



FONDO "PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"

**RENDICONTO FINALE DI LIQUIDAZIONE
AL 15 GIUGNO 2009**

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

Il Fondo "Portfolio Immobiliare Crescita" è stato collocato nel corso del 2° semestre del 2001, raccogliendo un *equity* pari a 173 milioni di Euro, ripartito in 69.200 quote, ciascuna del valore nominale di Euro 2.500, da 12.291 sottoscrittori.

Gli investimenti effettuati, la loro gestione e successiva dismissione, hanno consentito di distribuire nel corso della vita del Fondo rispettivamente:

- un provento di Euro 215 per quota, pari a Euro 14,9 milioni, il 19 marzo 2007;
- un rimborso parziale di Euro 284 per quota, pari a Euro 19,7 milioni, il 15 aprile 2009;
- un rimborso parziale di Euro 1.200 per quota, pari a Euro 83 milioni, il 25 maggio 2009;
- un rimborso parziale di Euro 665 per quota, pari a Euro 46 milioni, lo scorso 8 giugno;

per un ammontare complessivo dei rimborsi pari a Euro 2.149.

Al 15 giugno il valore residuo complessivo netto del Fondo ammonta a Euro 65.201.576. Il valore unitario delle quote (al netto del provento distribuito di Euro 215 per quota e dell'ammontare complessivo dei rimborsi parziali di Euro 2.149 per quota) risulta pari a Euro 942,219.

Al termine dell'investimento, pertanto, il valore complessivo versato ai sottoscrittori risulta pari a Euro 3.306,219.

Dalla costituzione del Fondo alla data di liquidazione il valore della quota si è quindi incrementato del 32% rispetto al valore nominale.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni alla data di liquidazione risulta così pari al 3,9% annuo composto.

Il processo di dismissione

Nei primi mesi dell'anno 2007 il Fondo aveva perfezionato la prima vendita, cedendo a Previra Immobiliare S.p.A l'immobile di via Pastrengo a Roma al prezzo di Euro 41,7 milioni. Il Consiglio di Amministrazione della SGR in data 26 giugno 2008 aveva approvato il piano di smobilizzo del patrimonio del Fondo, definendo tempi e modalità delle operazioni di dismissione. Si era ritenuto di non richiedere il periodo di grazia e di avviare il processo di vendita come previsto dal Regolamento di gestione del Fondo. Le condizioni di mercato nel giugno 2008, infatti, come ampiamente documentato successivamente, inducevano a ritenere che le vendite si sarebbero potute effettuare nei termini previsti.

Le attività di vendita sono state, tuttavia, fortemente influenzate dagli effetti dell'aggravarsi della crisi economica e finanziaria che ha toccato tutti gli operatori, compresi gli investitori istituzionali, cui la procedura di dismissione era principalmente indirizzata. Dopo l'avvio della procedura di liquidazione, infatti, soprattutto a partire da metà settembre, si è verificato un eccezionale peggioramento della situazione finanziaria globale, caratterizzata da una forte mancanza di liquidità, che ha colpito anche i Paesi con i sistemi bancari più solidi e meno esposti verso i prodotti strutturati, come l'Italia. Come evidenziato anche dal Governatore della banca d'Italia nella Relazione annuale 2009, "il dissesto della banca d'affari Lehman Brothers, in settembre, ha segnato un punto di svolta"¹. Analogamente si è espresso il Ministro dell'Economia sostenendo che "...nel giugno del 2008 non era ancora d'uso parlare di crisi. L'impatto della crisi è arrivato in autunno, ed è stato tanto sul resto del mondo, quanto sull'Italia."² Sul drastico peggioramento del quadro economico dell'ultimo trimestre dell'anno 2008 esiste un consenso praticamente unanime; valga per tutti il commento contenuto nel World Economic Outlook di aprile 2009, che ha rilevato, tra l'altro, come "la situazione si è deteriorata rapidamente dopo il drammatico scoppio della crisi finanziaria nel settembre 2008" e "le economie avanzate hanno avuto un declino senza precedenti [...] nel quarto trimestre del 2008"³.

Tali straordinarie circostanze avevano reso oggettivamente difficile il completamento dello smobilizzo del patrimonio del Fondo entro il 31 dicembre 2008. In presenza di una drastica riduzione del volume delle transazioni dovuta ad un blocco del credito (*credit crunch*) di inattese proporzioni e di durissimo impatto soprattutto sulle operazioni di investimento a leva (con utilizzo di capitale di debito), come sono quelle che connotano il mercato degli immobili a destinazione d'uso non residenziale, ovvero utilizzati per lo svolgimento delle attività economiche, il Consiglio di Amministrazione della SGR aveva ritenuto opportuno richiedere all'Autorità di Vigilanza la proroga del termine di durata del Fondo. Avendo la Banca d'Italia ritenuto di non poter accogliere l'istanza di concessione di un periodo di grazia, la SGR ha proseguito l'attività di dismissione degli immobili con accresciuto impegno dettato dalla necessità di fronteggiare le avverse circostanze, nel rispetto del termine per il rimborso delle quote, previsto dal Regolamento di Gestione del Fondo.

In una prima fase si è proceduto, secondo gli standard internazionali universalmente utilizzati per le vendite immobiliari, tramite *advisors* di primario *standing* ad individuare e contattare direttamente i principali investitori immobiliari operanti in Italia e all'estero; tale attività ha permesso di contattare oltre 150 società i cui obiettivi di investimento risultavano in linea con le caratteristiche del portafoglio immobiliare del Fondo. In una seconda fase, si è deciso di affiancare una procedura "straordinaria" di dismissione che ha previsto la pubblicazione di un bando al fine di aumentare, anche in ambito locale, il livello di informazione del mercato. Pertanto, parallelamente alla conduzione di trattative dirette alla finalizzazione delle negoziazioni in corso, la SGR procedeva alla predisposizione e pubblicazione, sui principali quotidiani a diffusione nazionale e su alcuni giornali a rilevanza regionale, della procedura di dismissione tramite asta dei sette immobili fino a quel momento non ancora oggetto di proposte vincolanti.

Le vendite si sono così succedute:

- in data 23 dicembre 2008, cessione delle n. 215 quote del Fondo Immobiliare Estero non quotato denominato "Pan European Property Limited Partnership" gestito dalla società Rocksring P.I.M Ltd, al Fondo Immobiliare Dinamico ad un prezzo complessivo comprensivo del conguaglio effettuato nel corso del 2009 di Euro 20,2 milioni;
- in data 8 aprile 2009, cessione a Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A. dell'immobile di via Caboto a Corsico (MI) ad un prezzo di Euro 23 milioni;
- in data 29 aprile 2009, cessione a Mediolanum Vita S.p.A. dell'immobile di via Colombo a Roma ad un prezzo di Euro 83,5 milioni. La cessione restava condizionata

¹ Banca d'Italia - Relazione Annuale (Maggio 2009)

² Discorso tenuto a Roma il 23 giugno 2009 dal Ministro dell'Economia e delle finanze Giulio Tremonti alla festa per il 253° anniversario della fondazione della Guardia di Finanza, in Il Sole24Ore, 25 giugno 2009, Pag. 14.

³ FMI - World Economic Outlook (Aprile 2009)

sospensivamente al mancato esercizio del diritto di prelazione accordato al locatore che, non esercitando l'opzione, permetteva la definitiva chiusura dell'operazione il 21 maggio 2009;

- in data 29 maggio 2009 cessione alla società Duran S.r.l. dell'immobile di via Durando a Milano ad un prezzo di Euro 19,8 milioni;
- in data 4 giugno 2009 cessione delle gallerie commerciali di Civitanova Marche (MC) e Prato Calenzano (FI) a Finsud S.r.l., rispettivamente per Euro 12 milioni e Euro 14,25 milioni (quest'ultimo importo comprensivo della partecipazione nella società "Il Parco S.r.l.", proprietaria delle licenze commerciali della galleria);
- in data 10 giugno 2009 cessione dell'immobile di via Jenner a Milano ad Henderson Global Investors SGR p.A., per un prezzo di Euro 28,1 milioni;
- in data 12 giugno 2009:
 - cessione a Edilizia Commerciale S.p.A. del Gruppo Edoardo Caltagirone degli immobili di Cinisello Balsamo per Euro 14,6 milioni e Bari, per Euro 2 milioni;
 - cessione della galleria commerciale di Trevi (PG) a Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A., per Euro 17,9 milioni;
 - cessione della partecipazione nella società Talete S.r.l. a 3N S.r.l. per Euro 15 mila.

LO SCENARIO MACROECONOMICO

Tutti i Paesi avanzati hanno mostrato, tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, una caduta dell'economia senza precedenti. Oggi vi è generale consenso da parte dei più autorevoli analisti sul fatto che la ripresa sarà lenta. Nella zona Euro è prevista una riduzione del PIL non solo nel 2009 (-4%), ma anche nel 2010 (-0,1%)⁴. Inoltre la recessione dell'economia, fatto ancora più importante, sta coinvolgendo tutti i paesi del mondo indistintamente: gli USA avranno un decremento del PIL vicino al 3% nel 2009, il Giappone addirittura oltre il 5%, mentre i paesi in via di sviluppo rallenteranno fortemente la loro crescita (ad esempio la Cina passerà da una crescita del 13% nel 2007 al 6% nel 2009)⁵. A livello globale si prevede che il PIL diminuirà di circa l'1,5%⁶ nel 2009. A riprova dell'assunto dell'inusitata gravità dell'attuale crisi si osserva che è la prima volta dal dopoguerra ad oggi che si assiste ad una riduzione del PIL mondiale (Figura 1).

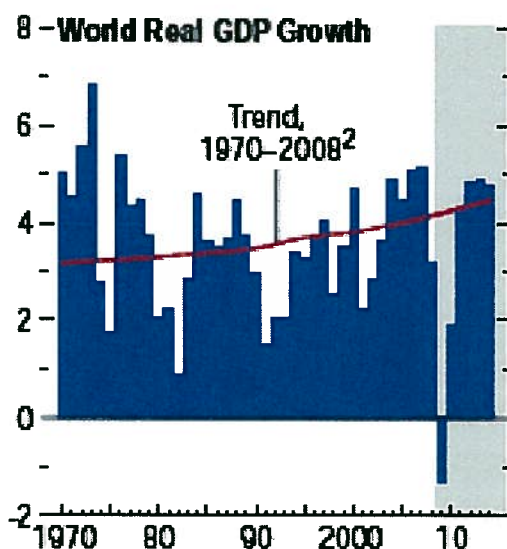


Figura 1: Crescita annuale percentuale del PIL mondiale.
Fonte: FMI - World Economic Outlook (aprile 2009)

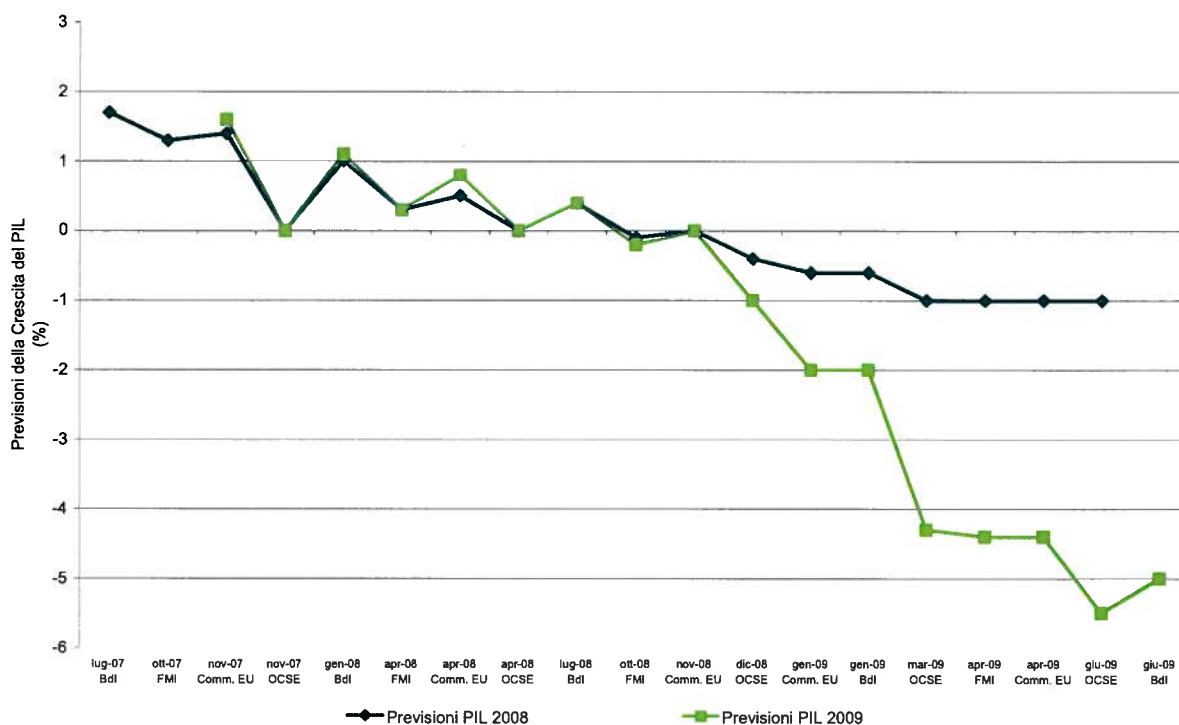
⁴ Commissione Europea - Economic Forecast Spring 2009

⁵ Commissione Europea - Economic Forecast Spring 2009

⁶ Commissione Europea - Economic Forecast Spring 2009

È necessario tuttavia segnalare che mai come in questo periodo le previsioni in campo economico sono state difficili. Ne sono una dimostrazione i continui aggiustamenti che le principali istituzioni economiche italiane ed internazionali sono state costrette ad adottare via via che la crisi finanziaria ed economica andava peggiorando.

In Figura 2 sono riportati i dati previsionali della crescita del PIL Italiano nel 2008 e nel 2009 pubblicati dal FMI, dall'OCSE e dalla Commissione Europea sin dallo scoppio della crisi *subprime* negli Stati Uniti (estate 2007). Tale figura mostra chiaramente che la presa d'atto della consistenza della crisi sull'attività economica è stata molto limitata sino alla fine del 2008 e solo da allora nelle previsioni vengono recepite, via via in misura maggiore, le conseguenze reali della caduta della domanda globale.



**Figura 2: Previsioni di Crescita del PIL Italiano nel 2008 e 2009 dallo scoppio della crisi *subprime*.
Fonte: FMI, OCSE, Commissione Europea, Banca d'Italia.**

La Figura 2 chiarisce come ci sia stata una netta revisione delle stime, da parte di tutte le principali fonti nel campo della ricerca economica, una volta recepito il brusco cambiamento degli indicatori macroeconomici a seguito dell'aggravarsi della crisi nel Settembre del 2008. La previsione di crescita del PIL Italiano nel 2009 è così passata da 0% a -4,4% tra Novembre 2008 e Aprile 2009 per la Commissione Europea⁷, da -0,2% al -4,4% tra Ottobre 2008 e Aprile 2009 per il FMI⁸ e dal -1% al -5,5% tra Dicembre 2008 e Giugno 2009 per l'OCSE⁹.

Le prime conseguenze della recessione stanno dunque emergendo (calo dei consumi, livello dell'inflazione basso, disoccupazione in forte aumento, commercio internazionale in difficoltà...) e risulteranno probabilmente fondamentali le misure sociali ed economiche che i governi, sia a livello nazionale sia a livello sovranazionale, hanno deciso ovvero decideranno di mettere in atto.

All'interno di questo contesto è da leggere la situazione Italiana che vede il PIL in diminuzione con variazioni negative che sono andate via via aumentando. Infatti, nel quarto trimestre del 2008 e nel primo trimestre del 2009 è stato riscontrato un sensibile peggioramento dei fondamentali economici (rispettivamente -2% e -2,6% per il PIL)¹⁰.

⁷ Commissione Europea – Economic Forecast

⁸ FMI – World Economic Outlook

⁹ OCSE – Economic Outlook

¹⁰ ISTAT – Conti Economici trimestrali

ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

La crisi economica non ha risparmiato il settore immobiliare che, ovunque nel mondo, sta mostrando un forte rallentamento delle attività ad esso legate. Tuttavia in alcuni paesi, tra cui l'Italia, la frenata del settore è arrivata in ritardo rispetto ad altri paesi, in particolare Stati Uniti e Gran Bretagna. In Italia, infatti, prima dell'aggravarsi della crisi in Settembre il settore immobiliare era caratterizzato dal rallentamento dei principali indicatori di mercato che però si mantenevano ancora, anche se per poco, in territorio positivo. Nelle 13 grandi aree urbane, ad esempio, i prezzi degli immobili erano dati ancora in lieve aumento, seppur con percentuali di crescita inferiori a quelle degli anni passati (Figura 3)¹¹.

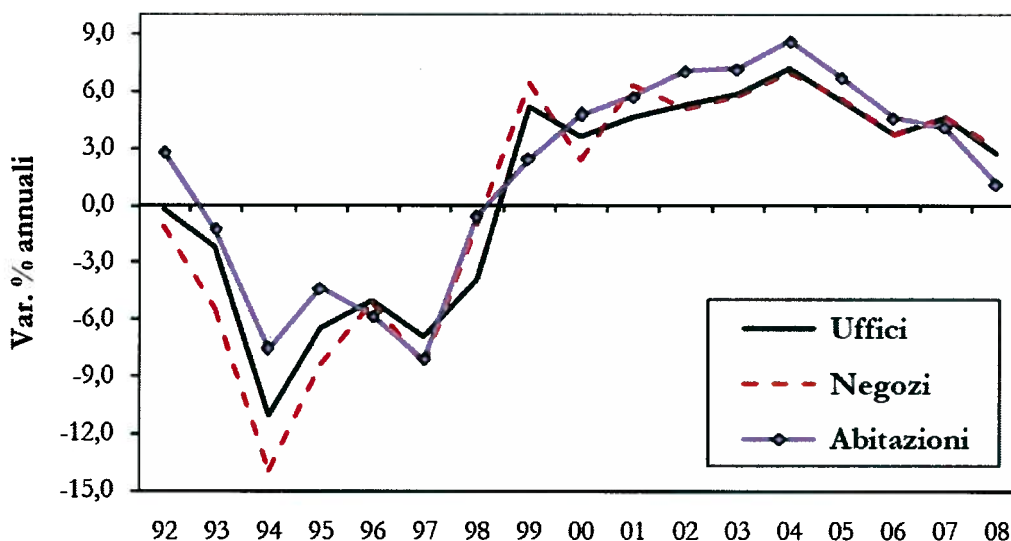


Figura 3: Media 13 grandi aree urbane - Variazioni % annuali dei prezzi medi reali degli immobili. Fonte: Nomisma (II Osservatorio Mercato Immobiliare Luglio 2008)

Allo stesso modo l'Indice ISI di Scenari Immobiliari (Figura 4), calcolato per tutti i mercati principali (residenziale, uffici, commerciale, industriale) tenendo in considerazione le variazioni dei prezzi di scambio, dei volumi compravenduti e dei canoni di locazione, a Luglio 2008 non dava alcun segnale che inducesse a prevedere un rapido deterioramento del mercato immobiliare in Italia.

Indicazioni analoghe si ottengono dall'esame dei dati pubblicati dalla generalità delle altre fonti relativamente a tutto il 2008. Così l'opinione prevalente degli analisti sull'evoluzione del mercato immobiliare era che l'aggiustamento rispetto alla crisi avrebbe riguardato più la riduzione dei volumi di compravendite (e l'allungamento dei tempi di vendita) che non la riduzione di prezzi, come peraltro è avvenuto in molti paesi con mercati immobiliari evoluti.

Occorre al riguardo osservare che in particolare nel mercato immobiliare italiano si hanno condizioni molto diverse a seconda che si guardi alla componente residenziale piuttosto che a quella commerciale, e a seconda che ci si occupi del mercato degli immobili "al dettaglio", come è prevalentemente quello della casa, piuttosto che a quello all' "ingrosso", che è tipicamente quello di immobili commerciali cielo-terra, come sono normalmente quelli dei fondi immobiliari ed anche, quindi, del Fondo Crescita. Per questa componente valgono soprattutto fattori come il rendimento da locazione, la sua sicurezza, il valore unitario, il grado di liquidità del mercato locale in cui l'immobile è ubicato, ecc. in rapporto alla disponibilità di fondi liquidi per l'acquirente e del loro costo. Ora è noto che l'acutizzarsi della percezione di rischio da parte degli istituti di credito ha fatto sì che la disponibilità a

¹¹ Nomisma - II Osservatorio Mercato Immobiliare Luglio 2008

finanziare operazioni immobiliari fosse particolarmente scarsa ed i tassi di interesse effettivi fossero spinti verso l'alto dagli spread sui tassi di riferimento.

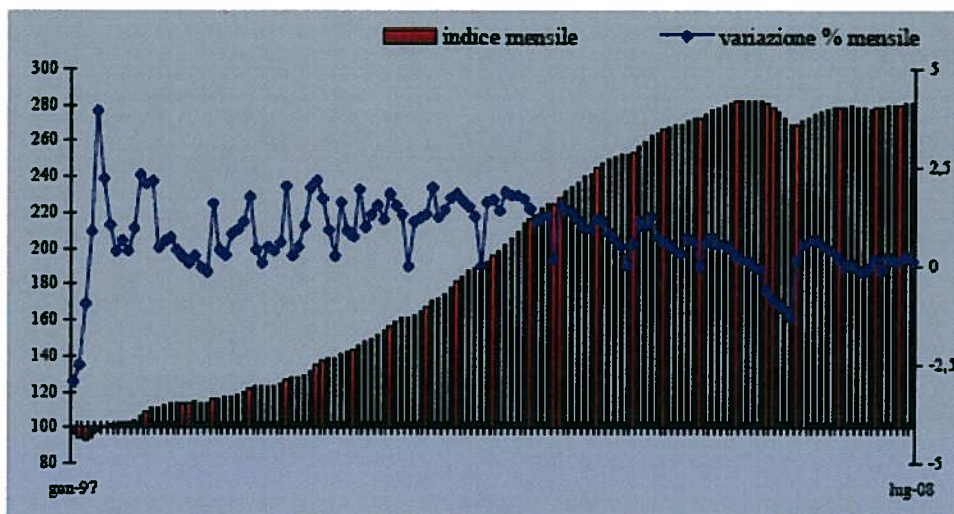


Figura 4: Indice ISI (Luglio 2008). Fonte: Scenari Immobiliari

Tuttavia il repentino aggravarsi della congiuntura nel mese di Settembre 2008 ha avuto, particolarmente su quella parte del mercato immobiliare più sensibile alla disponibilità di finanziamenti, un forte impatto negativo. E questo pur se il valutatore nella valutazione a bilancio indichi il valore normale (fair value), ovvero un valore che in qualche modo astrae dalla presenza sul mercato di condizioni come quelle vigenti dopo settembre 2008 che vanno a esaurire rapidamente i volumi, da un lato, e che, dall'altro, non possono essere considerate come condizioni "normali" sottese alla formazione di prezzi.

Investimenti

Il mercato degli investimenti diretti in immobili sembra in particolar modo risentire della crisi finanziaria: il volume di investimento nelle 8 principali città Europee¹² è infatti crollato dal suo massimo storico di € 23 miliardi (toccato nel secondo trimestre del 2007) a poco più di € 2,5 miliardi nel primo trimestre del 2009. Il volume annuale di investimento, in queste città, è infatti diminuito del 60% nel 2008 rispetto all'anno precedente e questo *trend* è stato confermato anche nel primo trimestre dell'anno 2009 (-32,5% rispetto al trimestre precedente e -71,4% rispetto allo stesso periodo del 2008). Il volume di investimento complessivo nel continente si è fermato a € 112,5 miliardi nel 2008, che rispetto ai € 244,1 miliardi del 2007 ha significato una diminuzione maggiore del 50%¹³.

Nel primo trimestre del 2009 il *trend* negativo è stato confermato con il volume di investimento fermo a € 11,4 miliardi rappresentando una diminuzione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente pari al 74%¹⁴. In particolare è stata riscontrata una forte diminuzione dei flussi di capitale internazionale: gli acquisti da parte degli investitori stranieri nei diversi paesi europei sono passati dal 43% sul totale del 2008 al 29% nei primi tre mesi del 2009¹⁵. Fanno eccezione a questo *trend* solo la Gran Bretagna e l'Italia, ma per due motivi ben diversi. In Gran Bretagna gli investimenti stranieri sono stati favoriti sia dalle forti svalutazioni dei valori immobiliari sia dal forte deprezzamento della Sterlina, in Italia invece gli investitori stranieri erano già quasi del tutto scomparsi negli ultimi mesi del 2008 (nel primo trimestre del 2009 i fondi stranieri avevano effettuato solo 2 investimenti).

¹² Londra, Parigi, Milano, Madrid, Monaco, Francoforte, Berlino e Bruxelles

¹³ Jones Lang Lasalle - European Capital Markets Bulletin March 2009

¹⁴ Cushman & Wakefield - European Commercial Real Estate Investment Update (giugno 2009)

¹⁵ Cushman & Wakefield - European Commercial Real Estate Investment Update (giugno 2009)

Sul mercato italiano, ad esempio, ha influito molto la crisi di liquidità che ha colpito i fondi immobiliari aperti tedeschi a seguito del panico generalizzato che ha caratterizzato per alcune settimane, a partire da metà Settembre 2008, i mercati finanziari di tutto il mondo. Questa situazione infatti ha portato gli investitori a chiedere in massa i rimborsi delle quote, costringendo le autorità a congelare le attività dei fondi stessi. In questo modo i fondi immobiliari aperti tedeschi, che in Italia erano arrivati a rappresentare quasi il 10% degli investimenti totali nel 2007, nel 2008 hanno ricoperto un ruolo marginale (meno di € 100 milioni investiti) e nel 2009 sono stati protagonisti, al momento, solo di un paio di *deal*, seppure uno di grandi dimensioni (€ 140 milioni circa).

In generale si può dunque dire che ormai da diversi mesi il mercato degli investimenti nel *real estate* è sostanzialmente fermo e in attesa di una ripresa. Da un lato, i proprietari formulano richieste troppo lontane dalle ipotetiche offerte e rimangono in attesa di comprendere meglio quelli che saranno gli sviluppi, nel breve - medio periodo, della crisi finanziaria ed economica. Dall'altro lato invece, chi desidera investire necessita di molta liquidità, vista la forte riduzione del *loan to value* per gli investimenti immobiliari. Ne consegue dunque che gli investimenti di dimensioni elevate nel 2009 sono stati pochi: si veda a titolo di esempio la Tabella 1 che riporta i dati delle principali operazioni rese note nel primo semestre 2009 in Europa.

Immobilie / Portfolio	Paese	Tipologia Prodotto	Prezzo
Meadowhall Centre	UK	Retail	€ 646
Casino Portfolio	Francia	Retail	€ 334
Portfolio Immobili Residenziali	Germania	Residenziale	€ 320
Plenilunio Shopping Centre	Spagna	Retail	€ 235
Yuzhny Port	Russia	Uffici	€ 235
Liquidazione Portfolio Immobiliare Crescita	Italia	Uffici / Retail	€ 215
Hemso Festigeths Portfolio	Svezia	Immobili Pubblici	€ 215
Colisee + Messine	Francia	Uffici	€ 200
Lemminkainen Portfolio	Finlandia	Uffici / Retail	€ 200
Eurocastle Portfolio	Germania	Uffici / Retail	€ 180

Tabella 1: Principali investimenti immobiliari diretti in Europa nel 2009.

Fonte: Elaborazione su dati PMA, Europroperty.

In Italia, l'andamento degli investimenti nel suo complesso (non solo immobiliari) ha subito un brusco rallentamento nell'ultimo trimestre del 2008, come evidenziato dalla Banca d'Italia: "la dinamica nel corso dell'anno è apparsa in rapido deterioramento, culminando, nell'ultimo trimestre, in un calo eccezionale"¹⁶.

Il mercato degli investimenti diretti in immobili, per quanto riguarda gli investitori istituzionali, è stato ancor più fortemente colpito dalla crisi finanziaria a partire dal Settembre del 2008. Fino a quel momento infatti il volume di investimenti in Italia era in linea con i dati dell'anno precedente, mentre dall'ultimo trimestre del 2008 ad oggi il settore è stato praticamente fermo¹⁷. Rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, negli ultimi tre mesi del 2008 si è verificata una diminuzione degli investimenti del 70% circa, decremento che da solo ha comportato un calo annuale degli investimenti di quasi il 30%¹⁸.

¹⁶ Banca d'Italia - Relazione Annuale (Maggio 2009)

¹⁷ DTZ Research - Newsletter trimestrali (2006-2009)

¹⁸ DTZ Research - Newsletter trimestrali (2006-2009)

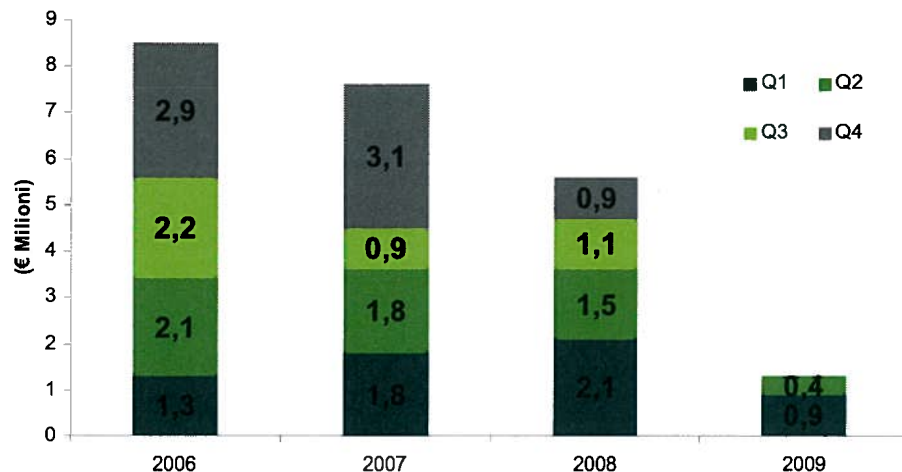


Figura 5: Volume di Investimento in Immobili in Italia.
Fonte: DTZ Research – Newsletter trimestrali (2006-2009)

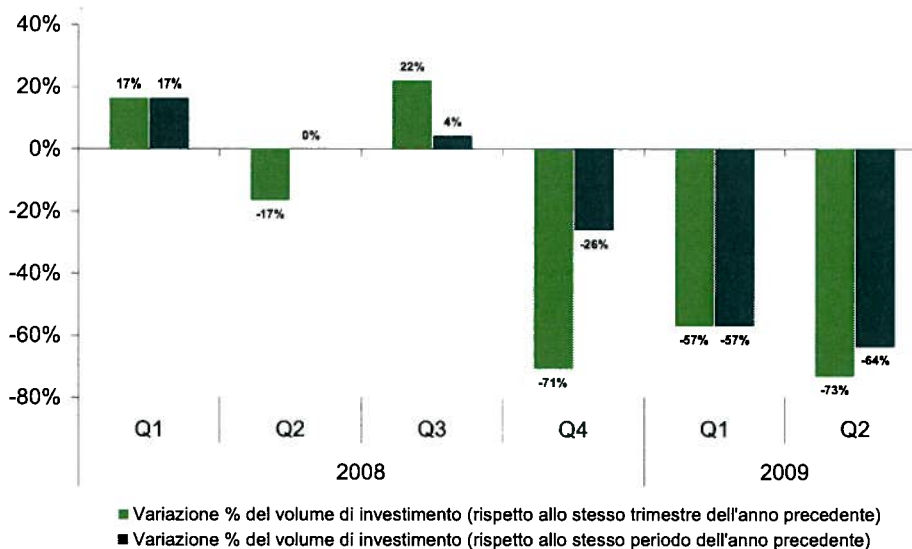


Figura 6: Volume di Investimento in Italia – Trend 2008 - 2009.
Fonte: DTZ Research – Newsletter trimestrali (2006-2009)

Questo *trend* è al momento confermato sia dai dati del primo trimestre del 2009 (-60% circa sul primo trimestre del 2008) sia dai dati, provvisori, del secondo trimestre¹⁹. Scendendo nello specifico è possibile notare inoltre che, oltre ad essere diminuito il volume totale di investimento, è diminuito anche il taglio medio delle operazioni andate a buon fine. Con l'eccezione di poche operazioni di valore superiore agli € 80 milioni il mercato è stato caratterizzato da investimenti di piccolo taglio. La stretta creditizia che connota il sistema finanziario negli ultimi tempi rende infatti molto più difficile portare a termine operazioni di grandi dimensioni che necessitano dell'utilizzo di un alto ammontare di capitale a debito. Infine, quanto alle tipologie di immobili, gli investitori sembrano al momento preferire decisamente immobili di tipo *core* (localizzati in zone centrali, già ristrutturati, completamente locati...) a discapito di immobili di tipo *value-add* o *distressed*. A dimostrazione è possibile notare che i rendimenti *prime*, cioè degli immobili *core*, sono cresciuti in Italia di meno rispetto alla media Europea, mentre i rendimenti degli immobili *non-core* hanno subito un forte rialzo anche in Italia in seguito alla modificata percezione

¹⁹ DTZ Research – Newsletter trimestrali (2006-2009)

del rischio che gli investitori hanno per questa tipologia di investimento sin dallo scoppio della crisi.

Terziario

Il mercato delle locazioni di spazi ad uso terziario ha evidenziato un impatto della crisi meno evidente rispetto al mercato degli investimenti nel 2008: il *take-up* nelle 8 principali città Europee è diminuito complessivamente del 18%, con Milano e le città tedesche che sono risultate essere molto più stabili di Londra e Parigi. Nel corso dei primi mesi dell'anno anche il mercato immobiliare dal lato degli utilizzatori ha iniziato a mostrare non poche difficoltà. Infatti, se da una parte gli effetti del *credit crunch* si sono manifestati più velocemente sul mercato degli investimenti, dall'altra parte nel mercato delle locazioni si sono notati solo negli ultimi mesi gli effetti del rallentamento dell'economia reale che si sono tradotti nell'adozione, da parte delle aziende, di politiche di *cost saving* più severe con inevitabili riflessi anche sulle scelte riguardanti la locazione di uffici.

▪ Milano

Nel mercato immobiliare di Milano, nel primo trimestre del 2009, l'impatto della crisi economica è stato evidente. Il mercato delle locazioni a Milano ha mostrato un significativo rallentamento dovuto alla negativa situazione economica congiunturale. Infatti, nel primo trimestre del 2009 il livello di assorbimento registrato si è fermato intorno ai 37.000 m², che corrisponde ad una diminuzione di oltre il 50% rispetto agli 82.000 m² registrati nello stesso periodo del 2008. Anche i canoni stessi sono segnalati in forte ribasso, in particolare nelle zone fuori dal centro storico delle città; in centro, infatti, la scarsa disponibilità di immobili ad uso terziario permette ancora una maggiore stabilità dei canoni. I *prime rent*²⁰ sono infatti diminuiti solo lievemente (-5% circa) attestandosi intorno ai 525 €/mq/anno. La media ponderata dei canoni è invece diminuita in misura maggiore rispetto ai canoni *prime*, in particolare fuori dal CBD²¹ dove sono calati di circa il 10% nel primo trimestre dell'anno e in maniera più contenuta nel secondo trimestre dell'anno.

▪ Roma

Così come nel mercato milanese anche a Roma la crisi economica ha mostrato chiaramente i suoi effetti nel corso del primo semestre dell'anno che ha fatto registrare un numero di transazioni chiuse molto basso, sia nel mercato delle locazioni sia nel mercato degli investimenti. Il livello di assorbimento registrato nel primo trimestre 2009 non ha superato i 20.000 mq. Occorre tuttavia evidenziare come l'80% di tale assorbimento sia rappresentato principalmente da una grande transazione (più di 8.000 mq) che ha coinvolto un ente pubblico. Le altre transazioni avvenute nel primo trimestre dell'anno 2009 riguardano piccoli tagli, con una dimensione unitaria degli spazi locati inferiore ai 1.000 mq. Il valore del *Prime Rent* ha registrato nel corso del primo trimestre 2009 un lieve declino attestandosi intorno ai 420 - 450 euro/mq/anno. Il canone di locazione medio calcolato su base annuale, in crescita fino al secondo semestre 2008, ha subito una prima fase di declino significativo nell'ultimo trimestre del 2008 e nel 2009 sta continuando a scendere.

Commerciale

Il mercato degli immobili ad uso commerciale è al momento anch'esso fortemente condizionato dalla congiuntura economica. La crisi infatti ha avuto un effetto negativo sull'andamento dei consumi a livello nazionale e, se uniamo a questo calo della domanda anche l'aumento dell'offerta, rappresentato dalle molte aperture di grandi strutture commerciali, è possibile intuire la condizione di squilibrio tra l'offerta (in aumento) e la domanda (in calo) che rischia di caratterizzare nel breve periodo questo comparto. Già nel corso del 2008 infatti il settore commerciale ha risentito molto della crisi: il rendimento degli immobili *retail* è stato infatti nullo nel 2008 a fronte di rendimenti vicini al 3% per gli

²⁰ Prime rent rappresenta il canone massimo in un determinato mercato per unità immobiliare ad uso terziario

²¹ Central Business District: Zona centrale della città caratterizzata da un'alta densità di immobili ad uso terziario

immobili ad uso terziario ed industriale/logistico²². In particolar modo ha pesato nel calcolo di tale rendimento il risultato negativo della *capital growth* di tali immobili, pari a -5,1%²³.

QUOTAZIONE PRESSO BORSA ITALIANA S.p.A.

Con provvedimento del 30 dicembre 2008, Borsa Italiana S.p.A. ha disposto a partire dalla seduta del 2 gennaio 2009, e fino a successivo provvedimento, la sospensione a tempo indeterminato delle negoziazioni nel Mercato Telematico Azionario (MTA), segmento MTF, classe 2 delle quote del Fondo. Il provvedimento della Borsa era stato adottato in considerazione, tra l'altro, dell'articolo 14.5 del Regolamento di gestione del Fondo, ai sensi del quale "hanno diritto a percepire i proventi derivanti dalla liquidazione finale coloro che risultano titolari delle quote al momento della scadenza del termine di durata del Fondo". Con provvedimento dell'8 maggio 2009, Borsa Italiana S.p.A. ha disposto la revoca dalle negoziazioni nel Mercato Telematico Azionario (MTA), segmento MTF, classe 2 delle quote del Fondo.

ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

Il primo semestre 2009, così come l'intero anno 2008, è stato caratterizzato dalle attività di commercializzazione finalizzate alla vendita degli *asset* e delle partecipazioni detenute dal Fondo ai fini della sua liquidazione. La procedura di dismissione attuata, che ha visto impegnati sia l'*advisor* AEW Italia che la società Jones Lang LaSalle in veste di agente, e, per il tramite di quest'ultimo, BNP Paribas REA (già AtisReal), ha dato corso ad un'impegnativa verifica di mercato, con oltre 150 investitori contattati. Dopo circa un anno dall'avvio della procedura e con una tempistica fortemente influenzata dalla particolarissima congiuntura economica e dalla acuta crisi venutasi a creare, in data 12 giugno 2009 si è conclusa la dismissione di tutto il portafoglio immobiliare.

GESTIONE IMMOBILIARE

Nel corso dei primi sei mesi del 2009 la gestione immobiliare del Fondo, come detto, si è concentrata principalmente sull'attività di dismissione iniziata già nel Luglio 2008 successivamente all'adozione, in data 26 giugno 2008, del "Piano di Smobilizzo". In esso veniva prevista la vendita in un unico "blocco" dei 9 immobili costituenti il portafoglio del Fondo, lasciando comunque la possibilità ai potenziali acquirenti di formulare anche offerte separate per ciascuno dei due sub-portafogli, "direzionale" e "commerciale" e prevedendo altresì la possibilità di ricevere offerte separate, date le rispettive specifiche peculiarità, per i due immobili di Roma, Via C. Colombo e Bari, Via Maestri del Lavoro.

Tale procedura permetteva da un lato di privilegiare, in linea con le strategie di investimento degli operatori istituzionali, la vendita "in blocco" dell'intero portafoglio o dei due sub-portafogli "uffici" e "commerciale", ma dall'altro consentiva, in particolar modo per gli immobili aventi caratteristiche diverse rispetto al resto del portafoglio in particolare per dimensione, localizzazione o utilizzo (i sopra menzionati immobili di Roma, via C. Colombo e Bari, via Maestri del lavoro), di procedere anche alla vendita secondo modalità "asset by asset".

²² IPD Indice immobiliare italiano annuale, risultati al 31 dicembre 2008 (il rendimento degli immobili è calcolato nel periodo che intercorre tra due valutazioni fornite dagli esperti indipendenti ed è calcolato come la variazione in percentuale del valore dell'immobile, meno le spese occorse nel periodo, più il reddito netto generato nel periodo)

²³ IPD Indice immobiliare italiano annuale, risultati al 31 dicembre 2008 (la *capital growth* è calcolata nel periodo che intercorre tra due valutazioni fornite dagli esperti indipendenti come la variazione in percentuale del valore dell'immobile, meno le spese occorse nel periodo)

Sulla base delle varie fasi del processo di dismissione la Società ha proceduto:

- con il supporto dell'agente Jones Lang LaSalle e dell'Advisor del Fondo AEW Italia, a individuare un elenco di investitori, italiani e stranieri, potenzialmente interessati a partecipare e rilevare tutti o parte degli immobili;
- ad effettuare la cosiddetta *vendor due diligence*;
- a redigere la documentazione contenente tutte le informazioni relative agli immobili del portafoglio;
- ad accreditare tutti i soggetti che ne hanno fatto richiesta mediante la sottoscrizione di un accordo di riservatezza;
- a consentire, ai soli soggetti accreditati, di accedere alla Data Room virtuale per la consultazione della documentazione di dettaglio del portafoglio.

Gli esiti di detta prima fase di procedura, conclusasi nel Novembre 2008, non hanno prodotto risultati tangibili in ordine alla possibilità di cessione degli *asset* e delle partecipazioni detenute dal Fondo. I motivi della stagnazione di mercato sembrano essere dovuti per lo più a fattori esogeni quali il generale peggioramento delle aspettative degli investitori manifestatosi anche nell'incremento della propensione al mantenimento della liquidità, l'inasprimento del costo del debito (solo in parte calmierato dalla riduzione dei tassi d'interesse da parte della BCE a causa del contemporaneo aumento del livello di *spread*), la difficoltà per gli investitori di reperire finanziamenti, nonché il generale rallentamento dell'economia a livello globale.

Si è proseguito pertanto con l'attività di dismissione degli immobili secondo lo stesso schema di procedura di cui sopra e nel rispetto del termine ultimo per il rimborso delle quote orientandosi però maggiormente sulla possibilità di cessione con modalità di tipo "*asset by asset*". La ricerca dell'investitore non ha escluso anche gli operatori privati in grado di apprezzare la stabilità dei canoni in essere e che non hanno necessariamente come prerogativa l'adozione della leva finanziaria per procedere con l'investimento. Naturalmente ciò ha comportato un maggior impegno di tutte le parti coinvolte, dovendo necessariamente rivedere tutto il processo di dismissione, dall'organizzazione del materiale documentale, alla contrattualistica, ai sopralluoghi sugli immobili ed infine alla negoziazione con le parti interessate.

È opportuno evidenziare come, in considerazione della particolare congiuntura economica, alcuni degli *asset* in portafoglio durante il processo di dismissione abbiano dovuto affrontare rilevanti difficoltà ed in alcuni casi abbiano subito significative modificazioni in ordine ai rapporti locatizi in essere, che hanno certamente influenzato l'attività di vendita stessa, in particolare:

- L'immobile di Cinisello Balsamo ha dovuto affrontare nel primo semestre dell'anno 2009 richieste di riduzione canoni dal 7% al 19% e notifiche di disdetta contratti per complessivi mq. 2500. Sul fronte delle nuove locazioni si sono perfezionati solo due nuovi contratti relativi a spazi a magazzino per circa mq. 90 corrispondenti ad un valore di locazione annuo pari a Euro 4.900. Alla data della vendita il numero dei conduttori presenti nell'edificio era di 62 con una percentuale di sfritto che, per la parte destinata a uffici era del 37%, mentre per la parte a magazzino era pari al 54,% circa.
- Per quanto riguarda l'immobile di Milano Via Durando, interamente locato, si è ricevuto in data 2 aprile 2009 formale disdetta del contratto di locazione dello spazio occupato da Interbanca S.p.A., che lascerà liberi i propri spazi entro il prossimo 2 ottobre 2009, riducendo così il monte affitti annuo di circa il 12%.
- La galleria commerciale di Civitanova Marche (MC) ha registrato una significativa richiesta di riduzione dei canoni di locazione che si è cercato di contenere, attraverso il gestore CBRE / Espansione Commerciale, ma che ha comunque generato una riduzione del monte canoni pari a circa il 18% portando il monte affitti annuo a Euro 980.000 rispetto ad una previsione per l'anno 2009 pari a Euro 1.200.000. L'attuale livello di sfritto è di circa mq. 500, pari al 13,6% della superficie complessiva.

E' rilevante anche il dato relativo alla morosità, che registra un incremento dal 18,2% nel primo trimestre del 2008 al 26,4% nel primo trimestre del 2009.

Un'ulteriore criticità è rappresentata dalla recente probabilità che venga realizzato un centro commerciale concorrente a poca distanza (circa 4 km) dalla galleria commerciale di proprietà del Fondo, il che ha influito sulle valutazioni degli investitori.

- Per quanto riguarda la galleria commerciale di Trevi (PG), a seguito della disdetta ricevuta da parte di un importante operatore della galleria che occupava una superficie di circa mq. 1.300, rappresentante circa il 20% dell'intera superficie, si è proceduto, con il supporto della società Mall System, alla riconfigurazione dello spazio sfritto ricavandone quattro unità commerciali che nel frattempo sono state interamente commercializzate. I costi sostenuti per la riconfigurazione dello spazio sfritto, che ha riguardato sia interventi edili che impiantistici, è stato pari a Euro 245.000. La commercializzazione di questi spazi ha permesso di recuperare e sanare la posizione di sfritto della galleria commerciale.
Ciò nonostante, la galleria commerciale, si è dovuta confrontare con il recente sviluppo di iniziative concorrenti, come quelle in itinere nel vicino comune di Foligno, che, in considerazione del ristretto bacino d'utenza, hanno influito sulle valutazioni degli operatori.
- Il conduttore della media superficie di Bari (BA), Scarpe e Scarpe, ha inviato in data 13/03/2009 formale disdetta dal contratto e lascerà pertanto l'immobile a partire dal 31/03/2010. Naturalmente la disdetta ha compromesso significativamente l'appetibilità dell'immobile, aggravata ulteriormente anche dalla negativa situazione congiunturale che ha colpito l'area di Bari ove è ricompresa la media superficie in questione.

LIQUIDAZIONE DEL FONDO

Il Consiglio di Amministrazione della SGR in data 26 giugno 2008 aveva deliberato l'avvio della procedura di liquidazione del Fondo per scadenza del termine di durata, in conformità a quanto previsto dall'art. 14 del regolamento di gestione, e aveva approvato il piano di smobilizzo del patrimonio del Fondo, nel quale venivano definiti tempi e modalità delle operazioni di dismissione. Tale procedura si presentava all'epoca, in relazione alle caratteristiche specifiche del patrimonio del Fondo costituito da immobili di buona qualità e con rendimenti di mercato appetibili, con una tempistica certamente congrua per poter concludere le dismissioni.

Tuttavia, successivamente all'avvio della procedura di liquidazione, soprattutto a partire da metà settembre, si è verificato, come precedentemente argomentato, un eccezionale peggioramento della situazione finanziaria globale caratterizzata da una forte mancanza di liquidità. Ciò ha drasticamente ridotto la capacità di investimento degli investitori istituzionali cui la procedura di dismissione del patrimonio del Fondo era principalmente indirizzata.

Tali circostanze hanno reso oggettivamente difficile il completamento dello smobilizzo del patrimonio del Fondo entro il 31 dicembre 2008. Pertanto, atteso che la normativa vigente, nel disciplinare il periodo di grazia, non prescrive un termine per la presentazione della relativa richiesta, il Consiglio di Amministrazione della SGR in data 22 novembre 2008, nell'interesse degli investitori, aveva assunto la decisione di richiedere alla Banca d'Italia - nonostante il superamento del termine di sei mesi previsto dal regolamento di gestione del Fondo - la concessione di un "periodo di grazia" di massimo tre anni per evitare di dover concentrare la dismissione del portafoglio immobiliare del Fondo in una fase di crisi così acuta. Banca d'Italia, con provvedimento del 29 dicembre 2008, comunicava di non poter "dare seguito all'istanza", in quanto presentata oltre il citato termine di sei mesi prima della scadenza del Fondo.

Di conseguenza la SGR ha provveduto, alla luce dell'intervenuto brusco e imprevedibile peggioramento delle condizioni di mercato, ad elaborare una strategia di cessione degli

attivi immobiliari che, implementando tutte le attività necessarie al completamento del programma di dismissione, ha consentito di completare la liquidazione del Fondo nei termini previsti dal Regolamento di gestione del Fondo, salvaguardando al meglio l'interesse dei partecipanti.

Parallelamente alla conduzione di trattative dirette per finalizzare le negoziazioni in corso e individuare investitori interessati agli immobili in vendita, sempre con il supporto degli advisor AEW Italia, Jones Lang LaSalle e, per il tramite di quest'ultimo, BNP Paribas REA S.p.A. (già AtisReal), la SGR procedeva, anche al fine di dare ulteriore pubblicità al programma di vendita, alla predisposizione e pubblicazione, su alcune testate a diffusione nazionale e su alcuni giornali a rilevanza regionale, della procedura di dismissione tramite asta dei sette immobili non ancora oggetto di proposte impegnative, prevedendo come termine per la presentazione delle offerte vincolanti il 15 maggio 2009.

Tuttavia, a causa del protrarsi di alcune negoziazioni, la formalizzazione degli ultimi atti di compravendita si è conclusa solo il 12 giugno e, conseguentemente, la data di chiusura del Fondo è stata fissata al 15 giugno.

La tabella che segue riassume i risultati ottenuti dal processo di liquidazione del Fondo.

Data di acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (mq lordi)	Prezzo di acquisto (1)	Valore di mercato al 31/12/2008	Prezzo di cessione	Variazione rispetto al 31/12/2008	Variazione di valore rispetto al prezzo di acquisto
19/04/2002	Uffici	Roma - Cristoforo Colombo	34.967	61.128.456	90.000.000	83.500.000	-7,22%	+36,60%
17/12/2002	Uffici	Milano - via Durando	14.502	18.493.928	22.800.000	19.800.000	-13,16%	+7,06%
26/09/2003	Uffici	Cinisello Balsamo	39.146	21.623.586	18.960.000	14.600.000	-23,00%	-32,48%
28/11/2003	Uffici	Milano - viale Jenner	23.343	22.672.398	29.860.000	28.100.000	-5,89%	+23,94%
23/04/2004	Uffici	Corsico (MI) - via Caboto	13.931	19.664.775	25.100.000	23.000.000	-8,37%	+16,96%
17/11/2003	Galleria Commerciale	Civitanova Marche (MC)	3.707	14.361.221	16.500.000	12.000.000	-27,27%	-16,44%
18/05/2005	Medie superfici	Bari	2.259	4.059.951	3.810.000	2.000.000	-47,51%	-50,74%
29/12/2004	Galleria Commerciale	Prato Calenzano (FI)	3.729	14.817.800	15.600.000	12.960.130		
31/01/2005	Società	Il Parco Srl ⁽³⁾		2.481.513	1.592.968	1.289.870		
		Totale Prato Calenzano e Il Parco srl		17.299.313	17.192.968	14.250.000	-17,12%	-17,63%
08/07/2005	Galleria Commerciale	Trevi (PG) - Piazza Umbra	6.218	16.765.439	19.600.000	17.884.496		
25/07/2005	Società	Talete Srl ^{(2) (4)}		44.190	40.010	15.504		
		Totale Trevi e Umbra Talete Srl		16.809.629	19.640.010	17.900.000	-9,55%	+5,54%
		TOTALE GENERALE		196.113.257	243.862.978	215.150.000	-11,77%	+9,71%

(1) Costo di acquisto comprensivo degli eventuali oneri di ristrutturazione o valorizzazione capitalizzati

(2) Il costo di acquisto originario che risultava di Euro 194.190 e il valore di mercato al 31/12/2008 di Euro 190.010 sono esposti al netto del rimborso di € 150.000 relativo alla parziale distribuzione della riserva a futuro aumento di capitale deliberata dall'Assemblea della società in occasione di approvazione del Bilancio 2008.

(3) La società detiene le licenze commerciali della galleria del centro commerciale sito a Prato Calenzano (FI).

(4) La società detiene le licenze commerciali della galleria del centro commerciale sito a Trevi (PG).

I dati contenuti nella tabella mostrano che i valori espressi dalle vendite effettuate e congruite dall'Esperto Indipendente del Fondo, CB Richard Ellis Professional Services S.p.A., pur mantenendo in media una interessante rivalutazione rispetto ai valori di acquisto, hanno risentito delle difficoltà e della crisi del mercato posizionandosi mediamente sotto le stime al 31.12.08 dell'11,77%, ma mantenendo ciò nonostante un premio del 9,71% sui prezzi d'acquisto.

Nel corso del periodo di liquidazione, la SGR, a seguito delle operazioni di disinvestimento, ha effettuato rimborsi parziali delle quote in misura proporzionale alle stesse, avvalendosi della facoltà prevista all'art. 14.6 del regolamento di gestione del Fondo.

Nell'ambito dell'attività di dismissione degli asset del Fondo, in data 23 dicembre 2008 le 215 quote del Fondo "Pan European P.L.P." detenute dal Fondo sono state cedute al Fondo "Immobiliare Dinamico" sulla base del "Bid price" (valore applicato in ipotesi di cessione delle quote) risultante al 30 settembre 2008, congruato poi in relazione al valore del "Bid price" al 31/12/2008. La cessione finale, a seguito del congruato di cui sopra, è avvenuta ad un controvalore complessivo di Euro 20,2 milioni, con un plusvalore rispetto al prezzo di acquisto di Euro 0,2 milioni, oltre ai proventi incassati dal Fondo, ammontanti complessivamente a Euro 4,9 milioni, comprendendo la distribuzione del provento relativo al quarto trimestre 2008 deliberata nel corso del primo trimestre 2009, per un importo di Euro 286.653.

Alla fine dell'esercizio 2008 si era provveduto a rimborsare la quasi totalità - Euro 55 milioni rispetto ad un ammontare complessivamente utilizzato pari a Euro 60 milioni - del finanziamento ipotecario in essere con Royal Bank of Scotland.

La parte residua di tale finanziamento, pari a Euro 5 milioni, è stato oggetto di rimborso alla banca finanziatrice in occasione della prima dismissione avvenuta nel corso del 2009, ovvero l'8 aprile 2009.

A far data dal 1° gennaio 2009 la SGR non preleva la commissione di gestione prevista dall'art. 9.1.1 del Regolamento di Gestione del Fondo.

Per consentire il completamento della procedura di liquidazione, si è reso necessario liberare il Fondo delle attività e passività residue che sono state assunte in proprio dalla SGR, come meglio evidenziato nella Nota Integrativa. In relazione a ciò la SGR ha assunto alcuni impegni nei confronti degli aventi diritto ai proventi derivanti dalla liquidazione finale del Fondo, descritti nella "Comunicazione ai Beneficiari" pubblicata sul sito della SGR.

Dell'evoluzione della procedura di liquidazione del Fondo è stata data informativa sia a Banca d'Italia che a Consob, anche con riferimento alla procedura di gestione amministrativa delle attività e passività residue all'esito della dismissione dell'attivo del Fondo.

ASPETTI FISCALI DELLA LIQUIDAZIONE

L'art. 82, comma 21-bis, D.L. 25 giugno 2008 n. 112, convertito nella legge 6 agosto 2008, n. 133 D.L. 112/2008, ha previsto, fra l'altro, l'innalzamento dal 12,50% al 20% dell'aliquota applicata sui proventi periodicamente distribuiti dai fondi immobiliari ai propri investitori e su quelli frutto della differenza tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote di partecipazione ai medesimi fondi e il costo di sottoscrizione o acquisto delle quote stesse. L'innalzamento dell'aliquota riguarda tutti i fondi immobiliari. Sono escluse dall'incremento della tassazione le plusvalenze derivanti dalla negoziazione con terzi su cui continua ad applicarsi una tassazione in misura pari al 12,50%.

Ove effettivamente assoggettabili ad imposizione - tenuto conto dello status del percettore e del valore fiscale di acquisto o sottoscrizione della partecipazione - sono soggette alla predetta tassazione i proventi percepiti in occasione del rimborso delle quote di partecipazione dei fondi immobiliari per i periodi di attività del Fondo successivi al 31 dicembre 2003. Tali somme sono soggette all'aliquota del 12,50% sui proventi percepiti fino a concorrenza della differenza positiva tra il valore risultante dall'ultimo rendiconto periodico redatto prima del 25 giugno 2008 (data di entrata in vigore del decreto), e quindi risultante dal rendiconto al 31 dicembre 2007, e il costo di sottoscrizione o acquisto. Per quelli successivi la tassazione è del 20%. Pertanto i proventi percepiti dalla liquidazione del Fondo sono soggetti all'aliquota del 12,50%.

GESTIONE MOBILIARE

La SGR ha esercitato il diritto di recesso dal contratto di delega di gestione di liquidità.

Alla data di liquidazione del Fondo la posizione netta è costituita per la totalità da liquidità disponibile che risulta attualmente depositata per l'intero importo sul conto corrente acceso presso la Banca Depositaria, BNP Paribas Securities Services - Succursale di Milano, e che risulta essere pari al Valore Complessivo Netto del Fondo risultante dal Rendiconto finale di liquidazione al 15 giugno 2009.

RAPPORTI CON SOCIETA' DEL GRUPPO

BNP Paribas Securities Services – Succursale di Milano svolge dal 1° ottobre 2007 l'attività di Banca Depositaria, ai sensi dell'art. 38 D.Lgs. 24/2/1998.

Con altra società del Gruppo, BNL Broker Assicurazioni S.p.A., erano in corso rapporti di carattere assicurativo in relazione agli immobili, con copertura "all risk" sino alla data del 30 giugno 2009; tali rapporti sono stati chiusi in seguito alla dismissione di tutti gli immobili.

A BNP Paribas Asset Management SGR era delegata la gestione della liquidità del Fondo, delega ritirata in data 15 maggio 2009.

Le attività di Property e Facility Management degli immobili del Fondo erano affidate a BNP Paribas Real Estate Property Management Italia S.r.l.; il relativo contratto si intende risolto a far data dalla data di chiusura del Fondo, 15 giugno 2009.

PIANO DI RIPARTO FINALE

Il Rendiconto di Liquidazione del Fondo "Portfolio Immobiliare Crescita", redatto al 15 giugno 2009, data di chiusura del Fondo, presenta un valore complessivo netto pari a Euro 65.201.576. Il piano di riparto spettante ad ogni quota risulta pertanto pari a Euro 942,21930, al lordo delle imposte, per ciascuna delle 69.200 quote rappresentative, per complessivi Euro 65.201.576.

Tale importo risulta pari alle attività liquide del Fondo e al Valore Complessivo Netto risultante dal Rendiconto di Liquidazione.

Il pagamento ai quotisti viene disposto mediante Monte Titoli S.p.A. in data 29 giugno 2009.

Il Consiglio di Amministrazione



**RENDICONTO FINALE DI LIQUIDAZIONE DEL FONDO
"PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"**

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 15 giugno 2009

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 15 giugno 2009		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	€ 0		€ 1.782.978	0,71%
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.	€ 0		€ 0	
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A7. Titoli di debito	€ 0		€ 0	
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	€ 0		€ 242.230.000	96,79%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	€ 0		€ 0	
B3. Altri immobili	€ 0		€ 0	
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	€ 65.201.576	100,00%	€ 4.378.155	1,75%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	€ 0		€ 0	
G2. Ratei e risconti attivi	€ 0		€ 55.760	0,02%
G3. Risparmi di imposta	€ 0		€ 0	
G4. Altre	€ 0		€ 1.812.430	0,72%
TOTALE ATTIVITA'	€ 65.201.576	100,00%	€ 250.259.322	100,00%

**RENDICONTO FINALE DI LIQUIDAZIONE DEL FONDO
"PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"**

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 15 giugno 2009 importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 15 giugno 2009	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari	€ 0	€ 5.000.000
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	€ 0	€ 187.288
M3. Ratei e risconti passivi	€ 0	€ 21.216
M4. Altre	€ 0	€ 1.409.063
TOTALE PASSIVITA'	€ 0	€ 6.617.566
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	€ 65.201.576	€ 243.641.756
Numero delle quote in circolazione	69.200	69.200
Valore unitario delle quote	€ 942,219	€ 3.520,835
Controvalore Complessivo degli importi rimborsati	€ 148.710.800,00	€ 0,00
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	€ 2.149,00	€ 0,00
Proventi distribuiti per quota	€ 0,00	€ 0,00
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	€ 0	€ 0
Fidejussioni rilasciate a terzi	€ 0	€ 392.841

**RENDICONTO FINALE DI LIQUIDAZIONE DEL FONDO
"PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"**

SEZIONE REDDITUALE AL 15 giugno 2009

importi in Euro

	Rendiconto al 15 giugno 2009		Rendiconto esercizio precedente	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 dividendi e altri proventi	€ 0		€ 0	
A1.2 utili/perdite da realizzi	-€ 327.604		€ 0	
A1.3 plus/minusvalenze	€ 0		-€ 287.838	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	€ 535.799		€ 739.495	
A2.2 utili/perdite da realizzi	-€ 2.433.155		-€ 2.412.945	
A2.3 plus/minusvalenze	€ 0		€ 0	
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi	€ 148		€ 1.094.564	
A3.2 utili/perdite da realizzi	€ 0		€ 79.205	
A3.3 plus/minusvalenze	€ 0		€ 0	
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura	€ 0		€ 0	
A4.2 non di copertura	€ 0		€ 0	
Risultato gestione strumenti finanziari		-€ 2.224.812		-€ 787.520
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	€ 6.606.005		€ 16.573.580	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	-€ 28.385.374		€ 0	
B3. PLUS/MINUSVALENZE	€ 0		-€ 23.250.095	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-€ 3.183.937		-€ 1.889.307	
B5. AMMORTAMENTI	€ 0		€ 0	
B6. ICI	-€ 307.121		-€ 861.477	
Risultato gestione beni immobili		-€ 25.270.427		-€ 9.427.299
C. CREDITI				
C1. Interessi attivi e proventi assimilati	€ 0		€ 0	
C2. Incrementi/decrementi di valore	€ 0		€ 0	
Risultato gestione crediti		€ 0		€ 0
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. Interessi attivi e proventi assimilati	€ 0		€ 0	
E. ALTRI BENI				
E1. Proventi	€ 0		€ 0	
E2. Utile/perdita da realizzi	€ 0		€ 0	
E3. Plusvalenze/minusvalenze	€ 0		€ 0	
Risultato gestione investimenti		-€ 27.495.239		-€ 10.214.819

F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1 Risultati realizzati	€ 0		€ 0	
F1.2 Risultati non realizzati	€ 0		€ 0	
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati	€ 0		€ 0	
F2.2 Risultati non realizzati	€ 0		€ 0	
F3. LIQUIDITA'				
F3.1 Risultati realizzati	€ 0		€ 0	
F3.2 Risultati non realizzati	€ 0		€ 0	
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE	€ 0		€ 0	
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI	€ 0		€ 0	
Risultato lordo della gestione caratteristica		-€ 27.495.239		-€ 10.214.819
H. ONERI FINANZIARI				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-€ 59.280		-€ 2.278.198	
H1.2 su altri finanziamenti	€ 0		€ 0	
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	€ 0		€ 0	
Risultato netto della gestione caratteristica		-€ 27.554.519		-€ 12.493.016
I. ONERI DI GESTIONE				
I1. Provvigione di gestione SGR	€ 0		-€ 1.934.488	
I2. Commissioni banca depositaria	€ 0		-€ 140.419	
I3. Oneri per esperti indipendenti	€ 0		-€ 69.700	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-€ 281.073		-€ 239.066	
I5. Altri oneri di gestione	-€ 1.051.135		-€ 288.578	
L. ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	€ 6.526		€ 151.035	
L2. Altri ricavi	€ 190.994		€ 58.194	
L3. Altri oneri	-€ 1.024.877		-€ 846.011	
Risultato della gestione prima delle imposte		-€ 29.714.084		-€ 15.802.051
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	€ 0		€ 0	
M2. Risparmio di imposta	€ 0		€ 0	
M3. Altre imposte	-€ 15.296		-€ 3.348	
Utile/perdita dell'esercizio		-€ 29.729.380		-€ 15.805.399

FONDO "PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"

RENDICONTO FINALE DI LIQUIDAZIONE AL 15 GIUGNO 2009

NOTA INTEGRATIVA

PARTE A – ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA	2
PARTE B – LE ATTIVITA' LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO.....	3
SEZIONE I – CRITERI DI VALUTAZIONE	3
SEZIONE II – LE ATTIVITA'.....	4
SEZIONE III – LE PASSIVITA'	8
SEZIONE IV – IL VALORE COMPLESSIVO NETTO	9
SEZIONE V – ALTRI DATI PATRIMONIALI	10
PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO	10
SEZIONE I – RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI	10
SEZIONE II – BENI IMMOBILI	10
SEZIONE VI – ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI	11
SEZIONE VII – ONERI DI GESTIONE	11
SEZIONE VIII – ALTRI RICAVI ED ONERI	12
SEZIONE IX – IMPOSTE.....	12
PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI	12



PARTE A – ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Valore quota		provento distribuito	rimborso parziale distribuito	valore quota al lordo del provento
valore nominale di sottoscrizione	€ 2.500,00			€ 2.500,00
31 dicembre 2001	€ 2.499,05			€ 2.499,05
31 dicembre 2002	€ 2.545,99			€ 2.545,99
31 dicembre 2003	€ 2.875,46			€ 2.875,46
31 dicembre 2004	€ 3.101,95			€ 3.101,95
31 dicembre 2005	€ 3.313,803			€ 3.313,803
31 dicembre 2006	€ 3.616,900			€ 3.616,900
31 dicembre 2007	€ 3.749,236	€ 215,00		€ 3.964,236
31 dicembre 2008	€ 3.520,835			€ 3.520,835
15 giugno 2009	€ 942,219		€ 2.149,00	€ 3.091,219

Il valore della quota del Fondo, che alla fine dell'esercizio 2008 era pari a Euro 3.520,835, alla data di chiusura del Fondo risulta essere pari a Euro 942,219, al netto dei rimborsi parziali effettuati per complessivi Euro 2.149 per quota, così come risulta dal Rendiconto Finale di Liquidazione.

Al termine dell'investimento il valore complessivo versato ai quotisti risulta di Euro 3.306,219. Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 15 giugno 2009 è pertanto pari al 3,9 % e non ha superato l'obiettivo minimo di rendimento minimo prefissato, definito dall'art. 14.8 del Regolamento del Fondo pari ad un tasso annuo composto del 7,5%.

Si ricorda che il 1° luglio 2003 è iniziata la negoziazione delle quote del Fondo nel Mercato Telematico Azionario (MTA).

Con provvedimento del 30 dicembre 2008, Borsa Italiana S.p.A. ha disposto a partire dalla seduta del 2 gennaio 2009, e fino a successivo provvedimento, la sospensione a tempo indeterminato delle negoziazioni nel Mercato Telematico Azionario (MTA), segmento MTF, classe 2 delle quote del Fondo. Il provvedimento della Borsa è stato adottato in considerazione, tra l'altro, dell'articolo 14.5 del Regolamento del Fondo, ai sensi del quale hanno diritto a percepire i proventi derivanti dalla liquidazione finale coloro che risultano titolari delle quote al momento della scadenza del termine di durata del Fondo.

Infine, con provvedimento dell'8 maggio 2009, Borsa Italiana S.p.A. ha disposto la revoca dalle negoziazioni nel Mercato Telematico Azionario (MTA), segmento MTF, classe 2 delle quote del Fondo.

Con riferimento alla natura dei rischi assunti nell'esercizio, per la parte immobiliare sono stati svolti in via preliminare verifiche, con raccolta di idonea documentazione, per accertare eventuali rischi a carico della parte venditrice, nonché dell'immobile oggetto della transazione.

Come previsto dal regolamento del Fondo, lo stesso ha svolto tutte le attività finalizzate a condurre a termine lo smobilizzo degli investimenti nei termini previsti dal Regolamento dello stesso, e che si sono concluse in data 12 giugno 2009.

PARTE B – LE ATTIVITA' LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO

Il Rendiconto di Liquidazione del Fondo (composto da Situazione patrimoniale, sezione reddituale e nota integrativa) è stato redatto in conformità alle istruzioni previste dal Provvedimento emanato da Banca d'Italia del 14 aprile 2005 ed applicando i principi contabili previsti in materia delle norme vigenti e dalle disposizioni del regolamento del Fondo.

Sezione I – Criteri di valutazione

Criteri di valutazione

I criteri di valutazione che sono stati adottati in riferimento alle voci più significative del patrimonio del Fondo sono i seguenti:

Strumenti finanziari non quotati

Tali strumenti finanziari sono costituiti da quote di partecipazione in società di diritto inglese "collective investment scheme" e assimilati a quote di O.I.C.R. e da partecipazioni di controllo in società immobiliari.

Le quote di O.I.C.R. sono iscritte a bilancio a prezzo di acquisto e rivalutati in base al valore di quota desunto dall'ultimo Rendiconto approvato.

Le partecipazioni di controllo sono iscritte a bilancio:

- a patrimonio netto nel caso in cui le stesse detengano direttamente o indirettamente immobili. Il patrimonio netto è rettificato sulla base della perizia effettuata dagli Esperti Indipendenti, CBRE, che procedono prioritariamente alla valutazione degli immobili detenuti, tenendo anche conto degli eventuali effetti fiscali;
- al costo nel caso in cui le stesse non detengano direttamente o indirettamente immobili, salvo rettifica per perdite di valore ritenute durevoli oppure in presenza di riduzioni del patrimonio netto.

Crediti

I crediti sono iscritti al valore nominale che corrisponde al loro presumibile valore di realizzo.

Costi e ricavi

I ricavi ed i costi, relativi sia agli investimenti in strumenti finanziari che alla gestione immobiliare, sono imputati in base alla loro competenza temporale. In particolare, i canoni di locazione ed i proventi finanziari sono rettificati attraverso la contabilizzazione dei ratei e risconti al fine di ottenere la loro esatta competenza temporale dell'esercizio. Lo stesso principio viene applicato per i costi dell'esercizio.

Sezione II – Le attività

Il patrimonio iniziale del Fondo risultava totalmente investito in immobili a destinazione commerciale e uffici e in partecipazioni; nel 2009 l'attività del fondo è stata finalizzata alla procedura di liquidazione dello stesso.

La dismissione degli immobili e delle partecipazioni del Fondo, conclusasi in data 12 giugno 2009, è avvenuta mediante la finalizzazione di trattative già in corso, per l'immobile di Corsico - via Caboto e l'immobile di Roma - via C.Colombo, 424/428; e mediante l'accoglimento di proposte di acquisto pervenute in seguito alla pubblicazione di avviso di alienazione mediante gara sui maggiori quotidiani italiani avvenuta in data 18 e 21 aprile. La procedura di gara, approvata dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 16 aprile 2009, prevedeva l'alienazione dei sette immobili residui e delle due partecipazioni del Fondo.

In data 8 aprile 2009 è stato stipulato atto di compravendita per l'immobile di Corsico - via Caboto con Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A., per conto del Fondo Mediolanum Real Estate per un corrispettivo di Euro 23 milioni. Con la liquidità disponibile si è quindi provveduto a rimborsare il debito residuo del finanziamento in essere con "Royal Bank of Scotland", e contestualmente ad effettuare un rimborso parziale ai sottoscrittori pari a Euro 284 per quota con valuta 15 aprile 2009, per complessivi Euro 19,7 milioni.

In data 29 aprile 2009 si è stipulato l'atto di compravendita sospensivamente condizionato per l'immobile di Roma - via C. Colombo, 424/428 con Mediolanum Vita S.p.A. per un corrispettivo di Euro 83,5 milioni; successivamente in data 20 maggio 2009 in seguito al mancato esercizio del diritto di prelazione da parte del conduttore dell'immobile è stato stipulato l'atto di avveramento della condizione con il quale è stato trasferito il diritto di proprietà a far data dal 29 aprile 2009. Con la liquidità disponibile si è quindi provveduto ad effettuare un rimborso parziale ai sottoscrittori pari a Euro 1.200 per quota con valuta 21 maggio 2009, per complessivi Euro 83 milioni.

In data 4 giugno 2009 sono stati stipulati atti di compravendita per i seguenti asset: Galleria del Centro Commerciale "Civita Center" sita in Civitanova Marche, ceduta alla società Finsud S.r.l. per un corrispettivo di Euro 12 milioni; Galleria del centro commerciale "Il Parco" sita in Prato Calenzano (FI) unitamente alla partecipazione di controllo della società "Il Parco S.r.l." cedute alla società Finsud S.r.l. per un corrispettivo complessivo di Euro 14,25 milioni di cui 12,96 milioni per l'immobile e Euro 1,29 per la partecipazione. In data 29 maggio 2009 è stato stipulato l'atto di compravendita per l'immobile di Milano, via Durando, ceduto alla società Duran S.r.l. per un corrispettivo di Euro 19,8 milioni. Con la liquidità disponibile si è quindi provveduto ad effettuare un rimborso parziale ai sottoscrittori pari a Euro 665 per quota con valuta 8 giugno 2009, per complessivi Euro 46 milioni.

In data 10 giugno 2009 è stato stipulato l'atto di compravendita per l'immobile di Milano, viale Jenner, ceduto al Fondo DSPF 1 Italia gestito da Henderson Global Investors SGR SpA per un corrispettivo di Euro 28,1 milioni.

Infine in data 12 giugno 2009 sono stati stipulati atti di compravendita per i seguenti asset: immobile di Cinisello Balsamo, via C. Cantù ceduto alla società Edilizia Commerciale S.p.A. per un corrispettivo di euro 14,6 milioni; immobile di Bari, via Maestri del Lavoro ceduto alla società Edilizia Commerciale S.p.A. per un corrispettivo di Euro 2 milioni; la Galleria del

centro commerciale "Piazza Umbra" di Trevi (PG) ceduta a Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A., per conto del Fondo Mediolanum Real Estate per un corrispettivo di Euro 17.884.496 e la partecipazione di maggioranza della società "Talete S.r.l." ceduta alla società 3N S.r.l. per un corrispettivo di Euro 15.504.

Nell'ambito del processo di liquidazione del Fondo, la SGR ha deciso di assumere in proprio tutte le residue Attività e Passività ancora in essere al 15 giugno 2009, e di provvedere alla loro gestione amministrativa a proprio esclusivo costo e onere, per un periodo di 10 anni nell'interesse e a beneficio dei quotisti che alla data di liquidazione del Fondo risultano essere in possesso dei requisiti per avere diritto ai proventi derivanti dalla liquidazione medesima (i beneficiari).

Al termine del periodo di riferimento la SGR pubblicherà sul proprio sito il rendiconto della propria attività di gestione amministrativa delle Attività e Passività.

L'eventuale differenza positiva, che si dovesse generare per effetto di un maggiore incasso di Attività o da un minore pagamento di Passività, sarebbe oggetto di distribuzione ai beneficiari nel caso in cui lo stesso superi la soglia di Euro 2 per ciascuna delle 69200 quote; in caso contrario la somma sarebbe oggetto di erogazione liberale a favore di Ente benefico che verrà designato dal Consiglio di Amministrazione.

La presa in carico da parte della SGR delle Attività e delle Passività è stata normata da un atto interno e da una convenzione stipulata con BNP Paribas Securities Services SA presso la quale saranno depositate le somme oggetto di incasso delle Attività, sul conto corrente denominato "Attività", e le somme da utilizzarsi per il pagamento della Passività trasferite, sul conto corrente denominato "Passività".

In relazione all'evolversi della procedura di liquidazione del Fondo è stata data informativa sia a Banca d'Italia che Consob, anche con riferimento alla procedura di gestione amministrativa delle Attività e delle Passività residue all'esito della dismissione degli asset del Fondo.

Le Attività assunte dalla SGR ricomprendono i crediti verso i clienti, i crediti per proventi maturati e non liquidati, i crediti verso l'Erario e gli altri crediti riferiti a depositi cauzionali e anticipi diversi che risultavano ancora in essere alla data del 15 giugno 2009.

Con particolare riferimento ai crediti verso i clienti per canoni di locazione non ancora incassati, la SGR, nell'interesse dei quotisti, ha dato mandato a primaria società di Advisory per la redazione di un parere professionale a supporto della valutazione effettuata dalla SGR stessa.

L'Advisor si è espresso indicando la congruità del valore dei crediti trasferiti.

Il valore complessivo delle Attività assunte dalla SGR, per il quale la società ha effettuato rimessa a favore del Fondo sul conto Liquidazione presso la Banca Depositaria, risulta essere pari a Euro 1,60 milioni, così composto: Euro 0,69 milioni per crediti verso clienti, Euro 0,59 milioni per crediti verso l'Erario per IVA, Euro 0,29 milioni per crediti relativi a proventi su titoli non quotati maturati e non liquidati e Euro 0,03 per altri crediti.

La tabella che segue riassume le Attività oggetto di assunzione da parte della SGR:

Attività			
Voce	Valore	Debitore	Criteri di determinazione del valore
Credito IVA liquidazione giugno	590.922	Erario	Nominale
Crediti per proventi maturati e non liquidati	286.653	Fondo Immobiliare Dinamico	Nominale
Anticipi a fornitori	9.057	Imprese Commerciali	Nominale
Depositi cauzionali utenze	17.825	Imprese Commerciali	Nominale
Crediti per rimborsi assicurativi	5.927	BNL Broker	Nominale
Crediti verso clienti da locazioni	698.433	Imprese Commerciali, Finanziarie e Famiglie	Presumibile valore di realizzo
Totale	1.608.817		

II.1 Strumenti finanziari non quotati

Le partecipazioni di controllo in essere alla fine dell'esercizio 2008 sono state oggetto di cessione nel corso del processo liquidazione, come qui di seguito dettagliato:

- "Il Parco Srl Unipersonale", società che detiene le licenze commerciali della galleria del centro commerciale sito a Prato Calenzano (FI), è stata ceduta unitamente all'immobile alla società Finsud S.r.l. in data 4 giugno 2009 per un corrispettivo di Euro 1.289.870. Il prezzo di cessione della partecipazione risulta essere pari al patrimonio netto della società risultante dalla situazione patrimoniale della società alla data di cessione. La partecipazione alla data di cessione risultava iscritta a bilancio al patrimonio netto al 31 dicembre 2008, pari a Euro 1.592.968. La perdita realizzata in capo al Fondo risulta essere pari a Euro 303.098.
- "Talete Srl Unipersonale", società che detiene le licenze commerciali della galleria del centro commerciale sito a Trevi (PG), è stata ceduta alla società 3N S.r.l. in data 12 giugno 2009 per un corrispettivo di Euro 15.504. Il prezzo di cessione della partecipazione risulta essere pari al patrimonio netto della società risultante dalla situazione patrimoniale della società al 9 giugno 2009. La partecipazione alla data di cessione risultava iscritta a bilancio per Euro 40.010, pari al patrimonio netto al 31 dicembre 2008 (Euro 190.010, detratta la distribuzione di riserve effettuata nel corso del primo trimestre 2009 di Euro 150.000). La perdita realizzata in capo al Fondo risulta essere pari a Euro 24.506.

Già al 31 dicembre 2008 il Fondo non possedeva più titoli non quotati rappresentati da quote di O.I.C.R., in quanto le n. 215 quote del Fondo Immobiliare Estero non quotato denominato "Pan European Property Limited Partnership" gestito dalla società Rockspring P.I.M Ltd, erano già state cedute il 23 dicembre 2008 al Fondo Immobiliare Dinamico sulla base del "Bid Price" risultante al 30 settembre 2008, per un controvalore complessivo pari a Euro 22.638.210.

Tale corrispettivo è stato oggetto di procedura di aggiustamento prezzo che ha determinato in capo al Fondo la rilevazione di una perdita di Euro 2,4 milioni. Tale importo è stato riconosciuto al Fondo Immobiliare Dinamico, acquirente delle quote.

MOVIMENTI DELL'ESERCIZIO

	Controvalore acquisti	Controvalore vendite/rimborsi
Partecipazioni di controllo	€ 0	€ 1.455.374
Partecipazioni non di controllo		
Altri titoli di capitale		
Titoli di debito		
Parti di O.I.C.R.		
Totale	€ 0	€ 1.455.374

II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO DAL 18/12/2001 FINO AL 15/06/2009

Cespiti disinvestiti	Quantità	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo Acquisto		Data	Ricavo di vendita			
IMMOBILE: VIA PASTRENCO, 22 - ROMA	mq 10.305	19/04/2002	€ 26.226.012	€ 41.000.000	23/02/2006	€ 41.700.000	€ 3.016.319	€ 1.663.397	€ 16.826.910
IMMOBILE: VIA CABOTO, 1 - CORSICO (MI)	mq 13.931	23/04/2004	€ 19.664.775	€ 25.100.000	09/04/2009	€ 23.000.000	€ 6.297.267	€ 1.212.543	€ 8.419.949
IMMOBILE: VIA CRISTOFORO COLOMBO 422/424 - ROMA	mq 34.967	19/04/2002	€ 61.128.457	€ 90.000.000	29/04/2009	€ 83.500.000	€ 19.743.335	€ 3.443.455	€ 38.671.424
IMMOBILE: VIA DURANDO, 38 - MILANO	mq 14.502	17/12/2002	€ 18.493.929	€ 22.800.000	29/05/2009	€ 19.800.000	€ 11.416.764	€ 2.193.407	€ 10.529.427
IMMOBILE: GALLERIA DEL CENTRO COMMERCIALE "IL PARCO" SITA IN PRATO CALENZANO (FI)	mq 3.729	29/12/2004	€ 14.817.800	€ 15.600.000	04/06/2009	€ 12.960.130	€ 4.748.389	€ 307.443	€ 2.583.276
IMMOBILE: GALLERIA DEL CENTRO COMMERCIALE "CIVITA CENTER" SITA IN CIVITANOVA MARCHE	mq 3.707	17/11/2003	€ 14.361.222	€ 16.500.000	04/06/2009	€ 12.000.000	€ 6.310.310	€ 1.518.327	€ 2.430.761
PARTECIPAZIONE NON QUOTATA: "IL PARCO SRL"		31/01/2005	€ 2.481.513	€ 1.592.968	04/06/2009	€ 1.289.870			€ 1.191.643
IMMOBILE: V.LE JENNER, 17 - MILANO	mq 23.343	28/11/2003	€ 22.672.398	€ 29.860.000	10/06/2009	€ 28.100.000	€ 10.027.739	€ 1.202.400	€ 14.252.941
IMMOBILE: GALLERIA DEL CENTRO COMMERCIALE "PIAZZA UMBRA" DI TREVÌ (PG)	mq 6.218	08/07/2005	€ 16.765.440	€ 19.600.000	12/06/2009	€ 17.884.496	€ 4.801.616	€ 578.688	€ 5.341.984
IMMOBILE: VIA CANTÙ, 5-9-11-19 - CINISELLO BALSAMO (MI)	mq 39.146	26/09/2003	€ 21.623.587	€ 18.960.000	12/06/2009	€ 14.600.000	€ 7.981.423	€ 5.823.450	€ 4.865.614
IMMOBILE: VIA MAESTRI DEL LAVORO - BARI	mq 2.259	18/05/2005	€ 4.059.951	€ 3.810.000	12/06/2009	€ 2.000.000	€ 1.372.191	€ 156.342	€ 844.102
PARTECIPAZIONE NON QUOTATA: "TALETE SRL"		25/07/2005	€ 44.190	€ 40.010	12/06/2009	€ 15.504			€ 28.686
			€ 222.339.273	€ 284.862.978		€ 256.850.000	€ 75.715.353	€ 18.099.452	€ 92.126.628

Rendiconto Finale di Liquidazione

Nota integrativa

7

II.8 Posizione netta di liquidità

La posizione netta di liquidità è costituita per la totalità da liquidità disponibile che è attualmente presente per Euro 65.201.576 sul conto corrente di liquidazione acceso presso la Banca Depositaria BNP Paribas Securities Services- Succursale di Milano.

II.9 Altre attività

- I ratei e risconti attivi, che al 31 dicembre 2008 erano pari Euro 55.760, non risultano valorizzati alla data di chiusura del Fondo.
- Le altre attività, che risultavano ancora in essere alla data di chiusura del Fondo, sono state oggetto di cessione nei confronti della SGR, e quindi il saldo risulta essere pari a zero.

Di seguito si specificano le partite oggetto di cessione pari a complessivi Euro 1.608.817:

- Depositi cauzionali su utenze per Euro 17.825;
- Crediti verso il Fondo Immobiliare Dinamico per proventi maturati al 31 dicembre 2008 sulle 215 quote del Fondo Immobiliare Estero non quotato denominato "Pan European Property Limited Partnership" per Euro 286.653;
- Crediti verso la Sgr per sanzioni e interessi relativi alla registrazione dei contratti di locazione per Euro 72;
- Crediti diversi in attesa di rimborso per Euro 5.855;
- Crediti verso clientela per Euro 698.433, che risultano al netto di svalutazioni effettuate dietro analisi puntuale della situazione degli scaduti in essere alla data di chiusura del Fondo per Euro 367.789, e per i quali si è ottenuto parere positivo sulla valutazione da parte di primaria società di Advisoring;
- Anticipi a fornitori per Euro 9.057, per i quali risulta stanziamento fra le fatture da ricevere;
- Crediti verso l'Erario per Euro 590.922, che afferiscono a IVA riferita a fatture fornitori registrate nella prima quindicina del mese di giugno.

Sezione III – Le passività

In relazione all'evolversi della procedura di liquidazione del Fondo è stata data informativa sia a Banca d'Italia che Consob, anche con riferimento alla procedura di gestione amministrativa delle Attività e delle Passività residue all'esito della dismissione degli asset del Fondo.

Le Passività assunte dalla SGR per complessivi Euro 1,29 milioni ricomprendono: i debiti verso i fornitori per fatture ricevute e da ricevere pari Euro 0,81 milioni, debiti verso l'Erario per ritenute d'acconto pari a Euro 0,13 milioni e ratei passivi per accantonamenti per contenziosi in essere pari a Euro 0,35 milioni.

Tale somma è stata depositata sul conto Passività presso BNP Paribas Securities Services SA e sarà oggetto di gestione amministrativa da parte della SGR.

La tabella che segue riassume le Passività oggetto di assunzione da parte della SGR:

Passività			
Voce	Valore	Debitore	Criteri di determinazione del valore
Debiti per ritenute d'acconto su prestazioni professionali e imposte di registro su contratti di locazione	130.247	Erario	Nominale
Fatture da ricevere da fornitori per costi di competenza	583.948	Imprese Commerciali	Nominale o presumibile valore impegno
Accantonamenti per contenziosi	449.800	Imprese Commerciali	Nominale o presumibile valore impegno
Ratei per costi di competenza	15	Imprese finanziarie	Nominale
Debiti verso Fornitori per fatture ricevute	126.341	Imprese Commerciali	Nominale
	1.290.351		

Rendiconto Finale di Liquidazione

Nota integrativa

8

III.1 Finanziamenti ricevuti

Il finanziamento ipotecario "Royal Bank of Scotland", erogato nel corso della vita del Fondo fino a complessivi 60 milioni di Euro ed aperto per 5 milioni di Euro alla fine esercizio precedente, era stato oggetto nel Dicembre 2008 di un rimborso anticipato di 55 milioni di Euro e contestualmente di un atto modificativo volto ad estenderne la validità oltre la scadenza originaria (31/12/2008) in funzione della liquidazione del Fondo. Il finanziamento è stato quindi integralmente estinto ad Aprile 2009 in occasione della prima dismissione immobiliare operata in corso d'anno.

III.5 Altre passività

- I debiti di imposta, che risultavano ancora in essere alla data di chiusura del Fondo, sono stati oggetto di accollo da parte della SGR per Euro 130.247, e quindi il saldo risulta essere pari a zero.
- Gli accantonamenti, per oneri maturati in relazione alla valutazione del rischio di contenziosi alla data di chiusura del Fondo, sono stati oggetto di accollo da parte della SGR per Euro 350.000, e quindi il saldo risulta essere pari a zero.
- Le altre passività, che risultavano ancora in essere alla data di chiusura del Fondo, sono state oggetto di accollo da parte della SGR per Euro 810.104, e quindi il saldo risulta essere pari a zero.
Le partite oggetto di cessione afferivano a debiti per fatture fornitori ricevute e da ricevere e di competenza del Fondo.

Sezione IV – Il valore complessivo netto

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITÀ 19/12/2001 FINO AL 15/06/2009	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (quote emesse x prezzo emissione)	173.000.000	100,00%
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	173.000.000	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-1.220.329	-0,71%
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	15.020.855	8,68%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	95.868.926	55,42%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti	0	0,00%
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	0	0,00%
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni	0	0,00%
F. Risultato complessivo della gestione cambi	0	0,00%
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione	0	0,00%
H. Oneri finanziari complessivi	-9.591.829	-5,54%
I. Oneri di gestione complessivi	-37.484.160	-21,67%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	-2.806.828	-1,62%
M. Imposte complessive	-3.996.259	-2,31%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATE	0	0,00%
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-163.588.800	-94,56%
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	-107.798.424	-62,31%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 15 GIUGNO 2009	65.201.576	37,69%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE	0	0,00%
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO		3,90%



Sezione V – Altri dati patrimoniali

V.2 Attività nei confronti della Capogruppo della SGR

L'ammontare delle attività in essere nei confronti della Capogruppo della BNP Paribas REIM SGR p.a., BNP Paribas S.A. sono costituite dal deposito bancario in conto corrente in essere presso BNP Paribas Securities Services SA per Euro 65.201.576.

V.5 Garanzie ricevute

Le garanzie ricevute in relazione ai contratti di locazione sugli immobili che costituiscono il patrimonio del Fondo, sono state oggetto di trasferimento agli acquirenti degli immobili.

V.6 Ipotecche su beni immobili

In conseguenza del completo rimborso del finanziamento "Royal Bank of Scotland", si è provveduto alla estinzione delle garanzie ancora esistenti, ovvero l'ipoteca per complessivi 10 milioni di Euro gravante sugli immobili in portafoglio al 31/12/2008, così ridotta dall'atto modificativo del Dicembre 2008. Con atto unilaterale del 20 Aprile 2009 la Banca finanziatrice ha quindi rilasciato assenso alla cancellazione di tutte le ipoteche e delle garanzie collegate al finanziamento ipotecario, quale la cessione dei crediti derivanti da contratti di locazione ed il pegno sul conto corrente vincolato all'incasso dei relativi canoni

PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO

Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari

	Utile/perdita da realizzi	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus/ Minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
Risultato complessivo delle operazioni su:				
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. di controllo	-€ 327.604		€ -	
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.	-€ 2.433.155			
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito	€ -			
2. Titoli di capitale				
3. Parti di O.I.C.R.				

Sezione II – Beni Immobili

Risultato economico dell'esercizio su beni immobili					
	Immobili residenziali	Immobili commerciali	Immobili industriali	Terreni	Altri
1. Proventi					
1.1 canoni di locazione non finanziaria		€ 6.606.005			
1.2 canoni di locazione finanziaria					
1.3 altri proventi					
2. Utile/perdita da realizzi					
2.1 beni immobili		-€ 28.385.374			
2.2 diritti reali immobiliari					
3. Plusvalenze/minusvalenze					
3.1 beni immobili		€ -			
3.2 diritti reali immobiliari					
4. Oneri per la gestione di beni immobili		-€ 3.183.937			
5. Ammortamenti					

Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

VI.3 Interessi passivi su finanziamenti ricevuti

La voce, pari a Euro 59 mila, è costituita da interessi passivi di competenza dell'esercizio sull'entità residua del prestito ipotecario concesso da "Royal Bank of Scotland"; sono inoltre stati sostenuti oneri accessori su finanziamenti per Euro 4 mila, costituiti da costi di reimpiego previsti dal contratto di finanziamento in ragione dell'estinzione anticipata ed oneri notarili allo stesso evento ricollegati.

Sezione VII – Oneri di gestione

VII.1 Costi sostenuti nel periodo

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale delle attività	% su valore del finanziamento	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto	% sul totale delle attività	% su valore del finanziamento
1. Provvigioni di gestione	-	0,00%	0,00%					
provvigioni di base	-	0,00%	0,00%					
provvigioni di incentivo	-	0,00%	0,00%					
2. TER degli OICR in cui il fondo investe								
3. Compenso della banca depositaria	-	0,00%	0,00%		-	0,00%	0,00%	
- di cui eventuale compenso per il calcolo del valore della quota								
4. Spese di revisione del fondo	7	0,01%						
5. Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	40	0,06%	0,06%					
6. Compenso spettante agli esperti indipendenti	-	0,00%	0,00%					
7. Oneri di gestione degli immobili	3.564	5,47%	5,36%					
8. Spese legali e giudiziarie	-	0,00%						
9. Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	281	0,43%						
10. Altri oneri gravanti sul fondo	1.579	2,42%			0	0,00%		
- di cui contributo consob	-	0,00%						
- di cui spese per specialist	-	0,00%						
- di cui oneri per la quotazione	-	0,00%						
- di cui spese di advisory asset management	532	0,82%						
- di cui spese per consulenze fiscali	72	0,11%						
- di cui spese per istruttoria finanziamenti	4	0,01%						
- di cui altre consulenze	296	0,45%						
- di cui commissioni rating	-	0,00%						
- di cui altre spese amministrative	675	1,04%						
TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (SOMMA DA 1 A 10)	5.471	8,39%			0	0,00%		
11. Oneri di negoziazione di strumenti finanziari								
- di cui: - su titoli azionari	-							
- su titoli di debito	-							
- su derivati	-							
- altri	-							
12. Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	59			1,19%				
13. Oneri fiscali di pertinenza del fondo	15	0,02%						
TOTALE SPESE (SOMMA DA 1 A 13)	5.545	8,50%			0	0,00%		

VII.2 Provvigioni di incentivo

In relazione alle provvigioni di incentivo non sussiste alcun accantonamento effettuato a favore della SGR, in quanto il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni alla data di chiusura del Fondo, pari al 3,9 %, non ha superato l'obiettivo di rendimento minimo prefissato, definito dall'articolo 14.8 del Regolamento del Fondo pari ad un tasso annuo composto del 7,5%.

Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

La voce è così composta:

- Interessi attivi pari ad Euro 6.526 relativi ai depositi sui c/c intestati al Fondo "Portfolio Immobiliare Crescita", intrattenuti sia presso Banca Nazionale del Lavoro S.p.A, sia presso la Banca Depositaria BNP Paribas Securities Services SA;
- Altri ricavi, pari a Euro 190.994, si riferiscono a sopravvenienze e arrotondamenti attivi;
- Altri oneri di gestione, pari a Euro 1.024.877, così composti:
 - Euro 673.169 per sopravvenienze passive, di cui Euro 367.789 per svalutazione di crediti vantati verso locatari;
 - Euro 689 per commissioni bancarie, commissioni su fidejussioni e interessi passivi;
 - Euro 1.019 per arrotondamenti e abbuoni passivi;
 - Euro 350.000 per risarcimenti danni per contenziosi in corso di risoluzione;

Sezione IX – Imposte

La voce è costituita dal pagamento di imposte diverse connesse alla gestione degli immobili.

PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI

In relazione alle vendite effettuate nel corso della liquidazione del Fondo, si informa che le controparti acquirenti sono le seguenti:

- Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A., appartenente al gruppo Mediolanum, in qualità di società di gestione e quindi in nome e per conto del Fondo Mediolanum Real Estate per il complesso immobiliare sito in Corsico – via Caboto;
- Mediolanum Vita S.p.A., appartenente al gruppo Mediolanum, per il complesso immobiliare sito nel comune di Roma – via C. Colombo, 424/428;
- Duran S.r.l. per il complesso immobiliare sito in Milano, via Durando;
- Finsud S.r.l. per la Galleria del Centro Commerciale "Civita Center" sita in Civitanova Marche e per Galleria del centro commerciale "Il Parco" sita in Prato Calenzano (FI);
- Finsud S.r.l. per la partecipazione di controllo della società "Il Parco S.r.l.";
- Henderson Global Investors SGR p.A. in qualità di società di gestione e quindi in nome e per conto del Fondo DSPF 1 Italia per il complesso immobiliare sito nel comune di Milano, viale Jenner;
- Edilizia Commerciale S.p.A., appartenente al gruppo Caltagirone, per i complessi immobiliari di Cinisello Balsamo, via C. Cantù e Bari, via Maestri del Lavoro;
- Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A., appartenente al gruppo Mediolanum, in qualità di società di gestione e quindi in nome e per conto del Fondo Mediolanum Real Estate per la Galleria del centro commerciale "Piazza Umbra" di Trevi (PG);
- 3N S.r.l., appartenente al gruppo Nazca, per la partecipazione di controllo della società "Talete S.r.l.".

I pareri di congruità dei corrispettivi di cessione degli immobili del patrimonio in liquidazione del Fondo, sono stati rilasciati dall'Esperto Indipendente del Fondo, CB Richard Ellis Professional Services S.p.A., società appartenente al gruppo CBRE.

Il parere professionale a supporto della valutazione effettuata dalla SGR sul portafoglio crediti verso la clientela è stato rilasciato da KPMG Advisory S.p.A.

Il presente documento è composto da 32 (trentadue) pagine

BNP Paribas REIM SGR p.A.
L'Amministratore Delegato
(Michele Cibrario)



Fondo Comune di Investimento Immobiliare
Chiuso PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA

Rendiconto Finale di Liquidazione al 15 giugno 2009

Relazione della società di revisione ai sensi dell'art.
156 e dell'art. 9 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58

Relazione della società di revisione ai sensi dell'art.156 e dell'art.9 del D.Lgs.24.2.1998, n.58

Ai Partecipanti al
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso
PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto finale di liquidazione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA, costituito dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa per il periodo infrannuale chiuso al 15 giugno 2009. La responsabilità della redazione del rendiconto finale di liquidazione in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 compete agli amministratori della Società di gestione BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy S.G.R.p.A. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto finale di liquidazione 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 finale di liquidazione 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 contenute nel rendiconto finale di liquidazione, 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 della gestione dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla specifica normativa, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 10 febbraio 2009.
3. A nostro giudizio, il rendiconto finale di liquidazione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA per il periodo infrannuale chiuso al 15 giugno 2009 è conforme al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione del patrimonio ed il risultato del fondo per il periodo infrannuale chiuso a tale data.
4. La responsabilità della redazione della relazione degli amministratori in conformità a quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 compete agli amministratori della BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy S.G.R.p.A.. È di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto finale di liquidazione, come richiesto dall'art. 156, comma 4-bis, lettera d) del D.Lgs. 58/98. A tal

MAZARS & GUÉRARD

CORSO DI PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO
TEL: +39 02 58 20 10 - FAX: +39 02 58 20 14 03 - www.mazars.it

SPA - CAPITALE SOCIALE DELIBERATO € 3.000.000,00 - SOTTOSCRITTO € 2.703.000,00, VERSATO € 2.587.500,00 - SEDE LEGALE: C.SO DI PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO

REA N. 1059307 - COD. FISC. N. 01507630489 - P. IVA 05902570158 - AUTORIZZATA AI SENSI DI L. 1966/39 - REGISTRO DEI REVISORI CONTABILI GU 60/1997
ALBO SPECIALE DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE CON DELIBERA CONSOB N° 10829 DEL 16/07/1997
UFFICI IN ITALIA: BOLOGNA - FIRENZE - MILANO - NAPOLI - PADOVA - PALERMO - ROMA - TORINO - UDINE

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 finale di liquidazione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA per il periodo infrannuale chiuso al 15 giugno 2009.

Milano, 26 giugno 2009

Mazars & Guérard S.p.A.



Carlo Consonni
Socio – Revisore contabile