RELAZIONE SEMESTRALE

al 30 GIUGNO 2009

TIKAL
R.E. Fund

Fondo comune di investimento immobiliare
di tipo chiuso riservato ad investitori qualificati

GRUPPO FONDIARIA SAI

SAI INVESTIMENTI

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2009

INDICE

NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2009

PREMESSA *pag.* **2**

ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA DI PARTECIPAZIONE *pag.* **5**

GESTIONE IMMOBILIARE *pag.* **6**

GESTIONE FINANZIARIA *pag.* **7**

GESTIONE MOBILIARE *pag.* **8**

DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO E LINEE STRATEGICHE FUTURE *pag.* **9**

ALTRE NOTIZIE *pag.* **9**

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO *pag.* **10**

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI *pag.* **11**

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ *pag.* **16**

PASSIVITÀ E NETTO *pag.* **17**

Appendici:

RELAZIONE DI STIMA DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI *pag.* **19**

NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2009

PREMESSA

Il Fondo comune d'investimento immobiliare di tipo chiuso, riservato ad investitori qualificati, ad apporto privato "TIKAL R.E. FUND" ha iniziato la propria operatività il 01/08/2004, a seguito del richiamo degli impegni assunti dai sottoscrittori.
L'ammontare degli apporti in natura ed in denaro, che ha consentito la costituzione del Fondo, è stato di euro 400.284.245, suddiviso in 1.601,136980 quote di partecipazione del valore nominale unitario di 250.000 Euro, destinate esclusivamente ad "investitori qualificati".
Tale apporto è costituito al 98,48% da conferimento diretto di immobili e per la parte restante da contribuzione in denaro.
La durata del Fondo, inizialmente fissata in 7 anni, ovvero dal 01/08/2004 al 31/07/2011, è stata prolungata a 14 anni nel corso dell'esercizio 2006, ovvero fino al 31/07/2018; la SGR ha mantenuto la facoltà di richiedere alla Banca d'Italia un "periodo di grazia", ossia un differimento del termine di durata non superiore a tre anni, per il completo smobilizzo degli investimenti, qualora, a causa di un ciclo immobiliare sfavorevole, non risulti possibile lo smobilizzo al meglio degli investimenti e quindi l'ottenimento dei rendimenti prospettati.

IL FONDO TIKAL IN SINTESI

		Apporto (01-08-2004)	31-12-2006	31-12-2007	30-06-2008	31-12-2008	30-06-2009	Δ Abs 2009 vs 2008	Δ % 2009 vs 2008
PATRIMONIO IMMOBILIARE	N° Imm.	12	14	11	15	15	14	1	-6,7%
MQ COMMERCIALI LORDI	mq	204.157	245.464	198.245	227.609	246.022	259.824	13.802	5,6%
DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA	%	15% TO; 33% MI 6% FI; 46% RM	12% TO; 44% MI 4% FI; 40% RM	14% TO; 63% MI 4% FI; 19% RM	12% TO; 64% MI 3% FI; 21% RM	11% TO; 67% MI 3% FI; 19% RM	12% TO; 68% MI 1% FI; 19% RM		
DESTINAZIONE D'USO	%	82% TERZ. 13% COMM. 5% RICETT.	83% TERZ. 10% COMM. 6% RICETT. 1% RESID.	70% TERZ. 14% COMM. 15% RICETT. 1% RESID.	68% TERZ. 12% COMM. 14% RICETT. 5% RESID.	45% TERZ. 11% COMM. 40% RICETT. 4% RESID.	44% TERZ. 12% COMM. 40% RICETT. 4% RESID.		
MQ COMMERCIALI LOCATI	mq	166.510	199.779	167.260	189.529	202.238	214.907	12.669	6,3%
TASSO DI OCCUPAZIONE	%	81,6%	81,4%	84,4%	83,3%	82,2%	82,7%		0,5%
CANONI ANNUALIZZATI	€ mln	25,38	30,72	23,40	27,82	23,27	24,07	0,8	3,4%
REDDITIVITÀ LORDA SU VALORE MERCATO	%	5,5%	5,3%	5,2%	5,2%	4,0%	4,2%		0,2%
REDDITIVITÀ LORDA SU COSTO STORICO	%	6,4%	6,1%	6,0%	5,7%	4,1%	4,2%		0,2%
VALORE MERCATO IMMOBILI [1]	€ mln	461,30	579,20	453,30	531,70	579,90	570,40	-9,50	-1,6%
COSTO STORICO / ACQUISTO [2]	€ mln	394,18	503,90	393,03	491,15	574,22	570,24	-3,98	-0,7%
DEBITO	€ mln	-	175,22	97,40	158,49	153,68	187,60	33,92	22,1%
LTV [3]	%	-	30,3%	21,5%	29,8%	26,5%	32,9%		6,4%
NET ASSET VALUE (NAV) [4]	€ mln	400,28	514,57	526,09	505,25	484,87	465,10	-19,77	-4,1%
VALORE NOMINALE DELLE QUOTE [4]	€/quota	250.000	321.376	328.575	315.556	302.831	290.481	-12.350	-4,1%

[1] Valutazioni Esperti indipendenti
[2] Valore di Apporto/Acquisto degli immobili incluse le spese di manutenzione incrementativa
[3] LTV: rapporto tra Debito e Valore di mercato immobili
[4] Valore contabile alla data di riferimento al lordo dei proventi in distribuzione

ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE (*)

LO SCENARIO ITALIANO

Il primo semestre 2009 è stato particolarmente difficile per il mercato immobiliare italiano nel suo complesso e nessun settore è rimasto immune. La stretta creditizia, avviata nel quarto trimestre 2008, è stata particolarmente dura nel primo trimestre e solo nel secondo si è avvertito un lieve rallentamento.
La domanda delle famiglie e degli investitori è stata frenata anche dalle preoccupazioni sullo scenario economico ed occupazionale nazionale. I possibili incentivi di un "piano casa" sono rinviati in un prossimo futuro e sono ancora vaghi.
Le quotazioni sono calate in tutti i comparti, anche se il ritmo di discesa nel secondo trimestre dell'anno è in decelerazione.
Le prospettive per il secondo semestre sono di un leggero miglioramento, nel caso di maggiore fluidità del credito e di inversione del trend occupazionale (ancora negativo).
Sulla base dei dati del primo semestre, è stata rivista in negativo la previsione sul fatturato a fine anno. Rispetto al 2008, si avrà un calo del 9,1 per cento, fermandosi a 110,8 miliardi di euro.
Il settore residenziale scenderà del 9,6 per cento rispetto allo scorso anno, mentre per il turistico (seconde case più alberghi) la previsione è di un meno 20 per cento.
Meno penalizzato il settore terziario-uffici, con un meno 4 per cento, dato che il comparto continua ad essere il preferito dagli investitori istituzionali.
La crisi industriale e la riduzione degli investimenti delle imprese produttive (compreso l'artigianato) contrae il mercato sottostante del 15,6 per cento. In leggera controtendenza solo la logistica di qualità e alcuni segmenti specifici, come il "freddo".
Si riduce dell'1,3 per cento in un anno il commerciale, dove la contrazione del segmento retail è in parte compensata dalle nuove aperture della grande distribuzione

IL MERCATO RESIDENZIALE

Il numero di compravendite, nel primo semestre, è calato di circa il 17 per cento rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente. Nel secondo trimestre il calo però è stato meno accentuato rispetto al primo.
Anche per la discesa delle quotazioni si è avuto un trend analogo. Da meno 4,5 per cento nel primo trimestre, nel secondo si è a meno 3,9 per cento. Non si tratta di una inversione del ciclo, ma di segnali che vanno nella direzione positiva. In questa logica va vista anche la forte ripresa della domanda reale con visite (fortemente aumentate) nei uffici vendita dei cantieri e nelle agenzie immobiliari.
La maggiore contrazione delle compravendite si è registrata nei piccoli centri e nelle aree metropolitane e ha colpito soprattutto le nuove iniziative. Anche in presenza di cali dei listini del 20-25 per cento non c'è stata una ripresa degli scambi.
A frenare questo tipo di compravendite è il forte irrigidimento sul fronte dei mutui fondiari da parte degli istituti di credito. Non solo si è ridotta al 60 per cento la quota mutuabile sul valore del bene da comprare, ma le garanzie sono diventate più stringenti. Inoltre i tempi allungati di decisione e poi di erogazione creano ulteriori intralci al corretto funzionamento del mercato.
Nelle città il trend è in leggero miglioramento, con quotazioni pressochè ferme ai livelli di un anno fa. A livello generale si sta
formando una "bolla" di domanda sia nelle fasce basse (giovani, immigrati) che in quelle medio-alte, che potrebbe riversarsi sul mercato in presenza di maggiore facilità di credito.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI TERZIARIO/UFFICI

Vanno distinti gli andamenti delle grandi città (Milano e Roma soprattutto) e il resto. Nel complesso il mercato degli uffici ha avuto un primo semestre negativo, con pochi scambi e un aumento dell'offerta di prodotto usato, mentre il prodotto nuovo (dopo due anni di scarsa produzione) è vicino ai minimi storici.
In tutti i capoluoghi medi e piccoli le quotazioni medie sono calate (fino al meno 10 per cento) ed i canoni si sono mossi sulla stessa linea. A Milano e Roma il mercato, dopo un primo trimestre di sostanziale blocco, ha visto una leggera ripresa negli scambi. Ad essere attivi sono stati fondi italiani e medi investitori alla ricerca di immobili di buona qualità e con redditi interessanti.

(*) Fonte: Scenari Immobiliari

Gli immobili di classe A hanno ridotto il tempo di assorbimento rispetto al 2008. I prezzi sono stabili sui livelli dello scorso anno, mentre per gli scambi su grandi dimensioni gli sconti oscillano tra il 10 ed il 20 per cento. In altre città come Torino, Bologna e Venezia c'è stato un incremento dell'offerta, ma non di scambi. Quotazioni in lieve calo.
Il miglioramento del mercato dipende sia dalla fiducia nella ripresa economica (sul lato degli utilizzatori) che del credito, per quanto riguarda gli investitori.
La domanda è orientata verso la locazione, con preferenza per le superfici tra duemila e cinquemila mq nelle grandi città. Negli altri capoluoghi invece il prodotto medio ricercato è più piccolo: tra 200 e 400 mq.
Nel primo semestre del 2009 si è consolidato il fenomeno della concentrazione delle aziende terziarie in aree urbane dedicate (zone centrali, Eur, ecc.) rispetto alla frammentazione sul territorio degli anni precedenti. E in particolare risultano vincenti, o meno penalizzati dal mercato, i quartieri attrezzati o i pochi business district esistenti.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI AD USO ALBERGHIERO

Il turismo nel mondo continua a deteriorarsi in questi primi mesi del 2009, a causa delle crisi economica generale. Gli arrivi internazionali sono diminuiti di circa l'8 per cento in un trimestre ed il volume complessivo si trova ai livelli del 2007. Inoltre, la situazione è stata ulteriormente aggravata dall'epidemia "dell'influenza suina". Tutto il sistema strutturale e di servizi è stato fortemente colpito e le prospettive per fine anno non sono di un imminente miglioramento.
Anche in Italia il turismo risulta frenato dalla recessione economica, si registra una diminuzione sia della domanda nazionale che internazionale. Secondo indagini specifiche di settore, per la stagione estiva 2009 (maggio-ottobre) è previsto un calo del 4,3 per cento degli arrivi stranieri e del 2,4 per cento per quelli domestici.
Alle criticità quantitative del comparto (ammontare dei flussi) bisogna aggiungere quelle qualitative (cambiamento delle abitudini, in parte riconducibili alla stessa crisi), quali: ricerca esasperata di risparmio dei costi, scelta di mete più vicine, riduzione della durata delle vacanze trascorse fuori casa, orientamento verso sevizi di alloggio o ristorazione con rapporto qualità-prezzo più accessibile. Le uniche soluzioni che forse saranno meno penalizzate sono agriturismo, crociere, turismo termale, fitness e benessere.
In questo quadro poco favorevole, l'offerta ricettiva ha subito una forte diminuzione delle presenze e quindi della redditività alberghiera.
Nei primi quattro mesi dell'anno il tasso di occupazione (c.d. Toc) è diminuito del 6,8 per cento su base annua, facendo registrare un indice del 48,5 per cento (contro il 55,3 dello stesso periodo dell'anno scorso).
Il ricavo medio per camera occupata (Revpar) è sceso a 134,1 euro, contro i 147,9 euro dello stesso periodo dell'anno precedente. E' stata soprattutto la categoria 5 stelle ad avere le diminuzioni più accentuate (-10,5 per cento, Revpar pari a 240 euro a camera), seguite dalla categoria 4 stelle (-9,8 per cento con un Revpar pari a 98,4 euro a camere).
Per fine anno non si prevedono sostanziali variazioni ma il persistere di una situazione negativa che tenderà ad attenuarsi per poi risalire gradualmente, una vera ripresa è prevista per il secondo semestre del 2010.
Sebbene la situazione economica sia poco favorevole, per le catene alberghiere predominano le politiche di espansione e l'Italia rappresenta una meta ambita da molti operatori.
Le destinazioni con maggior appeal sono le aree strategiche di Roma e Milano, il sud in generale e altre piazze interessanti (anche se spesso difficili per mancanza di offerta) come Firenze e Venezia.
Nel panorama degli investitori il settore alberghiero rimane di particolare interesse perché in grado di offrire rendimenti convenienti.
Tuttavia si tratta di un mercato difficile, con ridotte opportunità, troppo frammentato, composto soprattutto da singoli proprietari (generalmente famiglie) che vogliono mantenere il possesso dell'immobile se l'esercizio rimane attivo, altrimenti preferiscono vendere. Inoltre, nell'alberghiero si deve aggiungere il rischio d'impresa che è particolarmente alto.

ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA DI PARTECIPAZIONE

01 AGOSTO 2004	Valore nominale di sottoscrizione	**250.000,000** euro
	Numero quote in circolazione	**1.601,136980** quote
31 DICEMBRE 2004	Valore della quota	**298.090,866** euro
28 FEBBRAIO 2005	Provento unitario deliberato dal C.d.A. (di competenza del 2004)	**2.500,00** euro
31 DICEMBRE 2005	Valore della quota	**307.011,008** euro
28 FEBBRAIO 2006	Provento unitario deliberato dal C.d.A. (di competenza del 2005)	**5.000,00** euro
31 DICEMBRE 2006	Valore della quota	**321.375,588** euro
22 FEBBRAIO 2007	Provento unitario deliberato dal C.d.A. (di competenza del 2006)	**11.250,00** euro
31 DICEMBRE 2007	Valore della quota	**328.575,081** euro
26 FEBBRAIO 2008	Provento unitario deliberato dal C.d.A. (di competenza del 2007)	**13.750,00** euro
31 DICEMBRE 2008	Valore della quota	**302.831,095** euro
25 FEBBRAIO 2009	Provento unitario deliberato dal C.d.A. (di competenza del 2008)	**11.250,00** euro
30 GIUGNO 2009	Valore nominale di sottoscrizione	**290.480,929** euro
	Numero quote in circolazione	**1.601,136980** quote

L'andamento della gestione al primo semestre 2009, considerando il provento 2008 di euro 11.250 erogato nel mese di marzo 2009, rileva un decremento totale della quota unitaria pari ad euro 1.100,166, equivalente ad una percentuale negativa dello 0,37%, calcolata secondo la metodica convenuta con l'Assogestioni (metodo DIETZ modificato) e scomponibile nei seguenti fattori:

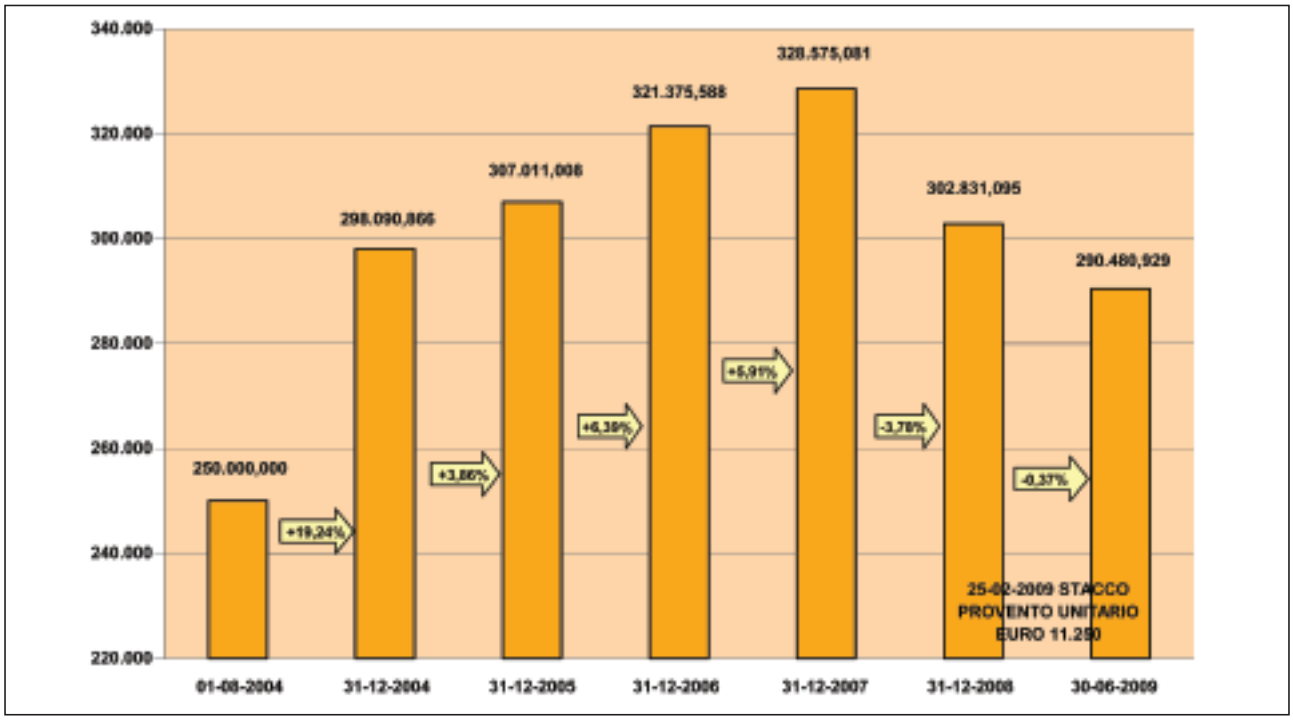
- -1,17% come differenza tra il valore assegnato dagli Esperti Indipendenti al patrimonio immobiliare risultante al 30 giugno 2009 e il valore di mercato degli immobili esistenti al 31 dicembre 2008 (-0,64% pari a 3 mln di euro), tenendo conto degli oneri incrementativi sostenuti nel periodo (-0,53% pari a 2,5 mln di euro) e rettificato dagli immobili venduti nel semestre;

- +0,12% come differenza tra il valore delle vendite degli immobili perfezionate nel semestre ed il loro valore di mercato al 31 dicembre 2008, rivalutato dagli oneri incrementativi capitalizzati eseguiti fino alle vendite ed al netto dei costi di vendita;

- +0,68% come risultato netto della gestione ordinaria del Fondo, particolarmente riferito al ciclo attivo ed al ciclo passivo immobiliare.

ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA E PERFORMANCE DI PERIODO (*)

Il decremento evidenziato nel grafico è da ritenersi al netto dei proventi distribuiti e da inizio del Fondo.



(*) al netto dei proventi distribuiti e calcolata con il Metodo DIETZ Modificato, che tiene conto dell'effettiva data di distribuzione del provento.

GESTIONE IMMOBILIARE

L'attività di gestione immobiliare è stata improntata, nonostante la crisi diffusa, a cercare di massimizzare il reddito derivante dai canoni di locazione e di valorizzazione degli immobili attraverso interventi di conservazione, miglioria, ampliamento e adeguamenti di legge.
Con riferimento ai ricavi di locazione, il semestre si è concluso con un ammontare complessivo pari a euro 11,7 mln, in decremento del 4% rispetto a euro 12,2 mln dello stesso periodo del 2008.
Il decremento è dovuto principalmente a minori ricavi per euro 1,8 mln per la vendita dell'immobile di Milano Via Copernico fatta a fine 2008 e a minori ricavi sugli immobili rimasti in portafoglio per euro 0,2 mln compensati in parte dai ricavi relativi agli immobili acquistati dal Fondo nel corso dell'esercizio precedente per euro 1,5 mln.
L'attività di locazione si è focalizzata sulla messa a reddito degli spazi liberi e sulla rinegoziazione dei contratti in scadenza.
Si evidenziano nuovi contratti di locazione siglati sugli immobili di Via Murat, Via Tucidide e Via Pisani a Milano.
Per quanto attiene all'attività di manutenzione e valorizzazione degli asset in portafoglio finalizzata all'incremento di redditività, nel 2009 sono stati approvati nuovi lavori per euro 17 mln, di cui euro 10,8 mln per manutenzioni straordinarie, rotazione inquilini, pronto intervento ed euro 6,2 mln per opere incrementative.

Quest'ultime riguardano principalmente: la ristrutturazione della Galleria San Federico di Torino (euro 3 mln); la riqualificazione del piazzale dell'edificio di Roma in Via Di Dono (euro 1 mln); i lavori per adeguamenti di legge sull'immobile di Firenze Scandicci (euro 0,8 mln); l'ampliamento del residence di Milano Via De Cristoforis/Rosales (euro 0,6 mln); lavori per la riqualificazione dei piani interrati dell'immobile di Milano Via Pisani (euro 0,4 mln).

Nel semestre concluso si sono effettuati lavori capitalizzati (miglioria ed adeguamenti di legge) per complessivi euro 2,5 mln, comprensivi degli accertamenti di stato avanzamento lavori e delle commissioni di Project Management.

Relativamente ai principali interventi pluriennali la situazione è la seguente:

- Galleria San Federico - Torino: in seguito all'assegnazione dell'appalto delle opere, nel primo semestre 2007 sono iniziati i lavori di riqualificazione dell'ex cinema Lux, che prevedono la sua riconversione in un multisala (3 sale da 150 - 250 posti), oltre al recupero di ca. 2.500 mq di nuovi spazi commerciali e la realizzazione di 25 posti auto coperti. L'ammontare complessivo delle opere è di circa euro 19 mln; nel corso del semestre sono stati capitalizzati lavori per euro 1,3 mln. I lavori procedono secondo il cronoprogramma stabilito e la fine lavori è prevista per la seconda metà del 2009.

- Via Tucidide - Milano: per quanto riguarda i lavori di recupero dei piani 9° e 10° delle Torri, sono in via di conclusione quelli relativi alla Torre 3; per quanto riguarda invece le altri torri, il Consiglio di Amministrazione ha deciso di sospenderli fino a quando non si verificheranno cambiamenti nella situazione economica tali da permettere una messa a reddito dei nuovi spazi creati.

- Via Pisani - Milano: sono in via di conclusione i lavori riguardanti la riqualificazione dei piani interrati; nel semestre sono stati eseguiti lavori per euro 0,5 mln.

Tutti gli interventi di manutenzione e miglioria eseguiti sugli immobili in portafoglio nel corso del semestre sono stati finanziati attraverso l'utilizzo dei finanziamenti sottoscritti dal Fondo.
Per quanto riguarda l'acquisto dell'hotel sito in Pero (MI) - Via Keplero, nel mese di marzo il Fondo ha pagato l'ultima tranche di euro 23,9 mln oltre IVA tirando le linee a disposizione del Finanziamento sottoscritto nel 2007.

Nel mese di marzo il Fondo ha sottoscritto il rogito per la vendita dell'immobile sito in Viale Matteotti a Firenze incassando il residuo di euro 6,2 mln che si somma all'acconto di euro 1 mln incassato dal Fondo lo scorso esercizio; la vendita è stata assoggettata ad IVA al 10% ma il relativo pagamento di euro 0,72 mln è stato differito in relazione ad un accordo, regolato da scrittura privata tra le parti, che da un lato tiene conto di una difficoltà contingente della Società acquirente a fronteggiare l'esborso e dall'altro, del periodo in cui sarà possibile ottenere dall'Agenzia dell'Entrate il rimborso dell'imposta.

Il 20 ottobre 2008 Tikal R.E. Fund ha sottoscritto un preliminare di compravendita per l'immobile sito in Via Dei Missaglia, 97 Ed. A3 (ex B2). Si tratta di un immobile ad uso uffici situato nella zona sud di Milano.
Il fabbricato è ora sottoposto a lavori di ristrutturazione, a carico del venditore, e sarà completamente locato al momento del rogito.
La redditività lorda prevista con il canone a regime dal 4° anno è attorno al 7,5%. Il prezzo di acquisto è pari a euro 27,5 mln e di questi euro 10 mln sono stati versati dal Fondo alla firma del preliminare a titolo di acconto caparra confirmatoria.
Nel mese di aprile, Tikal ha versato un ulteriore acconto di euro 3,9 mln e pagherà i rimanenti euro 13,6 mln alla stipula del rogito che è prevista per la fine del mese di luglio.

GESTIONE FINANZIARIA

Alla fine del semestre le passività finanziarie del Fondo ammontano ad euro 187,6 mln con un incremento di euro 33,9 mln rispetto al saldo a fine 2008 (+ 22%). La variazione è così articolata:

1. Finanziamento 2005:

- Tiraggi Tranche B e C per euro 0,3 mln per i lavori effettuati.
- Rimborso anticipato obbligatorio Tranche A e B per euro 3,8 mln in seguito alla vendita dell'immobile vincolato di FI - Matteotti.

2. Finanziamento 2007:

- Tiraggi Tranche B e C per euro 4,8 mln per i lavori effettuati.
- Tiraggi Tranche A e C per euro 28,7 mln per l'ultimo pagamento relativo all'immobile di MI - Pero.
- Tiraggio Tranche A per euro 3,9 mln per il secondo acconto relativo all'acquisto dell'immobile di MI - Missaglia A3 (ex B2).

Per quanto riguarda il Finanziamento sottoscritto nel 2005, è stato completamente utilizzato il saldo disponibile della Tranche A (euro 205 mln) e della Tranche B (euro 28 mln).
Per la Tranche C è stata richiesta ed ottenuta dalle Banche Finanziatrici la cancellazione automatica, a far data dal 2 marzo 2009, del residuo pari ad euro 1,4 mln, in quanto, avendo tirato integralmente le altre due linee di finanziamento, questa non era più utilizzabile.
In seguito ai rilevanti rimborsi già effettuati dopo le vendite di immobili vincolati per il Finanziamento 2005 (al 30/06/2009 pari ad euro 159 mln), è stato ottenuto dalle Banche Finanziatrici il consenso alla modifica del piano di ammortamento originario.
Il nuovo piano di rimborso prevede di pagare al 31 dicembre 2010 il differenziale tra il debito originale (euro 233 mln), quanto già rimborsato entro il mese di dicembre 2010 ed euro 58,25 mln da restituire al 30 giugno 2011 (Scadenza definitiva da contratto).

Al 30 giugno 2009 il rapporto tra debito totale e valore di mercato degli immobili è pari al 33%.

GESTIONE MOBILIARE

L'attività di investimento della liquidità del Fondo si è concentrata in primo luogo sul reimpiego nel CTZ 31/03/2011 per 31 mln di euro di nominale rivenienti da Titoli di Stato scaduti nei primi due mesi del 2009.
Successivamente, approfittando del rialzo del corso del suddetto titolo, si è provveduto ad uno smobilizzo parziale realizzando una plusvalenza di circa 267.000 euro.
Nel mese di giugno, una parte del denaro del Fondo è stata investita nel CCT 01/11/2012 per 5 mln di euro di nominale.

La liquidità detenuta dal Fondo sul conto corrente nel periodo a cui ci riferiamo (pari al 6,39% del totale delle attività) è giustificata dai tassi di remunerazione garantiti dalla Banca Depositaria, in linea rispetto ai tassi praticati dallo Stato sugli investimenti in titoli di rapida e sicura liquidità che normalmente vengono scelti per la gestione della tesoreria.

Il portafoglio del Fondo al 30 giugno 2009 ammonta ad euro 16.257.960 ed è costituito per il 61,31% da Titoli di Stato a tasso variabile, per il 5,69% da Obbligazioni Corporate di standing elevato, per il 3,11% da Titoli di Stato a tasso fisso e per il 29,89% in Titoli di Stato caratterizzati dalla formula "zero coupon".
Il rendimento medio del portafoglio alla stessa data è pari all'1,72% mentre la duration risulta pari allo 0,7%.

Al fine di una puntuale informazione, la tabella che segue rappresenta in forma analitica il patrimonio mobiliare del Fondo:

		TOTALE ATTIVITÀ	EURO 667.031.301
CODICI ISIN	DESCRIZIONE TITOLI	CONTROVALORE AL MERCATO	% SU TOTALE ATTIVITÀ
IT0003993158	CCT 01.11.05/2012 TV%	5.965.800	0,89%
IT0004480858	CTZ 31.03.2011	4.859.550	0,73%
IT0003746366	CCT 01.11.04/2011 TV%	3.502.800	0,53%
IT0003799597	BTP 15.01.05/2010 3%	505.770	0,08%
IT0003858856	CCT 01.03.05/2012 TV%	498.650	0,07%
XS0213927667	BANCA INTESA 03.03.05/2017 TV%	463.711	0,07%
XS0212401920	UNICREDITO ITALIANO 18.02.05/2015 TV%	461.679	0,07%
TOTALE PORTAFOGLIO		**16.257.960**	**2,44%**

DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE D'INVESTIMENTO E LINEE STRATEGICHE FUTURE

Nella gestione del Fondo si intende proseguire nella realizzazione degli interventi di manutenzione straordinaria e di miglioria necessari al fine di garantire il massimo livello di valorizzazione del portafoglio immobiliare.
Si intende cogliere eventuali opportunità di disinvestimento offerte dal mercato, in chiave sia opportunistica sia di razionalizzazione su quegli immobili non coinvolti da interventi di miglioria pluriennali.

Per quanto riguarda gli immobili oggetto di importanti opere di miglioria (in particolare Galleria San Federico a Torino, Via Keplero a Pero e Via Tucidide a Milano), si prevede di mantenere tali immobili nel portafoglio fino agli anni prossimi alla scadenza del Fondo, in modo tale da massimizzarne la loro redditività, beneficiando il più a lungo possibile degli incrementi previsti sui ricavi da locazione e quindi sul margine di gestione immobiliare.

Con la liquidità generata negli anni dalle vendite e con il nuovo Finanziamento sottoscritto nel 2007, si intende perseguire l'obiettivo di incrementare la dimensione del portafoglio immobiliare e di stabilizzare il provento annuale generato dal Fondo e atteso dagli investitori.

In riferimento alla politica di distribuzione dei dividendi, si ricorda che nel mese di marzo si è provveduto, nei confronti dei sottoscrittori titolari di quote, a liquidare un dividendo di euro 18.012.791,03 pari al 4,5% del valore nominale della Quota.
Per quanto concerne la futura politica di distribuzione dei proventi si sottolinea che la SGR intende adottare una stabile distribuzione del provento, con obiettivo tra il 4% e il 5% annuo del valore nominale della Quota.

La SGR, inoltre, in corrispondenza di dismissioni degli asset gestiti, valuterà di rimborsare il capitale versato dai sottoscrittori, dopo aver esaminato eventuali possibilità di investimento presenti sul mercato, nell'interesse dei sottoscrittori stessi e nel rispetto di quanto stabilito dal Regolamento.
Si rileva, infine, che non sono state riaperte le sottoscrizioni e non è stato dato luogo a dismissioni di quote.

ALTRE NOTIZIE

Per quanto riguarda la redazione della presente situazione, che assume come riferimento il primo semestre dell'esercizio del 2009, non si rilevano notizie degne di apprezzamento che possano essere riportate all'attenzione dei soggetti interessati.

Analoga situazione può essere ribadita per quanto riguarda il periodo successivo alla data di riferimento del presente documento, ovvero dal 01/07/2009 al 29/07/2009, giorno in cui il Consiglio di Amministrazione della SAI INVESTIMENTI SGR ha assunto le delibere previste sulla situazione semestrale qui rappresentata.

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO DAL 01/08/2004 AL 30/06/2009

Cespiti disinvestiti	Quantità [1]	Acquisto		Ultima valutazione [3]	Realizzo		Proventi generati (c)	Oneri sostenuti (d)	Risultato dell'investimento (e=b+c-a-d)
		Data	Costo d'acquisto [2] (a)		Data	Ricavi di vendita (b)			
MILANO Via di Tocqueville 11/13	12.014,85	01-08-2004	29.914.582	38.500.000	**20-02-2006 e 08-05-2006**	39.500.000	3.644.698	784.503	12.445.613
FIRENZE Via Sant'Egidio 14	1.522,03	01-08-2004	3.522.766	4.200.000	**13-07-2006**	4.330.000	452.236	156.733	1.102.737
TORINO Via Lagrange 35 / Via Doria 7	5.450,95	01-08-2004	9.262.720	12.500.000	**16-02-2007**	13.700.000	2.035.139	788.552	5.683.867
FIRENZE Via De Sanctis 43/53	3.319,47	01-08-2004	5.029.289	5.600.000	**28-05-2007**	5.750.000	782.190	350.448	1.152.453
ROMA P.le dell'Industria 40/46	41.540,32	01-08-2004	86.425.437	104.500.000	**26-07-2007**	120.000.000	16.692.333	12.893.133	38.373.763
P.le Don Sturzo 21/34	15.226,39	01-08-2004	42.727.531	53.000.000	**17-12-2007**	60.000.000	6.677.212	4.491.312	19.458.369
MILANO Via Copernico 34/42	17.206,38	01-08-2004	59.189.795	77.000.000	**29-12-2008**	72.000.000	13.730.901	2.028.144	24.512.962
FIRENZE Viale Matteotti 72	2.147,01	01-08-2004	6.491.264	6.500.000	**27-03-2009**	7.200.000	1.407.560	436.927	1.679.369

[1] Metri quadrati commerciali del fabbricato
[2] Valore d'acquisto del fabbricato oltre le spese incrementative sostenute
[3] Si riferisce alla perizia relativa all'ultima data di calcolo del valore della quota semestrale antecedente la data di realizzzo

BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI

Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo

N.	Descrizione e ubicazione	Destinaz. d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda (1)	Redditività dei beni locati				Costo Storico (4)	Ipoteche (debito residuo)	Ulteriori informazioni (5)
					Canone per m²/m² (2)	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario (3)			
1	**Via Di Dono 3/A**										
	ROMA - LAZIO	UFFICI	1967	36.107,93					64.118.822	50.028.069	
						AFFITTO	30-11-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					92,39	AFFITTO	30-04-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					49,73	AFFITTO	28-02-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					112,67	AFFITTO	14-03-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					123,25	AFFITTO	30-04-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					218,72	AFFITTO	31-05-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					193,41	AFFITTO	31-12-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					231,53	AFFITTO	31-03-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					256,95	AFFITTO	28-02-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					250,52	AFFITTO	31-12-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					166,63	AFFITTO	28-02-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					184,37	AFFITTO	28-02-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					113,36	AFFITTO	31-05-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					199,96	AFFITTO	30-11-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					83,64	AFFITTO	31-12-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					221,41	AFFITTO	28-02-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					68,59	AFFITTO	31-12-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
2	**Via Bellini 14**										
	ROMA - LAZIO	UFFICI		483,10				4.000.000			
					207,00	AFFITTO	31-12-2014	IMPRESE COMMERCIALI			01-2010 125.000 01-2011 150.000
3	**Via Dragoncello 621**										
	ROMA - LAZIO	ABITAZIONI		7.158,98					17.000.000		
					132,92	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					94,08	AFFITTO	31-10-2011	FAMIGLIE			
						AFFITTO	26-08-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					95,29	AFFITTO	31-12-2011	FAMIGLIE			
					134,59	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					132,3	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					133,54	AFFITTO	31-12-2011	FAMIGLIE			
					136,93	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					157,03	AFFITTO	31-03-2013	FAMIGLIE			
					158,12	AFFITTO	31-03-2013	FAMIGLIE			
					180,18	AFFITTO	31-05-2013	FAMIGLIE			
					126,11	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					129,57	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					154,87	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					112,58	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					148,42	AFFITTO	31-05-2012	FAMIGLIE			
					96,48	AFFITTO	31-10-2011	FAMIGLIE			
					127,97	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					57,00	AFFITTO	30-09-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					135,15	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					43,45	AFFITTO	30-04-2014	FAMIGLIE			
					134,82	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE			
					133,58	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					112,72	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					133,00	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					130,34	AFFITTO	31-12-2011	FAMIGLIE			
					113,30	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					137,67	AFFITTO	31-12-2011	FAMIGLIE			
					137,20	AFFITTO	31-12-2011	FAMIGLIE			
					131,95	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					161,83	AFFITTO	31-08-2012	FAMIGLIE			
					130,96	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					130,39	AFFITTO	28-02-2013	FAMIGLIE			
					106,31	AFFITTO	31-05-2013	FAMIGLIE			
					133,59	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
						AFFITTO	31-08-2009	FAMIGLIE			

N.	Descrizione e ubicazione	Destinaz. d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda (1)	Redditività dei beni locati				Costo Storico (4)	Ipoteche (debito residuo)	Ulteriori informazioni (5)
					Canone per m(2)/m(3) (2)	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario (3)			
	segue **Via Dragoncello 621**				136,17	AFFITTO	31-10-2011	FAMIGLIE			
					132,55	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					130,59	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					114,88	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					137,44	AFFITTO	31-12-2011	FAMIGLIE			
					133,37	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					133,23	AFFITTO	31-12-2011	FAMIGLIE			
					155,27	AFFITTO	30-06-2012	FAMIGLIE			
					125,11	AFFITTO	30-06-2012	FAMIGLIE			
					133,72	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE			
					158,12	AFFITTO	31-08-2012	FAMIGLIE			
					134,39	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE			
					105,57	AFFITTO	31-12-2011	FAMIGLIE			
					137,27	AFFITTO	31-10-2011	FAMIGLIE			
					27,81	AFFITTO	31-03-2015	FAMIGLIE			
					134,02	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					111,96	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					133,99	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					135,57	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE			
					112,96	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					133,42	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					163,92	AFFITTO	31-08-2012	FAMIGLIE			
					94,73	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					128,01	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE			
					134,21	AFFITTO	31-10-2011	FAMIGLIE			
					43,34	AFFITTO	31-12-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					134,60	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					,112,96	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					131,61	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					94,97	AFFITTO	30-06-2012	FAMIGLIE			
					92,37	AFFITTO	30-06-2013	FAMIGLIE			
					154,88	AFFITTO	30-09-2012	FAMIGLIE			
					45,16	AFFITTO	30-09-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					144,46	AFFITTO	31-05-2012	FAMIGLIE			
					136,45	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE			
					113,84	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					135,16	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE			
					111,69	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					134,54	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					130,59	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					134,60	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					135,83	AFFITTO	31-10-2011	FAMIGLIE			
					153,34	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					135,26	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					137,80	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE			
					116,26	AFFITTO	31-03-2013	FAMIGLIE			
					149,73	AFFITTO	31-08-2012	FAMIGLIE			
					112,85	AFFITTO	31-12-2011	FAMIGLIE			
					131,24	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					189,89	AFFITTO	30-09-2012	FAMIGLIE			
					134,19	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
4	**Via Murat 13/25**										
	MILANO - LOMBARDIA	RESIDENCE 1984		38.426,47					44.068.262	23.788.857	
						AFFITTO	30-01-2015	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	30-01-2015	IMPRESE COMMERCIALI			
					107,27	AFFITTO	31-08-2015	IMPRESE COMMERCIALI			09-2010 65.000 09-2011 80.000 09-2012 92.130
					143,30	AFFITTO	31-03-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					53,06	AFFITTO	31-12-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					99,25	AFFITTO	31-03-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					161,27	AFFITTO	31-05-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					12,42	AFFITTO	30-06-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					160,75	AFFITTO	31-05-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					77,80	AFFITTO	31-12-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					154,88	AFFITTO	30-06-2015	IMPRESE COMMERCIALI			

N.	Descrizione e ubicazione	Destinaz. d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda (1)	Redditività dei beni locati				Costo Storico (4)	Ipoteche (debito residuo)	Ulteriori informazioni (5)
					Canone per m²/m² (2)	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario (3)			
	segue **Via Murat 13/25**		194,57			AFFITTO	31-03-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					329,60	AFFITTO	31-10-2008	IMPRESE COMMERCIALI			
					62,00	AFFITTO	31-03-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					152,64	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					46,07	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			01-2010 30.000 01-2011 35.000
5	**Via Tucidide 56** **MILANO - LOMBARDIA**	UFFICI		46.837,80					118.427.199	61.742.851	
						AFFITTO	31-01-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	31-01-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					189,36	AFFITTO	31-01-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	31-03-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	31-03-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					152,28	AFFITTO	31-03-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					128,26	AFFITTO	31-12-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					172,14	AFFITTO	31-05-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					58,36	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					169,55	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					31,83	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					173,94	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					118,36	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					170,67	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					139,83	AFFITTO	31-01-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					6,29	AFFITTO	30-09-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					122,20	AFFITTO	31-07-2014	IMPRESE COMMERCIALI			08-2009 95.000
						AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					155,57	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					178,96	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					149,10	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					99,06	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					52,61	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					152,90	AFFITTO	30-04-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					167,05	AFFITTO	31-05-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					143,97	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			01-2010 179.000 01-2011 188.000
6	**Via Lampedusa 11/A** **MILANO - LOMBARDIA**	RESIDENCE		7.610,32					11.732.182	8.353.481	
					125,12	AFFITTO	27-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
7	**Via Vittor Pisani 14** **MILANO - LOMBARDIA**	UFFICI	1974	3.849,31					16.886.940		
					157,20	AFFITTO	31-03-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					331,97	AFFITTO	30-06-2015	IMPRESE COMMERCIALI			
					277,47	AFFITTO	31-12-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					164,31	AFFITTO	31-08-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					224,09	AFFITTO	31-08-2015	IMPRESE COMMERCIALI			
					151,51	AFFITTO	30-06-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					153,67	AFFITTO	31-08-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					246,55	AFFITTO	14-12-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					127,78	AFFITTO	14-12-2014	IMPRESE COMMERCIALI			12-2009 23.000 12-2010 23.000 12-2011 39.500
					254,98	AFFITTO	31-01-2015	IMPRESE COMMERCIALI			02-2010 110.000 02-2011 121.500
8	**Viale Monte Grappa 20** **MILANO - LOMBARDIA**	ABITAZIONI		1.690,16					5.005.231		
					129,75	AFFITTO	31-03-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					150,25	AFFITTO	30-06-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					190,04	AFFITTO	31-03-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					133,37	AFFITTO	31-03-2010	FAMIGLIE			
					79,78	AFFITTO	30-06-2010	FAMIGLIE			
					71,50	AFFITTO	30-06-2010	FAMIGLIE			
					76,30	AFFITTO	30-06-2010	FAMIGLIE			
					121,58	AFFITTO	30-06-2013	FAMIGLIE			
					129,07	AFFITTO	30-06-2013	FAMIGLIE			
					115,54	AFFITTO	31-03-2010	FAMIGLIE			
					147,94	AFFITTO	31-12-2012	IMPRESE COMMERCIALI			

N.	Descrizione e ubicazione	Destinaz. d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda (1)	Redditività dei beni locati				Costo Storico (4)	Ipoteche (debito residuo)	Ulteriori informazioni (5)
					Canone per m(2)/m(3) (2)	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario (3)			
	segue **Viale Monte Grappa 20**				115,54	AFFITTO	31-03-2010	FAMIGLIE			
					147,94	AFFITTO	31-12-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
9	**Via De Cristoforis 6/8**										
	MILANO - LOMBARDIA	RESIDENCE		14.646,39					32.001.123		
					202,35	AFFITTO	30-06-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					66,17	AFFITTO	31-03-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					133,73	AFFITTO	31-03-2017	IMPRESE COMMERCIALI			
10	**Via dei Missaglia 97 ED. A4**										
	MILANO - LOMBARDIA	UFFICI		9.147,40					20.011.388		
					71,53	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					131,40	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	31-03-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					103,66	AFFITTO	30-09-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					92,54	AFFITTO	31-12-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					122,91	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					127,72	AFFITTO	31-08-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					36,16	AFFITTO	31-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					108,91	AFFITTO	4-06-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
11	**Via Fraschini 3**										
	MILANO - LOMBARDIA	RESIDENCE		14.173,27					30.250.000		
					131,41	AFFITTO	31-03-2016	IMPRESE COMMERCIALI			
					106,40	AFFITTO	31-03-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					120,68	AFFITTO	30-03-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					97,66	AFFITTO	28-02-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
12	**Via Keplero snc**										
	PERO (MI) - LOMBARDIA	ALBERGHI		50.984,24					134.619.565		
					29,42	AFFITTO	30-04-2018	IMPRESE COMMERCIALI			05-2010 3.000.000 05-2011 4.500.000 05-2012 6.000.000 05-2013 8.040.000
13	**Via Pantin 1**										
	SCANDICCI (FI) - TOSCANA	UFFICI	1972	6.056,79					8.168.903		
					70,71	AFFITTO	17-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	31-01-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					123,85	AFFITTO	28-02-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					137,19	AFFITTO	28-02-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					101,75	AFFITTO	30-09-2008	IMPRESE COMMERCIALI			
					155,66	AFFITTO	17-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
14	**Galleria San Federico**										
	TORINO - PIEMONTE	UFFICI	1928	22.652,33					63.948.525	43.679.782	
					650,33	AFFITTO	30-09-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					228,96	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					426,59	AFFITTO	31-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					316,90	AFFITTO	31-12-2012	IMPRESE COMMERCIALI			01-2010 160.000
					172,04	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					178,60	AFFITTO	31-03-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					665,35	AFFITTO	31-12-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					146,27	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					222,22	AFFITTO	31-03-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					499,83	AFFITTO	31-12-2012	IMPRESE COMMERCIALI			01-2010 330.000 01-2011 380.000 01-2012 410.000
					243,47	AFFITTO	30-09-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					252,26	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					236,95	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					235,95	AFFITTO	30-09-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					259,31	AFFITTO	31-03-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					426,13	AFFITTO	30-09-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					171,11	AFFITTO	30-09-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					378,93	AFFITTO	31-03-2014	IMPRESE COMMERCIALI			04-2010 45.000
						AFFITTO	31-12-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					150,53	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			

N.	Descrizione e ubicazione	Destinaz. d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda (1)	Redditività dei beni locati				Costo Storico (4)	Ipoteche (debito residuo)	Ulteriori informazioni (5)
					Canone per m(2)/m(3) (2)	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario (3)			
	segue **Galleria San Federico**				242,54	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					275,65	AFFITTO	31-03-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					541,42	AFFITTO	31-12-2013	IMPRESE COMMERCIALI			01-2010 42.000 01-2011 46.000 01-2012 50.000
					349,01	AFFITTO	31-03-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					64,50	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					584,42	AFFITTO	31-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					269,90	AFFITTO	31-03-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					378,71	AFFITTO	30-09-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					209,76	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					606,51	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					289,88	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					58,26	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					237,08	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					193,24	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					226,36	AFFITTO	31-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	31-05-2015	IMPRESE COMMERCIALI			09-2009 44.000 09-2010 48.000 09-2011 54.000 09-2012 54.000
					427,69	AFFITTO	31-12-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					351,08	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			07-2009 95.000 07-2010 120.000 07-2011 135.000
					487,05	AFFITTO	30-06-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					237,08	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					424,38	AFFITTO	31-03-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					188,50	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					122,76	AFFITTO	30-09-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					71,32	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					155,14	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					143,59	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					209,70	AFFITTO	30-09-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					81,39	AFFITTO	31-05-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					447,58	AFFITTO	31-08-2013	IMPRESE COMMERCIALI			09-2009 28.000 09-2010 31.500 09-2011 33.000
						AFFITTO	30-11-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					347,15	AFFITTO	30-11-2013	IMPRESE COMMERCIALI			12-2009 13.360 12-2010 15.412 12-2011 18.500 12-2012 20.000
					431,16	AFFITTO	31-03-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					256,40	AFFITTO	31-03-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					228,29	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	31-05-2015	IMPRESE COMMERCIALI			01-2010 300.000 01-2011 330.000 01-2012 360.000 01-2013 400.000
TOTALI				**259.824,49**					**570.238.140**	**187.593.040**	

(1) La superficie riportata corrisponde alla porzione delle unità immobiliari locabili, compresi gli spazi ad uso "terreno", e non tiene conto delle parti comuni, i vani scale ed i locali tecnici dei fabbricati.

(2) Non viene esposto il canone per mq nel caso di antenne telefoniche, insegne, concessioni precarie e contratti con periodi iniziali gratuiti

(3) La classificazione "imprese commerciali" ricomprende anche le finanziarie.

(4) Il costo storico è dato dal valore d'apporto dei fabbricati oltre alle spese di manutenzione incrementativa effettuate nel periodo considerato.

(5) Canoni scalari.

TIKAL R.E. FUND
SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2009

ATTIVITÁ

SITUAZIONE	AL 30/06/2009		A FINE ESERCIZIO PRECEDENTE	
	VALORE COMPLESSIVO	IN PERCENTUALE DELL'ATTIVO	VALORE COMPLESSIVO	IN PERCENTUALE DELL'ATTIVO
A. STRUMENTI FINANZIARI	**16.257.960**	**2,44%**	**36.280.945**	**5,36%**
STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A1. PARTECIPAZIONI DI CONTROLLO				
A2. PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO				
A3. ALTRI TITOLI DI CAPITALE				
A4. TITOLI DI DEBITO				
A5. PARTI DI O.I.C.R.				
STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A6. TITOLI DI CAPITALE				
A7. TITOLI DI DEBITO	16.257.960	2,44%	36.280.945	5,36%
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	**584.300.000**	**87,60%**	**589.900.000**	**87,15%**
B1. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE	570.400.000	85,51%	579.900.000	85,67%
B2. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE FINANZIARIA				
B3. ALTRI IMMOBILI	13.900.000	2,09%	10.000.000	1,48%
B4. DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
C. CREDITI	**-**	**-**	**-**	**-**
C1. CREDITI ACQUISTATI PER OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE				
C2. ALTRI				
D. DEPOSITI BANCARI	**-**	**-**	**-**	**-**
D1. A VISTA				
D2. ALTRI				
E. ALTRI BENI	**3.550.000**	**0,53%**	**3.550.000**	**0,53%**
E1. ACCONTI SU ACQUISIZIONI	3.550.000	0,53%	3.550.000	0,53%
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÁ	**42.635.106**	**6,39%**	**32.635.304**	**4,82%**
F1. LIQUIDITÁ DISPONIBILE	42.635.106	6,39%	32.635.304	4,82%
F2. LIQUIDITÁ DA RICEVERE PER OPERAZIONI DA REGOLARE				
F3. LIQUIDITÁ IMPEGNATA PER OPERAZIONI DA REGOLARE				
G. ALTRE ATTIVITÁ	**20.288.235**	**3,04%**	**14.487.011**	**2,14%**
G1. CREDITI PER P.C.T. ATTIVI ED OPERAZIONI ASSIMILATE				
G2. RATEI E RISCONTI ATTIVI	2.365.922	0,35%	2.774.270	0,41%
G3. CREDITI D'IMPOSTA	11.282.850	1,69%	8.416.194	1,24%
G4. ALTRE	6.639.463	1,00%	3.296.547	0,49%
TOTALE ATTIVITÁ	**667.031.301**	**100,00%**	**676.853.260**	**100,00%**

TIKAL R.E. FUND
CONTINUA SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2009

PASSIVITÁ E NETTO

SITUAZIONE		AL 30/06/2009	A FINE ESERCIZIO PRECEDENTE
H.	**FINANZIAMENTI RICEVUTI**	**-187.593.040**	**-153.681.497**
H1.	FINANZIAMENTI IPOTECARI	-187.593.040	-153.681.497
H2.	PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
H3.	FINANZIAMENTO IVA		
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 PASSIVITÁ E NETTO**	**-14.338.504**	**-38.297.698**
M1.	PROVVIGIONI ED ONERI MATURATI E NON LIQUIDATI	-37.227	-38.799
M2.	DEBITI D'IMPOSTA	-21.819	-14.917
M3.	RATEI E RISCONTI PASSIVI	-2.214.667	254.563
M4.	ALTRE	-12.064.791	-38.498.545
	- DEBITI PER CAUZIONI RICEVUTE	*-784.138*	*-793.509*
	- ALTRE	*-11.280.653*	*-37.705.036*
TOTALE PASSIVITÁ E NETTO		**-201.931.544**	**-191.979.195**
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO		**465.099.757**	**484.874.065**
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE		**1.601,136980**	**1.601,136980**
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE		**290.480,929**	**302.831,095**
RIMBORSI O PROVENTI DISTRIBUITI PER QUOTA		**43.750,00**	**32.500,00**

TIKAL R.E. FUND

RELAZIONE DI STIMA
ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2009

Luglio 2009

Indice

1. Premessa	*pag.*	*21*
2. Definizione di valore corrente di mercato		*22*
3. Andamento del mercato immobiliare		*24*
4. Descrizione della metodologia utilizzata nelle valutazioni		*29*
5. Documentazione		*32*
6. Limiti della presente relazione		*33*
7. Conclusioni		*34*

Milano, 15 luglio 2009

1. Premessa

In conformità all'incarico ricevuto da *Sai Investimenti Sgr SpA* in data 21.07.2004, rinnovato in data 20.6.2007, *Scenari Immobiliari* ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni atte a determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 30 giugno 2009, dei seguenti 14 immobili rientranti nel perimetro del fondo immobiliare "TIKAL REAL ESTATE FUND":

	Città	***Indirizzo***
1.	*Roma*	*Via Di Dono, 3/A*
2.	*Milano*	*Via Murat, 13/25*
3.	*Torino*	*Galleria San Federico*
4.	*Scandicci*	*Via Pantin, 1*
5.	*Milano*	*Via Tucidide, 56*
6.	*Milano*	*Via Lampedusa, 11/3*
7.	*Milano*	*Via Vittor Pisani, 14*
8.	*Milano*	*Via Montegrappa, 20*
9.	*Milano*	*Via Rosales, 4 - Via de Cristoforis 6/8*
10.	*Milano*	*Via Missaglia, 97 - Edificio A2*
11.	*Roma*	*Via Bellini, 14*
12.	*Roma*	*Via Dragoncello, 621*
13.	*Milano*	*Via Fraschini, 3*
14.	*Pero*	*Via Keplero*

2. Definizione di valore corrente di mercato

Nella stima del valore corrente di mercato degli immobili si è fatto riferimento alla definizione contenuta nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Paragrafo 2 (criteri di valutazione) del Regolamento Banca d'Italia del 14 aprile 2005, che recita:

2.5 Beni immobili

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

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

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

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

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

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

1. *ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente;*

2. *facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito rivenient e dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti futuri derivanti*

dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa.

Il tasso di attualizzazione va definito tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine a cui si applica una componente rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;

3. *sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno. Per gli immobili dati in locazione con facoltà di acquisto, il valore corrente è determinato, per la durata del contratto, attualizzando i canoni di locazione ed il valore di riscatto dei cespiti, secondo il tasso del contratto eventualmente rettificato per tener conto del rischio di insolvenza della controparte.*

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

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

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

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

3. Andamento del mercato immobiliare

LO SCENARIO

Lo scenario internazionale

Il primo semestre del 2008 è stato caratterizzato da una generale incertezza sui mercati finanziari, innescata dalla crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti, e non ancora risolta.

L'incertezza si esprime nell'andamento instabile delle Borse mondiali, nei bilanci deludenti delle principali banche e finanziarie mondiali. A questo si è aggiunto un generale rialzo di tutte le materie prime con il petrolio e il grano ai record storici.

Nonostante questo clima generale, destinato a proseguire almeno per la prima parte del secondo semestre, l'economia europea è rimasta positiva, con una crescita delle esportazioni verso i Paesi del Golfo e l'oriente (Cina e India).

Il calo della domanda interna americana è compensato da un miglioramento di quella europea. Gli investimenti infrastrutturali di Eu25 non sono calati e le prospettive economiche comunitarie sono leggermente più ottimistiche per il finale del 2008.

È opinione diffusa tra gli analisti internazionali che il quadro economico internazionale dovrebbe avere un sensibile miglioramento nel 2009.

Il mercato immobiliare europeo ha avuto, nel primo semestre del 2008, un andamento divergente rispetto a quello americano. Mentre negli Usa tutti gli indicatori (prezzi, volumi scambiati, rendimenti) sono stati negativi, in Europa il mercato nel suo complesso è rimasto stazionario, con pochi segnali negativi.

A livello dei 25 Paesi Eu, il fatturato 2007 è stato di 900 miliardi di euro (più 6,1 per cento sull'anno precedente) e nel 2008 la crescita è prevista al 3,2 per cento fino a circa 930 miliardi di euro.

Nei cinque Paesi più importanti (Francia, Italia, Germania, Inghilterra Spagna) il fatturato del 2008 si dovrebbe collocare - sulla base di quanto accaduto nel primo semestre - poco oltre 722 miliardi di euro, con un incremento del 2,4 per cento sull'anno precedente.

Si tratta del più basso tasso di crescita degli ultimi otto anni, ed è in linea con l'inflazione prevista. In pratica siamo a una crescita zero in termini reali.

Ma la situazione è differente da una nazione all'altra. Mentre Inghilterra e Spagna soffrono del calo del settore residenziale, Francia e Italia hanno modesti incrementi. Decisamente più positivo il trend in Germania dove l'anno si chiude con un più 4,6 per cento sul 2007.

A livello continentale il mercato residenziale continua a essere il più importante, rappresentando circa il 60 per cento del totale. La domanda nel corso del primo semestre è calata in quasi tutti i Paesi, a causa dell'innalzamento del costo del denaro e la difficoltà di accedere al credito.

Ma le spinte provenienti dalle correnti migratorie interne e da fuori Eu sono forti e costanti. Questo fa ritenere che attualmente ci troviamo in una fase di "pausa" di un trend positivo sulla distanza.

I nuovi interventi residenziali stanno cambiando la tipologia dell'offerta, con una maggiore attenzione alla sostenibilità ambientale e al risparmio energetico, in quasi tutte le città. Tutto ciò è aiutato anche da un continuo aumento degli investimenti di grande dimensione - perlopiù privati - nella realizzazioni urbane.

Crescita omogenea in tutta Europa per il settore terziario/uffici, che con un più 2,6 per cento supera la media degli altri settori. Le imprese sono alla ricerca di edifici moderni, situati in business center con servizi e ben collegati.

Questo è anche il tipo di prodotto apprezzato dai grandi investitori e quindi si crea un circolo positivo, in fase di ulteriore sviluppo per la seconda metà dell'anno.

Best performer a livello europeo è il settore commerciale che aumenta del3,5 per cento, con punte del 9 per cento in Spagna. È in corso una profonda innovazione nel settore della grande distribuzione in Europa, con la nascita di vere e proprie cittadelle commerciali, dai 50mila mq in su. In cambio c'è una progressiva contrazione (salvo l'Italia) dei negozi di quartiere.

La situazione del credito sta determinando, nell'intero settore immobiliare europeo, un generale rialzo dei rendimenti. La competizione è aumentata e gli investitori sono più esigenti. Di conseguenza i rendimenti stanno tornando al livello dei primi anni del secolo.

Le quotazioni medie in tutti i comparti immobiliari, mostrano variazioni ancora positive nel corso dell'anno. Solo in pochi casi (tavola 2) la crescita è intorno all'1 per cento. I range di crescita sono ancora compresi tra il 2 e il 5 per cento, con punte superiori.

Lo scenario italiano

L'economia italiana ha sofferto più della media europea la situazione innescata dalla crisi americana. Il caro petrolio ha colpito tutti i settori economici del Paese, mentre la debolezza infrastrutturale rallenta l'export e condiziona l'intera fliliera della logistica.

Una lunga pausa elettorale ha impedito che si seguissero strade certe di politica economica, mentre si è affermata l'emergenza criminalità, sia a livello micro che di intere aree del Paese. La produttività e la fiducia dei consumatori sono calate nella prima parte dell'anno, solo recentemente in risalita.

La crisi finanziaria ha colpito pesantemente i potenziali acquirenti di case a reddito più basso (in primis immigrati e giovani). Il mercato immobiliare corrispondente è calato così di circa un terzo. Solo in parte compensato dal miglioramento della domanda media e medio alta.

Comunque il fatturato del residenziale si colloca intorno ai 106 mi-liardi euro, con un incremento dell'1,9 per cento (previsione sulla base di quanto accaduto nel primo semestre). Mentre il settore turistico è in contrazione (meno 3,4 percento) a causa della carenza di prodotto, buoni risultati vengono dai mercati non residenziali. Mostrano tutti una crescita superiore al due per cento in termini di fatturato.

Il mercato residenziale

Nel corso del primo semestre dell'anno il mercato residenziale ha avuto una flessione negli scambi di circa l'otto per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. È un effetto (iniziato nel quarto trimestre del 2007) dell'abbinata aumento del costo dei mutui e maggiore severità nell'erogare il credito alle famiglie per l'acquisto di una casa.

La discesa delle compravendite si concentra soprattutto nella fascia di mercato medio-bassa come capacità di spesa (indicativamente entro i 250mila euro) dove sono presenti lavoratori immigrati e giovani coppie.

Questi due gruppi negli ultimi anni - grazie a condizioni molto favorevoli di credito - avevano assunto una quota significativa degli scambi (sino ad un terzo del totale). La contrazione di questo segmento, solo parzialmente compensata da un maggior interesse delle domande medio e medio-alta, sta comportando la riduzione negli scambi. Tale situazione non dovrebbe avere sostanziali modifiche nel secondo semestre dell'anno.

Le compravendite sono calate nelle grandi città, anche per diminuzione dell'offerta, mentre sono in lieve aumento nei comuni metropolitani. Anche nel primo semestre dell'anno è proseguita la realizzazione di nuove costruzioni che ormai rappresentano il 18 per cento del totale offerto. L'assorbimento è in progressivo calo, anche se rimane ancora intorno all'ottanta per cento.

Per quanto riguarda i prezzi medi invece, si registra una crescita di circa 1,6 per cento nel primo semestre, con una previsione a più 3,9 per cento a fine anno. La pressione sul mercato infatti continua ad essere consistente (circa 1,7 milioni di famiglie contro 730mila scambi attesi) e non fa ritenere probabile una discesa dei prezzi.

I rendimenti da locazione sono in discesa, dopo aver toccato il 5 per cento nel corso dell'ultimo biennio. I canoni medi sono infatti elevati rispetto alla capacità di spesa degli inquilini e aumenta notevolmente il vacancy nelle locazioni, pur esistendo un'ampia domanda, sia di tipo sociale che normale.
Si consolida una domanda orientata verso i prodotti ad elevato contenuto di innovazione e con sostenibilità ambientale.

Il mercato terziario/uffici

Il settore terziario/uffici nel primo semestre del 2008 si è affermato come il segmento di mercato più dinamico a livello nazionale. A fine anno si attende un fatturato nazionale pari a circa 7,7 miliardi di euro, con un incremento del 2,7 per cento rispetto al 2007. È anche la seconda miglior performance a livello continentale.

Questo "successo" va anche letto alla luce del calo degli altri settori (in primis il residenziale) ma è frutto anche di una profonda riconversione in atto in questo mercato.

Infatti si divarica sempre più la forbice tra prodotti di classe A (edifici nuovi, tecnologicamente attrezzati e ad alto sfruttamento degli spazi) e gli altri prodotti, in genere derivati da riconversione dell'abitativo.

La domanda terziaria, in lieve aumento nelle grandi città, si sposta progressivamente alla ricerca di immobili funzionali, moderni e ben collegati. E questo sia che si trovino nei business discrict centrali che in moderni business center in periferia. Il buon prodotto trova facilmente un inquilino e anche un investitore istituzionali è (italiano e estero) interessato alla proprietà.

Questo sta portando anche ad un lieve rialzo dei rendimenti, perchè aumenta la concorrenza tra investitori. Al di fuori delle piazze principali il mercato terziario rimane stazionario con un assorbimento medio intorno al 40 per cento.

I prezzi di vendita stanno leggermente salendo e si attende, proiettando su dodici mesi i dati del primo semestre, un incremento tra il 2 e il 3 per cento nel 2008 rispetto all'anno precedente.

Il mercato degli immobili commerciali

Il settore commerciale attualmente attraversa una fase di transizione, sia in termini di cambiamenti demografici e abitudinari (invecchiamento della popolazione, aumento delle famiglie monocomponente) che economici (contrazione dei consumi dovuta principalmente alla crisi dei crediti).

Tuttavia, il settore della distribuzione a livello internazionale continua a crescere. I principali retailers proseguono nel loro processo di internazionalizzazione (principalmente nei merci dell’est Europa, Medio Oriente, India e Asia, soprattutto Cina), esportando prodotti e know how su tutta la filiera produttiva.

A livello europeo il settore distributivo contribuisce alla formazione del Pil per circa 11,5 per cento (dato 2005), per l’Italia la quota è di circa 11,6 per cento.

Il mercato immobiliare del commercio in Europa, dopo un lungo periodo di ottime performance, vive una fase positiva per alcuni Paesi mentre altri sono in rallentamento.

Segue un buon andamento il mercato francese (con numerosi programmi di sviluppo), tedesco (con maggiore interesse da parte degli investitori) e quello dei Paesi dell'Europa centrale e orientale. È in fase di contrazione, invece, nel Regno Unito (con diminuzione degli investimenti e contrazioni dei rendimenti) ed in Spagna.

In Italia si registra un rallentamento del comparto che persiste ancora nel secondo semestre del 2008. Dopo un quinquennio di crescita sostenuta, con un incremento del fatturato del 51 per cento tra il 2000 ed il 2006, il mercato mostra segni di stanchezza.

Nel 2007 l'ammontare del valore dei beni scambiati è stato di 7,6 miliardi di euro (più 2,7 per cento rispetto all'anno precedente) ed il trend si conferma ancora per la prima parte dell'anno.

È soprattutto il settore della grande distribuzione a fare da traino, con un'incidenza del 45 per cento sulla quota complessiva, guadagnando quota di anno in anno. Infatti, nel corso del 2007 il numero di esercizi della Gdo è aumento sensibilmente, soprattutto nel mezzogiorno.

Sono cresciuti, rispetto al 2006, del 7,4 per cento per un totale di 13.057 (per una superficie complessiva di 20,6 milioni di mq). In generale, lo stock del commercio al dettaglio risulta pari a 981.922 esercizi per una superficie di vendita di circa 99,8 milioni di mq. La piccola distribuzione, invece, incide sul fatturato con una quota di circa 55 per cento.

I prezzi sono aumentati mediamente del 6,9 per cento e del 4,5 per cento, rispettivamente per piccola e grande distribuzione, mentre i rendimenti sono rimasti tendenzialmente stabili (intorno al 7,2 per la piccola distribuzione e al 6 per la grande distribuzione).

A fine anno il fatturato dovrebbe raggiungere quota 7,8 miliardi di euro (registrando una crescita del 2,6 per cento) e, ancora una volta, sarà la grande distribuzione ad apportare il contributo maggiore, mentre la piccola distribuzione si manterrà presso che stabili. Per il 2009 si attende sostanzialmente un mantenimento del trend con un leggero miglioramento.

Il mercato degli immobili ad uso alberghiero

È un mercato di nicchia (circa un miliardo di fatturato annuo) ma in grande movimento. Infatti in Italia si stanno riposizionando sul territorio le catene estere e quelle nazionali verso le grandi città (Milano, Roma, Firenze e Venezia) ad alto flusso turistico e nei segmenti più redditizi (spa, congressistica). Sono arrivati nel corso degli ultimi mesi anche marchi esteri nuovi e molto aggressivi sul mercato.

L'assegnazione dell'Expo 2015 a Milano sta innescando ulteriori attese di sviluppo su questo segmento e sono in fase di studio/partenza nuove iniziative alberghiere.

Gli scambi sono comunque limitati e spesso - per carenza di offerta - le catene (e gli investitori che le accompagnano) preferiscono iniziare dall'area o dalla ristrutturazione di un complesso esistente.
Da segnalare l'ulteriore calo del tasso medio di occupazione (sopra i 3 punti percentuali per le categorie 4 e 5 stelle) a livello nazionale. Tra le grandi città da registrare, in controtendenza, Milano, che sale di almeno 2,5 punti e Torino e Genova che recuperano in parte il calo dell'ultimo biennio.

In generale i valori a camera sono aumentati di circa il 10 per cento negli ultimi dodici mesi, mentre i rendimenti tendono a sfiorare i minimi storici.

4. Descrizione della metodologia utilizzata nelle valutazioni

Metodo del Discounted Cash Flow (Flussi di Cassa Attualizzati)

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

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

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

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

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:
1. costruzione della distribuzione dei flussi di cassa attesi
2. determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione
3. determinazione del più probabile valore finale del bene

Per l'elaborazione di questa analisi è stato necessario conoscere i fattori che compongono la tabella del DCF, quali ad esempio:
- situazione locativa con canoni attuali, adeguamenti previsti da contratto, scadenze, morosità, clausole contrattuali particolari ecc.;
- costi per lavori di manutenzione straordinaria;
- ammontare annuo dell'Imposta Comunale sugli Immobili.

Qualunque tipo di modello si fonda su ipotesi che permettono di effettuare una simulazione:

- alla prima scadenza del contratto, viene effettuata una verifica ponendo a confronto il canone di locazione in essere con i canoni correnti di mercato: se l'importo del canone in essere è minore o uguale, la locazione viene considerata costante (salvo adeguamento indice Istat) fino alla seconda scadenza, momento in cui il canone, in ogni caso, viene adeguato al mercato; le unità immobiliari rimaste libere vengono quindi riaffittate a valori locativi correnti; se invece alla prima scadenza il canone di locazione in essere è maggiore di quello di mercato, si ipotizza direttamente l'adeguamento al mercato, considerando probabile una rinegoziazione favorevole al conduttore;

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

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

- il tasso di uscita sarà determinato in funzione del tasso di attualizzazione utilizzato nell'intero modello e delle condizioni di mercato prevedibili all'ennesimo anno.

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

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

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

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

Tale tasso è il frutto di un calcolo di ponderazione tra mezzi di terzi (60%) e mezzi propri (40%).

Metodo sintetico-comparativo, o di comparazione delle vendite

Questo metodo si basa sul principio che nessun acquirente razionale è disposto a pagare un prezzo superiore al costo di acquisto di proprietà similari che abbiano lo stesso grado di utilità.

Le condizioni di applicabilità di questo metodo sono legate alla quantità e qualità di informazioni di mercato disponibili, in grado di permettere la costruzione di un significativo campione di transazioni comparabili.

Tre sono le fasi del processo che portano alla determinazione del valore: identificazione e raccolta delle informazioni, identificazione delle unità comparabili e analisi degli elementi di comparazione, definizione e impiego dei parametri di aggiustamento.

La prima fase, corrisponde alla raccolta delle comparazioni. Nella seconda fase è necessario far emergere dagli immobili usati come paragone gli elementi oggettivi di similitudine: destinazione d'uso, caratteristiche fisiche, localizzazione, ecc.

L'ultima fase del processo è anche quella più delicata, perché comporta la scelta di adeguati parametri di aggiustamento.

Su ciascuna transazione utilizzata come elemento di comparazione è stato effettuato un processo di aggiustamento in modo tale da ottenere dati omogenei, quindi perfettamente comparabili.

I dati relativi alle singole transazioni vengono opportunamente rettificati per tener conto di tutti quegli elementi in grado di giustificare una differenza di prezzo.
Tra gli elementi che si possono prendere in esame, ci sono:

- ubicazione
- dimensione
- situazione edile
- disponibilità parcheggi e accessibilità

Ciascuna di queste voci è stata esplicitata mediante un valore percentuale. La somma delle percentuali dà luogo al coefficiente correttivo, che conferisce omogeneità al valore unitario del bene utilizzato come comparazione.

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

5. Documentazione

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

- *regolamento del fondo*
- *documentazione relativa agli atti catastali e di provenienza*
- *planimetrie*
- *database con estremi dei contratti di locazione in essere al 30 giugno 2009*
- *copia dei contratti di locazione in essere*
- *elenco analitico della superficie attualmente non locata*
- *elenco delle garanzie di terzi a fronte dei contratti di locazione*
- *elenco degli eventuali contenziosi con i conduttori*
- *elenco delle eventuali morosità attuali e di quelle passate, ancorché risolte*
- *elenco delle spese e/o progetti (manutenzione od altro) già deliberate a carico della proprietà*
- *tabella ICI*
- *estremi del nuovo contratto di assicurazione in capo al Fondo immobiliare*
- *copia della documentazione relativa alla due diligence effettuata in sede di acquisizione di nuovi immobili*

6. Limiti della presente relazione

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

a) non sono stati effettuati collaudi statici o di funzionamento degli impianti sugli immobili esistenti, né analisi per la presenza di eventuali sostanze nocive nei terreni o nei manufatti, né verifiche sulla presenza di sorgenti di campi elettromagnetici dannosi per la salute;

b) i valori di riferimento (prezzi e canoni di mercato) sono stati attinti dal mercato immobiliare, sulla base di rilevazioni dirette, utilizzando i principali prezzari a disposizione oltre che la *Bancadati-ScenariImmobiliari*;

c) il computo delle superfici e la determinazione dei canoni di locazione in essere sono stati effettuati sulla base della documentazione fornitaci dalla SGR;

d) nel corso dei sopralluoghi è stata effettuata solo una verifica sommaria sia della corrispondenza tra destinazioni ed uso effettivo delle superfici che dello stato di conservazione e di manutenzione degli immobili;

e) le certificazioni urbanistiche, catastali, di provenienza e le altre documentazioni fornite dalla proprietà sono state assunte come veritiere.

7. Conclusioni

Alla data del 30 giugno 2009, sulla base delle metodologie utilizzate e sopradescritte, si ritiene come più probabile valore corrente di mercato dei beni immobili oggetto della perizia, considerati asset by asset:

	Città	Indirizzo	Valore corrente al 30 giugno 2009
			Euro
1	*Roma*	*Via di Dono, 3/A*	*86.300.000,00*
2	*Milano*	*Via Murat, 13-25*	*47.300.000,00*
3	*Torino*	*Galleria S. Federico*	*66.500.000,00*
4	*Scandicci*	*Via Pantin, 1*	*8.400.000,00*
5	*Milano*	*Via Tucidide, 56*	*94.000.000,00*
6	*Milano*	*Via Lampedusa, 11-3*	*11.600.000,00*
7	*Milano*	*Via Vittor Pisani, 14*	*14.300.000,00*
8	*Milano*	*Via Montegrappa 20*	*6.700.000,00*
9	*Milano*	*Via Rosales 4 - Via de Cristoforis 6/8*	*32.000.000,00*
10	*Milano*	*Via Missaglia 97, edificio A2*	*18.700.000,00*
11	*Roma*	*Via Bellini, 14*	*3.900.000,00*
12	*Roma*	*Via Dragoncello, 621*	*18.700.000,00*
13	*Milano*	*Via Fraschini, 3*	*30.500.000,00*
14	*Pero*	*Via Keplero*	*131.500.000,00*
	Totale		***570.400.000,00***

Mario Breglia
(Presidente)

Maurizio Sinigagliesi
(Consigliere delegato)

Franco Breglia
(Responsabile Area Valutazioni)

MOD. SI6804 - Edizione Settembre 2009

GRUPPO FONDIARIA SAI

SAI INVESTIMENTI