
***"Delta Immobiliare – Fondo Comune di Investimento
Immobiliare di Tipo Chiuso"***

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30/06/2009

Fondo**Delta** δ

Sommario

NOTA ILLUSTRATIVA	2
IL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO NEL PRIMO TRIMESTRE 2009	3
IL MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI	5
1. DATI DESCRITTIVI DEL FONDO	9
2. ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA	9
3. ILLUSTRAZIONE DELL'ANDAMENTO DELLE QUOTAZIONI DI MERCATO NEL CORSO DEL SEMESTRE	10
4. ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL FONDO E DELLE DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO	11
A. L'ATTIVITÀ DI GESTIONE	11
B. POLITICHE DI INVESTIMENTO E DISINVESTIMENTO	14
5. EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA VERIFICATISI NEL SEMESTRE	15
6. LINEE STRATEGICHE CHE SI INTENDONO ADOTTARE PER IL FUTURO	16
7. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE	17
8. OPERATIVITÀ POSTA IN ESSERE SU STRUMENTI FINANZIARI E SU STRUMENTI DERIVATI	17
9. PROVENTI POSTI IN DISTRIBUZIONE	18
10. ALTRE INFORMAZIONI	18
SITUAZIONE PATRIMONIALE	20
SEZIONE REDDITUALE	22
ALLEGATI	24

Nota Illustrativa

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

La Relazione semestrale del Fondo è redatta in osservanza del Provvedimento Banca d'Italia del 14 aprile 2005 recante il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio". Essa si compone di una Situazione patrimoniale, della Sezione reddituale e della presente Nota illustrativa.

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

La situazione economica

La crisi finanziaria che a partire dal 2008 ha interessato i mercati mondiali ha visto diminuire – assieme al fattore "fiducia" che lega famiglie, banche, imprese e Stato – il reddito prodotto, innescando nell'intera economia mondiale una profonda recessione.

La crisi, come noto, è andata acuendosi mano a mano che la percezione della vastità e della gravità dei problemi finanziari emergeva (si pensi ai fallimenti di diverse banche d'affari, tra cui in primo luogo Lehman Brothers) e con essa si accrescevano gli interventi di sostegno pubblico rivolti alle banche ed agli altri intermediari finanziari per cercare di tamponare la carenza di liquidità e il conseguente blocco dell'attività economica.

L'indebolimento della fiducia ha avviato un processo di causazione cumulativa negativa che, frenando la domanda (consumi, commercio internazionale, investimenti, ecc.), ha alimentato le difficoltà economico-finanziarie.

Alla riduzione della domanda ha contribuito anche la contrazione della ricchezza delle famiglie detenuta in immobili. In Italia la diminuzione della ricchezza immobiliare nel 2008 è stata piuttosto contenuta, potendo essere quantificata mediamente in circa 100 miliardi di euro (–2% circa sui 5 mila miliardi di euro circa che ne costituivano, a inizio 2008, l'ammontare complessivo)¹.

¹ Nomisma "Primo rapporto 2009 - Osservazioni sul mercato immobiliare"

Rilanciare il patto di fiducia fra gli attori del mercato economico e finanziario, modificando le aspettative, è il compito che le Autorità stanno cercando di svolgere.

Il mercato immobiliare italiano nel primo trimestre 2009²

Il I trimestre del 2009, con n. 299.419 compravendite c.d. "NTN"³ complessive, ha segnato una ulteriore riduzione del tasso tendenziale su base annua rispetto a quello registrato nel IV trimestre 2008. Tale andamento ha investito tutte le tipologie immobiliari ed in maniera particolarmente accentuata il settore produttivo.

L'andamento trimestrale del 2008 (vedi Tabella 1) aveva già evidenziato un peggioramento nel corso dell'anno con il tasso tendenziale annuo (misurato rispetto agli stessi periodi dell'anno precedente) passato dal -11,9% del I trimestre al -16,5% del IV trimestre. Nel I trimestre 2009 il tasso tendenziale si è ulteriormente ridotto, con una media del -18,7%.

Il settore residenziale, con n. 135.872 NTN, mostra un calo del 18,7% in linea con l'andamento complessivo, mentre è il settore produttivo con n. 2.525 NTN quello maggiormente in crisi, con un tasso tendenziale del -33,5%. Il settore terziario (n. 5.281 NTN) e quello commerciale (n. 12.572 NTN) si riducono, rispettivamente, del 20,6% e del 23,9%, mentre le pertinenze (n. 107.979 NTN), in cui sono conteggiate i magazzini ed i box-posti auto, si riducono in misura inferiore (-16,9%).

Andamento trimestrale NTN I trim. 2008 – I trim. 2009 + tasso tendenziale annuo (I trim. '09/ I trim. '08)

Settore	I trim. '08	II trim. '08	III trim. '08	IV trim. '08	I trim. '09	Var. % I trim. '09 / I trim. '08
Residenziale	167.070	188.275	149.253	181.989	135.872	-18,7 %
Terziario	4.342	4.596	3.768	5.281	3.449	-20,6%
Commerciale	11.457	11.944	9.309	12.572	8.723	-23,9%
Produttivo	3.796	3.977	3.220	4.405	2.525	-33,5%
Pertinenze	129.946	145.683	114.661	148.658	107.979	-16,9%
Altro	51.896	58.140	47.039	58.518	40.870	-21,2%
Totale	368.507	412.616	327.251	411.423	299.419	-18,7%

In relazione ai singoli comparti del mercato immobiliare, si osserva quanto segue.

Settore residenziale: considerando il mercato residenziale delle principali città e delle rispettive province permane la differenza di decremento delle compravendite tra città (-13,9%) ed i comuni minori (-19,1%); i rispettivi volumi di compravendita, infatti, diminuiscono rispetto al I trimestre 2008 in modo analogo all'andamento nazionale, confermando il *trend* maggiormente negativo per i comuni della provincia piuttosto che nelle città.

² Agenzia del Territorio - Osservatorio Mercato Immobiliare e servizi estimativi "Andamento del Mercato Immobiliare nel I trimestre 2009"

³ Compravendite al netto delle compravendite riconducibili alle "cartolarizzazioni dello Stato", tramite la società SCIP S.p.A.. Nel I trimestre 2009 tali ultime compravendite sono state in totale n. 912

Rispetto al I trimestre 2008, nel I trimestre 2009 il risultato peggiore si registra, tra le città capoluogo di provincia, a Milano (-20,3%, con un dato che, per la provincia ammonta a -21,8%) e, per i comuni non capoluogo, nella provincia di Bologna (-22%).

La città di Genova è quella con il tasso tendenziale annuo meno negativo del I trimestre 2009 (-4,2%), ma è da tener presente il forte calo di compravendite già subito negli anni 2004-08. Roma e Firenze si collocano leggermente sopra la media con un calo intorno all'11,5%. Per quanto riguarda le rispettive province, quella di Roma perde il 15,3% e quella di Firenze si limita ad un -11,2%, in linea con il capoluogo.

Volumi compravendite città e province I trim. '08 - I trim. '09

Città	I trim. '08	I trim. '09	Var. % I trim. '08 / I trim. '09
ROMA	7.390	6.537	-11,6%
MILANO	4.873	3.885	-20,3%
TORINO	3.060	2.642	-13,7%
GENOVA	1.533	1.468	-4,2%
NAPOLI	1.609	1.407	-12,6%
PALERMO	1.503	1.209	-19,6%
BOLOGNA	1.108	967	-12,7%
FIRENZE	1.006	891	-11,4%
Totale	22.082	19.006	-13,9%
Resto provincia	I trim. '08	I trim. '09	Var. % I trim. '08 / I trim. '09
ROMA	4.640	3.928	-15,3%
MILANO	9.927	7.759	-21,8%
TORINO	4.596	3.629	-21,0%
GENOVA	832	681	-18,1%
NAPOLI	2.953	2.548	-13,7%
PALERMO	1.481	1.158	-21,8%
BOLOGNA	2.153	1.680	-22,0%
FIRENZE	1.503	1.335	-11,2%
Totale	28.086	22.718	-19,1%

Il settore terziario: il settore terziario, ossia gli uffici più gli istituti di credito, risulta mediamente in calo già a partire dal 2006, con un decremento che si è andato accentuandosi nel corso del 2008. Nel I trimestre 2009 il calo di compravendite (mediamente pari al -20,6% rispetto al I trimestre 08) è particolarmente elevato nel Nord (-22,8%) e nel Sud (-19,7%) e leggermente inferiore nel Centro (-15,3%).

Gli andamenti sono simili per le macro aree che convergono nel I trimestre 2009 ad un valore intorno a 70, ossia con un calo di compravendite tendenziale nel biennio intorno al 30%.

Tra le principali province risulta particolarmente elevato il decremento di compravendite nel I trimestre 2009 delle province di Napoli (-51%), di Torino (-45% circa) e di Firenze (-31,8%). È opportuno segnalare che, trattandosi di numeri non molto elevati una piccola differenza in termini assoluti, comporta una variazione relativa consistente.

Nelle province di Milano (-19%), Bologna (-16,2%) e Palermo (-20,2%) il mercato degli uffici mostra una flessione meno importante. L'unica provincia con una crescita delle compravendite di uffici risulta quella di Genova (+9,7%), mentre risultano stabili nella provincia di Roma.

Il settore commerciale: il settore commerciale (di cui fanno parte negozi, laboratori, fabbricati commerciali ed alberghi) conferma il trend negativo già evidenziato a partire dal 2006, con un netto peggioramento nel corso del 2008, analogamente a tutti gli altri settori. Nel I trimestre 2009 si registra un forte decremento in media pari a -24% circa, con il calo maggiore al Centro (-27,4%) e quello inferiore al Sud (-17,2%).

Nel I trimestre 2009 il settore commerciale risulta in calo più o meno importante in tutte le principali province. Vanno meno peggio le province del Sud, Napoli (-3,1%) e Palermo (-2,6%), mentre per le altre province si va dal -10,5% di Torino, al -25% della provincia di Roma ed al -30% della provincia di Milano.

Le province di Firenze (-34% circa), Bologna (-36,7%) e Genova (-46,7%) sono quelle con il tasso tendenziale maggiormente negativo.

Il settore produttivo: il settore produttivo (comprendente capannoni ed industrie) che nel quinquennio 2004-2008 aveva mostrato una miglior tenuta di mercato rispetto agli altri settori e che aveva concluso il 2008 con il decremento inferiore, nel I trimestre 2009 è, invece, quello che subisce la maggior contrazione del volume di compravendite, -33,5% mediamente, in tutte le macro-aree. Il mercato di questo settore continua ad essere fortemente concentrato nel Nord, con il 70% delle compravendite che avviene in quest'area.

Il settore turistico: il settore risente del calo del mercato turistico che, in Italia, è generalmente quantificato intorno al 15%. Questo calo, che ha un riflesso diretto sui canoni pagati dagli albergatori alla proprietà, non ha un effetto immediato sui prezzi di vendita. Gli investitori mostrano un grande interesse per gli investimenti alberghieri, anche se sono consapevoli che la redditività attesa è eccessiva rispetto alla situazione del settore. I volumi delle transazioni sono molto bassi proprio in ragione del fatto che gli investitori sono estremamente incerti sui possibili ritorni economici nel 2009.

Le previsioni nel medio lungo periodo della Organizzazione Mondiale del Turismo vanno nella direzione di una forte crescita dei flussi: dai 930 milioni di turisti del 2009 ai 1.561 milioni previsti per il 2020. Crescita che dovrebbe influenzare positivamente il mercato degli *asset* legati al turismo.

Il mercato dei fondi immobiliari

I fondi immobiliari compiono in Italia nove anni e anche se il momento dei canonici bilanci sarà lo scoccare del decimo anno di vita, gli operatori del settore e gli istituti di ricerca iniziano a tirare le fila.

Nel 2009, secondo le stime di Scenari Immobiliari ⁽⁴⁾, l'Istituto indipendente di studi e di ricerche che analizza i mercati immobiliari, l'economia del territorio in Italia ed in Europa, il patrimonio complessivo

⁴ Scenari Immobiliari "I Fondi immobiliari in Italia e all'estero- Rapporto 2009"

dei 238 fondi immobiliari attivi (aumentati del 28% nell'ultimo anno) dovrebbe arrivare a 40 miliardi di euro, rispetto ai 34,7 del 2008. Per avere un termine di paragone con altri settori, il patrimonio immobiliare delle assicurazioni – che storicamente in Italia viene considerato tra i più consistenti – a fine anno dovrebbe assestarsi sui 25 miliardi di euro. Questo ci dà la dimensione e la rilevanza dell'industria dei fondi immobiliari italiani, costantemente in crescita e ormai a pieno diritto protagonista dell'intero settore del risparmio gestito in Italia.

Per dare un altro macro-dato, il patrimonio è aumentato di undici volte in dieci anni: il più alto tasso di crescita a livello europeo e uno dei più elevati al mondo.

Tavola 1 I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA (FONDI RETAIL E RISERVATI)

(31 dicembre di ogni anno - Mln di euro)

Descrizione	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009°
N° fondi operativi ¹	17	29	58	155	186	238	250
Nav ²	4.048	7.782	13.002	19.360	23.940	27.600	31.000
Patrimonio immobiliare detenuto direttamente	3.430	10.330	15.901	26.356	32.350	34.700	39.000
Indebitamento esercitato ³	573	3.980	6.261	12.174	14.280	15.900	--
Performance (Roe) ⁴	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,2%	4,9%	--

1) Fondi autorizzati dalla Banca d'Italia che hanno concluso il collocamento

2) Valore del patrimonio netto dei fondi al 31 dicembre di ogni anno

3) Finanziamenti effettivamente ricevuti

4) Roe dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

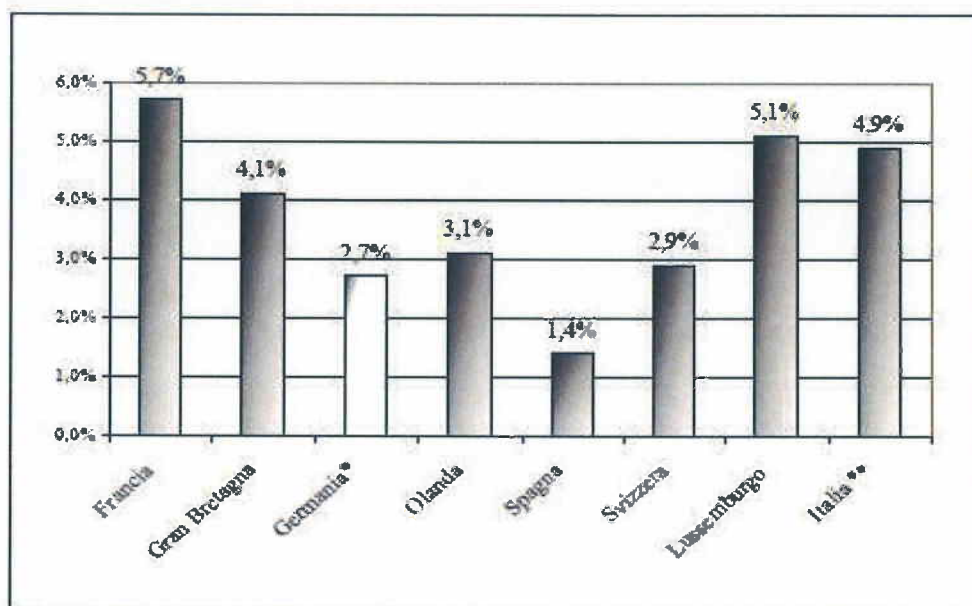
° Previsione

Il rapporto di Scenari Immobiliari analizza poi la situazione dei 28 fondi *retail* a disposizione di risparmiatori privati e, più in generale, del pubblico indistinto.

L'analisi della *performance* ha visto nel 2008 un incremento del loro patrimonio complessivo di 100 milioni di euro: un dato significativo soprattutto se si considera che l'anno in considerazione ha visto quasi tutti i settori soffrire di veri e propri crolli: la *performance* media del 2008 è stata del 4,9% (terzo posto tra i principali Paesi europei), anche se con notevoli oscillazioni tra i diversi fondi.

Tavola 9 LA PERFORMANCE DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI NEL 2008

(Roe medio del settore)



* In Germania la performance rappresenta la media dei fondi aperti e riservati.

** In Italia la performance rappresenta la media dei fondi retail e di un campione di fondi riservati.

- Non sono stati presi in considerazione i fondi costituiti nel 2008 in quanto non sono confrontabili performance riferite a diversi periodi di attività.

- Il rendimento corrisponde al Roe, che può essere calcolato in modo lievemente diverso nei vari Paesi, in considerazione dei diversi aspetti finanziari e fiscali.

I fondi europei hanno registrato una *performance* media del 3,7% contro il 4,3% del 2007. Il rendimento più elevato spetta ai fondi francesi, nonostante la diminuzione rispetto all'anno precedente. Cala la *performance* dei fondi italiani. In linea generale si è assistito ad un calo rispetto all'anno precedente, in considerazione di un generalizzato abbassamento del valore del patrimonio. Decisamente positivo è stato il risultato della Svizzera, che è passata da un rendimento negativo nel 2007 al 2,9 per cento nel 2008.

Per quel che concerne l'Italia, il dato relativo all'indebitamento dei fondi è rimasto invariato e complessivamente raggiunge i 2,9 miliardi di euro, il che vuol dire che i fondi *retail* hanno utilizzato circa il 50% della leva finanziaria loro consentita.

Volendo perciò fare un calcolo del potere di acquisto dei fondi immobiliari, sommando la liquidità che hanno a disposizione e la loro capacità di indebitarsi, questo valore si aggira intorno ai 3,5 miliardi di euro: un patrimonio da investire di notevoli dimensioni.

La riflessione che emerge è, pertanto, quella di un settore dei fondi immobiliari con un patrimonio in crescita, con un numero sempre crescente di prodotti offerti al mercato, di un settore con solidi fondamentali, rendimenti positivi e con altrettanto buone prospettive di crescita nel breve termine.

Il patrimonio è investito per il 57% in uffici, per il 21% nel settore commerciale, per il 14% in sviluppo per il 7% nella logistica industriale e solo l'1% in residenziale.

Per quel che concerne l'andamento del mercato borsistico, il rapporto di Scenari Immobiliari evidenzia come la crisi globale abbia inciso in maniera consistente anche sul mercato dei fondi immobiliari, storicamente al riparo dagli andamenti congiunturali in considerazione della propria caratteristica di *asset class* alternativa, capace di immunizzare il sistema. La ragione di questo è verosimilmente da ricercarsi nella circostanza che la crisi è proprio nata dal settore immobiliare d'oltreoceano. Gli effetti sul mercato sono tutt'oggi evidenti: lo sconto sul NAV (ossia la differenza tra il valore della quota come si evince dai rendiconti contabili dei fondi e il valore a cui viene scambiata sul mercato) si aggira attualmente intorno al 40% di media.

Questi valori di borsa, secondo gli analisti, possono tuttavia rappresentare un'opportunità per i risparmiatori. La finanza a livello globale sta attraversando una crisi epocale: una crisi di fiducia. Investitori e risparmiatori si sono scontrati con la poca chiarezza degli strumenti che sono stati loro offerti nel recente passato. D'improvviso si sono resi conto di aver investito ingenti somme di denaro in prodotti tossici o in strumenti tanto complessi da non poter essere più gestiti, in prodotti poco trasparenti e spesso privi di valore sul mercato.

Il fondo immobiliare, invece, ha proprio nella stabilità e nella trasparenza verso il mercato i suoi punti di forza. Ha regole precise, controlli puntuali e obblighi di comunicazione che ne fanno uno strumento da imitare. Lo sconto del prezzo di mercato visto in quest'ottica assume un altro significato.

Secondo Scenari Immobiliari nel prossimo autunno ci sarà una "bolla di liquidità" nei conti correnti: le famiglie, in particolare, che sono uscite da investimenti considerati a rischio torneranno lentamente ad investire e il fondo immobiliare verrà rivalutato proprio in quest'ottica di strumento adatto ad un investitore con un profilo di rischio medio-basso.

