

**FONDO “PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA”
NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE
AL 30 GIUGNO 2006**

Il valore della quota di partecipazione

Il valore della quota del Fondo al 30 giugno 2006 è pari a Euro 3.475,718 e presenta un incremento del 4,89% rispetto alla valutazione relativa alla fine dell'esercizio precedente, chiusosi con una valorizzazione di Euro 3.313,80; la percentuale in incremento del valore della quota sale al 9,05% rispetto al valore risultante al 30 giugno 2005.

Rispetto al valore di collocamento l'incremento risulta pari al 39,03%.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 30 giugno 2006, pari al 7,55%, ha superato l'obiettivo di rendimento minimo prefissato, definito dall' art. 14.8 del Regolamento del Fondo pari ad un tasso annuo composto del 7,5 %.

Come previsto dall' art. 14.7 del Regolamento del Fondo, alla SGR compete un compenso pari al 20% del risultato di gestione eccedente l'obiettivo di rendimento minimo prefissato; l'importo, pari a Euro 77.850, è stato accantonato nella situazione patrimoniale ed economica del Fondo. Negli esercizi successivi l'importo dell'accantonamento verrà adeguato ai risultati della gestione del Fondo.

Tenendo conto dell'onere sopra indicato, il tasso interno di rendimento del Fondo al 30 giugno 2006 risulta pari al 7,54%.

A partire dal 1° luglio 2003 le quote del Fondo sono negoziate presso il Mercato Telematico Azionario, segmento MTF; il valore di Borsa alla data del 30 giugno 2006 si è attestato sul valore di Euro 2.690, mentre nel corso del semestre l'ambito di oscillazione si è ricompreso fra un minimo di Euro 2.610 ed un massimo di Euro 2.798; si è confermata peraltro l'esiguità delle transazioni medie giornaliere (24 quote) rispetto al totale delle quote emesse (69.200).

Andamento del mercato immobiliare

Il primo semestre del 2006 registra un ulteriore aumento del mercato immobiliare (+3/3,5%, equivalente a +6/7% su base annuale),¹ confermando la persistenza dell'andamento positivo degli ultimi anni. Occorre tuttavia osservare che si conferma anche il trend di rallentamento nella crescita, ormai in atto da circa due anni, con un mercato che sembra cercare un nuovo equilibrio.

Il dato previsionale degli ultimi mesi del 2005 indicava un rallentamento per alcune aree geografiche, fenomeno che invece non si è verificato nel primo semestre se non per pochi

¹ Nomisma, II Rapporto sul Mercato Immobiliare, Luglio 2006

mercati. Il *soft landing* del settore è stato infatti accompagnato da un moderato aumento nei tassi di interesse che ha evitato il verificarsi di riduzioni nei valori di mercato. Inoltre, secondo le prime indicazioni di Nomisma, il mercato si mostra ottimista sulla possibilità di un aumento nei canoni di locazione favoriti da segnali di ripresa dell'economia: secondo il Servizio Studi BNL è attesa per l'anno in corso una crescita del PIL del 1,2% per l'Italia e del 2%² per l'Area Euro.

Per quanto riguarda il mercato primario, l'indagine dell'ANCE di marzo indica che il settore delle costruzioni, nonostante un quadro economico e congiunturale non particolarmente favorevole nel 2005, ha mostrato segnali di rafforzamento, con un tasso di crescita reale dello 0,5% sull'anno precedente. Il comparto trainante rimane il residenziale, a fronte di una lieve contrazione negli altri comparti e nelle opere pubbliche, soprattutto per la riduzione della domanda da parte della Pubblica Amministrazione.

Nel mercato immobiliare, analizzando nel dettaglio i singoli comparti, emerge come il residenziale mostri una tenuta nella domanda, con mantenimento nelle tempistiche di vendita ed un leggero aumento delle quotazioni; si registrano tuttavia alcune riduzioni nei valori per certe aree e nei valori dei canoni di locazione.

Il comparto terziario si è mostrato complessivamente stazionario, con un aumento nei prezzi di compravendita del 3,1% (superiore rispetto all'incremento del 2,7% nel semestre precedente)³, ma con una sostanziale stabilità sul fronte delle locazioni; sul piano dei tempi di conclusione dei contratti non si registrano significative variazioni. In particolare Milano e Roma si confermano come le città con la maggiore capacità di attirare utilizzatori.

Nei primi mesi del 2006 il mercato milanese conferma un assorbimento di spazio in linea con l'anno precedente (circa 73.000 mq)⁴: la maggior parte dei contratti riguardano immobili in posizioni centrali e semicentrali, con prevalenza di immobili di grado A (70% del totale), principalmente nei settori dei media, industriale e bancario. Si è tuttavia registrato un ulteriore incremento del *vacancy rate* (dall'8,2% del 2005 all'8,6%)⁵, seppur l'offerta di immobili di qualità rimanga limitata. Sull'arco dei prossimi 5-7 anni il potenziale di sviluppo di nuove operazioni è molto elevato e comprende progetti di grandi dimensioni in varie aree del mercato: si prevede la disponibilità di nuove superfici per circa mq. 170.000 nel 2006⁶. Il canone massimo di locazione è rimasto stabile (Euro 500/mq/anno) e considerando l'assenza di nuovo prodotto nel centro, non si prevede un sostanziale incremento nel breve-medio termine, mentre le nuove consegne di immobili di qualità potrebbero incrementare il valore in alcune zone periferiche del mercato.

Il mercato degli uffici di Roma presenta un primo semestre positivo, con un aumento dell'assorbimento (40.000 mq nei primi tre mesi)⁷ principalmente dovuto al settore della Pubblica Amministrazione, dei servizi e dell'*information technology*. I canoni massimi di locazione sono rimasti stabili, con un rafforzamento nella richiesta di spazi che soddisfano le norme di qualità internazionali, soprattutto nelle zone centrali: in leggero aumento il *vacancy rate* (dal 4% al 4,3%) a causa della nuova offerta (mq. 16.000 circa)⁸.

² Servizio Studi BNL, Focus, n°27, 12 Luglio 2006

³ Nomisma, Il Rapporto sul Mercato Immobiliare, Luglio 2006

⁴ Jones Lang Lasalle, Milan Market Update, 1° Trimestre 2006

⁵ Jones Lang Lasalle, Milan Market Update, 1° Trimestre 2006

⁶ Jones Lang Lasalle, Milan Market Update, 1° Trimestre 2006

⁷ Jones Lang Lasalle, Rome Market Update, 1° Trimestre 2006

⁸ Jones Lang Lasalle, Rome Market Update, 1° Trimestre 2006

Il comparto commerciale presenta valori ancora in aumento (vendita +3,2% e locazione +2%; fonte: *Largo Consumo*)⁹, in presenza di una domanda costantemente superiore all'offerta, con tempi di vendita e locazione invariati; i rendimenti sono stabili e l'opinione degli operatori è per il mantenimento dell'attuale situazione. In particolare, il sud Italia mostra segnali di crescita e presenta ancora un forte potenziale considerato il rapporto abitanti/strutture commerciali al di sotto della media nazionale, che pur permane inferiore alla media europea.

Gli investimenti/disinvestimenti immobiliari

Il giorno 23 febbraio 2006 è stata finalizzata la cessione dell'immobile di Roma, Via Pastrengo 22, alla società Previra Immobiliare, facente capo alla Cassa di Previdenza dei Ragionieri; ciò che ha permesso al Fondo di realizzare una plusvalenza superiore a Euro 15 milioni.

Al 30 giugno 2006 il portafoglio degli immobili posseduti dal Fondo comprende i seguenti cespiti:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo di acquisto Euro	Valore di mercato al 30/06/2006 Euro	Increm. Valore (%)	Conduttore principale
30/4/2002	Uffici	Roma, Via C. Colombo, 424/428	30.538	58.550.546 (*)	84.000.000	43,47	Agenzia delle Entrate
17/12/2002	Uffici	Milano, via Durando, 38	13.757	17.800.000	23.200.000	30,3%	A.C.I. Interbanca SpA
26/9/2003	Uffici	Cinisello Balsamo (Mi)	24.374	21.377.877 (*)	23.400.000	9,46	Multi Tenant
17/11/2003	Galleria Commerciale	Civitanova Marche	3.713	14.350.000	16.600.000	15,7%	Multi Tenant
28/11/2003	Uffici	Milano, Viale Jenner	20.538	22.650.000	30.600.000	35,1%	TIM
23/04/2004	Uffici	Corsico, via Caboto	13.931	19.535.000	23.700.000	21,3%	Foster Wheeler
28/12/2004	Galleria Commerciale	Prato Calenzano (FI)	3.729	14.800.000	15.700.000	6,1%	Multi Tenant
18/05/2005	Medie Superfici	Bari - Sportown (BA)	2.259	4.050.000	4.400.000	8,1%	Scarpe e Scarpe
08/07/05	Galleria Commerciale	Trevi - P.za Umbra (PG)	6.274	16.750.000	17.900.000	6,9%	Multi Tenant
TOTALI				189.863.423	239.500.000	26,14	

(*) l'importo comprende gli oneri sostenuti dal Fondo per la ristrutturazione/valorizzazione dell'immobile.

Alla data di chiusura del semestre, sulla base delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, REAG - Real Estate Advisory Group, gli immobili facenti parte del portafoglio del Fondo hanno, nella loro globalità, incrementato il loro valore di mercato del 26,14% rispetto al

⁹ Nomisma, II Rapporto sul Mercato Immobiliare, Luglio 2006

loro costo storico incrementato degli oneri di ristrutturazione sostenuti dal Fondo per gli edifici siti in Roma e in Cinisello Balsamo.

Le plusvalenze non realizzate contabilizzate nel semestre ammontano a Euro 7,3 milioni.

Nel corso del semestre sono terminate le opere di ristrutturazione dell'immobile di Roma, Via C. Colombo; ciò ha permesso la consegna al conduttore, Agenzia delle Entrate, che ha sottoscritto il contratto di locazione con decorrenza, con pieno effetto economico, dal 1° maggio 2006.

Si è conclusa anche l'attività di commercializzazione dell'ultimo piano ancora sfritto dello stabile di Milano, Via Durando.

Gli effetti del contratto decorrono dal 1° maggio 2006.

Continua invece l'opera di valorizzazione commerciale nell'immobile di Cinisello Balsamo, sul quale è stato realizzato il rifacimento delle facciate e degli androni di ingresso.

All'inizio del semestre è stato finalizzato il rinnovo anticipato del contratto di locazione con il conduttore dell'immobile di Corsico, Forster Wheeler.

L'indebitamento finanziario del Fondo ammonta complessivamente a Euro 60 milioni, pari al 25% del valore di mercato del patrimonio immobiliare.

Le quote di partecipazione alla "PanEuropean Property Limited Partnership" in capo al Fondo sono valorizzate al valore di NAV del 31 marzo 2006 per Euro 21,9 milioni; nel corso del semestre la "Limited Partnership" ha distribuito quale dividendo di competenza del primo trimestre 2006 un importo pari a Euro 309.071.

La liquidità del Fondo

Al 30 giugno 2006 la liquidità del Fondo, temporaneamente depositata sul conto corrente acceso presso Banca Depositaria, ammonta a Euro 2,7 milioni.

Alla stessa data gli investimenti in strumenti finanziari quotati risultano pari a Euro 32,6 milioni e sono rappresentati da titoli di debito denominati in Euro emessi dallo Stato italiano.

Altre informazioni

Nel corso del primo semestre dell'anno i ricavi da locazione sono stati pari a Euro 6,7milioni; nell'analogo periodo dell' esercizio precedente erano assommati a Euro 4,5 milioni.

Al 30 giugno 2006 il Patrimonio netto del Fondo risulta essere di Euro 240.519.717 (Euro 229.315.159 al 31/12/2005); le attività del Fondo ammontano a Euro 304.320.873 (Euro 316.321.662 al 31/12/2005).

Alla data di riferimento non sussistono procedure giudiziali e/o arbitrali in corso.

* * * * *

In data 4 luglio 2006 è stato introdotto con il Decreto Legge n. 223 un nuovo regime IVA per il settore immobiliare.

Il citato decreto legge prevede, in particolare, l'introduzione dell'imposta di registro sulle compravendite immobiliari e l'esenzione dall'IVA dei canoni di locazione.

Conseguentemente si verificherebbe l'obbligo per i Fondi di rimborsare all'Erario l'IVA detratta sulle acquisizioni immobiliari e sui costi capitalizzati per un ammontare da calcolarsi in decimi

(o, rispettivamente, in quinti) proporzionali agli anni trascorsi dal momento dell'investimento; inoltre l'IVA sugli acquisti di beni e servizi effettuati dai fondi risulterebbe indetraibile.

La Società ha in corso tutte le opportune verifiche per misurare gli effetti del provvedimento sul rendimento del Fondo.

La nuova normativa, la cui efficacia decorre dalla data sopra citata, potrebbe peraltro subire in sede di conversione importanti emendamenti.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO "PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL *30 giugno 2006*

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 30 giugno 2006		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. Partecipazioni di controllo	€ 2.675.703	0,88%	€ 2.675.703	0,85%
A2. Partecipazioni non di controllo	€ 0		€ 0	
A3. Altri titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A4. Titoli di debito	€ 0		€ 0	
A5. Parti di O.I.C.R.	€ 21.918.390	7,20%	€ 20.157.110	6,37%
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A7. Titoli di debito	€ 32.630.701	10,72%	€ 6.829.920	2,16%
A8. Parti di O.I.C.R.	€ 0		€ 0	
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	€ 0		€ 0	
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	€ 0		€ 0	
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	€ 0		€ 0	
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. Immobili dati in locazione	€ 239.500.000,00	78,70%	€ 270.900.000	85,64%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	€ 0		€ 0	
B3. Altri immobili	€ 0	0,00%	€ 0	0,00%
B4. Diritti reali immobiliari	€ 0		€ 0	
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	€ 0		€ 0	
C2. Altri	€ 0		€ 0	
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista	€ 0		€ 0	
D2. Altri	€ 0		€ 0	
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'				
F1. Liquidità disponibile	€ 2.757.508	0,91%	€ 12.741.291	4,03%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	€ 0	0,00%	€ 0	0,00%
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	€ 0		€ 0	
G2. Ratei e risconti attivi	€ 822.667	0,27%	€ 107.340	0,03%
G3. Risparmi di imposta	€ 0	0,00%	€ 422.904	0,13%
G4. Altre	€ 4.015.905	1,32%	€ 2.487.394	0,79%
TOTALE ATTIVITA'	€ 304.320.873	100,00%	€ 316.321.662	100,00%

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO "PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 giugno 2006 importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30 giugno 2006	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari	€ 60.000.000	€ 60.000.000
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	€ 0	€ 0
H3. Altri	€ 0	€ 0
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	€ 0	€ 0
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	€ 0	€ 0
L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire	€ 0	€ 0
L2. Altri debiti verso i partecipanti	€ 0	€ 0
M. ALTRE PASSIVITA'		
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	€ 0	€ 0
M2. Debiti di imposta	€ 201.769	€ 3.090
M3. Ratei e risconti passivi	€ 462.605	€ 725.829
M4. Altre	€ 3.136.782	€ 26.277.584
TOTALE PASSIVITA'	€ 63.801.156	€ 87.006.503
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	€ 240.519.717	€ 229.315.159
Numero delle quote in circolazione	€ 69.200	€ 69.200
Valore unitario delle quote	€ 3.475,718	€ 3.313,80
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	€ 0	€ 0
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	€ 0	€ 0
Fidejussioni rilasciate a terzi	€ 392.841	€ 10.000.000