011
A)	I	PATRIMONIO NETTO		
		CAPITALE SOCIALE	100.000,00	100.000,00
		RISERVA DA RIVALUTAZIONE	-	-
		RISERVA DA VERSAMENTI IN C/CAPITALE	4.016.500,00	4.016.500,00
		RISERVA LEGALE	-	-
		RISERVE STATUTARIE	-	-
		ALTRE RISERVE	1,00	1,00
		UTILI RIPORTATI A NUOVO	-	-
		UTILI (PERDITE) ESERCIZIO PRECEDENTE	2.315,00	2.315,00
		UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	-	-
	GOODWILL / BADWILL	-	477.029,90	
		TOTALE	4.114.184,99	4.592.013,90
	B)	FONDI PER RISCHI ED ONERI		
		1 per trattamento di quiescenza e obblighi simili	-	-
		2 per imposte su plusvalenza	-	218.715,10
3 per ammortamenti	-	-		
	TOTALE	-	218.715,10	
C)		TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO SUBORDINATO	-	-
D)	DEBITI	1 Obbligazioni	-	-
		2 Obbligazioni convertibili	-	-
		3 a) Debiti verso banche entro l'es.	-	-
		b) Debiti verso banche oltre l'es.	-	-
		4 Debiti verso altri finanziatori	-	-
		5 a) Acconti entro l'es.	49.210,00	49.210,00
		b) Acconti oltre l'es.	-	-
		6 a) Debiti verso fornitori entro l'es.	-	-
		b) Debiti verso fornitori oltre l'es.	-	-
		7 Debiti verso Soci	-	-
		8 Debito residuo leasing	-	-
		9 Debiti verso imprese collegate entro l'es.	-	-
		10 Debiti verso controllanti	-	-
11 Debiti tributari entro l'es.	3.334,00	3.334,00		
12 Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale entro l'es.	-	-		
13 a) Altri debiti entro l'es.	76.913,00	76.913,00		
b) Altri debiti oltre l'es.	-	-		
	TOTALE	128.587,00	128.587,00	
E)	a)	RATEI E RISCONTI		
		Ratei passivi	10.200,00	10.200,00
	b)	Risconti passivi	-	-
		TOTALE	10.200,00	10.200,00
TOTALE PASSIVO			4.252.971,00	4.949.515,90
CAPITALE ECONOMICO			4.252.971,00	4.949.515,90



RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 14 DEL DLGS 27.1.2010, N. 39 E DELL'ART. 9 DEL DLGS 24.2.1998, N. 58

Ai Partecipanti al
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso
"Socrate"

1 Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Socrate", costituito dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 compete agli amministratori della Società di Gestione del Fondo, Fabrica Immobiliare SGR SpA. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto della gestione 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 della gestione 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 della gestione, 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 al rendiconto della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 2 marzo 2011.

3 A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Socrate" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011 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 l'esercizio chiuso a tale data.

4 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 di Fabrica Immobiliare SGR SpA. E' di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto della gestione, come richiesto dalla legge. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n. 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. 3.754.400,00 Euro i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n. 43 dell'Albo Consob - Altri Uffici: **Bari** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - **Bologna** Zola Predosa 40069 Via Tevere 18 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhrer 23 Tel. 0303697501 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Dante 7 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521242848 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10129 Corso Montevicchio 37 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001



Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con il rendiconto della gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Socrate" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011.

Roma, 15 febbraio 2012

PricewaterhouseCoopers SpA



Lorenzo Pini Prato
(Revisore legale)