

RENDICONTO ANNUALE

al 31 dicembre 2008



TIKAL
R.E. Fund

**FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO
IMMOBILIARE DI TIPO CHIUSO
RISERVATO**

RENDICONTO ANNUALE AL 31 DICEMBRE 2008

INDICE

LA SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO	<i>pag.</i>	3
RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI	<i>pag.</i>	4
SITUAZIONE PATRIMONIALE	<i>pag.</i>	16
SEZIONE REDDITUALE	<i>pag.</i>	18
NOTA INTEGRATIVA	<i>pag.</i>	21
RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE	<i>pag.</i>	48
<i>Appendici:</i>		
RELAZIONE DI STIMA DEGLI ESPERTI INDIPENDENTI	<i>pag.</i>	51

LA SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO

La SAI Investimenti SGR S.p.A., Società di Gestione del Risparmio costituita a Torino il 18/02/1991 (atto del Notaio Ettore MORONE n. 60571/8845 di repertorio), è iscritta al Registro Imprese Ufficio di Torino al n. 06085650015 e al R.E.A. al n. 0760143, è stata autorizzata ai sensi dell'art. 1 della Legge 23/03/1983 n. 77 dal Ministero del Tesoro in data 09/10/1991 ed è stata iscritta all'Albo della Banca d'Italia al n. 44.

La SGR è soggetta alla Direzione e Coordinamento da parte di FONDIARIA-SAI S.p.A..

La sede legale ed amministrativa è a Torino in Via Carlo Marengo, n. 25.

Il capitale sociale di euro 3.913.588, interamente sottoscritto e versato, è costituito da azioni ordinarie di nominali euro 1 cadauna.

Alla data del 31/12/2008 risultano iscritti a Libro Soci:

AZIONISTA	PERCENTUALE
- FONDIARIA-SAI S.p.A.	51%
- MILANO ASSICURAZIONI S.p.A.	29%
- PREMAFIN FINANZIARIA S.p.A. Holding di Partecipazioni	20%

La SAI Investimenti SGR S.p.A., ottenuta l'autorizzazione della Banca d'Italia in data 27/07/2004, ha istituito e gestisce il Fondo comune di investimento "immobiliare" di tipo "chiuso" denominato "TIKAL R.E. FUND", riservato ad investitori qualificati.

Gli organi amministrativi e di controllo della SGR, alla data di approvazione del presente Rendiconto, risultano così composti:

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	
- PROF. FAUSTO MARCHIONNI	PRESIDENTE
- SIG. PAOLO LIGRESTI	VICE PRESIDENTE
- DR. GIULIO BASEGGIO	VICE PRESIDENTE
- DR. STEFANO CARLINO	AMMINISTRATORE DELEGATO
- DR. SALVATORE RUBINO	CONSIGLIERE
- GEOM. ANTONIO TALARICO	CONSIGLIERE
- DR. STEFANO VALERIO	CONSIGLIERE
- GEOM. VINCENZO ALBANESE	CONSIGLIERE INDIPENDENTE
- PROF. UMBERTO BOCCHINO	CONSIGLIERE INDIPENDENTE

COLLEGIO SINDACALE	
- DR. GRAZIANO VISENTIN	PRESIDENTE
- DR. ANDREA CHIARAVALLI	SINDACO EFFETTIVO
- DR. ROBERTO SEYMANDI	SINDACO EFFETTIVO
- DR. GIUSEPPE ALDE'	SINDACO SUPPLENTE
- DR. FRANCESCO TABONE	SINDACO SUPPLENTE

SOCIETÀ DI REVISIONE	
- DELOITTE & TOUCHE S.P.A.	

BANCA DEPOSITARIA	
- INTESA SANPAOLO S.P.A. - Piazza Paolo Ferrari, 10 – 20121 Milano	

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

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 1.601,13698 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 e con scadenza il 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.

Dalla data di inizio della propria attività (01/08/2004) il Fondo Tikal si presenta con le seguenti caratteristiche:

IL FONDO TIKAL IN SINTESI

		Apporto (01-08-2004)	31-12-2004	31-12-2005	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	Δ Abs 2008 vs 2007	Δ % 2008 vs 2007
Patrimonio immobiliare	n° imm.	12	12	14	14	11	15	4	36,4%
MQ commerciali lordi	mq	204.157	204.157	257.626	245.464	198.245	246.022	47.777	24,1%
Distribuzione geografica	%	TO 15%	TO 16%	TO 12%	TO 12%	TO 14%	TO 11%		
		MI 33%	MI 33%	MI 46%	MI 44%	MI 63%	MI 67%		
		FI 6%	FI 5%	FI 5%	FI 4%	FI 4%	FI 3%		
		RM 46%	RM 46%	RM 37%	RM 40%	RM 19%	RM 19%		
Destinazione d'uso	%	Terz. 82%	Terz. 82%	Terz. 84%	Terz. 83%	Terz. 70%	Terz. 45%		
		Comm. 13%	Comm. 13%	Comm. 10%	Comm. 10%	Comm. 14%	Comm. 11%		
		Ricett. 5%	Ricett. 5%	Ricett. 6%	Ricett. 6%	Ricett. 15%	Ricett. 40%		
					Resid. 1%	Resid. 1%	Resid. 4%		
Mq commerciali locati	mq	166.510	169.742	216.056	199.779	167.260	202.238	34.978	20,9%
Tasso di occupazione	%	81,6%	83,1%	83,9%	81,4%	84,4%	82,2%		-2,2%
Canoni annualizzati	€ mln	25,38	25,96	32,86	30,72	23,40	23,27	-0,1	-0,6%
Redditività Lorda su Valore Mercato	%	5,5%	5,6%	5,6%	5,3%	5,2%	4,0%		-1,2%
Redditività Lorda su Costo Storico	%	6,4%	6,6%	6,4%	6,1%	6,0%	4,1%		
Valore mercato immobili ⁽¹⁾	€ mln	461,30	463,58	584,26	579,20	453,30	579,90	126,60	27,9%
Costo Storico/Acquisto ⁽²⁾	€ mln	394,18	394,22	514,82	503,90	393,03	574,22	240,36	72,0%
Debito	€ mln	0,00	0,00	171,89	175,22	97,40	153,68	56,28	57,8%
LTV ⁽³⁾	%			29,4%	30,3%	21,5%	26,5%		5,0%
Net Asset Value (NAV) ⁽⁴⁾	€ mln	400,18	477,28	491,57	514,57	526,09	484,87	-41,22	-7,8%
Distribuzione proventi totale ⁽⁵⁾	€ mln		4,00	8,01	18,01	22,02	18,01	-4,01	-18,2%
Rimborso capitale totale ⁽⁵⁾	€ mln								
Distribuzione proventi per quota ⁽⁵⁾	€ quota		2.500	5.000	11.250	13.750	11.250	-2.500	-18,2%
Rimborso capitale per quota ⁽⁵⁾	€ quota								
Valore nominale delle quote ⁽⁴⁾	€ quota	250.000	298.081	307.011	321.376	328.575	302.831	-25.744	-7,8%

⁽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 riportato in Rendiconto alla data di riferimento al lordo dei proventi distribuiti.

⁽⁵⁾ Importi di competenza relativi agli esercizi di riferimento.

* Al 31/12/2008 non sono stati considerati i canoni sull'immobile di MI - Pero in quanto il contratto di locazione ha decorrenza 01/05/2009.

Attività di gestione e direttrici seguite nella politica di investimento

La valorizzazione del patrimonio del Fondo viene perseguita dalla SGR attraverso tre principali aree di attività.

- A. La gestione immobiliare, che si pone l'obiettivo di:
- ✓ aumentare il rendimento corrente degli immobili mediante la locazione degli spazi sfitti e il rinnovo dei contratti in scadenza a canoni migliorativi e di mercato;
 - ✓ migliorare il livello qualitativo del patrimonio, attraverso interventi sia di manutenzione straordinaria e sia di miglioria, ampliamento, riconversione, oltre che adeguamenti di legge;
 - ✓ cogliere le migliori opportunità di disinvestimento del mercato, portando a termine operazioni di dismissione dei cespiti in portafoglio, mantenendo costante il profilo rischio/rendimento obiettivo del Fondo.
- B. La politica di investimento e re-investimento delle disponibilità liquide originate dalla gestione ordinaria e dalle operazioni di vendita che, in alternativa alla distribuzione dei dividendi ed alla restituzione del capitale investito, potranno essere investite, nel rispetto di quanto previsto dal Regolamento del Fondo, in beni immobili e/o diritti reali immobiliari, partecipazioni in società immobiliari e strumenti finanziari. In particolare, nella selezione degli immobili, si intende tener conto principalmente dei seguenti fattori:
- ✓ dimensione: si intende privilegiare gli immobili di medio-grandi dimensioni, che determinino investimenti unitari di misura rilevante e quindi consentano di mantenere un numero complessivo di immobili non elevato;
 - ✓ primari conduttori di elevato standing creditizio: per minimizzare il rischio di morosità ed insolvenza, che metterebbe a repentaglio l'efficienza della gestione del flusso di cassa periodale;
 - ✓ localizzazione geografica: si intende rivolgere gli investimenti prevalentemente in immobili ubicati in primarie location, ove la domanda degli investitori si è dimostrata costante nel tempo.
- C. La gestione finanziaria, che regola:
- ✓ la politica di ricorso al debito al fine di migliorare il ritorno sui mezzi propri del Fondo e, quindi, sul capitale investito dai Partecipanti;
 - ✓ la copertura del rischio tassi al fine di ridurre i rischi legati all'eventuale oscillazione dei tassi di interesse a fronte dell'indebitamento contratto dal Fondo;
 - ✓ la politica dei dividendi e di rimborso del capitale investito, che scaturiscono dalla gestione ordinaria e dalle dismissioni delle attività del Fondo.

Attività di gestione immobiliare

In riferimento agli immobili facenti parte del portafoglio iniziale del Fondo, l'attività di gestione immobiliare è stata improntata alla massimizzazione del reddito derivante dai canoni di locazione e alla valorizzazione degli immobili attraverso interventi di conservazione, miglioria, ampliamento e adeguamenti di legge.

Con riferimento ai ricavi da canoni di locazione, l'esercizio si è concluso con un ammontare complessivo pari a euro 26,2 mln in decremento del 4% rispetto a 27,4 mln del 2007.

Il decremento è principalmente spiegato dal verificarsi dei seguenti fattori: minori introiti legati agli immobili venduti nel corso del 2007 (circa euro 4,3 mln) in parte compensati dagli affitti percepiti dagli immobili acquisiti durante il 2008 (circa euro 2 mln); maggiori affitti fatturati sull'immobile di Mi – De Cristoforis/Rosales per il rinnovo del contratto con Atahotels (circa euro 1 mln).

Per quanto attiene l'attività di valorizzazione degli asset in portafoglio finalizzata ad attesi incrementi di redditività, nell'esercizio concluso si sono effettuati lavori capitalizzati (miglioria e adeguamenti di legge) per complessivi euro 18,3 mln comprensivi degli accertamenti di stato avanzamento lavori e delle commissioni di Project Management.

Nel 2008 sono stati approvati nuovi lavori per euro 23,1 mln, di cui euro 1,5 mln per manutenzioni straordinarie, rotazione inquilini, pronto intervento ed euro 21,6 mln per opere incrementative.

Quest'ultime riguardano principalmente: maggiori costi per il progetto di recupero volumetrico dell'immobile di Milano Via Tucidide (euro 12,6 mln); la riqualificazione del piazzale dell'edificio di Roma in Via Di Dono (euro 2,7 mln); l'ampliamento del residence di Milano in Via De Cristoforis/Rosales (euro 2 mln); maggiori costi per il rifacimento della facciata di Milano Via Pisani (euro 1,2 mln); maggiori costi per completare la ristrutturazione della Galleria San Federico a Torino (euro 1 mln).

Relativamente ai principali interventi pluriennali si relaziona quanto segue:

- Galleria San Federico - Torino: in seguito all'assegnazione dell'appalto delle opere, nel primo semestre del 2007 sono iniziati i lavori di riqualificazione del ex cinema Lux, che prevedono la sua riconversione in un multi sala (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 delle opere è pari a circa euro 16 mln. Nel corso dell'anno sono stati capitalizzati lavori per circa euro 5 mln. I lavori procedono secondo il cronoprogramma stabilito e la fine dei lavori è prevista per la seconda metà del 2009.

- Via Tucidide – Milano: è proseguito sia il recupero dei piani 9° e 10° delle 7 Torri tramite la chiusura perimetrale, con incremento della volumetria e trasformazione a prevalente destinazione d'uso uffici (ca. 900 mq di nuovi spazi uffici locabili per torre) e sia l'adeguamento normativo e tecnologico degli impianti. Gli oneri incrementativi capitalizzati nell'esercizio sull'immobile sono pari a circa euro 9 mln.
- Piazzale dell'Industria – Roma: sono state completate le opere necessarie per l'ottenimento del Certificato di Prevenzione Incendi gli interventi di manutenzione straordinaria concordati con il conduttore General Motors in base agli accordi stipulati in fase di vendita nel 2007.
- Via Pisani – Milano: sono stati quasi conclusi i lavori riguardanti il rifacimento della facciata, gli impianti meccanici di climatizzazione e prevenzione incendi, riqualificazione dei piani interrati. L'importo complessivo autorizzato dei lavori è di circa euro 3 mln e nell'anno sono stati capitalizzati lavori per circa euro 2 mln.

Tutti gli interventi di manutenzione e di miglioria eseguiti sugli immobili in portafoglio sono stati finanziati nel corso dell'anno attraverso l'utilizzo della Tranche B del Finanziamento sottoscritto nel 2005.

Coerentemente con la linea strategica di cogliere le migliori opportunità di disinvestimento del mercato, nel mese di dicembre il Fondo ha venduto l'immobile sito in Via Copernico a Milano per un importo pari a euro 72 mln, realizzando una plusvalenza di euro 12,8 mln sul costo storico di apporto rivalutato degli oneri incrementativi capitalizzati, pari ad un incremento del 22%.

L'immobile era stato posto a garanzia di parte del Finanziamento sottoscritto nel 2005, quindi, in occasione della vendita il Fondo ha destinato al rimborso anticipato obbligatorio della Tranche A un importo pari al 110% della relativa ALA per un totale di euro 54,1 mln. La vendita è stata effettuata in regime di reverse charge per cui il Fondo non ha dovuto effettuare il rimborso della Tranche C relativa all'IVA.

Il 23 ottobre 2008, inoltre, il Fondo ha stipulato il preliminare di vendita per l'immobile sito in Viale Matteotti a Firenze. Il prezzo di vendita è pari a euro 7,2 mln e permetterà di realizzare una plusvalenza di euro 0,7 mln sul costo storico di apporto rivalutato degli oneri incrementativi capitalizzati, pari ad un incremento del 10%. Al momento della sottoscrizione del preliminare, TIKAL R.E. Fund ha incassato euro 1 mln a titolo di caparra confirmatoria mentre la restante parte verrà incassata al rogito che verrà effettuato entro il mese di febbraio del 2009.

Attività di investimento

Coerentemente con la politica di re-investimento, anche con la liquidità generata dalle vendite dello scorso esercizio, nel primo semestre dell'anno il Fondo ha perfezionato le seguenti acquisizioni:

- MI – Via dei Missaglia, 97 Ed. A4 (ex A2) (aprile 2008): prezzo di acquisto euro 20 mln; si tratta di un immobile ad uso uffici situato nella zona sud di Milano con un tasso di occupazione pari al 94%. La redditività lorda sul prezzo di acquisto è pari al 4,52%; la redditività lorda potenziale sul prezzo di acquisto è prevista attorno al 5%.
- RM – Via Bellini, 14 (aprile 2008): prezzo di acquisto euro 4 mln; si tratta di un'unità immobiliare adibita ad uffici interamente locata e situata nel noto quartiere di pregio dei Parioli; la redditività lorda sul prezzo di acquisto è pari al 2%. Nel mese di novembre il canone di locazione è stato rinegoziato con decorrenza 1 gennaio 2009 garantendo una redditività sul prezzo di acquisto pari a circa il 4%.
- MI – Via Fraschini, 3 (giugno 2008): prezzo di acquisto euro 30,25 mln; si tratta di un fabbricato situato a sud di Milano ed adibito prevalentemente a residenza universitaria locata alla SDA Bocconi fino al 2025. Nel complesso sono presenti anche una piastra negozi, parzialmente sfitta, e un'autorimessa sfitta. La redditività lorda garantita per contratto dal venditore per i primi 3 anni è pari al 5,75%.
- RM – Via Dragoncello, 621 (giugno 2008): prezzo di acquisto euro 17 mln; si tratta di un fabbricato residenziale ubicato tra Ostia e Fiumicino. È suddiviso in 96 bilocali arredati (locati per il 75%), una piastra negozi parzialmente sfitta e 85 posti auto scoperti più 14 posti auto coperti. La redditività lorda garantita per contratto dal venditore fino a fine 2009 è pari al 5,75%.

L'acquisto degli ultimi due immobili è stato finanziato con la Tranche A del Finanziamento sottoscritto dal Fondo nel 2007.

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: di questi euro 10 mln sono stati versati dal Fondo alla firma del preli-

minare a titolo di acconto / caparra confirmatoria, i rimanenti euro 17,5 mln verranno pagati al momento del rogito che dovrà essere sottoscritto entro il mese di ottobre del 2009.

Nel mese di novembre 2008 sono terminati i lavori relativi all'acquisto di cosa futura dell'hotel in Via Keplero a Pero (MI), nelle vicinanze della Nuova Fiera di Milano. L'ultimazione e la consegna dell'hotel inizialmente prevista per il 31 dicembre 2007 è slittata a fine 2008 a seguito di alcune varianti e ampliamenti di progetto negoziate tra il Fondo, il costruttore e il futuro conduttore per conferire all'immobile contenuti di maggior pregio incrementandone al tempo stesso valore e redditività.

Nel mese di luglio 2008 il Fondo e il venditore hanno sottoscritto una scrittura modificativa di vendita di cosa futura nella quale si è concordato di dotare il complesso di una maggiore superficie lorda di pavimento e di conseguenza di concordare un nuovo prezzo pari a euro 134 mln oltre IVA. Nel mese di novembre il Property Manager, per conto del Fondo, ha sottoscritto con il conduttore Atahotels un contratto di locazione novennale con decorrenza primo maggio 2009 che prevede una redditività lorda pari al 6% con il canone a regime dal 5° anno di locazione.

Al 31 dicembre 2008 per l'immobile di Pero sono stati pagati complessivamente euro 110,2 mln più IVA, i restanti euro 23,8 mln più IVA verranno corrisposti nel corso del primo semestre del 2009.

I pagamenti effettuati nel corso dell'esercizio sono stati pari a euro 44,6 mln più IVA e finanziati nel seguente modo:

- euro 14,3 mln tramite la liquidità del Fondo;
- euro 21,4 mln esauendo la Tranche A del Finanziamento del 2005;
- euro 8,9 mln tirando la Tranche A del Finanziamento del 2007.

L'IVA complessiva pari a euro 8,9 mln è stata corrisposta utilizzando la liquidità del Fondo (euro 2,9 mln) e tirando la Tranche C dei due Finanziamenti (euro 4,2 mln Finanziamento 2005, euro 1,8 mln Finanziamento 2007).

Complessivamente l'attività di investimento e disinvestimento ha modificato la dimensione del portafoglio immobiliare, passato da euro 453,3 mln a fine 2007 a 579,9 mln a fine 2008, oltre che la dislocazione geografica a favore di Milano e la destinazione d'uso con incremento del segmento ricettivo a scapito del terziario.

Attività di gestione finanziaria

Alla data del Rendiconto la posizione debitoria del Fondo è aumentata di euro 56,3 mln rispetto al 2007 passando da euro 97,4 mln a euro 153,7 mln con un incremento pari al 57,8%.

La variazione è così articolata:

1. Finanziamento 2005:

- Tiraggi Tranche A e C per euro 25,7 mln per l'immobile di MI – Pero.
- Tiraggi Tranche B e C per euro 19,4 mln per i lavori effettuati.
- Rimborso anticipato obbligatorio Tranche C per euro 2,7 mln in seguito a rimborso IVA di Gruppo di pari importo.
- Rimborso anticipato obbligatorio Tranche A e B per euro 54,1 mln in seguito alla vendita dell'immobile vincolato di MI – Copernico.

2. Finanziamento 2007:

- Tiraggi Tranche A per euro 47,4 mln per gli acquisti di MI – Fraschini e RM – Dragoncello.
- Tiraggi Tranche A per euro 10 mln per l'acquisto di MI – Missaglia A3 (ex B2).
- Tiraggio Tranche A e C per euro 10,6 mln per l'immobile di MI – Pero.

In seguito al Primo Utilizzo del Finanziamento 2007, il Fondo ha iscritto un'ipoteca di primo grado sugli immobili di Milano – Via Tucidide e Torino – Galleria San Federico.

Al 31 dicembre 2008 la leva finanziaria, intesa come rapporto tra il debito totale erogato non rimborsato e il valore di mercato degli immobili in portafoglio, è pari al 26,5%.

Per quanto riguarda gli strumenti derivati sottoscritti a copertura del rischio di incremento dei tassi relativi al Finanziamento 2005, si sottolinea come questi abbiano permesso di proteggere il costo del debito dal significativo rialzo dei tassi verificatosi durante l'esercizio. Si evidenzia peraltro che i tassi presi a riferimento dal calcolo del differenziale sono relativi al semestre precedente. Inoltre, in seguito ai rilevanti rimborsi anticipati obbligatori del debito effettuati dopo le vendite, si è ritenuto necessario cancellare parte dell'Interest Rate Swap di nominali euro 50 mln sottoscritto il 17 novembre 2005.

L'importo diminuito è stato di euro 30 mln e questa operazione ha generato per il Fondo utili per euro 0,2 mln.

Infine, come previsto dal Finanziamento 2007, il Fondo Tikal ha sottoscritto in data 4 dicembre 2008 un Interest Rate Swap, con decorrenza 30 giugno 2009, a copertura di un nozionale di euro 25 mln, pari a circa la metà del debito tirato.

Attività di gestione mobiliare

In ossequio a quanto stabilito dalle politiche d'investimento del Fondo, la liquidità generata dalla vendita di immobili e dagli incassi dei canoni di locazione, nettata dagli acquisti di immobili e dalle spese ordinarie e straordinarie che sono state sostenute nell'anno 2008, è stata oculatamente investita in strumenti che tenevano conto di una pronta e sicura liquidità e di buon reddito. In particolare durante l'esercizio sono stati acquisiti Titoli di Stato italiano per un controvalore nominale di euro 48,5 mln, mentre le vendite ammontano a nominali 30,7 mln di euro.

Nel corso dell'anno sono stati rimborsati BOT per 38 mln di euro, mentre non si è ritenuto di fare impiego in operazioni di "pronti contro termine".

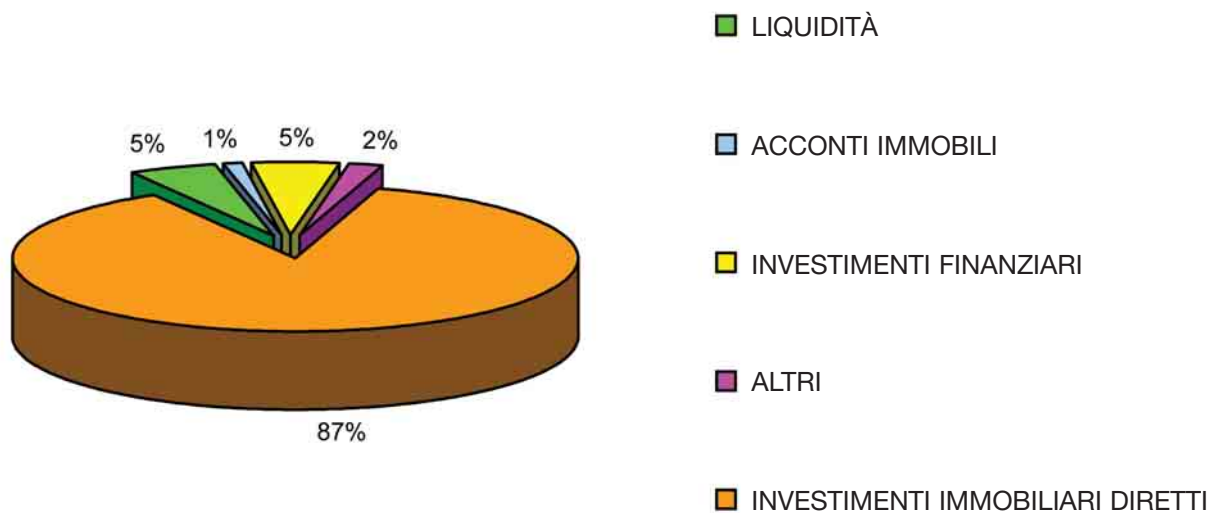
Le attività del Fondo al 31/12/2008, rappresentate da strumenti finanziari, totalizzano euro 36,3 mln e sono costituite da Titoli di Stato italiano per il 97,6% con una presenza marginale (2,4%) di obbligazioni private ad elevato rating.

Il rendimento medio di tale portafoglio titoli è del 2,35% netto, con una duration media di 0,13.

Si segnala che non si sono verificati eventi degni di evidenza nell'ambito degli investimenti finanziari del Fondo.

A fine esercizio la composizione delle attività del Fondo può essere così rappresentata:

COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ DEL FONDO



Risultato della gestione

SEZIONE REDDITUALE SINTETICA

Conto Economico (euro '000)	31-12-2004	31-12-2005	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	Δ Abs 2008 vs 2007	Δ % 2008 vs 2007
RISULTATO GESTIONE STRUMENTI FINANZIARI	36	642	791	2.593	2.340	-253	-9,80%
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	11.548	29.851	34.043	30.732	28.913	-1.819	-5,90%
B2. UTILI/PERDITE DA VENDITE			1.266	25.866	-4.908	-30.774	-119,00%
B3. PLUS/MINUSVALENZE	69.363	74	14.992	-1.356	-20.057	-18.702	1379,30%
B4. ONERI PER LA GESTIONE DEI BENI IMMOBILI	-1.780	-5.580	-6.890	-14.155	-10.350	3.805	-26,90%
B6. IMPOSTE DI REGISTRO E ICI	-776	-1.929	-2.278	-3.523	-5.354	-1.830	51,90%
RISULTATO GESTIONE BENI IMMOBILI	78.355	22.416	41.133	37.564	-11.757	-49.321	-131,30%
RISULTATO GESTIONE INVESTIMENTI	78.391	23.058	41.924	40.157	-9.417	-49.574	-123,50%
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI P.C.T. E ASSIMILATE	62	83	371	105		-105	-100,00%
RISULTATO LORDO DELLA GESTIONE CARATTERISTICA	78.453	23.141	42.295	40.262	-9.417	-49.679	-123,40%
H. ONERI FINANZIARI	-18	-1.605	-7.648	-9.743	-9.564	179	-1,80%
RISULTATO NETTO DELLA GESTIONE CARATTERISTICA	78.435	21.536	34.647	30.518	-18.981	-49.499	-162,20%
I1. PROVVISORIE DI GESTIONE SGR	-1.374	-3.321	-4.811	-4.917	-4.802	115	-2,30%
I2. COMMISSIONI BANCA DEPOSITARIA	-55	-128	-134	-144	-155	-11	7,90%
I3. ONERI PER ESPERTI INDIPENDENTI	-12	-38	-33	-27	-89	-62	233,70%
I5. ALTRI ONERI DI GESTIONE	-22	-47	-48	-51	-50	1	-1,50%
L. ALTRI RICAVI ED ONERI	29	315	1.516	4.325	5.161	836	19,30%
RISULTATO NETTO DELLA GESTIONE PRIMA DELLE IMPOSTE	77.001	18.317	31.138	29.705	-18.917	-48.622	-163,70%
M. IMPOSTE	-1	-32	-133	-165	-287	-123	74,30%
UTILE/PERDITA DELL'ESERCIZIO	77.000	18.285	31.005	29.540	-19.204	-48.744	-165,00%

I risultati di gestione 2008 e 2007 sono solo parzialmente comparabili, poiché l'attività di gestione è stata influenzata dalla movimentazione del portafoglio immobiliare dovuta alle vendite e alle acquisizioni.

Il risultato della gestione dei beni immobili registra un decremento di euro 49,3 mln rispetto al 2007 passando da un risultato di euro 37,6 mln ad un risultato negativo di euro 11,8 mln.

La notevole diminuzione è spiegata da diversi effetti. Il miglioramento degli oneri per la gestione dei beni immobili (euro 3,8 mln) legato ai minori costi di vendita registrati nell'esercizio è stato in parte assorbito dai minori ricavi da locazione e altri proventi (euro 1,8 mln), come spiegato in precedenza, dai maggiori costi per imposte (euro 1,8 mln) dovuti principalmente alle imposte di registro sui nuovi acquisti e dall'integrazione del "fondo di garanzia su vendite immobili" (euro 2,6 mln).

Sul patrimonio si sono registrate Minusvalenze non realizzate per euro 20,1 mln (vs. Minusvalenze per 1,4 mln nel 2007), derivanti da euro 1,8 mln di svalutazione del portafoglio di fine esercizio (-0,3% vs. 2007) e euro 18,3 mln di lavori capitalizzati nell'anno ma non riconosciuti dall'Esperto Indipendente.

Infine sulla vendita dell'immobile di MI – Copernico si è contabilizzata una Perdita di euro 4,9 mln in quanto si è venduto l'immobile ad un prezzo inferiore rispetto alla valutazione di mercato al 31 dicembre 2007.

La vendita ad un valore inferiore rispetto a quello di perizia è stato deliberato dal Consiglio di Amministrazione di Sai Investimenti SGR S.p.A. del 15 dicembre 2008 in quanto, da un'accurata analisi del Business Plan del Fondo era emersa la possibilità che, in seguito alla disdetta del contratto di locazione da parte della Regione Lombardia previsto nel 2010-2011, il Fondo non riuscisse a rispettare i parametri dei covenants finanziari.

In seguito all'uscita della Regione, infatti, l'immobile sarebbe risultato completamente sfitto e, considerando l'attuale situazione di mercato, si è ritenuto abbastanza difficile riuscire a locare in tempi brevi l'intero stabile o parti consistenti di esso per avere un reddito sufficiente per garantire il rispetto degli impegni finanziari. Il prezzo offerto, comunque, ha realizzato una crescita rispetto al valore di apporto di circa il 22% (pari a euro 12,8 mln) e la vendita dell'immobile ha generato cassa netta per circa euro 17 mln.

In merito alla gestione finanziaria si registrano oneri per euro 9,6 mln (al lordo dei ricavi da copertura del tasso e del rimborso oneri sull'Acquisto di Cosa Futura) derivanti dal Finanziamento 2005 e in misura minore da quello 2007. Gli strumenti derivati a copertura del rischio tassi hanno permesso di contenere il costo del Finanziamento 2005 per euro 1,8 mln.

Per quanto concerne la gestione del Fondo, nel 2008 rimane pressoché invariata la Provvigione della SGR, mentre si incrementano gli Altri Ricavi e Oneri grazie al maggiore recupero degli oneri sul Finanziamento 2005 utilizzato per l'Acquisto della Cosa Futura (+ euro 1,7 mln) assorbito in parte però da minor interessi attivi sui Conti Correnti (- euro 0,9 mln).

Il 2008 si è quindi concluso con una Perdita di esercizio pari a euro 19,2 mln, dovuta principalmente alle Minusvalenze non realizzate sugli immobili rimasti in portafoglio e alla Perdita registrata sulla vendita dell'immobile di Mi - Copernico.

SITUAZIONE PATRIMONIALE SINTETICA

Stato Patrimoniale (euro '000)	31-12-2004	31-12-2005	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	Δ Abs 2008 vs 2007	Δ % 2008 vs 2007
ATTIVITÀ							
A. STRUMENTI FINANZIARI	20.999	34.088	48.555	56.633	36.281	-20.352	-35,9%
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	463.580	584.260	579.200	453.300	589.900	136.600	30,1%
C. CREDITI							
E1. ACCONTI SU ACQUISIZIONI		28.840	45.461	69.595	3.550	-66.045	-94,9%
F1. LIQUIDITÀ DISPONIBILE	3.537	6.591	14.441	18.586	32.635	14.049	75,6%
G2. RATEI E RISCONTI ATTIVI	64	2.485	2.396	3.435	2.774	-661	-19,2%
G3. CREDITI D'IMPOSTA	11.169	29.469	4.930	3.648	8.416	4.768	130,7%
G4. ALTRE	2.136	2.190	1.860	32.925	3.297	-29.628	-90,0%
G. ALTRE ATTIVITÀ	13.370	34.145	9.186	40.008	14.487	-25.521	-63,8%
TOTALE ATTIVITÀ	501.486	687.924	696.843	638.122	676.853	38.731	6,1%
PASSIVITÀ E NETTO							
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		-171.888	-175.223	-97.403	-153.681	-56.278	57,8%
M1. PROVVIGIONI ED ONERI MATURATI E NON LIQUIDATI			-33	-36	-39	-3	7,9%
M2. DEBITI D'IMPOSTA	-5.906	-1.168	-81	-24	-15	9	-38,0%
M3. RATEI E RISCONTI PASSIVI	-576	-1.025	-60	173	255	82	47,5%
M4. ALTRE	-17.720	-22.276	-6.879	-14.737	-38.499	-23.761	161,2%
M. ALTRE PASSIVITÀ	-24.202	-24.469	-7.053	-14.625	-38.298	-23.673	161,9%
TOTALE PASSIVITÀ	-24.202	-196.357	-182.276	-112.028	-191.979	-79.951	71,4%
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	477.284	491.567	514.566	526.094	484.874	-41.220	-7,8%
NUMERO QUOTE	1.601,13698	1.601,13698	1.601,13698	1.601,13698	1.601,13698		
VALORE UNITARIO QUOTE	298,1	307,0	321,4	328,6	302,8	-25,7	-7,8%

Nel 2008, le Attività gestite aumentano di euro 38,7 mln (da 638,1 mln a 676,9; +6,1%). Tale variazione è dovuta a:

- incremento per euro 136,6 mln degli Immobili per acquisti superiori alle vendite e ai decrementi di valore (-76,9 mln di valore a fine 2007 dell'immobile di MI - Copernico venduto; + 215,3 mln degli acquisti fatti nell'anno; - 1,8 mln da decremento del Valore di Mercato degli immobili rimasti nel portafoglio);
- decremento della Liquidità e degli Strumenti finanziari per euro 6,3 mln dovuto a parte degli acquisti effettuati nell'anno e pagati con la liquidità del Fondo;
- decremento degli Acconti su Acquisizioni per euro 66 mln legati all'immobile di Pero entrato in portafoglio a fine anno; il saldo del conto è relativo all'acquisizione di due piani aggiuntivi sull'immobile di MI - Lampedusa;
- decremento delle Altre Attività per euro 25,5 mln spiegato principalmente dall'incasso del credito di euro 30 mln relativo al pagamento dilazionato sulla vendita dell'immobile di RM - Don Sturzo avvenuta nel 2007 e dall'incremento del credito IVA verso l'Erario (+ euro 5 mln).

Le Passività aumentano di euro 80 mln (da 112 mln a 192; +71%). Tale variazione è così articolata:

- incremento dei debiti per finanziamenti per euro 56,3 mln dato da tiraggi complessivi per euro 113,1 mln e rimborsi totali per euro 56,8 mln come spiegato precedentemente nella sezione “Attività di Gestione Finanziaria”;
- incremento delle Altre Passività per euro 23,7 mln, principalmente dovuta a maggiori debiti verso i fornitori.

Il Patrimonio Netto diminuisce di euro 41,2 mln, portandosi a euro 484,9 mln (pari a 302.831 euro per Quota). Rispetto al 2007, il NAV contabile 2008 decresce del 7,8%, al lordo del Provento 2007 distribuito nel corso dell’esercizio pari a euro 22,0 mln complessivi (13.750 euro per Quota) e la diminuzione è legata prevalentemente alle minusvalenze registrate sugli immobili.

POLITICA DEI DIVIDENDI

Variazione del NAV (euro '000)	Apporto 01-08-2004	31-12-2004	31-12-2005	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	Totale dall'Apporto	
							Abs	%
VALORE INIZIALE	400.284	400.284	473.281	483.561	496.554	504.078		
VARIAZIONI DA ATTIVITÀ D'INVESTIMENTO		77.000	18.285	31.005	29.540	-19.204	136.627	34,1%
- PLUS/MINUS DA VALUTAZIONI DI MERCATO		69.363	74	14.992	-1.356	-20.057	63.016	15,7%
- UTILI DI PERIODO		7.637	18.211	16.013	30.896	853	73.611	18,4%
NAV (CONTABILE)	400.284	477.284	491.567	514.566	526.094	484.874		
VARIAZIONE NAV CONTABILE		19,2%	3,0%	4,7%	2,2%	-7,8%		
VARIAZIONE DA DISTRIBUZIONE		-4.003	-8.006	-18.013	-22.016	-18.013	-70.050	17,5%
- DISTRIBUZIONE DEI PROVENTI		-4.003	-8.006	-18.013	-22.016	-18.013	-70.050	17,5%
- RIMBORSO PARZIALE QUOTE								
NAV AL NETTO DISTRIBUZIONE/RIMBORSI	400.284	473.281	483.561	496.554	504.078	466.861	66.577	16,6%

Variazione della quota (euro '000)	Apporto 01-08-2004	31-12-2004	31-12-2005	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	Totale dall'Apporto	
							Abs	%
<i>NUMERO QUOTE</i>	1.601,13698	1.601,13698	1.601,13698	1.601,13698	1.601,13698	1.601,13698		
VALORE INIZIALE PER QUOTA	250,0	250,0	295,6	302,0	310,1	314,8		
VARIAZIONI DA ATTIVITÀ D'INVESTIMENTO		48,1	11,4	19,4	18,4	-12,0	85,3	34,1%
- PLUS/MINUS DA VALUTAZIONI DI MERCATO		43,3		9,4	-0,8	-12,5	39,4	15,7%
- UTILI DI PERIODO		4,8	11,4	10,0	19,3	0,5	46,0	18,4%
VALORE QUOTA (CONTABILE)	250,0	298,1	307,0	321,4	328,6	302,8		
VARIAZIONE QUOTA CONTABILE		19,2%	3,0%	4,7%	2,2%	-7,8%		
VARIAZIONI DA DISTRIBUZIONE		-2,50	-5,00	-11,25	-13,75	-11,25	-43,8	17,5%
- DISTRIBUZIONE PROVENTI PRO-QUOTA		-2,50	-5,00	-11,25	-13,75	-11,25	-43,8	17,5%
- RIMBORSO PARZIALE QUOTE								
VALORE QUOTA AL NETTO DISTRIBUZIONE/RIMBORSI	250,0	295,6	302,0	310,1	314,8	291,6		
VALORE NOMINALE PER QUOTA	250,0	250,0	250,0	250,0	250,0	250,0		
<i>Incremento quota nell'anno (quota contabile/quota iniziale)</i>		19,24%	3,86%	6,41%	5,95%	-3,81%		
<i>Dietz</i>		19,24%	3,86%	6,39%	5,91%	-3,78%		
<i>Incremento quota da apporto (quota contabile/quota nominale)</i>		19,24%	22,80%	28,55%	31,43%	21,13%		

Come si evince dalla tabella, nel 2008 il decremento del valore del NAV e della Quota è stato generato per euro 19,2 mln dalla Perdita di periodo causata principalmente dalle Minusvalenze non realizzate sugli immobili rimasti in portafoglio (euro -20,1 mln) e dalla perdita realizzata sulla vendita dell’immobile di MI – Copernico (euro -4,9 mln).

Il decremento del valore contabile delle singole Quote tra il 2008 (302.831 euro/Quota) e il 2007 (328.575 euro/Quota) è pari al 7,8%.

Inoltre, nel corso dell’esercizio si è proceduto alla distribuzione di dividendi di competenza del 2007 per 13.750 euro/Quota, pari a complessivi euro 22,0 mln.

Al netto di tale distribuzione, il decremento annuale di valore del NAV e della Quota è pari al 3,8% (3,78% con il metodo Dietz modificato).

Andamento del mercato immobiliare⁽¹⁾

Nel quarto trimestre del 2008 sono peggiorati quasi tutti gli indicatori dei mercati immobiliari europei, anche se con dimensioni decisamente meno negative che in Usa.

La situazione economica generale, la crisi della finanza e le aspettative di recessione hanno aumentato la sfiducia tra gli investitori istituzionali e le famiglie.

E questo nonostante una crescita degli investimenti infrastrutturali e un costante flusso migratorio che alimenta una forte domanda abitativa in tutti i Paesi europei.

Il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei scende dell'1.7 per cento rispetto al 2007, fermandosi sotto i 700 miliardi di euro.

Solo a livello di Eu27 la variazione annua è positiva con un più 0,5 per cento.

Il mercato più penalizzato è quello residenziale, anche a causa delle drastiche politiche attuate dalle banche europee nella concessione dei mutui fondiari. Ad essere penalizzate sono soprattutto le famiglie di basso reddito.

Per ovviare a questa situazione molti Paesi (come Gran Bretagna, Spagna e Francia) hanno stanziato importanti risorse per realizzare alloggi in social housing.

In calo pressoché ovunque le compravendite, mentre le quotazioni sono stabili solo nel medio alto livello. Nel continente i ribassi più significativi si stanno avendo in Inghilterra (meno 8 per cento) e Spagna (meno dieci per cento).

Si tratta di contrazioni che non superano quasi mai il dieci per cento.

Nella precedente crisi del mercato - primi anni novanta - le quotazioni persero il 40 per cento medio in due anni.

Anche il comparto degli uffici risente della congiuntura economica, con domanda e transazioni in calo. Solo le top location mostrano una buona capacità difensiva di canoni e prezzi.

Ci sono segnali positivi invece nei mercati di Londra e Francoforte dove si muovono i grandi investitori internazionali, che stanno progressivamente spostando il proprio asse degli investimenti dai Paesi dell'est (Cina, Russia, India) verso destinazioni più tradizionali ed economie più solide come quelle dell'Europa continentale. E' lo stesso trend che ispira l'orientamento leggermente positivo verso il mercato italiano (in primis Milano).

In controtendenza i settori della logistica di qualità e dei centri commerciali di ultima generazione.

Questi due comparti, strettamente legati, sono in sviluppo perché è in corso un cambiamento profondo nella distribuzione e vendita delle merci in Europa.

Centri commerciali di nuova generazione (molto più grandi dei precedenti) stanno avendo un grande successo e così cambiano le esigenze del trasporto merci. Basti pensare al vero boom che stanno avendo i centri logistici specializzati nel "freddo".

Questo comporta anche un grande interesse degli investitori quali fondi e Reits.

In uno scenario 2009 caratterizzato da bassa inflazione e costo del denaro calante, l'attrattiva degli investimenti immobiliari a buon reddito (quali uffici e commercio) ritorna molto forte.

Mentre sono in crisi sia l'industriale usato che il retail commerciale.

Il settore dei fondi immobiliari europei ha mostrato una buona tenuta, a differenza dei Reits che invece sono stati penalizzati dagli andamenti di Borsa.

Le prospettive per il primo semestre del 2009 sono ancora negative per i Paesi dell'Europa occidentale ed emergono le prime difficoltà anche per gli altri (crisi in Ungheria).

A livello continentale si attende un primo trimestre 2009 ancora piuttosto negativo, in specie per il settore residenziale, mentre dal secondo trimestre (stante la bassa inflazione e un'economia in leggera ripresa) gli indicatori potrebbero migliorare.

La ripresa dei mercati è attesa tra il 2010 e il 2011, a seconda dei comparti e delle località.

La situazione italiana

In Italia il quarto trimestre è stato particolarmente negativo, dopo che nei primi tre gli indicatori erano rimasti piuttosto stabili.

A livello aggregato il mercato chiude con un fatturato di poco inferiore a 122 miliardi di euro, con un calo del 3,6 per cento rispetto allo scorso anno.

E' il mercato **residenziale** ad avere avuto (in termini assoluti) la riduzione più significativa. A determinare questa situazione sono stati il progressivo irrigidimento del sistema creditizio nell'erogare mutui e la contrazione di una domanda di medio-basso reddito preoccupata dai venti di recessione e di disoccupazione.

Forte calo nel settore **turistico**, dove c'è una drastica riduzione nelle compravendite di seconde case, mentre rimane stabile il comparto degli **alberghi**, per il quale è atteso un forte sviluppo invece nel 2009.

Il mercato **terziario** è rimasto positivo, anche per la presenza di numerosi investitori istituzionali.

La domanda assoluta è in contrazione ma le aziende che si spostano cercano edifici di classe A e ben posizionati.

⁽¹⁾ Fonte: Scenari Immobiliari

Nel settore industriale si avvertono andamenti analoghi a quanto accade nel resto d'Europa. L'industria **logistica** è in profonda trasformazione con domanda di prodotti immobiliari specializzati e abbandona vecchi o inutili contenitori, senza speranza. Positivo, a livello aggregato, il comparto **commerciale**.

Ma nel retail aumenta il vacancy (cioè le superfici vuote) al di fuori delle zone commercialmente più valide delle città. Nella Gdo è in corso una incessante competizione tra le strutture commerciali per quote di mercato dei consumi in contrazione. Sono in forte sviluppo gli outlet e i centri commerciali integrati.

Il mercato residenziale

Nel corso del secondo semestre dell'anno, il mercato residenziale ha avuto una flessione negli scambi di circa il 20 per cento rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente.

I cali più sensibili, fino al 30 per cento, si sono registrati nei cantieri per le nuove iniziative, soprattutto se posizionate nei comuni degli hinterland metropolitani.

Le quotazioni medie a livello annuale sono rimaste leggermente positive (più 0,5 per cento) mentre nel quarto trimestre sono state in discesa tra il 5 ed il 10 per cento pressoché ovunque.

Le zone urbane ad avere la discesa maggiore sono le periferie, seguite dalle aree semicentrali. Stabili i valori medi invece nei quartieri centrali.

La domanda medio-bassa è fortemente rallentata nella propensione all'acquisto dalla rigidità nelle erogazioni dei mutui.

I tempi delle procedure sono lunghi ed inoltre aumenta il livello di garanzie richieste.

Ma a frenare maggiormente le compravendite è il fatto che la quota mutuabile raramente supera il 50 per cento del valore dell'alloggio.

Questo rallentamento nel sistema creditizio all'immobiliare ha, ad esempio, ridotto di un terzo gli acquisti da parte dei lavoratori immigrati e dimezzato quello delle famiglie di nuova composizione dove un componente ha un lavoro precario.

Gli effetti della difficoltà della domanda di medio basso livello si avvertono pesantemente anche nei cantieri. Non solo hanno difficoltà a chiudere le vendite i cantieri in corso, ma sono in rallentamento anche le nuove iniziative residenziali.

A questo contribuisce la difficoltà ad accedere al credito da parte dei costruttori.

La crisi che ha investito tutti i prodotti finanziari sta riposizionando gli investitori verso il mercato residenziale, ma gli effetti si potranno avvertire compiutamente solo nel corso del 2009.

Le **previsioni** per il primo semestre del 2009 sono negative per il mercato residenziale.

Il numero di compravendite dovrebbe scendere del 10 per cento rispetto al primo semestre del 2008.

I cali maggiori si avranno nei capoluoghi più piccoli e nei comuni degli hinterland, mentre nelle città maggiori si avrà una leggera ripresa degli scambi.

Le quotazioni avranno una discesa media intorno al 5 per cento, ma con una variazione tra meno 1 per cento in centro e meno 8 per cento nelle zone periferiche.

Nel secondo semestre dell'anno la direzione del mercato potrebbe cambiare in meglio, per effetto di un possibile miglioramento del circuito finanziario che di chiarite sul versante occupazionale.

Comunque questo non significa un aumento delle quotazioni, ma una stabilizzazione sui valori della primavera 2009.

Il mercato terziario/uffici

Nel secondo semestre del 2008 il mercato terziario/uffici ha avuto un brusco rallentamento. A livello complessivo l'anno si chiude con un incremento del fatturato, ma sono calate le superfici scambiate (meno 5 per cento).

La crisi finanziaria ha rallentato il finanziamento delle operazioni di acquisto e lo sviluppo delle nuove iniziative. Nel quarto trimestre si sono aggiunte le preoccupazioni sugli impatti sull'economia reale e sui livelli occupazionali. Il numero delle operazioni si è fortemente ridotto.

La **previsione** per il 2009 è, nel complesso, ancora positiva, ma scontando un primo semestre ancora negativo. Infatti le aziende hanno rinviato le decisioni di spostamento (anche per andare in superfici più piccole) in attesa di analizzare l'evoluzione del sistema economico.

Nel secondo trimestre dovrebbe esserci già un miglioramento per i prodotti tra 5 e 10 mila mq, se di classe A, e ben posizionati dal punto di vista logistico.

Molto negativo invece il mercato per le piccole superfici (sotto i mille mq), con un forte aumento dell'offerta e una ripresa possibile solo dopo il 2010.

I prezzi medi sono calati di circa il 3 per cento nel corso dell'anno scorso, con una sostanziale stabilità (0,5 per cento) solo nelle top location, dove l'esiguità degli scambi mantiene stabili i valori. I canoni medi sono calati nelle zone esterne e per gli immobili di classe B e C, mentre sono stabili per la classe A. Per il 2009 ci si attende un calo ulteriore per il settore, intorno al 2 per cento, ma con segnali di rialzo invece per le top location. I rendimenti sono previsti in leggera discesa. Una ripresa più consistente è attesa dopo il mese di settembre.

Il mercato degli immobili ad uso alberghiero

L'industria del turismo rappresenta circa il 10,4 per cento del Pil mondiale e cresce in maniera esponenziale. Nel 2008 l'andamento a livello globale è stato a due velocità, in aumento per i primi cinque mesi dell'anno ed in forte rallentamento ad iniziare dai mesi estivi.

L'incertezza economica, la volatilità dei mercati azionari ed il calo della fiducia sia dei consumatori che delle imprese ha influito negativamente sulla domanda turistica. Per molte aziende il taglio delle spese ha condizionato sia il settore business che quello di svago. Tuttavia, il desiderio di viaggiare rimane invariato e si attende un graduale incremento degli arrivi internazionali ad iniziare dalla seconda metà del 2009.

L'Europa assorbe il maggior numero di arrivi internazionali a livello mondiale (53,6 per cento) e le quote maggioritarie sono capitanate da Francia (81,9 milioni), Spagna (59,1 milioni) e Italia (43,6 milioni). L'offerta ricettiva è una base fondante dell'industria del turismo e l'Italia si colloca in una buona posizione con un cospicuo numero di alberghi, 33.768 e rispettivo numero di camere, oltre due milioni.

Sulla penisola si stanno posizionando diversi grandi gruppi alberghieri mondiali e hanno ancora in progetto oltre un miliardo di investimenti per incrementare la propria offerta su tutto il territorio nazionale. Nei primi nove mesi del 2008 il tasso di occupazione delle camere è sceso del 5,6 per cento, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, fermando l'indice a 60,9 per cento (contro il 64,5 per cento del 2007). Soltanto i primi mesi dell'anno hanno avuto un andamento positivo, anche se debole, ma successivamente l'indice è calato sensibilmente, anche nel mese di agosto (il più alto per eccellenza).

Il decremento del tasso di occupazione ha interessato tutte le città italiane, in particolare le città d'arte: Venezia (-13,1 per cento), Roma (-10 per cento), Firenze (-8 per cento). Anche il segmento congressuale e business ha subito dei rallentamenti, ad eccezione di Milano che ha mantenuto pressappoco lo stesso valore del 2007 (65 per cento). Fanno eccezione Genova e Torino che hanno registrato una crescita del 3,3 e del 11,2 per cento rispettivamente.

Il ricavo medio per camera occupata è sceso a 136,33 euro, contro 141,48 dello stesso periodo del 2007. La causa di questa flessione è stata la diminuzione dei prezzi attuata nel comparto del lusso, mentre quella degli alberghi a 4 stelle e 3 stelle hanno registrato incremento dei prezzi rispettivamente di 1,6 e 4,7 per cento.

Le previsioni per il 2009 sono di un ulteriore rallentamento, sia dell'occupazione delle camere (-1,3 per cento) che dei prezzi medi, con conseguente decremento della redditività alberghiera (-1,8 per cento). La domanda di investimenti in alberghi si mantiene stabile, concentrata nelle maggiori città (Milano, Roma, Firenze e Venezia): stabili i prezzi a camera, mentre sono in lieve calo i rendimenti.

Linee strategiche per il futuro

Nella gestione del Fondo si intende proseguire quelle attività mirate a cogliere eventuali opportunità di disinvestimento offerte dal mercato, in chiave sia opportunistica e sia di razionalizzazione su quegli immobili non coinvolti da interventi di miglioria pluriennali.

Sugli immobili oggetto d'interventi, nell'ottica di massima valorizzazione del patrimonio immobiliare e conseguente miglioramento della qualità sempre più richiesta sia dagli utilizzatori che dagli investitori, la SGR intende proseguire e portare a termine le opere di miglioria, riqualificazione e ampliamento approvate. L'allungamento del Fondo deliberato nel 2006 permetterà di estrarre il massimo valore dall'hotel sito in Pero e dalla sua messa a regime, che richiederà un periodo non inferiore ad alcuni anni.

Si prevede, inoltre, di mantenere gli immobili su cui si è investito in lavori importanti nel portafoglio fino agli anni prossimi alla nuova scadenza, 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. L'allungamento della durata del Fondo fornisce la corretta prospettiva temporale anche rispetto ai nuovi investimenti che la SGR ha portato a termine con l'obiettivo di ricostituire / 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 febbraio 2008 si è provveduto, nei confronti dei sottoscrittori titolari di quote, a liquidare il provento maturato nell'anno 2007, che ha comportato per il Fondo un'uscita di cassa di euro 22.015.633,48.

In seguito alla determinazione del risultato del Fondo per l'anno 2008, il Consiglio di Amministrazione, nella seduta del 25/02/2009 e dopo aver approvato il Rendiconto, sulla base delle facoltà riservategli in merito alla distribuzione dei proventi, ha deliberato quanto sotto:

- ✓ assegnazione di 11.250 euro a titolo di provento, al lordo della ritenuta del 20%, a ciascuna delle 1.601,13698 quote in circolazione del Fondo, pari al 4,5% annuo del valore nominale della Quota;
- ✓ distribuzione di un provento totale di euro 18.012.791,03, al lordo della ritenuta del 20%;
- ✓ messa in pagamento del provento entro l'ultimo giorno del mese successivo alla delibera di approvazione del presente Rendiconto come previsto dal Regolamento del Fondo.

Per quanto concerne la futura politica di distribuzione dei proventi si evidenzia che la SGR prevede di proseguire con una stabile distribuzione del provento, con obiettivo tra il 4% e il 5% annuo del valore nominale residuo 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 nell'esercizio in corso non sono state riaperte le sottoscrizioni e non è stato dato luogo a dismissioni di quote.

Rapporti con società del Gruppo

I rapporti intrattenuti nell'arco dell'esercizio con altre società appartenenti al Gruppo rilevante della SGR (Fondiarìa-SAI S.p.A.) sono prevalentemente quelli relativi alle attività a), b) e d) espressamente menzionate nel Regolamento del Fondo all'art. 5.3 e remunerate a condizioni di mercato.

Nello specifico, la società Immobiliare Lombarda S.p.A., controllata da Fondiarìa-Sai S.p.A., mediante un accordo di servizio immobiliare globale segue le attività di: Property Management, Project Management, Servizi Amministrativi e di Real Estate ICT. Inoltre, di volta in volta, può essere delegata dal C.d.A. alla conduzione di trattative commerciali finalizzate alla cessione di immobili di proprietà del Fondo.

La SGR inoltre, tramite specifici accordi, in considerazione della struttura snella di cui si è dotata, utilizza le strutture tecnico-professionali della Capogruppo per le attività riguardanti l'assistenza informatica e sistemistica, la contabilità, la gestione del personale, legale, fiscale, servizi generali e audit interno.

Con decorrenza dal 16/10/2007, con il benestare dell'Organo di Vigilanza richiesto con lettera del 21/06/2007, la SGR ha esternalizzato il servizio di "Controllo dei rischi" stipulando un accordo specifico con la Capogruppo.

Tale scelta è stata attentamente valutata dal Consiglio di Amministrazione in relazione al rapporto tra il costo del servizio e la professionalità delle risorse e gli strumenti disponibili presso la struttura "Funzione Risk Management del Gruppo Fondiarìa-Sai" appositamente creata per il monitoraggio di rischi specifici dei vari settori in cui opera il Gruppo Assicurativo di cui la SGR fa parte.

Eventi successivi al 31/12/2008

Nei primi mesi del 2009 si perfezionerà la vendita dell'immobile sito a Firenze in Viale Matteotti 72 in seguito ad impegno preliminare stipulato in data 23/10/2008.

La vendita alla Società Figest S.p.A. consentirà al Fondo un introito di euro 7,2 mln oltre IVA di cui euro 3,394 mln affluiranno sul conto di gestione del Fondo e il restante verrà utilizzato ad estinzione parziale del Finanziamento contratto nel 2005.

Entro il mese di ottobre 2009, verrà stipulato il rogito d'acquisto dell'immobile sito a Milano in Via dei Missaglia 97 Ed. A3 (ex B2) a seguito del preliminare sottoscritto in data 20/10/2008.

In sede di preliminare il Fondo ha versato alla controparte, a titolo di acconto/caparra confirmatoria, euro 10 mln utilizzando la tranche A del Finanziamento contratto nel 2007. Il saldo di euro 17,5 mln sarà corrisposto al rogito.

In relazione alla vendita dell'immobile sito a Roma in Piazzale dell'Industria a First Atlantic, perfezionata nel corso del 2007, che prevedeva una garanzia di integrazione canoni sino al 31/12/2010 a favore dell'acquirente si è costituito un "fondo garanzia su vendite immobiliari".

L'incremento del Fondo di euro 2.554.437 tiene conto della comunicazione pervenuta alla SGR il 18/02/2009 da parte di First Atlantic in merito alla disdetta del contratto di locazione da parte di Unicredit, che occupa sino a tutto il 31/12/2009 una grossa parte dello stabile.

RENDICONTO DEL FONDO TIKAL R.E. FUND AL 31/12/2008

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ

	SITUAZIONE AL 31/12/2008		SITUAZIONE A FINE ESERCIZIO PRECEDENTE	
	Valore Complessivo	In % dell'attivo	Valore Complessivo	In % dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	36.280.945	5,36	56.632.609	8,87
<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	36.280.945	5,36	56.632.609	8,87
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	589.900.000	87,15	453.300.000	71,04
B1. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE	579.900.000	85,67	453.300.000	71,04
B2. IMMOBILI DATI IN LOCAZIONE FINANZIARIA				
B3. ALTRI IMMOBILI	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	69.594.600	10,91
E1. ACCONTI SU ACQUISIZIONI	3.550.000	0,53	69.594.600	10,91
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	32.635.304	4,82	18.586.397	2,91
F1. LIQUIDITÀ DISPONIBILE	32.635.304	4,82	18.586.397	2,91
F2. LIQUIDITÀ DA RICEVERE PER OPERAZIONI DA REGOLARE				
F3. LIQUIDITÀ IMPEGNATA PER OPERAZIONI DA REGOLARE				
G. ALTRE ATTIVITÀ	14.487.011	2,14	40.008.311	6,27
G1. CREDITI PER P.C.T. ATTIVI ED OPERAZIONI ASSIMILATE				
G2. RATEI E RISCONTI ATTIVI	2.774.270	0,41	3.435.195	0,54
G3. CREDITI D'IMPOSTA	8.416.194	1,24	3.648.352	0,57
G4. ALTRE	3.296.547	0,49	32.924.764	5,16
TOTALE ATTIVITÀ	676.853.260	100,00	638.121.917	100,00

RENDICONTO DEL FONDO TIKAL R.E. FUND AL 31/12/2008

CONTINUA SITUAZIONE PATRIMONIALE

PASSIVITÀ E NETTO

	SITUAZIONE AL 31/12/2008	SITUAZIONE A FINE ESERCIZIO PRECEDENTE
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	-153.681.497	-97.403.477
H1. FINANZIAMENTI IPOTECARI	-153.681.497	-97.403.477
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	-38.297.698	-14.624.727
M1. PROVVIGIONI ED ONERI MATURATI E NON LIQUIDATI	-38.799	-35.946
M2. DEBITI D'IMPOSTA	-14.917	-24.078
M3. RATEI E RISCOINTI PASSIVI	254.563	172.640
M4. ALTRE	-38.498.545	-14.737.343
- DEBITI PER CAUZIONI RICEVUTE	-793.509	-474.633
- ALTRE	-37.705.036	-14.262.710
TOTALE PASSIVITÀ	-191.979.195	-112.028.204
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	484.874.065	526.093.713
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE	1.601,136980	1.601,136980
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE	302.831,095	328.575,081
RIMBORSI O PROVENTI DISTRIBUITI PER QUOTA	32.500,00	18.750,00

RENDICONTO DEL FONDO TIKAL R.E. FUND AL 31/12/2008

SEZIONE REDDITUALE

	RENDICONTO AL 31/12/2008	RENDICONTO ESERCIZIO PRECEDENTE
A. STRUMENTI FINANZIARI	2.339.978	2.593.403
STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI		
A1. PARTECIPAZIONI		
A1.1 DIVIDENDI E ALTRI PROVENTI		
A1.2 UTILI/PERDITE DA REALIZZI		
A1.3 PLUS/MINUSVALENZE		
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI		
A2.1 INTERESSI, DIVIDENDI ED ALTRI PROVENTI		
A2.2 UTILI/PERDITE DA REALIZZI		
A2.3 PLUS/MINUSVALENZE		
STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI		
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	446.638	1.568.502
A3.1 INTERESSI, DIVIDENDI ED ALTRI PROVENTI	710.964	1.600.617
A3.2 UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-54.439	-9.426
A3.3 PLUS/MINUSVALENZE	-209.887	-22.689
STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	1.893.340	1.024.901
A4.1 DI COPERTURA	1.893.340	1.024.901
A4.2 NON DI COPERTURA		
RISULTATO GESTIONE STRUMENTI FINANZIARI	2.339.978	2.593.403
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	-11.756.861	37.563.741
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	28.912.538	30.732.031
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-4.908.255	25.865.937
B3. PLUS/MINUSVALENZE	-20.057.476	-1.355.854
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-10.349.826	-14.154.883
B5. AMMORTAMENTI		
B6. IMPOSTE	-5.353.842	-3.523.490
B6.1 IMPOSTA COMUNALE SUGLI IMMOBILI	-1.644.127	-1.922.194
B6.2 IMPOSTA DI REGISTRO	-3.696.899	-1.597.154
B6.3 IMPOSTA DI BOLLO CONTRATTI DI LOCAZIONE	-12.816	-4.142
RISULTATO GESTIONE BENI IMMOBILI	-11.756.861	37.563.741
C. CREDITI		
C1. INTERESSI ATTIVI E PROVENTI ASSIMILATI		
C2. INCREMENTI/DECREMENTI DI VALORE		
RISULTATO GESTIONE CREDITI		
D. DEPOSITI BANCARI		
D1. INTERESSI ATTIVI E PROVENTI ASSIMILATI		
E. ALTRI BENI		
E1. PROVENTI		
E2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI		
E3. PLUS/MINUSVALENZE		
RISULTATO GESTIONE INVESTIMENTI	-9.416.883	40.157.144

RENDICONTO DEL FONDO TIKAL R.E. FUND AL 31/12/2008

CONTINUA SEZIONE REDDITUALE

	RENDICONTO AL 31/12/2008	RENDICONTO ESERCIZIO PRECEDENTE
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI		
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA		
F1.1 RISULTATI REALIZZATI		
F1.2 RISULTATI NON REALIZZATI		
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA		
F2.1 RISULTATI REALIZZATI		
F2.2 RISULTATI NON REALIZZATI		
F3. LIQUIDITÀ		
F3.1 RISULTATI REALIZZATI		
F3.2 RISULTATI NON REALIZZATI		
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE		104.645
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE		104.645
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI		
RISULTATO LORDO DELLA GESTIONE CARATTERISTICA	-9.416.883	40.261.789
H. ONERI FINANZIARI	-9.563.974	-9.743.342
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	-8.462.678	-8.505.663
H1.1 SU FINANZIAMENTI IPOTECARI	-8.444.556	-8.463.183
H1.2 SU DEPOSITI CAUZIONALI DEI CONDUTTORI	-18.122	-42.480
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	-1.101.296	-1.237.679
RISULTATO NETTO DELLA GESTIONE CARATTERISTICA	-18.980.857	30.518.447
I. ONERI DI GESTIONE	-5.096.515	-5.138.474
I1. PROVVIGIONE DI GESTIONE SGR	-4.802.286	-4.917.136
I2. COMMISSIONE BANCA DEPOSITARIA	-155.196	-143.785
I3. ONERI PER ESPERTI INDIPENDENTI	-88.897	-26.637
I4. SPESE PUBBLICAZIONE PROSPETTI E INFORMATIVA AL PUBBLICO		
I5. ALTRI ONERI DI GESTIONE	-50.136	-50.916
L. ALTRI RICAVI ED ONERI	5.160.748	4.325.037
L1. INTERESSI ATTIVI SU DISPONIBILITÀ LIQUIDE	638.213	1.496.047
L2. ALTRI RICAVI	4.673.015	2.916.524
L3. ALTRI ONERI	-150.480	-87.534
RISULTATO DELLA GESTIONE PRIMA DELLE IMPOSTE	-18.916.624	29.705.010
M. IMPOSTE	-287.390	-164.845
M1. IMPOSTA SOSTITUTIVA A CARICO DELL'ESERCIZIO		
M2. RISPARMIO D'IMPOSTA		
M3. ALTRE IMPOSTE	-287.390	-164.845
UTILE/PERDITA DELL'ESERCIZIO	-19.204.014	29.540.165

NOTA INTEGRATIVA

INDICE

PARTE A – ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA	<i>pag.</i>	22
PARTE B – LE ATTIVITÀ, LE PASSIVITÀ E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	<i>pag.</i>	24
SEZIONE I CRITERI DI VALUTAZIONE	<i>pag.</i>	24
SEZIONE II LE ATTIVITÀ	<i>pag.</i>	27
SEZIONE III LE PASSIVITÀ	<i>pag.</i>	38
SEZIONE IV IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	<i>pag.</i>	41
SEZIONE V ALTRI DATI PATRIMONIALI	<i>pag.</i>	41
PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO	<i>pag.</i>	43
SEZIONE I RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI	<i>pag.</i>	43
SEZIONE II BENI IMMOBILI	<i>pag.</i>	44
SEZIONE III CREDITI	<i>pag.</i>	44
SEZIONE IV DEPOSITI BANCARI	<i>pag.</i>	44
SEZIONE V ALTRI BENI	<i>pag.</i>	44
SEZIONE VI ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI	<i>pag.</i>	44
SEZIONE VII ONERI DI GESTIONE	<i>pag.</i>	45
SEZIONE VIII ALTRI RICAVI E ONERI	<i>pag.</i>	45
SEZIONE IX IMPOSTE	<i>pag.</i>	46
PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI	<i>pag.</i>	46

PARTE A ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

1 agosto 2004	VALORE NOMINALE DI SOTTOSCRIZIONE	euro	250.000,000
	NUMERO DI QUOTE IN CIRCOLAZIONE	quote	1.601,136980
31 dicembre 2004	VALORE DELLA QUOTA	euro	298.090,866
28 febbraio 2005	PROVENTO UNITARIO DELIBERATO DAL CDA (DI COMPETENZA DEL 2004)	euro	2.500,00
31 dicembre 2005	VALORE DELLA QUOTA	euro	307.011,008
28 febbraio 2006	PROVENTO UNITARIO DELIBERATO DAL CDA (DI COMPETENZA DEL 2005)	euro	5.000,00
31 dicembre 2006	VALORE DELLA QUOTA	euro	321.375,588
28 febbraio 2007	PROVENTO UNITARIO DELIBERATO DAL CDA (DI COMPETENZA DEL 2006)	euro	11.250,00
31 dicembre 2007	VALORE DELLA QUOTA	euro	328.575,081
28 febbraio 2008	PROVENTO UNITARIO DELIBERATO DAL CDA (DI COMPETENZA DEL 2007)	euro	13.750,00
31 dicembre 2008	VALORE DELLA QUOTA	euro	302.831,095
	NUMERO DI QUOTE IN CIRCOLAZIONE	quote	1.601,136980

La valorizzazione del Fondo al 31/12/2008, rispetto alla chiusura dell'esercizio precedente, considerando il provento 2007 di euro 13.750, erogato nell'esercizio, rileva un decremento totale della quota unitaria pari ad euro 11.993,986, equivalente ad una percentuale negativa del 3,78%, calcolata secondo la metodica convenuta con l'Assogestioni (metodo DIETZ modificato) e scomponibile nei seguenti fattori:

- - 3,95% come differenza tra il valore assegnato dagli Esperti Indipendenti al patrimonio immobiliare risultante al 31/12/2008 (comprensivo di cinque immobili acquistati in corso d'anno) e il valore di mercato degli immobili esistenti al 31/12/2007, rettificato dagli immobili venduti ed acquistati in corso d'anno;
- - 1,09% come differenza tra il valore delle vendite degli immobili perfezionate nell'esercizio ed il loro valore di mercato al 31/12/2007, rivalutato dagli oneri incrementativi capitalizzati eseguiti fino alle vendite ed al netto dei costi di vendita;
- + 1,26% come risultato netto della gestione ordinaria del Fondo, particolarmente riferito al ciclo attivo ed al ciclo passivo immobiliare.

Il Consiglio d'Amministrazione ha stabilito, anche per l'anno 2008, di avvalersi della facoltà di distribuire i proventi ai sensi dell'art. 4.7 del Regolamento del Fondo.

Verificata l'entità del risultato economico distribuito, l'ammontare unitario proposto del provento per singola quota di possesso è pari ad euro 11.250, al lordo della ritenuta del 20%, per un ammontare complessivo di euro 18.012.791,03 corrispondente ad un dividend yield annuale del 4,5% sul valore nominale della quota.

Attraverso una gestione globale immobiliare si cerca di ridurre al minimo i rischi che possano mettere a repentaglio sia la redditività del ciclo attivo sia quella derivante dal valore ricavabile dagli asset al momento dello smobilizzo, che riguardano principalmente:

- ✓ le posizioni creditorie nei confronti dei conduttori;
- ✓ la cessazione e/o rinegoziazione dei contratti di locazione;
- ✓ la vendita degli immobili;
- ✓ la copertura assicurativa sugli immobili;
- ✓ le oscillazioni del tasso di interesse sul finanziamento.

Tale gestione avviene mediante un sistema di reporting che monitora costantemente le singole variabili correlate con tali rischi, privilegiando azioni preventive e programmate da far eseguire ai soggetti delegati, quali ad esempio la società di Property Management.

L'attività di monitoraggio delle funzioni esternalizzate avviene tramite un continuo scambio di informazioni con il Property Manager, condividendo strumenti informatici e reports, che permettono una relazione diretta tra fatti gestionali ed amministrativi.

La gestione finanziaria delle disponibilità liquide nel corso dell'anno si è orientata, come in passato, all'investimento in strumenti di pronta liquidabilità, come Titoli di Stato italiano in prossimità di scadenza.

Come meglio descritto nella "Relazione degli Amministratori" l'andamento della quota è stato anche influenzato dall'acquisto di 4 immobili (2 a Milano e 2 a Roma), dalla vendita di 1 immobile a Milano e dalla conclusione di un preliminare di acquisto a Milano e di un preliminare di vendita a Firenze. Inoltre, nel mese di novembre 2008 è stato consegnato al Fondo l'albergo sito a Pero (MI), sino a quel momento presente nel patrimonio come "Cosa Futura".

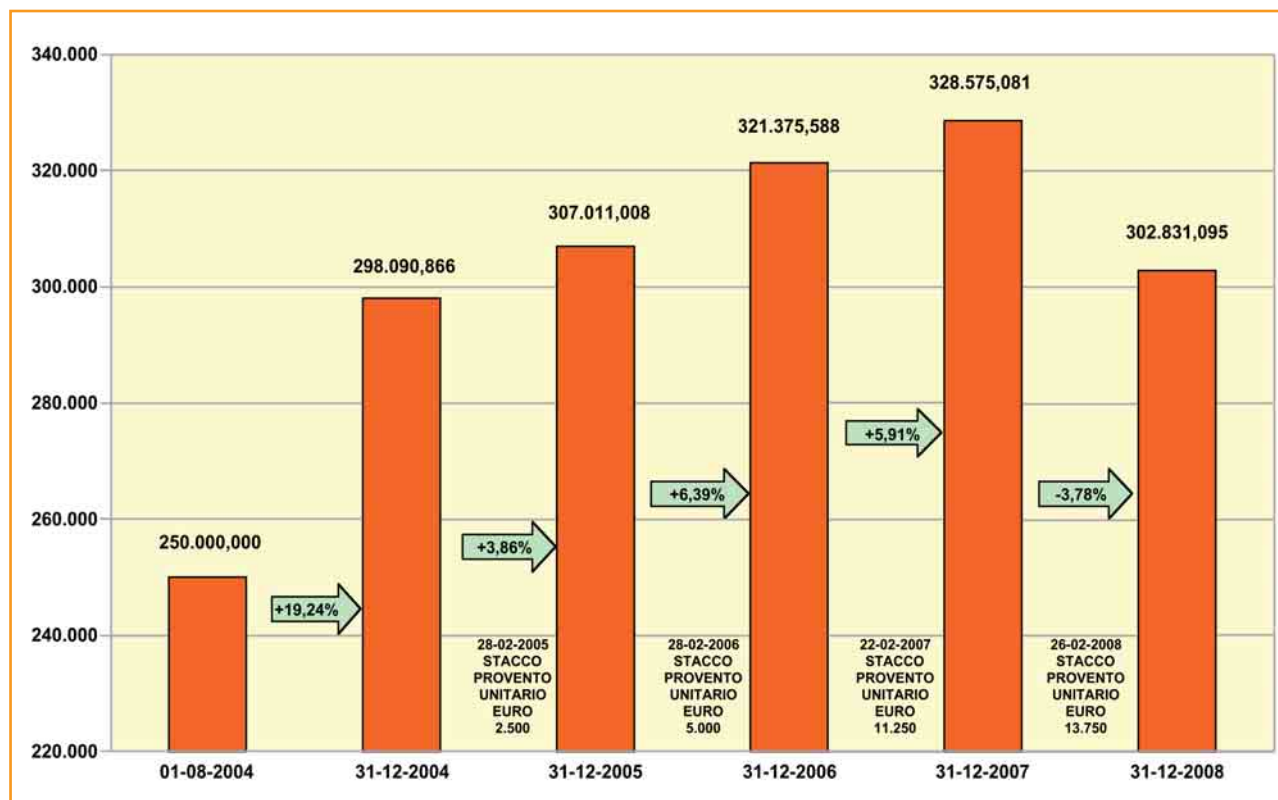
Per 2 acquisti e per l'acconto del preliminare si è fatto ricorso alla leva finanziaria.

Per quanto riguarda invece il pagamento delle fatture relative alle Capex, si sono utilizzate le risorse ancora disponibili a fronte del contratto di Finanziamento stipulato nel settembre del 2005 con un pool di Banche con a capo Intesa Sanpaolo S.p.A., mentre per lo Stato Avanzamento Lavori semestrali per l'acquisto di Cosa Futura localizzata a Pero (MI) - Via Keplero, è stato impiegato il secondo Finanziamento stipulato con Mediobanca nel 2007.

Nel mese di dicembre 2008, in diretta relazione ai rimborsi parziali sul Finanziamento contratto nel 2005, si è provveduto a ridurre la quota di copertura del rischio di oscillazione del tasso di Finanziamento, smobilizzando nominali 30 mln di euro di IRS (interest rate swap) e arrivando così a coprire il 91% del Finanziamento erogato restante.

In coerenza con la scelta di attenuare il rischio di oscillazione del tasso, seppure in forma parziale, a fronte del secondo Finanziamento contratto nel 2007 ed erogato al 31/12/2008 per un importo di circa 68 mln di euro, è stato posto in essere, in pari data, un IRS per nominali 25 mln di euro, pari ad una copertura del 37%.

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



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

PARTE B

LE ATTIVITÀ, LE PASSIVITÀ E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Sezione I – CRITERI DI VALUTAZIONE

FORMA E CONTENUTO

Il Rendiconto della gestione del Fondo è composto da una situazione patrimoniale, da una sezione reddituale e dalla nota integrativa ed è accompagnato dalla Relazione degli Amministratori.

Il Rendiconto è stato redatto in osservanza delle disposizioni vigenti – Provvedimento della Banca d'Italia 14/04/2005 (Regolamento sulla gestione collettiva del Risparmio).

Tutti gli importi indicati nei prospetti di Rendiconto e della nota integrativa sono espressi in euro.

PRINCIPI CONTABILI

Nella redazione del Rendiconto del Fondo sono stati applicati i principi contabili di generale accettazione dei fondi comuni di investimento ed i criteri di valutazione previsti dal Provvedimento della Banca d'Italia 14/04/2005.

Tali principi sono coerenti con quelli utilizzati nel corso dell'esercizio per la predisposizione del prospetto di calcolo della quota. Gli schemi ed il contenuto dei singoli prospetti sono stati redatti nel rispetto delle disposizioni in materia emesse dalla Banca d'Italia.

DURATA DELL'ESERCIZIO CONTABILE

L'esercizio contabile ha durata annuale e si chiude l'ultimo giorno dell'esercizio.

CRITERI CONTABILI

Le negoziazioni su titoli e sulle altre attività finanziarie sono contabilizzate nel portafoglio del Fondo sulla base della data di conclusione dei relativi contratti anche se non ancora regolati.

Le commissioni di acquisto e vendita sono comprese nei prezzi di acquisto o dedotte dai prezzi di vendita dei titoli in conformità agli usi di Borsa.

Per le operazioni "pronti contro termine" e assimilabili, il portafoglio non subisce modificazioni e i movimenti della liquidità a pronti trovano corrispettivo in movimenti di pari importo delle corrispondenti voci "pronti contro termine attivi e operazioni assimilate" o "pronti contro termine passivi e operazioni assimilate".

Nel caso di sottoscrizione di titoli di nuova emissione la contabilizzazione nel portafoglio titoli ha luogo al momento in cui l'attribuzione dei titoli è certa ovvero, in ogni altro caso, nei termini previsti dal programma di offerta o dagli usi e consuetudini di Borsa.

Gli interessi attivi e passivi e gli altri proventi ed oneri di natura operativa sono conteggiati secondo il principio della competenza temporale anche mediante rilevazioni di appositi ratei e risconti attivi e passivi.

I dividendi vengono contabilizzati nell'esercizio in cui sono deliberati (data stacco) o, in mancanza di tale comunicazione certa, al momento dell'incasso.

Le garanzie ricevute e gli impegni assunti sono iscritti al valore nominale.

Gli utili e le perdite da realizzo su titoli risultano dalla differenza tra i costi medi ponderati di carico ed i valori realizzati dalle vendite; i costi ponderati di carico rappresentano i valori dei titoli alla fine dell'esercizio precedente, modificati dai costi medi di acquisto del periodo.

Le plusvalenze e le minusvalenze su titoli sono originate dalla differenza tra il costo medio ponderato ed i valori determinati secondo i criteri sottoindicati, ossia prezzi di mercato o valutazioni applicati alla data di riferimento.

Per quanto concerne le spese accessorie di finanziamento pagate "una tantum" (oneri finanziari ed assimilati quali commissioni, consulenze professionali ecc., nonché l'imposta sostitutiva), qualora esse siano direttamente riferibili a singoli contratti di finanziamento stipulati dal Fondo, sono imputate a conto economico in funzione della durata del contratto di finanziamento a cui si riferiscono, applicando il criterio di ripartizione temporale con metodo lineare, qualora il metodo finanziario dovesse risultare impraticabile ovvero di complessa attuazione. Analogamente vengono ripartiti contabilmente gli oneri che vengono eventualmente recuperati dal venditore dell'immobile che ha reso necessario il finanziamento.

CRITERI DI VALUTAZIONE

Per la valutazione delle attività del Fondo si osservano i seguenti criteri:

Strumenti finanziari

- i prezzi unitari utilizzati sono quelli dell'ultimo giorno di Borsa aperta al quale si riferisce il valore della quota;
- per gli strumenti finanziari quotati, il prezzo è l'ultimo prezzo disponibile del giorno rilevato sul mercato di negoziazione. Per gli strumenti finanziari trattati su più mercati, si fa riferimento al mercato dove si formano i prezzi più significativi, avendo presente le quantità trattate presso lo stesso e l'operatività svolta dal Fondo;
- per gli strumenti finanziari quotati o ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati indicati dall'Organo di Vigilanza, qualora sul mercato di negoziazione risultino contenuti gli scambi ed esistano elementi di scarsa liquidità, la valutazione tiene conto del presumibile valore di realizzo determinato sulla base delle informazioni reperibili sui circuiti internazionali di riferimento oggettivamente considerate dai responsabili organi della società;
- per le operazioni pronti contro termine, la differenza tra i prezzi a pronti e quelli a termine viene distribuita, proporzionalmente al tempo trascorso, lungo tutta la durata del contratto, come una normale componente reddituale;
- per gli strumenti finanziari non quotati differenti dalle partecipazioni, la valutazione esprime il presumibile valore di realizzo sul mercato, individuato su un'ampia base di elementi di informazione, oggettivamente considerati dagli organi responsabili della SGR, concernenti la peculiarità dei titoli, la situazione patrimoniale e reddituale dell'emittente e la situazione del mercato con particolare riferimento all'andamento dei tassi;
- le partecipazioni in società non quotate sono valutate al costo d'acquisto, salvo quanto disposto in tema di società in fase di avviamento e società immobiliari dalle vigenti istruzioni della Banca d'Italia;
- per gli strumenti finanziari derivati OTC la valutazione è formulata distinguendo gli strumenti finanziari derivati in essere tra quelli a copertura di passività del Fondo e quelli non a copertura di passività. Gli strumenti finanziari derivati OTC con finalità di copertura di passività del Fondo (contratti di finanziamento), sono valutati al valore nominale (per assicurare la necessaria coerenza valutativa tra lo strumento di copertura e la passività coperta), mentre per quelli che invece non hanno finalità di copertura, sono valutati al valore corrente (costo di sostituzione).

Beni immobili e diritti reali immobiliari

- Le Relazioni di Stima che determinano il valore corrente degli immobili sono effettuate da Esperti Indipendenti e vengono aggiornate semestralmente sulla base di criteri valutativi consueti nel settore immobiliare e previsti dalla normativa della Banca d'Italia;
- i beni immobili e i diritti reali immobiliari sono valutati al valore corrente di mercato, quale espressione del presumibile valore di realizzo alla data in cui è stata effettuata la valutazione. Esso è determinato in base alle caratteristiche intrinseche (ad esempio qualità della costruzione, stato di conservazione, ubicazione ecc.) ed a quelle estrinseche (ad esempio la possibilità di destinazioni diverse da quella attuale, vincoli di varia natura, l'andamento attuale e prospettico del mercato immobiliare nel luogo di ubicazione dell'immobile ecc.) e tenendo conto della loro redditività. Ciascun bene immobile detenuto dal Fondo è oggetto di singola valutazione;
- più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta quando gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria;
- gli acconti versati per l'acquisizione di immobili, anche se in fase di realizzazione, sono valutati al valore nominale.

REGIME FISCALE

Il regime fiscale del Fondo e dei Partecipanti

La normativa vigente è stata modificata dall'introduzione dell'art. 82, commi da 17 a 22, del decreto legge 25/06/2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 06/08/2008, n. 133. Essa, come in precedenza, non prevede alcuna forma di imposizione sui redditi di capitale o sul patrimonio in capo al Fondo, salvo introdurre un regime speciale di tassazione che qualora il Fondo sia qualificato come "a ristretta base partecipativa" o considerato "familiare", esso è soggetto ad imposta patrimoniale dell'uno per cento sul valore netto del Fondo. I possessori delle quote dei fondi immobiliari sono tenuti a comunicare entro il 31 dicembre di ogni anno le informazioni necessarie alla SGR al fine di verificare la sussistenza di tali caratteristiche. Inoltre, il comma 18 stabilisce che l'imposta patrimoniale è dovuta dal Fondo quando esso soddisfa due

requisiti, cioè che non sia quotato in un mercato regolamentato e che abbia un patrimonio inferiore a 400 milioni di euro. Il Fondo non rientra nell'ambito di applicazione della nuova disciplina in quanto non si configura né come "a ristretta base partecipativa" né come "familiare" ed ha un patrimonio superiore ai 400 milioni di euro. I fondi immobiliari, salvo alcune eccezioni, sono qualificati soggetti "lordisti" nella fase di percezione dei redditi di capitale e il sistema fiscale, a decorrere dal 01/01/2004, sposta la tassazione dal Fondo all'investitore. Con le nuove disposizioni del D.L. n. 112/08, in relazione alla tassazione dei partecipanti residenti nel territorio dello Stato, viene applicata una ritenuta del 20,00% (elevandola dal 12,50%) a cura della SGR sull'ammontare dei proventi distribuiti e maturati, riferibili a ciascuna quota, risultanti dai rendiconti periodici, e sulla differenza tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote e il costo di acquisizione / sottoscrizione. La ritenuta è a titolo d'acconto per i soggetti che esercitano attività d'impresa e a titolo d'imposta per gli altri soggetti. Non sono assoggettati ad imposizione i proventi percepiti da soggetti non residenti; in tal caso è necessario che il paese di residenza del percipiente acconsenta allo scambio di informazioni tra la propria autorità fiscale e l'autorità fiscale italiana. Il D.L. n. 112/08, al comma 22, introduce la "presunzione di residenza", ai fini fiscali, nel territorio dello Stato Italiano, di società ed enti non residenti con patrimonio prevalentemente investito in fondi immobiliari e che siano controllati, direttamente o indirettamente, per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, da soggetti residenti in Italia.

Il regime IVA sugli apporti immobiliari

In base alla normativa vigente se l'apportante è un soggetto IVA, l'imposta si applica su un imponibile rappresentato dal valore normale del bene apportato, determinato ai sensi dell'art. 14 del D.P.R. n. 633 del 1972. Con effetto dal 01/01/2004, la Legge n. 257 del 19/10/2004, che ha convertito con modifiche il D.L. 220/2004, prevede che gli apporti ai fondi immobiliari chiusi, qualora siano costituiti da una pluralità di immobili prevalentemente locati al momento dell'apporto, vengano considerati quali conferimento d'azienda e quindi non rientrano nel campo di applicazione dell'imposta.

Regime fiscale degli immobili

Il D.L. n. 223/2006, convertito con la Legge n. 248/2006 pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'11/08/2006, ha introdotto importanti novità in materia fiscale nel settore immobiliare.

Il nuovo regime porta il settore immobiliare in un sistema di esenzione da IVA e quindi verso l'applicazione generalizzata dell'imposta di registro, sia per quanto riguarda il regime delle locazioni che dei trasferimenti, con la sola eccezione delle cessioni dei fabbricati ceduti dai costruttori o dai soggetti che li hanno ristrutturati purché la cessione intervenga entro 5 anni dall'ultimazione dei lavori.

E' stata tuttavia introdotta la facoltà di opzione per l'imponibilità, consentendo alle imprese di gestione immobiliare di mantenersi nel regime IVA senza subire la penalizzazione dell'indetraibilità dell'imposta, compresa quella relativa all'acquisto dell'immobile, mediante la procedura della rettifica.

Negli atti di compravendita di immobili strumentali è stata introdotta una sorta di transfer tax mediante l'applicazione di un'imposta catastale proporzionale dell'1% e di un'imposta ipotecaria del 3%.

A partire dal 01/10/2006 tali aliquote sono state ridotte alla metà se parte contrattuale della cessione è un fondo immobiliare chiuso.

Per effetto del D.L. n. 223/2006, alle locazioni di immobili da parte di soggetti IVA esercenti attività d'impresa, a far data dal 04/07/2006, va applicata l'imposta proporzionale di registro, sia che siano esenti IVA o imponibili, nella misura del 2% se l'immobile è abitativo oppure dell'1% in caso di immobile strumentale.

Lo stesso decreto ha inoltre introdotto l'obbligo di registrazione dei contratti di locazione di beni immobili, stipulati prima del 04/07/2006 ed ancora in corso di esecuzione alla predetta data, non registrati perché assoggettati ad IVA e con riferimento agli stessi si è provveduto a versare l'imposta di registro.

Modifiche al regime fiscale degli immobili

A seguito della pubblicazione sulla G.U. del 03/07/2007 n. 152 del decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 25/05/2007, dal 01/10/2007 si applica il meccanismo dell'inversione contabile (c.d. reverse charge) di cui all'art. 17 del D.P.R. 633/72, anche alle cessioni di fabbricati o di porzioni di fabbricati strumentali per le quali il cedente abbia espressamente optato per l'assoggettamento ad IVA.

Quindi dal 01/10/2007 le società che pongono in essere trasferimenti di immobili strumentali imponibili IVA su opzione dovranno procedere con queste modalità. Inoltre, per effetto dell'art. 1 comma 156 della L. 244/2007, a decorrere dal 01/03/2008, il meccanismo del reverse charge è applicabile anche alle cessioni di fabbricati strumentali assoggettati ad IVA in via obbligatoria nei confronti di cessionari soggetti passivi d'imposta che svolgono in via esclusiva o prevalente attività che conferiscono il diritto alla detrazione d'imposta in percentuale non superiore al 25%.

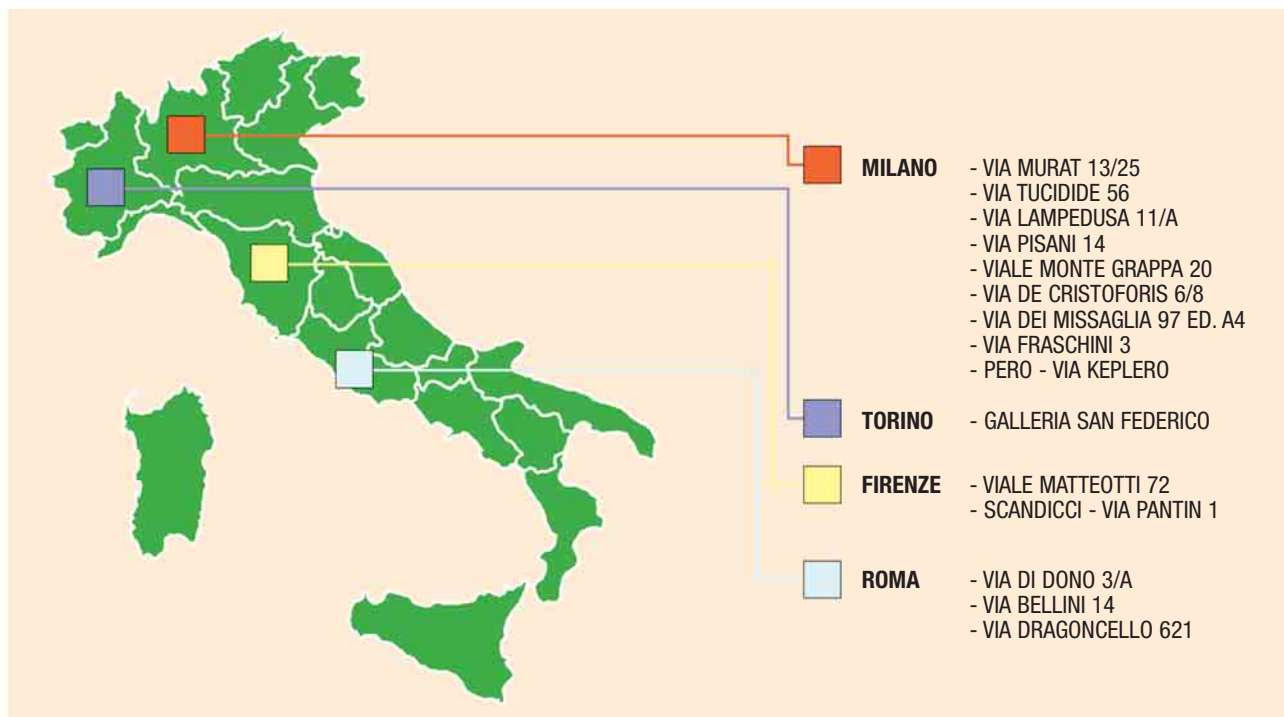
Tale meccanismo consente ai soggetti che optano per tale regime di non versare IVA ma di farne oggetto di compensazione diretta coinvolgendo l'Agenzia delle Entrate.

Sezione II – LE ATTIVITÀ

IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI

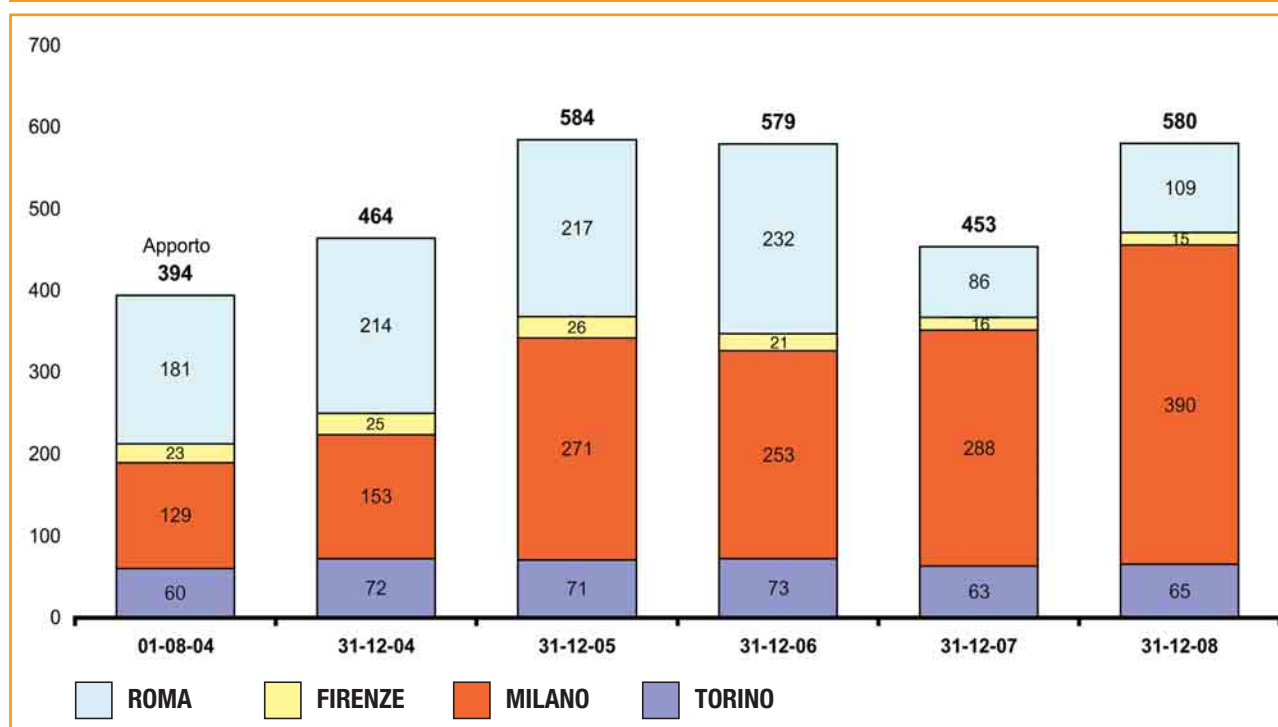
II. A) Aree Geografiche

Gli immobili del Fondo sono tutti ubicati sul territorio italiano e così distribuiti geograficamente:

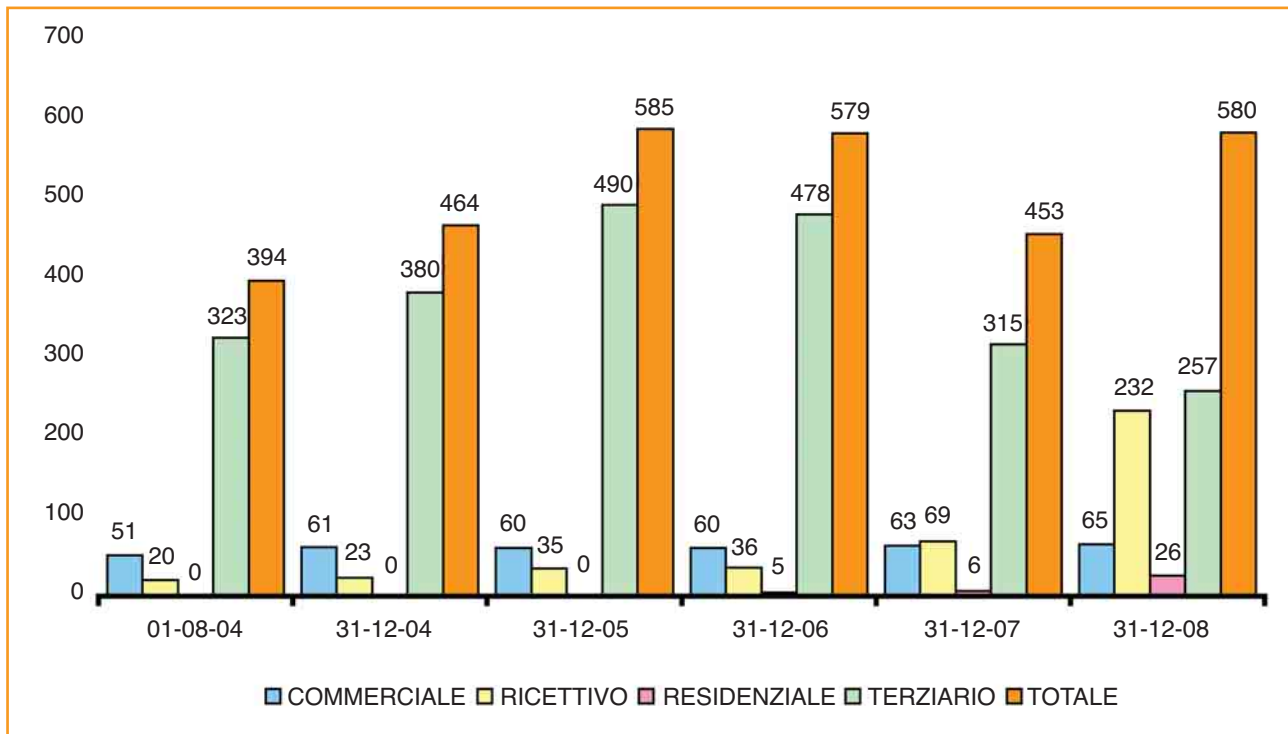


In termini di valore corrente di mercato i grafici e la tabella seguenti mostrano in dettaglio la distribuzione del valore per città e, all'interno di quest'ultima, la ripartizione per singolo immobile.

ASSET ALLOCATION GEOGRAFICA (Euro/mln)



DESTINAZIONE D'USO PREVALENTE (Euro/mln)



DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE

Città	Indirizzo	Valore di mercato ⁽¹⁾	%
TORINO	GALLERIA SAN FEDERICO	65.200.000	11,2%
TORINO TOTALE		65.200.000	11,2%
MILANO	VIA MURAT 13/25	47.300.000	8,2%
	VIA TUCIDIDE 56	95.200.000	16,4%
	VIA LAMPEDUSA 11/A	11.600.000	2,0%
	VIA PISANI 14	14.200.000	2,4%
	VIALE MONTE GRAPPA 20	6.600.000	1,1%
	VIA DE CRISTOFORIS 6/8	32.500.000	5,6%
	VIA DEI MISSAGLIA 97 ED. A4	19.000.000	3,3%
	VIA FRASCHINI 3	31.000.000	5,3%
	PERO - VIA KEPLERO	133.000.000	22,9%
MILANO TOTALE		390.400.000	67,3%
FIRENZE	VIALE MATTEOTTI 72	6.500.000	1,1%
	SCANDICCI - VIA PANTIN 1	8.800.000	1,5%
FIRENZE TOTALE		15.300.000	2,6%
ROMA	VIA DI DONO 3/A	86.000.000	14,8%
	VIA BELLINI 14	4.000.000	0,7%
	VIA DRAGONCELLO 621	19.000.000	3,3%
ROMA TOTALE		109.000.000	18,8%
TOTALE PORTAFOGLIO IMMOBILIARE		579.900.000	100,0%

⁽¹⁾ Valore corrente di mercato al 31/12/2008 assegnato dagli Esperti Indipendenti

Gli immobili del Fondo sono detenuti direttamente e non mediante partecipazioni in società controllate o collegate.

STRUMENTI FINANZIARI

II. A) Aree Geografiche

La ripartizione degli strumenti finanziari per aree geografiche e la percentuale di essi sul valore del portafoglio è la seguente:

AREE GEOGRAFICHE	CONTROVALORE	% SUL PORTAFOGLIO
PAESI U.E.	36.280.945	100,00%
ALTRI PAESI U.E.		
ALTRI PAESI O.C.S.E.		
TOTALE	36.280.945	100,00%

II. B) Settori economici di impiego delle risorse del Fondo

La ripartizione degli strumenti finanziari per settori di attività economica e la percentuale di essi sul valore del portafoglio è la seguente:

SETTORE DI ATTIVITÀ	TITOLI DI CAPITALE	TITOLI DI DEBITO	PARTI DI O.I.C.R.
STATO		97,58%	
BANCHE		2,42%	
FINANZIARIO			
ALTRO			
TOTALE		100,00%	

II. C) Elenco analitico strumenti finanziari quotati

TOTALE ATTIVITÀ euro 676.853.260			
CODICI ISIN	TITOLI	CONTROVALORE	% SUL TOTALE ATTIVITÀ
XS0213927667	BANCA INTESA 03.03.05/2017 TV%	433.671	0,06%
XS0212401920	UNICREDITO ITALIANO 18.02.05/2015 TV%	442.704	0,06%
IT0004378607	BOT 30/01/2009 SEM.	9.993.200	1,48%
IT0004008121	BTP 01.02.06/2009 3%	20.011.200	2,96%
IT0003799597	BTP 15.01.05/2010 3%	503.970	0,08%
IT0003746366	CCT 01.11.04/2011 TV%	3.440.150	0,51%
IT0003993158	CCT 01.11.05/2012 TV%	967.500	0,14%
IT0003858856	CCT 01.03.05/2012 TV%	488.550	0,07%
TOTALE PORTAFOGLIO		36.280.945	5,36%

II.1 STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI

Alla data del Rendiconto, il Fondo non detiene strumenti finanziari non quotati che, peraltro, non hanno costituito oggetto di investimento nel corso dell'esercizio.

II. 2 STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI

Ripartizione degli strumenti finanziari quotati per Paese di residenza dell'emittente

		TOTALE ATTIVITÀ euro 676.853.260			
		Paese di residenza dell'emittente			
		Italia	Altri Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
TITOLI DI DEBITO	DI STATO	35.404.570			
	DI ALTRI ENTI PUBBLICI				
	DI BANCHE	876.375			
	DI ALTRI				
TITOLI DI CAPITALE	CON DIRITTO DI VOTO				
	CON VOTO LIMITATO				
	ALTRI				
TITOLI DI O.I.C.R.	APERTI ARMONIZZATI				
	APERTI NON ARMONIZZATI				
	CHIUSI				
TOTALI	IN VALORE ASSOLUTO	36.280.945			
	IN % DEL TOTALE DELLE ATTIVITÀ	5,36%			

Ripartizione degli strumenti finanziari quotati per mercato di quotazione

		TOTALE ATTIVITÀ euro 676.853.260			
		Mercato di quotazione			
		Italia	Altri Paesi dell'UE	Altri Paesi dell'OCSE	Altri Paesi
TITOLI QUOTATI		36.280.945			
TITOLI IN ATTESA DI QUOTAZIONE					
TOTALI	IN VALORE ASSOLUTO	36.280.945			
	IN % DEL TOTALE DELLE ATTIVITÀ	5,36%			

Movimenti dell'esercizio

		Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
TITOLI DI DEBITO	TITOLI DI STATO	48.656.509	68.194.333
	ALTRI		680.248
TITOLI DI CAPITALE			
PARTI DI O.I.C.R.			
TOTALE		48.656.509	68.874.581

II.3 STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Alla data del Rendiconto, non risultano presenti strumenti finanziari derivati che diano luogo a posizioni creditorie a favore del Fondo.

II.4 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 m ² /m ³ (2)	Tipo contratto	Scadenza contratto				Locatario (3)
1	VIA DI DONO 3/A ROMA - LAZIO	UFFICI	1967	36.107,93				63.683.126	50.189.136		
					AFFITTO	30-11-2008	IMPRESE COMMERCIALI				
					165,81	AFFITTO	31-05-2009				IMPRESE COMMERCIALI
					159,76	AFFITTO	31-01-2010				IMPRESE COMMERCIALI
					67,57	AFFITTO	31-12-2012				IMPRESE COMMERCIALI
					91,70	AFFITTO	30-04-2014				IMPRESE COMMERCIALI
					51,23	AFFITTO	30-04-2014				IMPRESE COMMERCIALI
					49,18	AFFITTO	28-02-2013				IMPRESE COMMERCIALI
					111,00	AFFITTO	14-03-2009				IMPRESE COMMERCIALI
					121,43	AFFITTO	30-04-2009				IMPRESE COMMERCIALI
					217,09	AFFITTO	31-05-2010				IMPRESE COMMERCIALI
					190,55	AFFITTO	31-12-2010				IMPRESE COMMERCIALI
					229,80	AFFITTO	31-03-2012				IMPRESE COMMERCIALI
					253,16	AFFITTO	28-02-2013				IMPRESE COMMERCIALI
					250,52	AFFITTO	31-12-2010				IMPRESE COMMERCIALI
					112,24	AFFITTO	31-05-2009				IMPRESE COMMERCIALI
					182,99	AFFITTO	28-02-2010				IMPRESE COMMERCIALI
164,77	AFFITTO	28-02-2010	IMPRESE COMMERCIALI								
196,14	AFFITTO	30-11-2013	IMPRESE COMMERCIALI								
82,40	AFFITTO	31-12-2010	IMPRESE COMMERCIALI								
218,13	AFFITTO	28-02-2013	IMPRESE COMMERCIALI								
2	VIA BELLINI 14 ROMA - LAZIO	UFFICI		483,10	135,63	AFFITTO	31-12-2008	4.000.000			
					200,70	AFFITTO	31-12-2008				IMPRESE COMMERCIALI
3	VIA DRAGONCELLO 621 ROMA - LAZIO	ABITAZIONI		7.065,14	94,08	AFFITTO	31-10-2011	17.000.000			
					FAMIGLIE						
					134,41	AFFITTO	31-10-2011				FAMIGLIE
					132,50	AFFITTO	31-10-2011				FAMIGLIE
					96,48	AFFITTO	31-10-2011				FAMIGLIE
					132,50	AFFITTO	31-10-2011				FAMIGLIE
					135,48	AFFITTO	31-10-2011				FAMIGLIE
					134,07	AFFITTO	31-10-2011				FAMIGLIE
					57,00	AFFITTO	30-09-2009				IMPRESE COMMERCIALI
					45,16	AFFITTO	30-09-2009				IMPRESE COMMERCIALI
					133,09	AFFITTO	30-11-2011				FAMIGLIE
					133,42	AFFITTO	30-11-2011				FAMIGLIE
					134,39	AFFITTO	30-11-2011				FAMIGLIE
					133,09	AFFITTO	30-11-2011				FAMIGLIE
					134,68	AFFITTO	30-11-2011				FAMIGLIE
					126,37	AFFITTO	30-11-2011				FAMIGLIE
					128,63	AFFITTO	31-12-2011				FAMIGLIE
					95,29	AFFITTO	31-12-2011				FAMIGLIE
					135,40	AFFITTO	31-12-2011				FAMIGLIE
					128,63	AFFITTO	31-12-2011				FAMIGLIE
					135,64	AFFITTO	31-12-2011				FAMIGLIE
					104,21	AFFITTO	31-12-2011				FAMIGLIE
					131,84	AFFITTO	31-12-2011				FAMIGLIE
					131,53	AFFITTO	31-12-2011				FAMIGLIE
					130,79	AFFITTO	31-01-2012				FAMIGLIE
					108,66	AFFITTO	31-01-2012				FAMIGLIE
					108,66	AFFITTO	31-01-2012				FAMIGLIE
133,82	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE								
133,72	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE								
137,80	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE								
132,24	AFFITTO	30-11-2011	FAMIGLIE								
128,28	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE								
110,48	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE								
112,85	AFFITTO	31-12-2011	FAMIGLIE								
123,11	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE								
135,86	AFFITTO	31-12-2011	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)			
	<i>segue VIA DRAGONCELLO 621 ROMA - LAZIO</i>				109,13	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					131,18	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					130,59	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					109,73	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					108,99	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					131,45	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					109,49	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					131,39	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					125,95	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					108,12	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					131,90	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					132,61	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					130,96	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					130,97	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					134,24	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					130,40	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					180,18	AFFITTO	30-09-2012	FAMIGLIE			
					129,36	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					109,50	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
					110,51	AFFITTO	29-02-2012	FAMIGLIE			
						AFFITTO	01-09-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					130,96	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					131,40	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					124,25	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					124,25	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					132,61	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					130,59	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					128,66	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					130,97	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					126,29	AFFITTO	31-01-2012	FAMIGLIE			
					131,45	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					151,07	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					128,66	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					129,30	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					130,39	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					131,40	AFFITTO	31-03-2012	FAMIGLIE			
					132,61	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					93,33	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					131,40	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					152,58	AFFITTO	30-04-2012	FAMIGLIE			
					146,95	AFFITTO	31-05-2012	FAMIGLIE			
					141,17	AFFITTO	31-05-2012	FAMIGLIE			
					153,74	AFFITTO	30-06-2012	FAMIGLIE			
					123,87	AFFITTO	30-06-2012	FAMIGLIE			
					94,03	AFFITTO	30-06-2012	FAMIGLIE			
					163,92	AFFITTO	31-08-2012	FAMIGLIE			
					183,20	AFFITTO	31-08-2012	FAMIGLIE			
					161,83	AFFITTO	31-08-2012	FAMIGLIE			
					160,24	AFFITTO	31-08-2012	FAMIGLIE			
					178,92	AFFITTO	31-08-2012	FAMIGLIE			
					154,88	AFFITTO	30-09-2012	FAMIGLIE			
					158,12	AFFITTO	31-08-2012	FAMIGLIE			
					149,73	AFFITTO	31-08-2012	FAMIGLIE			
					189,89	AFFITTO	30-09-2012	FAMIGLIE			
4	VIA MURAT 13/25 MILANO - LOMBARDIA	RESIDENCE 1984		38.426,47					43.967.217	23.865.446	
						AFFITTO	30-01-2015	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	30-01-2015	IMPRESE COMMERCIALI			
					142,24	AFFITTO	31-03-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					52,28	AFFITTO	31-12-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					98,27	AFFITTO	31-03-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					121,83	AFFITTO	31-05-2014	IMPRESE COMMERCIALI		06-2009 175.000	
					12,33	AFFITTO	30-06-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					159,56	AFFITTO	31-05-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					154,88	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					76,65	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)			
	<i>segue VIA MURAT 13/25 MILANO - LOMBARDIA</i>				193,12	AFFITTO	31-03-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					329,60	AFFITTO	31-10-2008	IMPRESE COMMERCIALI			
					61,31	AFFITTO	31-03-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					151,50	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					118.325.625	40.373.792	
						AFFITTO	31-01-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					187,25	AFFITTO	31-01-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	31-01-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	31-03-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					151,15	AFFITTO	31-03-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
						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			
					170,67	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					169,55	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					31,83	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					118,36	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					173,94	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					137,16	AFFITTO	31-01-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					20,83	AFFITTO	30-09-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					122,20	AFFITTO	31-07-2014	IMPRESE COMMERCIALI			08-2009 95.000
					52,61	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					149,10	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					99,06	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					155,57	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					178,96	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					151,20	AFFITTO	30-04-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					145,65	AFFITTO	31-05-2013	IMPRESE COMMERCIALI			06-2009 150.000
					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					11.608.738	8.380.375	
					125,12	AFFITTO	27-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
7	VIA PISANI 14 MILANO - LOMBARDIA	UFFICI	1974	3.503,01					16.401.047		
					156,03	AFFITTO	31-03-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					137,52	AFFITTO	30-11-2008	IMPRESE COMMERCIALI			
					247,73	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					277,47	AFFITTO	31-12-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					164,31	AFFITTO	31-08-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					150,38	AFFITTO	30-06-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	14-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					153,67	AFFITTO	31-08-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					128,93	AFFITTO	14-12-2014	IMPRESE COMMERCIALI			12-2009 23.000 12-2010 23.000 12-2011 39.500 06-2009 28.100
						AFFITTO	14-12-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
8	VIALE MONTE GRAPPA 20 ABITAZIONI MILANO - LOMBARDIA			1.690,16					5.005.231		
					127,20	AFFITTO	31-03-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					150,25	AFFITTO	30-06-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					187,23	AFFITTO	31-03-2014	IMPRESE COMMERCIALI			
					132,05	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	30-06-2009	FAMIGLIE			
					129,07	AFFITTO	30-06-2009	FAMIGLIE			
					114,39	AFFITTO	31-03-2010	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)				
9	VIA DE CRISTOFORIS 6/8 MILANO - LOMBARDIA	RESIDENCE		14.646,39	202,35	AFFITTO	30-06-2012	IMPRESE COMMERCIALI	32.001.123			
					65,19	AFFITTO	31-03-2014	IMPRESE COMMERCIALI				
					132,24	AFFITTO	31-03-2017	IMPRESE COMMERCIALI				
10	VIA DEI MISSAGLIA 97 ED. A4 MILANO - LOMBARDIA	UFFICI		9.147,40	130,42	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI	20.001.404			
					71,53	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI				
						AFFITTO	31-03-2012	IMPRESE COMMERCIALI				
					103,66	AFFITTO	30-09-2012	IMPRESE COMMERCIALI				
					91,17	AFFITTO	31-12-2013	IMPRESE COMMERCIALI				
					122,91	AFFITTO	30-09-2014	IMPRESE COMMERCIALI				
					127,72	AFFITTO	31-08-2014	IMPRESE COMMERCIALI				
					35,63	AFFITTO	31-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI				
108,91	AFFITTO	04-06-2013	IMPRESE COMMERCIALI									
11	VIA FRASCHINI 3 MILANO - LOMBARDIA	ABITAZIONI		14.173,27	131,15	AFFITTO	31-03-2016	IMPRESE COMMERCIALI	30.250.000			
					105,22	AFFITTO	31-03-2013	IMPRESE COMMERCIALI				
					118,37	AFFITTO	30-03-2010	IMPRESE COMMERCIALI				
					96,21	AFFITTO	28-02-2010	IMPRESE COMMERCIALI				
12	VIA KEPLERO SNC PERO (MI) - LOMBARDIA	ALBERGHI		35.475,00		AFFITTO	30-04-2018	IMPRESE COMMERCIALI	134.619.565		05-2009 1.500.000 05-2010 3.000.000 05-2011 4.500.000 05-2012 6.000.000 05-2013 8.040.000	
13	GALLERIA SAN FEDERICO TORINO - PIEMONTE	UFFICI	1928	22.652,33	650,33	AFFITTO	30-09-2012	IMPRESE COMMERCIALI	62.697.256	27.650.959		
					228,96	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI				
					418,43	AFFITTO	31-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI				
					316,90	AFFITTO	31-12-2012	IMPRESE COMMERCIALI				01-2010 160.000
					175,96	AFFITTO	31-03-2009	IMPRESE COMMERCIALI				
					172,04	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI				
					665,35	AFFITTO	31-12-2014	IMPRESE COMMERCIALI				
					146,27	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI				
					218,94	AFFITTO	31-03-2009	IMPRESE COMMERCIALI				
					499,83	AFFITTO	31-12-2012	IMPRESE COMMERCIALI				01-2010 330.000 01-2011 380.000 01-2012 410.000
					236,95	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI				
					243,47	AFFITTO	30-09-2009	IMPRESE COMMERCIALI				
					252,26	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI				
					235,95	AFFITTO	30-09-2011	IMPRESE COMMERCIALI				
					256,43	AFFITTO	31-03-2013	IMPRESE COMMERCIALI				
					426,13	AFFITTO	30-09-2010	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
					171,11	AFFITTO	30-09-2009	IMPRESE COMMERCIALI				
					331,56	AFFITTO	31-03-2014	IMPRESE COMMERCIALI				04-2009 40.000 04-2010 45.000
						AFFITTO	31-12-2012	IMPRESE COMMERCIALI				
150,53	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI									
242,54	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI									
271,57	AFFITTO	31-03-2009	IMPRESE COMMERCIALI									
541,42	AFFITTO	31-12-2013	IMPRESE COMMERCIALI	01-2010 42.000 01-2011 46.000 01-2012 50.000								
64,50	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI									
340,58	AFFITTO	31-03-2010	IMPRESE COMMERCIALI									
573,24	AFFITTO	31-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI									
496,22	AFFITTO	31-03-2008	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)			
	<i>segue</i> GALLERIA SAN FEDERICO TORINO - PIEMONTE				265,92	AFFITTO	31-03-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					378,71	AFFITTO	30-09-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					209,76	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					252,62	AFFITTO	31-03-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					226,03	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					606,51	AFFITTO	30-06-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					330,89	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					237,08	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					285,59	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					57,40	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					193,24	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					223,01	AFFITTO	31-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					426,37	AFFITTO	31-03-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					427,69	AFFITTO	31-12-2013	IMPRESE COMMERCIALI			
					336,30	AFFITTO	30-06-2014	IMPRESE COMMERCIALI			07-2009 95.000 07-2010 120.000 07-2011 135.000
					483,43	AFFITTO	30-06-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
					237,08	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					418,11	AFFITTO	31-03-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					186,63	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					155,14	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					143,59	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					122,76	AFFITTO	30-09-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					71,32	AFFITTO	31-12-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					209,70	AFFITTO	30-09-2012	IMPRESE COMMERCIALI			
					80,58	AFFITTO	31-05-2009	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			
14	VIALE MATTEOTTI 72 FIRENZE - TOSCANA	UFFICI		2.147,01					6.491.264	3.221.789	
					188,94	AFFITTO	17-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	28-02-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
15	VIA PANTIN 1 SCANDICCI (FI) - TOSCANA	UFFICI	1972	6.056,79					8.168.903		
					69,36	AFFITTO	17-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
						AFFITTO	31-01-2010	IMPRESE COMMERCIALI			
					122,47	AFFITTO	28-02-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					94,93	AFFITTO	28-02-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					135,66	AFFITTO	28-02-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					101,75	AFFITTO	30-09-2008	IMPRESE COMMERCIALI			
					107,92	AFFITTO	30-04-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					80,82	AFFITTO	30-06-2009	IMPRESE COMMERCIALI			
					88,62	AFFITTO	17-12-2011	IMPRESE COMMERCIALI			
	TOTALI			246.022,12					574.220.499	153.681.497	

⁽¹⁾ La superficie riportata corrisponde alla porzione delle unità immobiliari locabili 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.

INFORMAZIONI SULLA REDDITIVITÀ DEI BENI IMMOBILI

REDDITIVITÀ DEI BENI IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni immobili (1)	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria A	Locazione finanziaria B	Importo totale C=A+B	% sui canoni (2)
FINO A 1 ANNO	16.998.394	1.086.622		1.086.622	4,70%
DA OLTRE 1 A 3 ANNI	126.965.142	8.308.419		8.308.419	35,94%
DA OLTRE 3 A 5 ANNI	117.912.578	7.350.788		7.350.788	31,80%
DA OLTRE 5 A 7 ANNI	55.004.519	3.943.231		3.943.231	17,06%
DA OLTRE 7 A 9 ANNI	44.617.949	2.428.462		2.428.462	10,50%
OLTRE 9 ANNI (3)	133.031.250				
A) TOTALE BENI IMMOBILI LOCATI	494.529.832	23.117.522		23.117.522	100,00%
B) TOTALE BENI IMMOBILI NON LOCATI	83.769.729				

(1) La differenza nei valori, rispetto alla valutazione degli Esperti Indipendenti, è riconducibile al metodo di arrotondamento da questi utilizzato nonché, in tale prospetto non vengono considerate le superfici ad uso terrazze e soppalchi.

(2) Percentuale sull'importo totale dei canoni.

(3) La redditività è pari a 0 in quanto la proprietà ha stipulato un contratto che prevede il comodato fino al termine improrogabile del 30 aprile 2009; a partire dal 1° maggio 2009 decorrerà un normale contratto di locazione.

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (DAL 01/08/2004 AL 31/12/2008)

Cespiti disinvestiti	Quantità (1)	Acquisto		Ultima valutazione (3)	Realizzo		Proventi generati (c)	Oneri sostenuti (d)	Risultato dell'investimento (e=b+c-a-d)
		Data	Costi 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 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	2.034.688	787.783	5.684.185
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	85.500.685	104.500.000	26-07-2007	120.000.000	16.692.572	12.885.332	38.306.555
P.LE DON STURZO 21/34	15.226,39	01-08-2004	42.727.531	53.000.000	17-12-2007	60.000.000	6.677.675	4.461.562	19.488.582
MILANO									
VIA COPERNICO 34/42	17.206,38	01-08-2004	59.189.795	77.000.000	29-12-2008	72.000.000	13.724.425	2.013.605	24.521.025

(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 realizzo.

II.5 CREDITI

Alla data del Rendiconto non vi sono crediti in essere diversi da quelli specificati alla voce II.9 "Altre attività".

II.6 DEPOSITI BANCARI

Tale tipologia di investimento della liquidità del Fondo non è stata utilizzata nel corso dell'esercizio.

II.7 ALTRI BENI

Alla data del Rendiconto il Fondo detiene attività classificabili come “altri beni” per 3.550.000 euro, relativi ad acconti su acquisizioni che riguardano la costruzione di due piani aggiuntivi del complesso immobiliare sito a Milano in Via Lampedusa 11/A.

II.8 POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ

LIQUIDITÀ DISPONIBILE	32.635.304
- DI CONTO CORRENTE	32.635.304
LIQUIDITÀ DA RICEVERE PER OPERAZIONI DA REGOLARE	
LIQUIDITÀ IMPEGNATA PER OPERAZIONI DA REGOLARE	

II.9 ALTRE ATTIVITÀ

RATEI ATTIVI	500.039
- SU TITOLI DI DEBITO	290.491
- SU INTERESSI DI CONTO CORRENTE	209.548
RISCONTI ATTIVI	2.274.231
- SU IMPOSTA SOSTITUTIVA PER FINANZIAMENTO	251.151
- SU COMMISSIONI DI PARTECIPAZIONE PER FINANZIAMENTO	1.529.999
- SU COMMISSIONI DI ORGANIZZAZIONE PER FINANZIAMENTO	123.773
- SU CONSULENZE PER FINANZIAMENTO	283.352
- SU IMPOSTA DI REGISTRO	85.956
RISPARMIO D'IMPOSTA	8.416.194
- CREDITO IVA VERSO ERARIO	8.415.846
- CREDITO RITENUTA D'ACCONTO VERSO ERARIO	348
ALTRE	3.296.547
- CREDITI VERSO CONDUTTORI	1.456.848
- FATTURE DA EMETTERE VERSO CONDUTTORI	1.127.163
- CREDITI DIVERSI	23.741
- DEPOSITI CAUZIONALI UTENZE	8.000
- CREDITI VERSO ACQUIRENTI IMMOBILIARI	866.000
- FONDO SVALUTAZIONE CREDITI	-185.205

Alla data del Rendiconto, la voce rilevante relativa ai “crediti verso acquirenti immobiliari” si riferisce all’IVA da recuperare dalla società Studio Art Centers International Inc. su vendita dell’immobile sito in Via Sant’Egidio 14 a Firenze, avvenuta in data 13/07/2006 (contenzioso tuttora in corso).

Si rileva che alla data di approvazione del Rendiconto i crediti verso conduttori, per effetto di ulteriori incassi, si sono ridimensionati a circa euro 1,37 mln; tale voce è soggetta ad una procedura di monitoraggio continua.

Sezione III – LE PASSIVITÀ

III.1 FINANZIAMENTI RICEVUTI

- **Primo Finanziamento stipulato in data 26 settembre 2005 – Banca Agente Intesa Sanpaolo S.p.A. (già Banca Intesa S.p.A.)**

L'importo di euro 85.656.746 corrisponde al Finanziamento erogato e non rimborsato al 31/12/2008. Dal momento della stipula del Finanziamento, la somma erogata per l'acquisto di immobili e per opere di miglioria è pari a euro 232.711.506, mentre la somma erogata per la parte IVA che si determina da queste operazioni, ammonta a euro 45.534.671.

Il Fondo, nel corso dell'anno ha provveduto poi a rimborsare anticipatamente euro 54.131.000 sulla Tranche relativa all'acquisto di immobili ed opere di miglioria ed euro 2.700.000 sulla Tranche C, che sommati agli importi di euro 135.758.431, già rimborsati negli anni precedenti, totalizzano la restituzione alle Banche Finanziatrici di euro 192.589.431.

PRIMO FINANZIAMENTO PER ACQUISTO IMMOBILI ED OPERE DI MIGLIORIA

Nominativo Controparte	% sul totale	Categoria Controparte	Importo Erogato	Importo Rimborsato	Importo Erogato Non Rimborsato	Importo Da Erogare	Durata anni
BANCA INTESA SPA	32,1%	Banca Italiana	74.800.127	49.857.107	24.943.020	92.730	6
MCC SPA	7,1%	Banca Italiana	16.622.250	11.079.357	5.542.893	20.607	6
BANCA DI ROMA SPA	16,1%	Banca Italiana	37.400.063	24.928.554	12.471.510	46.366	6
BANCO DI SICILIA SPA	4,5%	Banca Italiana	10.388.907	6.924.598	3.464.308	12.879	6
BIPOP CARIRE SPA	4,5%	Banca Italiana	10.388.907	6.924.598	3.464.308	12.879	6
UNICREDIT BANCA D'IMPRESA SPA	32,1%	Banca Italiana	74.800.127	49.857.107	24.943.020	92.730	6
BANCASAI SPA	3,6%	Banca Italiana	8.311.125	5.539.679	2.771.447	10.303	6
TOTALE	100,0%		232.711.506	155.111.000	77.600.506	288.494	

Il Finanziamento è stato stipulato nella forma tecnica del finanziamento ipotecario a medio lungo termine con ipoteca di 1° grado sui seguenti immobili: MI-Lampedusa, MI-Murat, FI-Matteotti e RM-Di Dono.

PRIMO FINANZIAMENTO IVA

Nominativo Controparte	% sul totale	Categoria Controparte	Importo Erogato	Importo Rimborsato	Importo Erogato Non Rimborsato	Importo Da Erogare	Durata anni
BANCA INTESA SPA	32,1%	Banca Italiana	14.636.144	12.046.639	2.589.505	470.999	5
MCC SPA	7,1%	Banca Italiana	3.252.477	2.677.031	575.446	104.666	5
BANCA DI ROMA SPA	16,1%	Banca Italiana	7.318.072	6.023.319	1.294.753	235.500	5
BANCO DI SICILIA SPA	4,5%	Banca Italiana	2.032.798	1.673.144	359.654	65.416	5
BIPOP CARIRE SPA	4,5%	Banca Italiana	2.032.798	1.673.144	359.654	65.416	5
UNICREDIT BANCA D'IMPRESA SPA	32,1%	Banca Italiana	14.636.144	12.046.639	2.589.505	470.999	5
BANCASAI SPA	3,6%	Banca Italiana	1.626.238	1.338.515	287.723	52.333	5
TOTALE	100,0%		45.534.671	37.478.431	8.056.240	1.465.329	

Il Finanziamento è stato stipulato nella forma tecnica del finanziamento ipotecario a medio lungo termine.

• **Secondo Finanziamento stipulato in data 15 marzo 2007 – Banca Agente Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A.**

L'importo di euro 68.024.751 corrisponde al Finanziamento erogato e non rimborsato al 31/12/2008. Dal momento della stipula del Finanziamento, la somma erogata per l'acquisto di immobili è pari a euro 66.252.824, mentre la somma erogata per la parte IVA che si determina da queste operazioni, ammonta a euro 1.771.927.

Nel corso dell'anno il Fondo non ha provveduto a rimborsare anticipatamente gli importi finanziati.

SECONDO FINANZIAMENTO PER ACQUISTO IMMOBILI ED OPERE DI MIGLIORIA

Nominativo Controparte	% sul totale	Categoria Controparte	Importo Erogato	Importo Rimborsato	Importo Erogato Non Rimborsato	Importo Da Erogare	Durata anni
INTESA SANPAOLO SPA	29,0%	Banca Italiana	19.234.691		19.234.691	25.765.309	9
MCC SPA	29,0%	Banca Italiana	19.234.691		19.234.691	25.765.309	9
MEDIOBANCA BANCA DI CREDITO FINANZIARIO SPA	38,7%	Banca Italiana	25.646.254		25.646.254	34.353.746	9
BANCASAI SPA	3,2%	Banca Italiana	2.137.188		2.137.188	2.862.812	9
TOTALE	100,0%		66.252.824		66.252.824	88.747.176	

Il Finanziamento è stato stipulato nella forma tecnica del finanziamento ipotecario a medio lungo termine con ipoteca di 1° grado sugli immobili di TO-San Federico e MI-Tucidide.

SECONDO FINANZIAMENTO IVA

Nominativo Controparte	% sul totale	Categoria Controparte	Importo Erogato	Importo Rimborsato	Importo Erogato Non Rimborsato	Importo Da Erogare	Durata anni
INTESA SANPAOLO SPA	29,0%	Banca Italiana	514.430		514.430	8.485.570	9
MCC SPA	29,0%	Banca Italiana	514.430		514.430	8.485.570	9
MEDIOBANCA BANCA DI CREDITO FINANZIARIO SPA	38,7%	Banca Italiana	685.908		685.908	11.314.092	9
BANCASAI SPA	3,2%	Banca Italiana	57.159		57.159	942.841	9
TOTALE	100,0%		1.771.927		1.771.927	29.228.073	

Il Finanziamento è stato stipulato nella forma tecnica del finanziamento ipotecario a medio lungo termine.

III.2 PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI, PRESTITO TITOLI ED OPERAZIONI ASSIMILATE

Alla data del Rendiconto non risultano in essere operazioni di pronti contro termine passivi, prestito titoli ed operazioni assimilate e tali strumenti non sono stati impiegati nella gestione del Fondo.

III.3 STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Alla data del Rendiconto, non risultano presenti strumenti finanziari derivati che diano luogo a posizioni debitorie a carico del Fondo.

III.4 DEBITI VERSO PARTECIPANTI

Non sussistono debiti nei confronti dei partecipanti al Fondo.

III.5 ALTRE PASSIVITÀ

PROVVIGIONI ED ONERI MATURATI E NON LIQUIDATI	-38.799
- SERVIZI BANCA DEPOSITARIA	-38.799
DEBITI D'IMPOSTA	-14.917
- RITENUTA D'ACCONTO PROFESSIONISTI	-12.499
- IRPEF PER CONTO CUSTODI	-2.407
- RITENUTE LAVORATORI DIPENDENTI	-11
RATEI PASSIVI	526.639
- INTERESSI DEPOSITI CAUZIONALI CONDUTTORI	-17.508
- SPESE BANCARIE	-716
- SPESE RIPETIBILI	545.029
- IMPOSTA DI BOLLO	-166
RISCONTI PASSIVI	-272.076
- RECUPERO ONERI FINANZIARI PER ACQUISTO "COSA FUTURA"	-230.748
- RECUPERO IMPOSTE DI REGISTRO CONTRATTI DI LOCAZIONE	-41.328
ALTRE	-38.498.545
- DEBITI VERSO SOCIETÀ DI REVISIONE	-44.956
- DEBITI VERSO ESPERTI INDIPENDENTI	-18.750
- DEBITI VERSO PROPERTY MANAGER	-396.826
- DEBITI VERSO FORNITORI	-32.213.150
- DEPOSITI CAUZIONALI CONDUTTORI	-793.509
- DEBITI DIVERSI	-32.058
- DEBITI VERSO CONDUTTORI PER PARTITE DA LIQUIDARE	-89.803
- ACCONTI RICEVUTI PER VENDITE IMMOBILI	-1.000.000
- FONDO GARANZIE SU VENDITE IMMOBILI	-3.909.493

Si specifica che la voce rilevante relativa ai "debiti verso fornitori" è composta principalmente, per l'importo di euro 23.869.738, dalla fattura da pagare nei primi mesi del 2009 alla società costruttrice dell'immobile sito a Pero (MI) in Via Keplero, acquisito in data 5 novembre 2008.

Sezione IV – IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Le quote del Fondo sono interamente detenute da investitori qualificati, in quanto lo stesso è “riservato” a tali soggetti.

Nell’ambito di tale categoria, nessuna quota è detenuta da soggetti non residenti.

Prospetto delle variazioni del valore del Fondo dall’avvio dell’operatività 01/08/2004 fino al 31/12/2008:

	IMPORTO	IN % DEI VERSAMENTI EFFETTUATI
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (QUOTE EMESSE PER PREZZO DI EMISSIONE) ⁽¹⁾	400.284.245	100,00%
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI		
A1. RISULTATO COMPLESSIVO DELLA GESTIONE DELLE PARTECIPAZIONI		
A2. RISULTATO COMPLESSIVO DELLA GESTIONE DEGLI ALTRI STRUMENTI FINANZIARI	6.403.002	1,60%
B. RISULTATO COMPLESSIVO DELLA GESTIONE DEI BENI IMMOBILI	167.710.704	41,90%
C. RISULTATO COMPLESSIVO DELLA GESTIONE DEI CREDITI		
D. INTERESSI ATTIVI E PROVENTI ASSIMILATI COMPLESSIVI SU DEPOSITI BANCARI		
E. RISULTATO COMPLESSIVO DELLA GESTIONE DEGLI ALTRI BENI		
F. RISULTATO COMPLESSIVO DELLA GESTIONE DEI CAMBI		
G. RISULTATO COMPLESSIVO DELLE ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE	620.274	0,15%
H. ONERI FINANZIARI COMPLESSIVI	-28.577.994	-7,14%
I. ONERI DI GESTIONE COMPLESSIVI	-20.257.857	-5,06%
L. ALTRI RICAVI E ONERI COMPLESSIVI	11.346.169	2,83%
M. IMPOSTE COMPLESSIVE	-617.526	-0,15%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-52.036.952	-13,00%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	84.589.820	21,13%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2008	484.874.065	121,13%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DI RENDICONTO ⁽²⁾		7,17%

⁽¹⁾ E’ indicato il controvalore delle quote al valore nominale.

⁽²⁾ Rappresenta il tasso di interesse composto annuale dalla data di collocamento alla data del Rendiconto, calcolato in base ai flussi di cassa rappresentati dall’esborso inizialmente investito nel Fondo, dai proventi distribuiti, dai rimborsi parziali delle quote e considerando l’ipotetico incasso per il disinvestimento delle quote al valore del NAV contabile al 31/12/2008.

Sezione V – ALTRI DATI PATRIMONIALI

- Il Fondo, sin dal 2006, ha fatto ricorso a strumenti derivati su tassi (IRS) in attuazione di una politica di copertura del potenziale rischio di incremento dei tassi d’interesse relativo ai finanziamenti accesi. Tali posizioni sono tuttora aperte e l’impegno complessivo risulta di nominali 103 mln di euro, pari al 21,2% del Valore Complessivo Netto del Fondo.
- Per quanto attiene alle Attività e Passività nei confronti della Capogruppo e di altre società del Gruppo le poste evidenti sono relative a:
 - un acconto di 10 mln di euro versato ad Immobiliare Lombarda S.p.A. per l’acquisto di un complesso immobiliare sito in Milano – Via dei Missaglia 97 Ed. A3;
 - un importo di 3,55 mln di euro già versato alla società Selezione Terza S.r.l. nel 2005 per la costruzione di due nuovi piani dell’immobile adibito a residence in Via Lampedusa a Milano;
 - un debito verso Immobiliare Lombarda S.p.A., per l’attività di Property Manager, che ammonta a euro 396.826.
- Non sussistono Attività e Passività denominate in valute diverse dall’euro o beni immobili situati in Paesi diversi da quelli dell’U.E.M..
- Non sussistono plusvalenze in regime di sospensione di imposta ai sensi dell’art. 15, comma 2, della Legge 86/94.

5. Ammontare e garanzie ricevute:

IMMOBILE	IMPORTO	TIPO GARANZIA	IMPORTO	TIPO GARANZIA
VIA MURAT 13/25 - MILANO	47.107,91	DEPOSITI NUMERARI	379.752,09	FIDEIUSSIONI
VIA TUCIDIDE 56 - MILANO	85.274,68	DEPOSITI NUMERARI	1.058.888,80	FIDEIUSSIONI
VIA LAMPEDUSA 11/A - MILANO			225.000,00	FIDEIUSSIONI
VIA PISANI 14 - MILANO	73.859,63	DEPOSITI NUMERARI	16.900,00	FIDEIUSSIONI
VIALE MONTE GRAPPA 20 - MILANO	16.969,54	DEPOSITI NUMERARI		
VIA DE CRISTOFORIS 6/8 - MILANO			428.513,00	FIDEIUSSIONI
VIA FRASCHINI 3 - MILANO	3.375,00	DEPOSITI NUMERARI	4.411,00	FIDEIUSSIONI
GALLERIA SAN FEDERICO - TORINO	212.950,22	DEPOSITI NUMERARI	456.846,39	FIDEIUSSIONI
VIA DI DONO 3/A - ROMA	173.265,91	DEPOSITI NUMERARI	783.855,51	FIDEIUSSIONI
VIA DRAGONCELLO 621 - ROMA	169.788,00	DEPOSITI NUMERARI		
VIA PANTIN 1 - SCANDICCI (FI)	10.917,91	DEPOSITI NUMERARI		
TOTALE	793.508,80	DEPOSITI NUMERARI	3.354.166,79	FIDEIUSSIONI

6. Con riferimento al **Primo Finanziamento**, contratto nel 2005, il Fondo ha provveduto ad iscrivere inizialmente su 9 immobili del proprio patrimonio, un'ipoteca volontaria di primo grado, a favore delle Banche Finanziatrici, ai sensi dell'Art. 2808 del C.C., per la somma complessiva di euro 420 mln, di cui euro 280 mln per capitale ed euro 140 mln per interessi, spese accessorie e costi di escussione.

Si dà atto che, a fronte della vendita di un immobile nel corso del 2008 con rimborso della relativa quota di Finanziamento prevista e conseguente cancellazione di ipoteca, i complessi ipotecati a garanzia del Finanziamento del Fondo, al 31/12/2008 risultano quattro.

Di seguito si elencano gli immobili e l'ammontare delle rispettive ALA:

ALLOCAZIONE DI PARTE DEL FINANZIAMENTO SUGLI IMMOBILI VINCOLATI		
CITTA'	INDIRIZZO	ALA
MILANO	VIA MURAT 13/25	25.630.000
	VIA LAMPEDUSA 11/A	9.000.000
FIRENZE	VIALE MATTEOTTI 72	3.460.000
ROMA	VIA DI DONO 3/A	53.900.000
TOTALE		91.990.000

7. Con riferimento al **Secondo Finanziamento**, contratto nel 2007, il Fondo ha provveduto ad iscrivere inizialmente su 2 immobili del proprio patrimonio, un'ipoteca volontaria di primo grado, a favore delle Banche Finanziatrici, ai sensi dell'Art. 2808 del C.C., per la somma complessiva di euro 372 mln, di cui euro 186 mln per capitale ed euro 186 mln per interessi, spese accessorie e costi di escussione.

Di seguito si elencano gli immobili e l'ammontare delle rispettive ALA:

ALLOCAZIONE DI PARTE DEL FINANZIAMENTO SUGLI IMMOBILI VINCOLATI		
CITTA'	INDIRIZZO	ALA
TORINO	GALLERIA SAN FEDERICO	45.640.000
MILANO	VIA TUCIDIDE 56	66.640.000
TOTALE		112.280.000

L'ALA è pari al 70% del Valore del Libero Mercato al 31/12/2008.

PARTE C IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

Sezione I – RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/perdita da realizzati	di cui: per variazione dei tassi di cambio	Plus/minusvalenze	di cui: per variazione dei tassi di cambio
A. PARTECIPAZIONI IN SOCIETÀ NON QUOTATE				
1. DI CONTROLLO				
2. NON DI CONTROLLO				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
1. ALTRI TITOLI DI CAPITALE				
2. TITOLI DI DEBITO				
3. PARTI DI O.I.C.R.				
C. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	-54.439		-209.887	
1. TITOLI DI DEBITO	-54.439		-209.887	
2. TITOLI DI CAPITALE				
3. PARTI DI O.I.C.R.				

Risultato degli strumenti finanziari derivati

	Con finalità di copertura		Senza finalità di copertura	
	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Risultati realizzati	Risultati non realizzati
OPERAZIONI SU TASSI DI INTERESSE	1.893.340			
- FUTURE SU TITOLI DI DEBITO, TASSI E ALTRI CONTRATTI SIMILARI				
- OPERAZIONI SU TASSI E ALTRI CONTRATTI SIMILARI	1.893.340			
- SWAP E ALTRI CONTRATTI SIMILARI				
OPERAZIONI SU TITOLI DI CAPITALE				
- FUTURE SU TITOLI DI CAPITALE, INDICI AZIONARI E ALTRI CONTRATTI SIMILARI				
- OPZIONI SU TITOLI DI CAPITALE E ALTRI CONTRATTI SIMILARI				
- SWAP E ALTRI CONTRATTI SIMILARI				
ALTRE OPERAZIONI				
- FUTURE				
- OPZIONI				
- SWAP				

Nel corso dell'esercizio gli strumenti finanziari derivati finalizzati ad una copertura del rischio tassi per il Finanziamento in essere, hanno, nel loro complesso, comportato il realizzo di un utile di euro 1.893.340.

Sezione II – BENI IMMOBILI

RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO SU BENI IMMOBILI

	Immobili Residenziali	Immobili Commerciali ⁽¹⁾	Immobili Industriali	Terreni	Altri
1. PROVENTI	726.208	28.186.330			
1.1 CANONI DI LOCAZIONE NON FINANZIARIA	682.950	25.551.698			
1.2 CANONI DI LOCAZIONE FINANZIARIA					
1.3 ALTRI PROVENTI	43.258	2.634.632			
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI		-4.908.255			
2.1 BENI IMMOBILI		-4.908.255			
2.2 DIRITTI REALI IMMOBILIARI					
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE	2.499.719	-22.557.195			
3.1 BENI IMMOBILI	2.499.719	-22.557.195			
3.2 DIRITTI REALI IMMOBILIARI					
4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-265.459	-10.084.367			
5. AMMORTAMENTI					
6. IMPOSTE	-1.394.461	-2.315.254			
6.1 ICI	-25.021	-1.619.106			
6.2 IMPOSTA DI REGISTRO	-1.391.415	-2.305.484			
6.3 IMPOSTA DI BOLLO CONTRATTI DI LOCAZIONE	-3.046	-9.770			

⁽¹⁾ Per immobili commerciali si intendono le destinazioni d'uso prevalente quali terziaria, uffici e turistico alberghiera.

Sezione III – CREDITI

Alla data del 31/12/2008 non sono in corso operazioni di cartolarizzazione e tali strumenti non sono stati utilizzati.

Sezione IV – DEPOSITI BANCARI

Nel corso dell'esercizio non è stata utilizzata tale tipologia di investimento.

Sezione V – ALTRI BENI

Nel corso dell'esercizio non si sono registrate componenti economiche afferenti a tale voce.

Sezione VI – ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI

Risultato della gestione cambi

Nel corso del 2008 non vi sono state operazioni che abbiano dato origine alla rilevazione di componenti reddituali relative alla "gestione cambi".

Pronti contro termine e operazioni assimilate

Nel corso del 2008 non è stata posta in essere alcuna operazione della fattispecie.

Oneri finanziari

INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	8.462.678
- SU FINANZIAMENTI IPOTECARI	8.444.556
- SU DEPOSITI CAUZIONALI VERSATI DAI CONDUTTORI	18.122
ALTRI ONERI FINANZIARI	1.101.296
- COMMISSIONI DI PARTECIPAZIONE PER FINANZIAMENTO	354.576
- COMMISSIONI DI AGENZIA PER FINANZIAMENTO	170.000
- CONSULENZE LEGALI SU FINANZIAMENTO	71.406
- COMMISSIONI DI ORGANIZZAZIONE PER FINANZIAMENTO	48.090
- COMMISSIONI DI MANCATO UTILIZZO DEL FINANZIAMENTO	456.992
- INTERESSI PASSIVI PER RITARDATO PAGAMENTO UTENZE	232
- INTERESSI PASSIVI DI C/C	

Sezione VII – ONERI DI GESTIONE

VII.1 COSTI SOSTENUTI NEL PERIODO

PROVVIGIONI DI GESTIONE	4.802.286
COMMISSIONI BANCA DEPOSITARIA	155.196
- COMPENSO ANNUALE	141.087
- SPESE CUSTODIA/AMMINISTRAZIONE TITOLI	14.109
ONERI PER ESPERTI INDIPENDENTI	88.897
ALTRI ONERI DI GESTIONE	50.136
- SOCIETÀ DI REVISIONE	44.955
- SPESE BANCARIE	5.181

VII.2 PROVVIGIONE DI INCENTIVO

Il Regolamento di gestione del Fondo non prevede “provvigioni di incentivo”, bensì una commissione variabile che viene calcolata alla data di stacco del provento ed alla liquidazione del Fondo.

Nell’esercizio 2008 non sussistono le condizioni al riconoscimento di una commissione variabile sul provento alla SGR.

Sezione VIII – ALTRI RICAVI ED ONERI

	RICAVI	ONERI
INTERESSI ATTIVI SU DISPONIBILITÀ LIQUIDE	638.213	
- INTERESSI ATTIVI SU C/C EURO	638.213	
ALTRI ONERI		-150.480
- ACCANTONAMENTO FONDO SVALUTAZIONI CREDITI		-97.079
- PERDITE SU CREDITI TERZI		-53.400
- ARROTONDAMENTI		-1
ALTRI RICAVI	4.673.015	
- RECUPERO ONERI SU FINANZIAMENTO ACQUISTO "COSA FUTURA"	4.673.015	
- ARROTONDAMENTI		

Sezione IX – IMPOSTE

ALTRE IMPOSTE	287.390
- IMPOSTA SOSTITUTIVA SU FINANZIAMENTI IPOTECARI	286.658
- IMPOSTE DI BOLLO	732

PARTE D ALTRE INFORMAZIONI

- L'Esperto Indipendente Scenari Immobiliari S.r.l. riveste anche la funzione di Intermediario Finanziario. Scenari Immobiliari S.r.l. è un istituto indipendente di studi e ricerca che opera attraverso un gruppo numeroso di collaboratori qualificati nell'analisi dei mercati immobiliari e, in generale, nell'economia del territorio nazionale ed europeo.

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE

Deloitte.

Deloitte & Touche S.p.A.
Galleria San Federico, 54
10121 Torino
Italia

Tel: +39 011 55971
Fax: +39 011 544756
www.deloitte.it

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 156 E DELL'ART. 9 DEL D. LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58

**Ai Partecipanti al
FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO
TIKAL R.E. FUND**

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso TIKAL R.E. FUND per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008. La responsabilità della redazione del rendiconto di gestione in conformità al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia il 14 aprile 2005 compete agli amministratori di SAI Investimenti S.G.R. S.p.A.. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto di gestione e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il rendiconto di gestione sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel rendiconto di gestione, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al rendiconto di gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 28 marzo 2008.
3. A nostro giudizio, il rendiconto di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso TIKAL R.E. FUND per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008 è conforme al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia il 14 aprile 2005 che ne disciplina i criteri di redazione; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione del patrimonio ed il risultato di esercizio del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso TIKAL R.E. FUND.

4. La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori, in conformità a quanto previsto dal Regolamento sopra menzionato, compete agli amministratori di SAI Investimenti S.G.R. S.p.A.. E' di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto di gestione, come richiesto dall'art. 156, comma 4-bis, lettera d), del D. Lgs. n. 58/98. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n. 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla CONSOB. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con il rendiconto di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso TIKAL R.E. FUND per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Andrea Paiola
Socio

Torino, 27 marzo 2009

RELAZIONE DI STIMA "TIKAL R.E. FUND" ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2008

Indice

INTRODUZIONE

<i>1. Premessa</i>	<i>pag.</i>	<i>52</i>
<i>2. Definizione di valore corrente di mercato</i>		<i>53</i>
<i>3. Andamento del mercato immobiliare</i>		<i>55</i>
<i>4. Descrizione della metodologia utilizzata nelle valutazioni</i>		<i>63</i>
<i>5. Documentazione</i>		<i>66</i>
<i>6. Limiti della presente relazione</i>		<i>66</i>
<i>7. Conclusioni</i>		<i>67</i>

Gennaio 2009

Milano, 21 gennaio 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 31 dicembre 2008, dei seguenti 15 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. Firenze	Viale Matteotti, 72
5. Scandicci	Via Pantin, 1
6. Milano	Via Tucidide, 56
7. Milano	Via Lampedusa, 11/3
8. Milano	Via Vittor Pisani, 14
9. Milano	Via Montegrappa, 20
10. Milano	Via Rosales, 4 – Via de Cristoforis 6/8
11. Milano	Via Missaglia, 97 – Edificio A2
12. Roma	Via Bellini, 14
13. Roma	Via Dragoncello, 621
14. Milano	Via Fraschini, 3
15. 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 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

Nel quarto trimestre del 2008 sono peggiorati quasi tutti gli indicatori dei mercati immobiliari europei, anche se con dimensioni decisamente meno negative che in Usa.

La situazione economica generale, la crisi della finanza e le aspettative di recessione hanno aumentato la sfiducia tra gli investitori istituzionali e le famiglie. E questo nonostante una crescita degli investimenti infrastrutturali e un costante flusso migratorio che alimenta una forte domanda abitativa in tutti i Paesi europei.

Il fatturato immobiliare dei cinque principali Paesi europei scende dell'1.7 per cento rispetto al 2007, fermandosi sotto i 700 miliardi di euro. Solo a livello di Eu27 la variazione annua è positiva con un più 0,5 per cento.

Il mercato più penalizzato è quello residenziale, anche a causa delle drastiche politiche attuate dalle banche europee nella concessione dei mutui fondiari. Ad essere penalizzate sono soprattutto le famiglie di basso reddito. Per ovviare a questa situazione molti Paesi (come Gran Bretagna, Spagna e Francia) hanno stanziato importanti risorse per realizzare alloggi in social housing.

In calo pressochè ovunque le compravendite, mentre le quotazioni sono stabili solo nel medio alto livello. Nel continente i ribassi più significativi si stanno avendo in Inghilterra (meno 8 per cento) e Spagna (meno dieci per cento). Si tratta di contrazioni che non superano quasi mai il dieci per cento. Nella precedente crisi del mercato - primi anni novanta - le quotazioni persero il 40 per cento medio in due anni.

Anche il comparto degli uffici risente della congiuntura economica, con domanda e transazioni in calo. Solo le top location mostrano una buona capacità difensiva di canoni e prezzi. Ci sono segnali positivi invece nei mercati di Londra e Francoforte dove si muovono i grandi investitori internazionali, che stanno progressivamente spostando il proprio asse degli investimenti dai Paesi dell'est (Cina, Russia, India) verso destinazioni più tradizionali ed economie più solide come quelle dell'Europa continentale. E' lo stesso trend che ispira l'orientamento leggermente positivo verso il mercato italiano (in primis Milano).

In controtendenza i settori della logistica di qualità e dei centri commerciali di ultima generazione. Questi due comparti, strettamente legati, sono in sviluppo perchè è in corso un cambiamento profondo nella distribuzione e vendita delle merci in Europa.

Centri commerciali di nuova generazione (molto più grandi dei precedenti) stanno avendo un grande successo e così cambiano le esigenze del trasporto merci. Basti pensare al vero boom che stanno avendo i centri logistici specializzati nel "freddo". Questo comporta anche un grande interesse degli investitori quali fondi e Reits.

In uno scenario 2009 caratterizzato da bassa inflazione e costo del denaro calante, l'attrattiva degli investimenti immobiliari a buon reddito (quali uffici e commercio) ritorna molto forte. Mentre sono in crisi sia l'industriale usato che il retail commerciale.

Il settore dei fondi immobiliari europei ha mostrato una buona tenuta, a differenza dei Reits che invece sono stati penalizzati dagli andamenti di Borsa.

Le prospettive per il primo semestre del 2009 sono ancora negative per i Paesi dell'Europa occidentale ed emergono le prime difficoltà anche per gli altri (crisi in Ungheria).

A livello continentale si attende un primo trimestre 2009 ancora piuttosto negativo, in specie per il settore residenziale, mentre dal secondo trimestre (stante la bassa inflazione e un'economia in leggera ripresa) gli indicatori potrebbero migliorare.

La ripresa dei mercati è attesa tra il 2010 e il 2011, a seconda dei comparti e delle località.

LO SCENARIO ITALIANO

In Italia il quarto trimestre è stato particolarmente negativo, dopo che nei primi tre gli indicatori erano rimasti piuttosto stabili. A livello aggregato il mercato chiude con un fatturato di poco inferiore a 122 miliardi di euro, con un calo del 3,6 per cento rispetto allo scorso anno.

E' il mercato residenziale ad avere avuto (in termini assoluti) la riduzione più significativa. A determinare questa situazione sono stati il progressivo irrigidimento del sistema creditizio nell'erogare mutui e la contrazione di una domanda di medio-basso reddito preoccupata dai venti di recessione e di disoccupazione.

Forte calo nel settore turistico, dove c'è una drastica riduzione nelle compravendite di seconde case, mentre rimane stabile il comparto degli alberghi, per il quale è atteso un forte sviluppo invece nel 2009.

Il mercato terziario è rimasto positivo, anche per la presenza di numerosi investitori istituzionali. La domanda assoluta è in contrazione ma le aziende che si spostano cercano edifici di classe A e ben posizionati.

Nel settore industriale si avvertono andamenti analoghi a quanto accade nel resto d'Europa. L'industria logistica è in profonda trasformazione con domanda di prodotti immobiliari specializzati e abbandona vecchi o inutili contenitori, senza speranza.

Positivo, a livello aggregato, il comparto commerciale. Ma nel retail aumenta il vacancy (cioè le superfici vuote) al di fuori delle zone commercialmente più valide delle città. Nella Gdo è in corso una incessante competizione tra le strutture commerciali per quote di mercato dei consumi in contrazione. Sono in forte sviluppo gli outlet e i centri commerciali integrati.

IL MERCATO RESIDENZIALE

Nel corso del secondo semestre dell'anno, il mercato residenziale ha avuto una flessione negli scambi di circa il 20 per cento rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente.

I cali più sensibili, fino al 30 per cento, si sono registrati nei cantieri per le nuove iniziative, soprattutto se posizionate nei comuni degli hinterland metropolitani.

Le quotazioni medie a livello annuale sono rimaste leggermente positive (più 0,5 per cento) mentre nel quarto trimestre sono state in discesa tra il 5 ed il 10 per cento pressochè ovunque.

Le zone urbane ad avere la discesa maggiore sono le periferie, seguite dalle aree semi-centrali. Stabili i valori medi invece nei quartieri centrali.

La domanda medio-bassa è fortemente rallentata nella propensione all'acquisto dalla rigidità nelle erogazioni dei mutui. I tempi delle procedure sono lunghi ed inoltre aumenta il livello di garanzie richieste. Ma a frenare maggiormente le compravendite è il fatto che la quota mutuabile raramente supera il 50 per cento del valore dell'alloggio. Questo rallentamento nel sistema creditizio all'immobiliare ha, ad esempio, ridotto di un terzo gli acquisti da parte dei lavoratori immigrati e dimezzato quello delle famiglie di nuova composizione dove un componente ha un lavoro precario.

Gli effetti della difficoltà della domanda di medio basso livello si avvertono pesantemente anche nei cantieri. Non solo hanno difficoltà a chiudere le vendite i cantieri in corso, ma sono in rallentamento anche le nuove iniziative residenziali. A questo contribuisce la difficoltà ad accedere al credito da parte dei costruttori.

La crisi che ha investito tutti i prodotti finanziari sta riposizionando gli investitori verso il mercato residenziale, ma gli effetti si potranno avvertire compiutamente solo nel corso del 2009.

Le previsioni per il primo semestre del 2009 sono negative per il mercato residenziale. Il numero di compravendite dovrebbe scendere del 10 per cento rispetto al primo semestre del 2008.

I cali maggiori si avranno nei capoluoghi più piccoli e nei comuni degli hinterland, mentre nelle città maggiori si avrà una leggera ripresa degli scambi.

Le quotazioni avranno una discesa media intorno al 5 per cento, ma con una variazione tra meno 1 per cento in centro e meno 8 per cento nelle zone periferiche.

Nel secondo semestre dell'anno la direzione del mercato potrebbe cambiare in meglio, per effetto di un possibile miglioramento del circuito finanziario che di schiarite sul versante occupazionale.

Comunque questo non significa un aumento delle quotazioni, ma una stabilizzazione sui valori della primavera 2009.

IL MERCATO TERZIARIO/UFFICI

Nel secondo semestre del 2008 il mercato terziario/uffici ha avuto un brusco rallentamento. A livello complessivo l'anno si chiude con un incremento del fatturato, ma sono calate le superfici scambiate (meno 5 per cento). La crisi finanziaria ha rallentato il finanziamento delle operazioni di acquisto e lo sviluppo delle nuove iniziative.

Nel quarto trimestre si sono aggiunte le preoccupazioni sugli impatti sull'economia reale e sui livelli occupazionali. Il numero delle operazioni si è fortemente ridotto.

La previsione per il 2009 è, nel complesso, ancora positiva, ma scontando un primo semestre ancora negativo. Infatti le aziende hanno rinviato le decisioni di spostamento (anche per andare in superfici più piccole) in attesa di analizzare l'evoluzione del sistema economico.

Nel secondo trimestre dovrebbe esserci già un miglioramento per i prodotti tra 5 e 10mila mq, se di classe A, e ben posizionati dal punto di vista logistico.

Molto negativo invece il mercato per le piccole superfici (sotto i mille mq), con un forte aumento dell'offerta e una ripresa possibile solo dopo il 2010.

I prezzi medi sono calati di circa il 3 per cento nel corso dell'anno scorso, con una sostanziale stabilità (0,5 per cento) solo nelle top location, dove l'esiguità degli scambi mantiene stabili i valori.

I canoni medi sono calati nelle zone esterne e per gli immobili di classe B e C, mentre sono stabili per la classe A.

Per il 2009 ci si attende un calo ulteriore per il settore, intorno al 2 per cento, ma con segnali di rialzo invece per le top location. I rendimenti sono previsti in leggera discesa. Una ripresa più consistente è attesa dopo il mese di settembre.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI PER LA LOGISTICA

A livello europeo il mercato della logistica è stato condizionato nel 2008 soprattutto dal cambio euro/dollaro poco favorevole, che ha penalizzato gli scambi, e per il prezzo elevato del carburante che ha inciso notevolmente sul costo del trasporto, principalmente quello terrestre (quota maggioritaria del trasporto totale, circa il 40 per cento in Europa). Anche se le quotazioni del greggio ora sono scese, sono rimaste attive le dinamiche delle criticità generate dalle quotazioni elevate.

Per l'Italia il mercato dei servizi logistici nel 2008 ha mantenuto un trend positivo, anche se a ritmi contenuti. La domanda è stata alimentata dall'aumento dei flussi dei volumi gestiti. Tuttavia, l'attuale criticità, soprattutto del comparto industriale, sta riducendo la richiesta di outsourcing. Per tutto il settore si è registrato una forte pressione al ribasso dei costi di esercizio con conseguente diminuzione dei profitti. Resta come principale fattore di sviluppo del settore l'incremento della qualità e la gamma dei servizi offerti.

La fase di decelerazione del mercato immobiliare della logistica in Italia è proseguita nel 2008, sebbene il bilancio di chiusura sia positivo. L'anno si è chiuso con un fatturato di 4,2 miliardi di euro, con un incremento del 5 per cento rispetto all'anno precedente. Il fatturato del settore industriale globale è di 4,5 miliardi, perché si aggiungono i capannoni solo ad uso produttivo.

Nel 2008 è aumentata sensibilmente l'offerta di immobili ad uso logistico disponibili sul mercato, raggiungendo quota 5,36 milioni di mq e con un incremento del 23,4 per cento in due anni. Questo forte aumento è un segnale di allarme per il mercato perché lo colloca a rischio saturazione con difficile riequilibrio nel breve medio termine. Infatti, l'aumento dello spazio disponibile, soprattutto di Classe A indica un segnale di debolezza nell'incontro tra domanda e offerta, perché spesso le superficie costruite non sono adatte alle esigenze della domanda.

Si è registrato un maggior interesse da parte della domanda ma si sono allungati i tempi di definizione dei contratti e rallentati gli investimenti. Il mercato è stato caratterizzato

dal cambio di soggetto protagonista della domanda, all'operatore logistico è subentrato direttamente il produttore industriale nella richiesta dell'immobile. Condizione che ha avvantaggiato il mercato perché si è ridotto il rischio dell'investimento (siglando contratti più lunghi con tenant più affidabili).

Le metrature più richieste sono quelle tra 10mila e 40mila metri quadrati. Si lasciano le superfici più grandi che implicano spese più elevate, per passare a strutture più piccole, decentrate, utilizzando nuovi sistemi di distribuzione frazionata in grado di mantenere l'equilibrio tra costi di manutenzione e spese di trasporto.

La domanda si orienta principalmente sui capannoni "su misura", corrispondenti esattamente alle caratteristiche desiderate (12 m. di altezza sotto trave, area esterna estesa, maggiore coibentazione). Anche gli immobili ecologici sono abbastanza richiesti, perché la scelta permette di risparmiare sui consumi e sugli oneri di manutenzione. Dal versante degli sviluppatori il trend del mercato per il prossimo biennio è positivo. Dal versante degli investitori, invece, il mercato è ancora robusto, ma con opportunità appetibili in esaurimento. L'investimento più idoneo risulta difficile da individuare ed è maggiormente soggetto a fluttuazioni impreviste.

Lo scenario di lungo termine del mercato è positivo. Tuttavia, affinché i valori fondamentali si mantengano in un intervallo tale da garantire la buona salute nel breve e lungo termine, è necessario seguire la strada della qualità, sia dal versante degli investimenti che da quello dello sviluppo.

Le previsioni per il biennio 2009 – 2010 sono di una graduale risalita del mercato, ad iniziare dalla prima metà del 2009, con un moderato incremento dei mq assorbiti, un leggero aumento del fatturato (più 2,4 e 7 per cento rispettivamente nel biennio) e un contenuto rialzo delle quotazioni.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI

Il settore commerciale vive una situazione di forte difficoltà. La crisi finanziaria e la riduzione dei consumi hanno accentuato le criticità del comparto, che da qualche anno si trova in fase di profonda trasformazione. Oltre ai cambiamenti demografici (invecchiamento della popolazione, aumento delle famiglie monocomponente) il consumatore di fronte alla crisi cambia abitudini: esegue acquisti veloci e dà priorità ai bisogni di breve periodo (riduce le scorte) con grande attenzione al prezzo.

Tuttavia, è proprio sulla base di questi cambiamenti che i retailers si preparano ad affrontare la crisi. Forti della convinzione che i consumi, nonostante l'entità del rallen-

tamento, non potranno mai azzerarsi i principali gruppi proseguono la loro crescita mediante l'investimenti in risorse disponibili e con il rinnovamento del proprio core business aziendale.

Il mercato immobiliare del commercio a livello europeo ha subito un forte rallentamento nel 2008. Da un lato il blocco dei finanziamenti ha rimandato o fermato lo sviluppo di numerosi progetti sparsi su tutto il continente. Dall'altro la situazione di incertezza ha portato i retailer sia a valutare con maggiore attenzione ogni decisione, allungando i tempi decisionali e di chiusura dei contratti, che a rafforzare il loro potere contrattuale per la riduzione dei canoni d'affitto.

Infatti, molti operatori hanno approfittato della situazione per rivedere i propri contratti e, se possibile, trasferirsi in zone più appetibili.

In Italia il rallentamento è stato meno accentuato, grazie allo sviluppo degli outlet (maggiormente richiesti dalla domanda) e altre iniziative presenti soprattutto a sud della penisola (ancora carente di superfici commerciali di grandi dimensioni). Hanno favorito il mercato anche i retail park, graditi dalla domanda che vuole unire allo shopping il divertimento o il relax e la cura della persona (specie dotati di palestra o centri benessere).

Si è assistito alla rinascita dei piccoli supermercati di quartieri ed al riammodernamento di quelli esistenti.

Ha risentito particolarmente della crisi invece la piccola distribuzione, soprattutto quella collocata lontano dalle zone centrali, che non è riuscita a recuperare utili per coprire le spese d'affitto. Anche molti negozi delle vie meno appetibili, anche se centrali, sono stati chiusi.

Nel 2008 il fatturato del comparto è cresciuto, rispetto all'anno precedente, del 2,6 per cento, arrivando a quota 7,8 miliardi di euro, contro una crescita media annua di circa sei punti percentuali nell'ultimo quinquennio.

Le quotazioni sono rimaste tendenzialmente stabili, aumentate soltanto di 2,8 per cento nella grande distribuzione e del 1,5 per cento per la piccola distribuzione.

I canoni di locazione sono leggermente diminuiti con conseguente diminuzione dei rendimenti (scesi a 6,8 e 5,8 per la piccola e grande distribuzione rispettivamente).

Le prospettive per il 2009 sono di un persistere del rallentamento almeno fino a primo semestre dell'anno, per poi proseguire con una crescita molto lenta e graduale per il 2010.

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI AD USO ALBERGHIERO

L'industria del turismo rappresenta circa il 10,4 per cento del Pil mondiale e cresce in maniera esponenziale. Nel 2008 l'andamento a livello globale è stato a due velocità, in aumento per i primi cinque mesi dell'anno ed in forte rallentamento ad iniziare dai mesi estivi. L'incertezza economica, la volatilità dei mercati azionari ed il calo della fiducia sia dei consumatori che delle imprese ha influito negativamente sulla domanda turistica. Per molte aziende il taglio delle spese ha condizionato sia il settore business che quello di svago. Tuttavia, il desiderio di viaggiare rimane invariato e si attende un graduale incremento degli arrivi internazionali ad iniziare dalla seconda metà del 2009.

L'Europa assorbe il maggior numero di arrivi internazionali a livello mondiale (53,6 per cento) e le quote maggioritarie sono capitanate da Francia (81,9 milioni), Spagna (59,1 milioni) e Italia (43,6 milioni). L'offerta ricettiva è una base fondante dell'industria del turismo e l'Italia si colloca in una buona posizione con un cospicuo numero di alberghi, 33.768 e rispettivo numero di camere, oltre due milioni.

Sulla penisola si stanno posizionando diversi grandi gruppi alberghieri mondiali e hanno ancora in progetto oltre un miliardo di investimenti per incrementare la propria offerta su tutto il territorio nazionale. Nei primi nove mesi del 2008 il tasso di occupazione delle camere è sceso del 5,6 per cento, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, fermando l'indice a 60,9 per cento (contro il 64,5 per cento del 2007). Soltanto i primi mesi dell'anno hanno avuto un andamento positivo, anche se debole, ma successivamente l'indice è calato sensibilmente, anche nel mese di agosto (il più alto per eccellenza).

Il decremento del tasso di occupazione ha interessato tutte le città italiane, in particolare le città d'arte: Venezia (-13,1 per cento), Roma (-10 per cento), Firenze (-8 per cento). Anche il segmento congressuale e business ha subito dei rallentamenti, ad eccezione di Milano che ha mantenuto pressappoco lo stesso valore del 2007 (65 per cento). Fanno eccezione Genova e Torino che hanno registrato una crescita del 3,3 e del 11,2 per cento rispettivamente.

Il ricavo medio per camera occupata è sceso a 136,33 euro, contro 141,48 dello stesso periodo del 2007. La causa di questa flessione è stata la diminuzione dei prezzi attuata nel comparto del lusso, mentre quella degli alberghi a 4 stelle e 3 stelle hanno registrato incremento dei prezzi rispettivamente di 1,6 e 4,7 per cento.

Le previsioni per il 2009 sono di un ulteriore rallentamento, sia dell'occupazione delle camere (-1,3 per cento) che dei prezzi medi, con conseguente decremento della redditività alberghiera (-1,8 per cento).

La domanda di investimenti in alberghi si mantiene stabile, concentrata nelle maggiori città (Milano, Roma, Firenze e Venezia): stabili i prezzi a camera, mentre sono in lieve calo i rendimenti.

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 31 dicembre 2008*
- *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

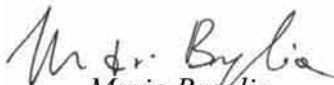
La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

- 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.

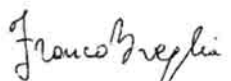
7. Conclusioni

Alla data del 31 dicembre 2008, 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 31 dicembre 2008
			Euro
1	Roma	Via di Dono, 3/A	86.000.000,00
2	Milano	Via Murat, 13-25	47.300.000,00
3	Torino	Galleria S. Federico	65.200.000,00
4	Firenze	Viale Matteotti, 72	6.500.000,00
5	Scandicci	Via Pantin, 1	8.800.000,00
6	Milano	Via Tucidide, 56	95.200.000,00
7	Milano	Via Lampedusa, 11-3	11.600.000,00
8	Milano	Via Vittor Pisani, 14	14.200.000,00
9	Milano	Via Montegrappa 20	6.600.000,00
10	Milano	Via Rosales 4 - Via de Cristoforis 6/8	32.500.000,00
11	Milano	Via Missaglia 97, edificio A2	19.000.000,00
12	Roma	Via Bellini, 14	4.000.000,00
13	Roma	Via Dragoncello, 621	19.000.000,00
14	Milano	Via Fraschini, 3	31.000.000,00
15	Pero	Via Keplero	133.000.000,00
	Totale		579.900.000,00


Mario Breglia
(Presidente)


Maurizio Sinigaglia
(Consigliere delegato)


Franco Breglia
(Responsabile Area Valutazioni)

