

**NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE
AL 30 GIUGNO 2005
DEL FONDO “PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA”**

Il valore della quota di partecipazione

Il valore della quota del Fondo al 30 giugno 2005, pari a € 3.187,37, presenta un incremento del 2,74 % rispetto alla valutazione relativa alla fine dell'esercizio precedente, chiuso con una valorizzazione di € 3.101,95; l'utile di periodo ammonta a € 5,9 milioni.

Rispetto al valore di collocamento, l'incremento del valore della quota sale al 27,49 %.

Il tasso di rendimento interno per il sottoscrittore alla data del 30 giugno 2005 risulta pari al 7,12 %.

A partire dal 1° luglio 2003 le quote del Fondo sono negoziate presso il Mercato Telematico Azionario, segmento MTF; nel corso del semestre, il valore di Borsa ha toccato un minimo di € 2.400 ed un massimo di € 2.525, assestandosi su un valore medio pari ad € 2.456, sensibilmente superiore al corrispondente valore riferito all'anno precedente; si è peraltro confermata l'esiguità delle transazioni medie giornaliere (9 quote) rispetto al totale delle quote emesse (69.200).

Andamento del mercato immobiliare

Nel primo semestre del 2005 il mercato immobiliare ha confermato le caratteristiche già evidenziate nel 2004; dopo un lungo periodo di crescita, si evidenziano segni di rallentamento, i tempi di compravendita e di locazione si allungano e le previsioni degli operatori per il futuro sono meno ottimistiche.

Nonostante ciò, il settore immobiliare ha registrato performance migliori rispetto ad altri comparti per la sua capacità di generare flussi di reddito, mantenendo nel contempo il valore intrinseco degli asset.

La situazione italiana presenta tuttavia indicazioni positive rispetto ai principali mercati europei, grazie anche ai numerosi progetti di riqualificazione urbana ora in atto.

I prezzi degli uffici nei maggiori mercati italiani nella prima metà del 2005 hanno mostrato una crescita di poco superiore all'inflazione, in linea con quella del semestre precedente, ed è verosimile che i fenomeni della riduzione dei canoni di locazione e della vacancy comporteranno un'ulteriore limitazione della crescita dei prezzi.

I centri commerciali continuano ad attrarre l'interesse degli investitori, sia italiani che esteri; il volume degli investimenti dedicato sia alle gallerie che alle “anchor food” ha infatti segnato un significativo aumento. L'Italia mantiene inoltre un rapporto abitanti/strutture commerciali al di sotto della media europea, soprattutto nel sud Italia.

Per il settore della logistica le prospettive, seppur in un'ottica di medio termine, restano positive in relazione alla necessità di evoluzione sia del sistema infrastrutturale che della qualità costruttiva e tecnologica del patrimonio immobiliare logistico italiano.

Nei prossimi anni è possibile inoltre ipotizzare il rafforzamento dei mercati definiti “di nicchia”, quali il settore degli alberghi e quello delle strutture sanitarie e assistenziali.

Per il futuro prevale comunque una previsione di stabilità, anche se un eccesso di offerta potrebbe incontrare una domanda più debole, causando una tensione sui valori di compravendita; per quanto riguarda le locazioni, continuerà la spinta alla razionalizzazione che porterà i conduttori a ricercare spazi migliori e più economici.

Gli investimenti immobiliari

Nel semestre testè trascorso la SGR, con l'assistenza dell' advisor, IXIS AEW Italia, ha analizzato diverse opportunità di investimento nell'ambito delle linee strategiche di investimento definite in sede di asset allocation.

Nel mese di gennaio è stato concluso l'acquisto della società "Il Parco Srl" per un controvalore di € 2,47 milioni, corrispondente al valore del ramo d'azienda consistente nelle licenze commerciali relative alla galleria di Prato Calenzano, oggetto di investimento a parte del Fondo nello scorso mese di dicembre.

Secondo uno schema già attuato in analoghe circostanze, attraverso la società veicolo il Fondo gestisce le attività ed i contratti all'interno della galleria commerciale.

Nel mese di maggio è stata acquistata una media superficie denominata "Sportown", situata in via Maestri del Lavoro a Bari, per un controvalore di € 4,05 milioni; i locali sono locati a "Scarpe & Scarpe", operatore leader nella vendita di calzature, il cap-in dell'operazione è pari all'8%.

Al 30 giugno 2005 il portafoglio degli immobili posseduti dal Fondo comprende i seguenti cespiti:

Data acquisto	Tipologia	Ubicazione	Superficie (m2 lordi)	Prezzo di acquisto €	Valore di mercato al 30/06/2005 €	Incremento Valore (%)	Conduttore principale
30/4/2002	Uffici	Roma, Via Cristoforo Colombo, 424/428	30.538	39.300.000	71.500.000*	81,9%*	Immobile in ristrutturazione; dal 6/2005 canone parziale da Agenzia delle Entrate
30/4/2002	Uffici	Roma, Via Pastrengo, 22	10.305	19.700.000	35.000.000*	77,7%*	Indennità di occupazione sino al 3/2005; immobile in ristrutturazione
17/12/2002	Uffici	Milano, via Durando, 38	13.757	17.800.000	22.400.000	25,8%	A.C.I. Interbanca SpA
26/9/2003	Uffici	Cinisello Balsamo (Mi)	24.374	19.200.000	23.700.000	23,4%	Multi Tenant
17/11/2003	Galleria Commerciale	Civitanova Marche	3.713	14.350.000	15.700.000	9,4%	Multi Tenant
28/11/2003	Uffici	Milano, Viale Jenner	20.538	22.650.000	27.900.000	23,2%	TIM
23/04/04	Uffici	Corsico, via Caboto	13.931	19.535.000	22.800.000	16,7%	Foster Wheeler
28/12/04	Galleria Commerciale	Prato Calenzano (FI)	3.729	14.800.000	15.100.000	2,0%	Multi Tenant

18/05/05	Medie superfici commerciali	Bari	2.260	4.050.000	4.300.000	6,2%	Scarpe & Scarpe
TOTALI				171.385.000	238.400.000	39,11%	

* gli importi e le percentuali contrassegnati con * comprendono le spese per l'attività di ristrutturazione e valorizzazione di cui sotto.

Alla data di chiusura del semestre, sulla base delle valutazioni effettuate dagli esperti indipendenti, gli immobili facenti parte del portafoglio del Fondo hanno, nella loro globalità, un valore di mercato superiore del 39,1 % rispetto al costo storico.

La plusvalenza semestrale contabilizzata dal Fondo è stata pari a € 4,9 milioni.

Prosegue l'attività di ristrutturazione dell'immobile sito in Roma, V. C. Colombo, avviata lo scorso anno, per la quale l'importo sinora speso è pari a circa 11 milioni di Euro, e che si prevede termini a ridosso della fine dell'anno in corso con il completamento delle opere di ristrutturazione relative alle modifiche richieste sull'immobile dall'Agenzia delle Entrate, futuro conduttore. A tal proposito, l'Agenzia delle Entrate ha già preso in consegna una buona parte dell'edificio corrispondente ad una superficie di circa mq. 14.000 allo scopo di accelerare le operazioni di allestimento e personalizzazione degli spazi funzionali ad ospitare il personale in fase di consegna definitiva. Per questa consegna anticipata paga un canone ridotto corrispondente a € 167.000 mensili.

Relativamente all'altro immobile di Roma, Via Pastrengo, è avvenuta alla fine del marzo scorso la completa liberazione da parte del Ministero del Lavoro che lo occupava senza titolo, mentre è in corso, anche per questo immobile, un processo di ristrutturazione che terminerà entro dicembre 2005. In concomitanza della fine lavori si prevede sia la consegna al futuro conduttore Ministero delle Finanze – Dipartimento per le Politiche Fiscali che la cessione, in forza del preliminare di vendita sottoscritto a dicembre 2004, dell'immobile alla Cassa Nazionale dei Ragionieri per un controvalore di 41,7 milioni di euro generando una plusvalenza lorda, che tiene conto dei costi di valorizzazione, pari a circa 13,8 milioni di Euro.

Prosegue l'attività di commercializzazione di alcuni spazi di altri immobili appartenenti al Fondo, quali lo stabile di Via Durando, a Milano e quello di Cinisello Balsamo, per quest'ultimo sono in fase di completamento gli interventi di valorizzazione che hanno riguardato il rifacimento delle facciate dell'edificio e degli androni di ingresso.

Nel corso del mese di luglio è stato finalizzato l'acquisto di una galleria commerciale e del relativo ramo d'azienda, quest'ultimo attraverso la neo-costituita società "Talete Srl", dell'immobile sito a Trevi (PG), per un controvalore di € 17 milioni.

Per le operazioni di acquisto e di valorizzazione sopra descritte, essendo interamente investito l'equity del Fondo, è stato parzialmente utilizzato il contratto di finanziamento ipotecario in essere con Royal Bank of Scotland.

Le quote del fondo immobiliare estero denominato PanEuropean Property Limited Partnership, gestito da Rockspring P.I.M., alla data del 31 marzo 2005 si sono rivalutate del 2,95% rispetto al 30 settembre 2004; il Fondo ha inoltre incassato nel corso del 1° semestre due proventi trimestrali per complessivi € 272.500.

La liquidità del Fondo

Al 30 giugno 2005 la liquidità del Fondo, temporaneamente depositata sul conto corrente acceso presso Banca Depositaria regolato a tasso “convenzionato”, ammonta a € 3,8 milioni. Alla stessa data gli investimenti in strumenti finanziari quotati risultano pari a € 19,4 milioni e sono rappresentati da titoli di debito a tasso variabile denominati in Euro emessi dallo Stato italiano.

Altre informazioni

Al 30 giugno 2005 il Patrimonio netto del Fondo è pari a € 220,6 milioni (€ 214,6 milioni al 31/12/2004); le attività del Fondo ammontano a € 287,0 milioni (€ 281,0 milioni al 31/12/2004).

Nel corso del primo semestre dell’anno i ricavi da locazione sono stati pari a € 4,5 milioni; nell’analogo periodo dell’ esercizio precedente erano assommati a € 3,7 milioni.

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

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO "PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL *30 giugno 2005*

importi in Euro

ATTIVITA'	Situazione al 30 giugno 2005		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. Partecipazioni di controllo	€ 2.481.513	0,86%	€ 0	
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.	€ 19.828.375	6,91%	€ 19.260.990	6,85%
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A7. Titoli di debito	€ 19.430.240	6,77%	€ 19.460.962	6,92%
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 derivati non quotati	€ 0		€ 0	
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. Immobili dati in locazione	€ 166.900.000	58,14%	€ 157.300.000	55,96%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	€ 0		€ 0	
B3. Altri immobili	€ 71.500.000	24,91%	€ 66.000.000	23,48%
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	€ 3.841.914	1,34%	€ 32.678.439	11,63%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	€ 0	0,00%	-€ 19.584.482	-6,97%
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	€ 0		€ 0	
G2. Ratei e risconti attivi	€ 437.013	0,15%	€ 412.644	0,15%
G3. Crediti di imposta	€ 332.469	0,12%	€ 3.735.435	1,33%
G4. Altre	€ 2.311.111	0,81%	€ 1.817.198	0,65%
G5. Fondo imposte differite attive	€ 0	0,00%	€ 0	0,00%
TOTALE ATTIVITA'	€ 287.062.634	100,00%	€ 281.081.187	100,00%

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO "PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 giugno 2005 importi in Euro

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30 giugno 2005	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari	€ 50.000.000	€ 50.000.000
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 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	€ 1.000	€ 7.874
M3. Ratei e risconti passivi	€ 648.706	€ 475.956
M4. Altre	€ 15.847.228	€ 15.942.429
M5. Fondo imposte differite passive	€ 0	€ 0
TOTALE PASSIVITA'	€ 66.496.934	€ 66.426.260
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	€ 220.565.700	€ 214.654.927
Numero delle quote in circolazione	€ 69.200	€ 69.200
Valore unitario delle quote	€ 3.187,37	€ 3.101,95
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	€ 0	€ 0
IMPEGNI		
Acquisti immobiliari da perfezionare	€ 0	€ 0
Fidejussioni rilasciate a terzi	€ 0	€ 0