

RELAZIONE SEMESTRALE

al 30 GIUGNO 2009



ATHENS

R.E. FUND

Fondo speculativo

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

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2009

INDICE

NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2009

PREMESSA	<i>pag.</i>	2
ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA DI PARTECIPAZIONE	<i>pag.</i>	4
GESTIONE IMMOBILIARE	<i>pag.</i>	5
GESTIONE FINANZIARIA	<i>pag.</i>	5
GESTIONE MOBILIARE	<i>pag.</i>	5
DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO E LINEE STRATEGICHE FUTURE	<i>pag.</i>	5
ALTRE NOTIZIE	<i>pag.</i>	6
PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO	<i>pag.</i>	6
ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI	<i>pag.</i>	6

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	<i>pag.</i>	7
PASSIVITÀ E NETTO	<i>pag.</i>	8

Appendici:

RELAZIONE DI STIMA DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI	<i>pag.</i>	9
--	-------------	----------

NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2009

PREMESSA

Athens R.E. Fund – fondo speculativo - (il “Fondo”) è un Fondo Comune di Investimento Immobiliare Speculativo di Tipo Chiuso riservato ad investitori qualificati.

Il periodo di sottoscrizione al Fondo è stato aperto il 25 febbraio 2009 e il Consiglio di Amministrazione del 18 maggio 2009 ha deliberato, sulla base dell’art. 8.2 del Regolamento del Fondo, la chiusura anticipata delle sottoscrizioni a fronte di impegni a partecipare al Fondo pari a euro 100.000.000. L’inizio dell’operatività del Fondo è avvenuta il 25 maggio 2009 a seguito del richiamo degli impegni assunti dai sottoscrittori a fronte dei quali sono state emesse 200 quote del valore nominale di euro 500.000.

IL FONDO ATHENS IN SINTESI

	30-06-2009	
PATRIMONIO IMMOBILIARE	N° Imm.	2
MQ COMMERCIALI LORDI	mq	452.501
DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA	%	51% ME 49% GR
DESTINAZIONE D'USO	%	100% RICETTIVO
MQ COMMERCIALI LOCATI	mq	311.136
TASSO DI OCCUPAZIONE	%	68,8%
CANONI ANNUALIZZATI	€ mln	2,64
REDDITIVITÀ LORDA SU VALORE MERCATO	%	3,3%
REDDITIVITÀ LORDA SU COSTO STORICO	%	3,3%
VALORE MERCATO IMMOBILI ¹	€ mln	80,95
COSTO STORICO / ACQUISTO ²	€ mln	80,00
DEBITO	€ mln	-
ITV ³	%	-
NET ASSET VALUE (NAV) ⁴	€ mln	99,42
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE ⁴	€/quota	497.122

¹ Valutazioni Esperti indipendenti

² Valore di 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.

(*) Fonte: Scenari Immobiliari

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 (secondo 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 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 servizi 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 camera).

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

25 MAGGIO 2009	Valore nominale di sottoscrizione	500.000,000 euro
	Numero quote in circolazione	200,000000 quote
30 GIUGNO 2009	Valore della quota	497.121,906 euro
	Numero quote in circolazione	200,000000 quote

L'andamento della gestione al primo semestre 2009, evidenzia un decremento del patrimonio netto del Fondo rispetto alla data di inizio operatività di circa 0,6 milioni di euro, equivalente ad una percentuale negativa dello 0,58%, scomponibile nei seguenti fattori:

- +0,95% come differenza tra il valore assegnato dagli Esperti Indipendenti al patrimonio immobiliare risultante al 30 giugno 2009 e la somma del valore di mercato degli immobili acquistati;
- -1,53% come risultato netto della gestione ordinaria del Fondo, sostanzialmente riferito al ciclo attivo ed al ciclo passivo immobiliare, in particolare al pagamento delle imposte di registro sugli acquisti immobiliari.

ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA E PERFORMANCE DI PERIODO



GESTIONE IMMOBILIARE

In data 28 maggio 2009 sono stati acquistati due immobili:

- **“Terme di Petriolo”**, compendio immobiliare situato nei pressi della località Bagni di Petriolo tra i comuni di Civitella Paganico (Gr) e Monticiano (Si).

Il complesso immobiliare è costituito da:

- “Lotto 1” – Struttura Alberghiera –

La struttura offre 87 camere, 2 ristoranti, piscina coperta e scoperta, solarium e parcheggio.

- “Lotto 2” – Terreni con diritti edificatori –

Sul lotto vi è la possibilità di realizzare un edificio a servizio del complesso alberghiero principale, adibito a camere del personale e spazi tecnologici e logistici.

- “Lotto 3” – Aree delle Vecchie Terme –

L’area è ubicata a valle rispetto all’albergo ed in parte è sottoposta a vincolo del Ministero dei Beni Culturali ed Ambientali.

Il Lotto è composto da un fabbricato ad uso locanda, da un piccolo edificio non utilizzato, da un’antica cappella e dai resti delle mura di cinta dell’antico borgo.

- **“Capotaormina Resort”**: l’Atahotel Capotaormina sorge ai piedi di Taormina, che si trova a circa 3 km di distanza, su un alto sperone di roccia, immerso nel verde e circondato sui tre lati dal mare.

L’albergo è realizzato quasi interamente in scavo nella roccia, su sei piani comprendenti: 199 camere (404 posti letto), le aree comuni, alcuni locali di servizio alberghiero, un’autorimessa coperta, un parcheggio esterno, la zona ingresso ricevimento, gli uffici amministrativi e i locali tecnici. Il complesso è annesso, lato mare, a una superficie in concessione demaniale comprendente una spiaggia privata, una piscina, un angolo bar e relativi servizi, alcuni terrazzamenti per ristorante a mare, il tutto collegato con il corpo albergo mediante galleria situata al livello del mare.

GESTIONE FINANZIARIA

La gestione finanziaria non risulta attiva in relazione alla recentissima costituzione del Fondo.

GESTIONE MOBILIARE

Il richiamo degli impegni è avvenuto il 25/05/2009. La liquidità confluita al Fondo è stata prontamente impiegata nella gestione immobiliare.

Il tasso di remunerazione della giacenza nei conti corrente accesi presso la Banca Depositaria ha giustificato il mancato impiego sulla gestione mobiliare tipica del saldo residuo.

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

Le linee di gestione del Fondo sono basate sulle seguenti tre aree di attività.

Gestione Immobiliare

Tale attività si pone l’obiettivo di migliorare la performance e lo stato qualitativo degli immobili agendo prevalentemente su leve di carattere immobiliare, quali:

- interventi di manutenzione ordinaria;
- interventi di manutenzione straordinaria;
- locazione degli spazi sfitti.

Tenuto conto delle caratteristiche del portafoglio immobiliare di proprietà e del relativo profilo di rischio/rendimento, l'attività in questione è orientata essenzialmente a stabilizzare il rendimento del Fondo nel medio/lungo termine, prevalentemente tramite la riduzione dello sfitto e l'ottimizzazione degli interventi di manutenzione straordinaria.

Gestione Finanziaria

Tale attività si pone l'obiettivo di migliorare la performance complessiva del Fondo per i sottoscrittori ricorrendo all'indebitamento finanziario ed all'utilizzo di strumenti finanziari derivati con finalità di copertura per neutralizzare il rischio legato alla variazione dei tassi di interesse.

Gestione degli investimenti

Questa attività si pone l'obiettivo di migliorare la performance complessiva del Fondo selezionando nuove opportunità sul mercato in cui investire parte della liquidità derivante dalla gestione ordinaria ed, eventualmente, ulteriore capitale proveniente da nuove sottoscrizioni o dal ricorso all'indebitamento.

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 25/05/2009 AL 30/06/2009

Sul Fondo, nel breve periodo rilevato, non sono state effettuate cessioni di cespiti.

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)	Ipotecche (debito residuo)	Ulteriori informazioni (5)
					Canone per m ² /m ³ (2)	Tipo contratto	Scadenza contratto			
1	Via Nazionale 105 TAORMINA - SICILIA	ALBERGHI	1975	48.015,60	33,77	AFFITTO	31-05-2018	40.000.000		06-2010 1.800.000 06-2011 2.000.000
2	Località Grand Hotel Terme S.S. 223 SIENA CIVITELLA PAGANICO (GR) TOSCANA	ALBERGHI	1972	404.485,86	2,41	AFFITTO	28-02-2017	40.000.000		03-2010 954.911 03-2011 1.272.804 03-2012 2.242.500
TOTALI				452.501,46				80.000.000	0	

(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.

**ATHENS R.E. FUND - FONDO SPECULATIVO
SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2009**

ATTIVITÀ

SITUAZIONE	AL 30/06/2009		A FINE ESERCIZIO PRECEDENTE	
	VALORE COMPLESSIVO	IN PERCENTUALE DELL'ATTIVO	VALORE COMPLESSIVO	IN PERCENTUALE DELL'ATTIVO
A. STRUMENTI FINANZIARI	-	-		
<i>Strumenti finanziari non quotati</i>				
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.				
<i>Strumenti finanziari quotati</i>				
A6. TITOLI DI CAPITALE				
A7. TITOLI DI DEBITO				
A8. PARTI DI O.I.C.R.				
<i>Strumenti finanziari derivati</i>				
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	80.950.000	81,40%		
B1. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE	80.950.000	81,40%		
B2. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE FINANZIARIA				
B3. ALTRI IMMOBILI				
B4. DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
C. CREDITI	-	-		
C1. CREDITI ACQUISTATI PER OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE				
C2. ALTRI				
D. DEPOSITI BANCARI	-	-		
D1. A VISTA				
D2. ALTRI				
E. ALTRI BENI	-	-		
E1. ACCONTI SU ACQUISIZIONI				
E POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	18.237.338	18,34%		
F1. LIQUIDITÀ DISPONIBILE	18.237.338	18,34%		
F2. LIQUIDITÀ DA RICEVERE PER OPERAZIONI DA REGOLARE				
F3. LIQUIDITÀ IMPEGNATA PER OPERAZIONI DA REGOLARE				
G. ALTRE ATTIVITÀ	260.077	0,26%		
G1. CREDITI PER P.C.T. ATTIVI ED OPERAZIONI ASSIMILATE				
G2. RATEI E RISCONTI ATTIVI	33.430	0,03%		
G3. CREDITI D'IMPOSTA				
G4. ALTRE	226.647	0,23%		
TOTALE ATTIVITÀ	99.447.415	100,00%		

**ATHENS R.E. FUND - FONDO SPECULATIVO
CONTINUA SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2009**

PASSIVITÀ E NETTO

SITUAZIONE	AL 30/06/2009	A FINE ESERCIZIO PRECEDENTE
H FINANZIAMENTI RICEVUTI	-	
H1. FINANZIAMENTI IPOTECARI		
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 PASSIVITÀ	-23.034	
M1. PROVVIGIONI ED ONERI MATURATI E NON LIQUIDATI	-2.959	
M2. DEBITI D'IMPOSTA	-6.998	
M3. RATEI E RISCONTI PASSIVI	-111	
M4. ALTRE	-12.966	
- DEBITI PER CAUZIONI RICEVUTE		
- ALTRE	-12.966	
TOTALE PASSIVITÀ E NETTO	-23.034	
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	99.424.381	
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE	200,000000	
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE	497.121,906	
RIMBORSI O PROVENTI DISTRIBUITI PER QUOTA	0,00	

ATHENS R.E. FUND - FONDO SPECULATIVO
RELAZIONE DI STIMA
ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2009

Luglio 2009

Indice

<i>1. Premessa</i>	<i>pag.</i>	<i>11</i>
<i>2. Definizione di valore corrente di mercato</i>		<i>12</i>
<i>3. Andamento del mercato immobiliare</i>		<i>14</i>
<i>4. Descrizione della metodologia utilizzata nelle valutazioni</i>		<i>17</i>
<i>5. Documentazione</i>		<i>20</i>
<i>6. Limiti della presente relazione</i>		<i>21</i>
<i>7. Conclusioni</i>		<i>22</i>

Milano, 15 luglio 2009

1. Premessa

In conformità all'incarico ricevuto da *Sai Investimenti Sgr SpA*, *Scenari Immobiliari* ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni atte a determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 30 giugno 2009, dei seguenti 2 immobili rientranti nel perimetro del fondo immobiliare "ATHENS REAL ESTATE FUND":

1. *Terme di Petriolo*
2. *Capotaormina Resort*

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 riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa.

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

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

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

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

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

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

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 del 3,5 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 filiera 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. 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 miliardi 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 %) 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 730 mila 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.

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:

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

- 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 simili 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-Scenari Immobiliari*;
- 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.

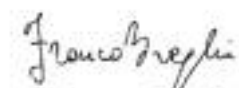
7. Conclusioni

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:

	Provincia	Indirizzo	Valore corrente al 30 giugno 2009
			<i>Euro</i>
1	Grosseto	Terme di Petriolo	40.000.000,00
2	Messina	Capotaormina Resort	40.950.000,00
Totale			80.950.000,00


 Mario Breglia
 (Presidente)


 Maurizio Sinigagliesi
 (Consigliere delegato)


 Franco Breglia
 (Responsabile Area Valutazioni)

