

## **FONDO "PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"**

### **RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2007**

### **RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI**

Il Fondo "Portfolio Immobiliare Crescita" venne collocato nel corso del 2° semestre del 2001, raccogliendo un equity pari a 173 milioni di Euro.

Vennero sottoscritte quote del Fondo, ciascuna del valore nominale di € 2.500, da parte di 12.291 sottoscrittori.

Al termine dell'esercizio 2007 il valore complessivo netto del fondo, dopo l'accantonamento del compenso spettante alla SGR di cui all'art. 14.7 del Regolamento del Fondo, determinato come descritto qui di seguito, risulta pari a € 259.447.155 (31 dicembre 2006: € 250.289.511); il valore unitario delle quote, al netto del provento di € 215 per quota distribuito ai sottoscrittori nel corso dell'esercizio 2007, risulta pari a € 3.749,236 (2006: € 3.616,900).

L' esercizio chiude con un utile di € 24.035.644 (2006: € 20.974.352), che, al netto delle plusvalenze non realizzate, risulta pari a € 5.294.362 (2006: € 4.479.768).

Dalla costituzione del Fondo al 31 dicembre 2007, il valore della quota, tenendo conto dei proventi erogati ai sottoscrittori nello scorso esercizio per complessivi € 215 pro quota, si è incrementato rispetto al valore nominale del 58,57%.

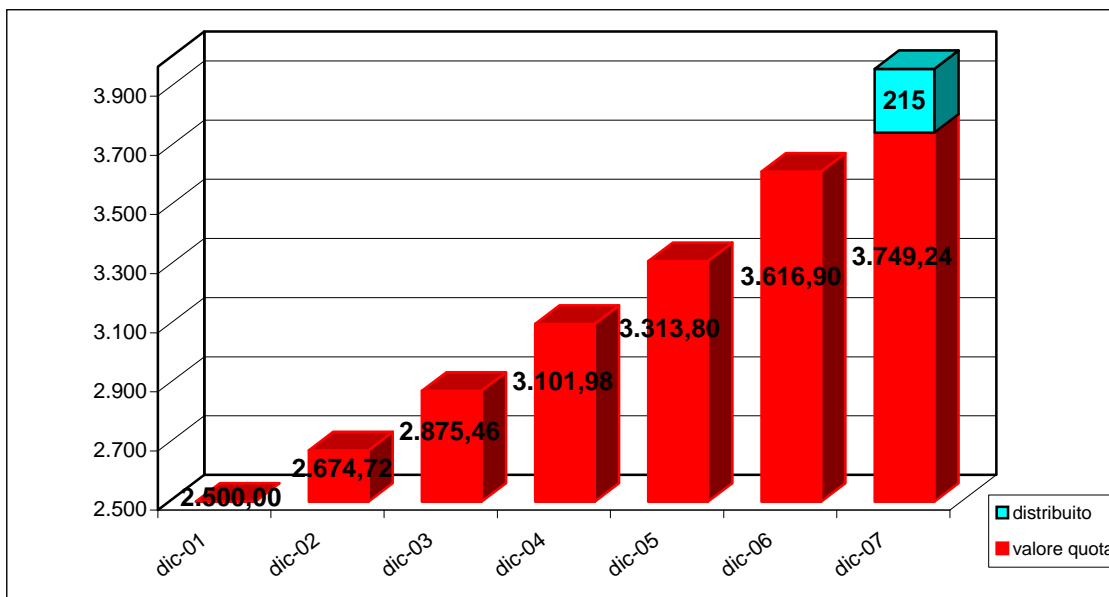
Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 31 dicembre 2007, pari all' 8,12%, ha superato l'obiettivo di rendimento minimo prefissato, definito dall' art. 14.8 del Regolamento del Fondo pari ad un tasso annuo composto del 7,5 %.

Come previsto dall' art. 14.7 del Regolamento del Fondo, alla SGR compete un compenso pari al 20% del risultato di gestione eccedente l'obiettivo di rendimento minimo prefissato; l'importo, pari a € 1.876.898, è stato accantonato nella situazione patrimoniale ed economica del Fondo per la differenza rispetto all'ammontare di Euro 1.492.436, già accantonato nella Relazione semestrale del Fondo al 30 giugno 2007.

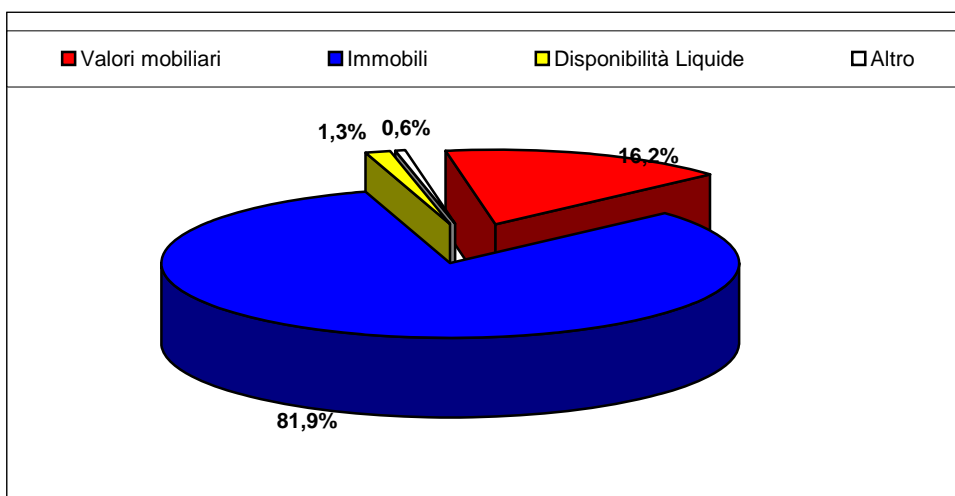
Negli esercizi successivi l'importo dell' accantonamento verrà adeguato ai risultati della gestione del Fondo.

Tenendo conto dell'onere sopra indicato, il tasso interno di rendimento del Fondo al 31 dicembre 2007 risulta pari all' 8%.

Il grafico sottostante illustra l'andamento del valore della quota del Fondo, al lordo dei proventi già erogati:



Il grafico sottostante espone la composizione delle attività del Fondo al 31 dicembre 2007:



## LO SCENARIO MACROECONOMICO

L'evento economico che ha maggiormente segnato il 2007 è stata la crisi dei mutui *subprime* nel mercato americano: sebbene sotto il profilo strettamente immobiliare la crisi coinvolga un'area geografica limitata, tuttavia le conseguenze coinvolgono l'economia globale. In primo luogo, infatti, il rallentamento del mercato immobiliare negli USA ha in parte favorito anche il rallentamento dell'economia con conseguenze su scala globale,

sebbene parzialmente compensato dalla solidità dei paesi emergenti. In secondo luogo, la crisi ha portato ad un diffuso fenomeno di *credit crunch*, con forti riduzioni nella quantità di finanziamenti erogati ed un aumento del loro costo.

Un secondo elemento di rilievo, in parte legato al precedente, è stato il forte deprezzamento del Dollaro americano nei confronti delle altre principali valute. In risposta alla crisi dei mutui *subprime*, la Federal Reserve ha dovuto tagliare il costo del denaro per sostenere la domanda interna: nel periodo tra Settembre e Dicembre i tassi di interesse sono stati ridotti tre volte per una diminuzione complessiva del costo del denaro di un punto percentuale.

Nonostante tutto alla fine dell'anno il PIL americano ha fatto segnare un incremento del 2,2%<sup>1</sup>, superiore alle previsioni degli economisti. Tuttavia questo dato si traduce in un rallentamento dell'economia americana, rispetto al recente passato, ed un inizio del 2008 con pericolo di inflazione e recessione.

Infine, non secondario è il notevole aumento del prezzo del petrolio nella seconda metà dell'anno (da 70 Dollari al barile di Giugno fino a 100 Dollari a fine anno). Tale incremento è solo in parte legato ad eventi straordinari con effetti di breve periodo, quali la chiusura di alcune raffinerie in Messico per i danni derivanti da un uragano, le rinnovate tensioni geopolitiche in Medio Oriente ed il calo delle scorte Usa. Ben più forti sono gli effetti derivanti da problemi strutturali dell'industria petrolifera quali la produzione Opec, ritenuta ancora insufficiente nonostante i continui aumenti, e la costante ascesa della domanda in tutto il mondo, soprattutto in India ed in Cina. L'alta volatilità del prezzo del greggio, dovuta al forte divario tra offerta e domanda, porta ad un aumento dei costi di produzione per le imprese e, conseguentemente, anche sui prezzi.

Al rallentamento dell'economia statunitense ha risposto la crescita costante a livelli molto elevati dell'economia asiatica. In Cina il saldo netto positivo tra il valore delle esportazioni e delle importazioni ha continuato a crescere, nonostante alcuni scandali scoppiati nel 2007 in merito alla qualità e pericolosità dei prodotti cinesi. Con un incremento del PIL di circa l'11,5% la Cina rafforza il proprio ruolo nella nuova mappa economica mondiale, segnando il maggior apporto in assoluto alla crescita globale. Buono anche l'andamento economico dell'India (PIL +9%), mentre gli altri paesi asiatici risentono maggiormente del rallentamento americano, comunque con crescite tra il 4 e il 6%<sup>2</sup>.

In Giappone l'economia è stata caratterizzata da un'espansione decisamente più contenuta (+2% nel 2007), anche a causa dello Yen forte rispetto al Dollaro e dei pericoli di un possibile periodo di deflazione<sup>3</sup>.

In Europa non c'è stato il temuto contagio della crisi dei mutui, anche grazie al minore livello di indebitamento delle famiglie. La Banca Centrale Europea ha così mantenuto i tassi di interesse invariati temendo maggiormente una spirale inflazionistica dei prezzi. Il recente sostanziale aumento del petrolio e dei generi alimentari stanno avendo già un forte impatto sull'inflazione, il cui tasso dovrebbe attestarsi tra il 2% e il 2,2% nel 2007 e significativamente sopra il 2% nel prossimo futuro. Complessivamente i fondamentali economici rimangono solidi e la crescita economica piuttosto robusta: nel 2007 il PIL ha registrato un incremento tra il +2,2% e il +2,8%, nonostante la crescita più moderata nel quarto trimestre dell'anno. Infine, il deprezzamento del Dollaro preoccupa per quanto riguarda le esportazioni, che sembrano indirizzarsi sempre di più verso i mercati dei paesi emergenti asiatici<sup>4</sup>.

L'Italia nel 2007 ha vissuto una fase espansiva dell'economia, seppur il tasso di crescita del PIL è stato contenuto: le stime preliminari alla fine terzo trimestre dell'anno registrano una crescita annuale dell'1,9%<sup>5</sup>, stesso tasso di crescita previsto sull'arco di tutto il 2007 dalla

---

<sup>1</sup> U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis

<sup>2</sup> IMF – World Economic Outlook 2007

<sup>3</sup> IMF – World Economic Outlook 2007

<sup>4</sup> IMF – World Economic Outlook 2007

<sup>5</sup> ISTAT

Commissione Europea<sup>6</sup>. Le principali situazioni di criticità sono rappresentate dal calo dei consumi delle famiglie e dagli alti livelli raggiunti dall'inflazione a fine anno.

La crescita dei consumi si conferma l'elemento più critico della congiuntura economica in Italia (+1,5%)<sup>7</sup>. Tra le cause la brusca accelerazione del tasso di inflazione registrata tra Ottobre e Dicembre, culminato con un aumento del 2,6% nell'ultimo mese dell'anno. Tale accelerazione dovrebbe portare il saggio annuo di inflazione al di sopra del 2%<sup>8</sup>.

È negativo anche il saldo tra export e import, principalmente a causa dell'Euro forte; in particolare le importazioni, che erano diminuite nella prima metà dell'anno, hanno registrato nel terzo trimestre un consistente aumento (+2,4%) che ha più che compensato l'esiguo incremento delle esportazioni<sup>9</sup>.

I conti pubblici sono positivi, con una riduzione del rapporto deficit/PIL dal 4% all'1,3% nel corso dei primi nove mesi rispetto allo stesso periodo del 2006, mentre l'avanzo primario è aumentato da 6,5 a 40 miliardi di Euro (dallo 0,6% al 3,5% del PIL)<sup>10</sup>.

## ANDAMENTO DEL SETTORE IMMOBILIARE

### Il mercato immobiliare europeo

La crisi dei mutui *subprime* americani ha introdotto anche in Europa molta incertezza, soprattutto riguardo l'impatto che avrà sul sistema economico generale e sui flussi di investimento. Le conseguenze sul mercato immobiliare europeo dovrebbero comunque essere limitate, tuttavia la crisi del debito ed il rallentamento della crescita dell'economia americana ed europea ha inevitabilmente avuto effetti negativi sulla fiducia degli investitori e sulla loro propensione ad investire. Alcune previsioni indicano che il periodo negativo non perdurerà oltre la metà 2008, quando lo stabilizzarsi delle condizioni di credito e un lieve calo dei prezzi (soprattutto nel comparto residenziale) dovrebbero attirare di nuovo importanti investimenti nel settore<sup>11</sup>.

Il **mercato terziario** è stato positivo nel 2007: la domanda di uffici è stata elevata soprattutto grazie al diffuso calo del tasso di occupazione in tutta Europa e la crescita economica. Si è registrata una maggiore richiesta di spazi, in particolar modo per prodotto di alta qualità che nei maggiori paesi europei rappresenta ancora (in media) solo il 19% del totale<sup>12</sup>. Tale situazione ha favorito un aumento dei canoni degli immobili di miglior qualità (classe A), con una riduzione graduale ma costante, del *vacancy rate*; infine, i rendimenti si sono lievemente ridotti nelle zone centrali delle maggiori città europee, mentre nelle zone semi-centrali o periferiche sono stabili<sup>13</sup>.

Nonostante la crescita del prezzo del petrolio il mercato degli **immobili industriali** europeo è stato caratterizzato da un andamento positivo. Come per il settore terziario anche il settore industriale sta procedendo a doppia velocità: da una parte ci sono i capannoni di alta qualità in crescita costante e dall'altra gli immobili più vecchi e di qualità inferiore caratterizzati da una situazione più stabile. Da sottolineare, inoltre, il boom di richieste nelle principali aree dell'Europa dell'Est: alla domanda interna, peraltro in crescita, è da

---

<sup>6</sup> Commissione Europea - Previsioni economiche intermedie dell'UE

<sup>7</sup> Focus n°1 2008 BNL Centro Studi

<sup>8</sup> Focus n°1 2008 BNL Centro Studi

<sup>9</sup> Focus n°43 2007 BNL Centro Studi

<sup>10</sup> Focus n°1 2008 BNL Centro Studi

<sup>11</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

<sup>12</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

<sup>13</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

aggiungere la rilevante crescita di richieste da parte di società internazionali pronte ad estendere le loro attività nei mercati di questi paesi<sup>14</sup>.

Il **settore commerciale** mantiene i *trend* del 2006, con una continua crescita in Europa, soprattutto nei paesi Orientali. Infatti, se durante il 2006 i maggiori progressi nel settore erano stati registrati in Polonia, Ungheria e Repubblica Ceca, nel 2007 l'interesse per la regione ha coinvolto anche Russia, Bulgaria e Romania. Rallentano solamente la Gran Bretagna e l'Italia, ma per due ragioni diverse: la prima ha sofferto soprattutto per il calo del potere di spesa dovuto all'aumento del costo del denaro e l'alto indebitamento delle famiglie britanniche; il mercato italiano, dopo essere cresciuto a livelli sostenuti negli ultimi anni, vede ora ridursi gli spazi per lo sviluppo della GDO. Tuttavia i prezzi del commerciale sono aumentati del 3,9% nel 2007, con un contributo particolarmente positivo dei negozi delle zone centrali delle città<sup>15</sup>.

Per il 2007 il risultato complessivo del **settore residenziale** è positivo, nonostante la maggiore cautela nella concessione dei mutui per l'acquisto delle abitazioni per effetto della crisi americana, effetto che colpisce maggiormente le categorie più deboli e dipendenti dai mutui (giovani e immigrati). Il numero di compravendite nel 2007 è comunque in aumento rispetto l'anno passato (circa 2%).

L'aumento annuale medio dei prezzi in Europa nel 2007 è stato del 4,1%, anche se in tutte le principali città europee si allargano le differenze tra immobili di alta qualità e centrali rispetto ad immobili periferici ed obsoleti<sup>16</sup>. I prezzi di quest'ultimo tipo di immobili non registrano variazioni significative ed in alcuni casi evidenziano le prime riduzioni, almeno nei mercati maturi, che con molta probabilità continueranno anche nella prima metà del 2008. Osservando singolarmente i principali paesi, è da evidenziare il buon andamento del mercato residenziale francese e la ripresa di quello tedesco che ha registrato aumenti dopo diversi anni di crisi; stabile il mercato britannico, mentre quello spagnolo, dopo un primo semestre positivo, ha avuto qualche difficoltà a causa della saturazione di alcuni mercati, dell'aumento eccessivo dei prezzi e della difficoltà nella concessione dei mutui ipotecari<sup>17</sup>.

## Il mercato immobiliare italiano

In generale il 2007 è stato un anno positivo, con un ciclo espansivo che dura da 9 anni. Si avvertono, tuttavia, i primi segnali di una possibile correzione, con una flessione per il momento limitata solo al numero di compravendite. Anche i prezzi però stanno registrando tassi di crescita sempre più contenuti, con la possibilità di riduzioni se la domanda dovesse indebolirsi ulteriormente.

Il rallentamento dell'economia ed il razionamento del credito hanno portato già nella prima metà dell'anno ad un decremento nelle compravendite di immobili del 3,9% rispetto allo stesso periodo del 2006<sup>18</sup>. Per quanto riguarda l'intero 2007 la flessione nel numero di compravendite dovrebbe attestarsi intorno al -3,3%, ma con punte superiori al 10% nei grandi centri urbani.

Tale riduzione ha portato inevitabilmente anche ad un allungamento nei tempi medi di vendita e ad un innalzamento nello sconto praticato in sede di trattativa. I tempi medi di vendita nelle aree urbane hanno raggiunto quasi i 5 mesi per le abitazioni, 5,5 mesi per i negozi e 6 mesi circa per gli uffici<sup>19</sup> (Figura 1).

---

<sup>14</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

<sup>15</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

<sup>16</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

<sup>17</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

<sup>18</sup> Agenzia del Territorio – Il Mercato Immobiliare nel Primo Semestre 2007

<sup>19</sup> Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007

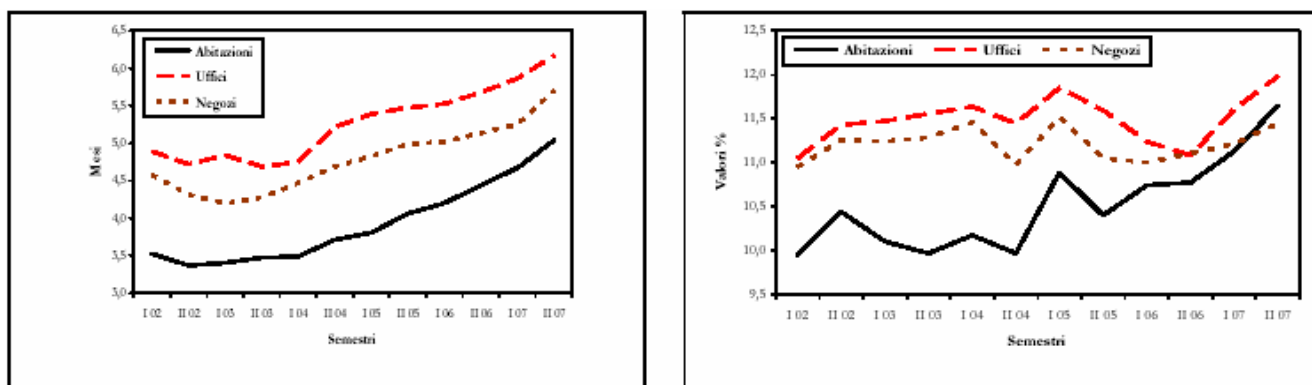


Figura 1: Media 13 Aree Urbane – Tempi medi di vendita e sconto medio praticato (Abitazioni, uffici e negozi).

Fonte: Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007.

Continua l'incremento dei prezzi, seppur con un rallentamento dei tassi di crescita; in particolare, nel secondo semestre dell'anno i prezzi sono aumentati tra il 2% e il 2,7% ( Tabella 1).

	Var. % semestrale	Var. % annuale
<b>Abitazioni</b>	2,0	5,1
<b>Uffici</b>	2,7	6,3
<b>Negozi</b>	2,3	5,8
<b>Capannoni Industriali</b>		7,1
<b>Box e Garage (1)</b>		6,5

Tabella 1: Media 13 Grandi Aree Urbane – Variazioni percentuali dei prezzi medi correnti degli immobili.

(1) Giugno 2006- Giugno 2007.

Fonte: Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007.

Il rallentamento nella crescita dei prezzi degli immobili, iniziato debolmente già nel 2004, è continuato costantemente negli ultimi anni, compreso il 2007 (Figura 2). La flessione è dovuta principalmente alla fine di un ciclo espansivo del settore, piuttosto che allo scoppio di una bolla speculativa che avrebbe portato ad una riduzione improvvisa e forte.

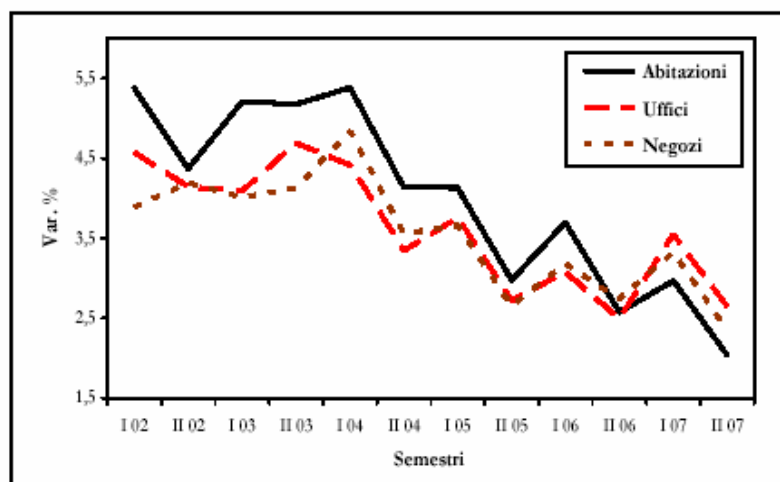


Figura 2: Media 13 Grandi Aree Urbane – Prezzi medi di abitazioni, uffici e negozi.

Fonte: Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007.

Il mercato degli investimenti rimane positivo e superiore rispetto alla media dell'ultimo quinquennio, seppure il volume totale si sia ridotto rispetto all'anno precedente: nel 2007 gli investimenti in immobili (escluso il residenziale) sono risultati superiori a € 7,5 miliardi, nonostante un lieve rallentamento nella seconda metà dell'anno causato dalla crisi dei mutui.

Il mercato è stato trainato principalmente dagli investitori italiani (oltre il 65% circa del volume totale) e dal settore terziario, che rimane il principale per dimensione degli investimenti.

- Terziario

Gli immobili ad uso ufficio in Italia rappresentano poco più del 5% dello stock immobiliare complessivo, pari a circa 168 milioni di mq. Solamente il 9,2% di tale superficie è di classe A, mentre gli uffici di classe B e C rappresentano rispettivamente il 24,6% e il 66,2%<sup>20</sup>. Il valore degli scambi è in crescita del 5,7% rispetto al 2006, raggiungendo 7,4 miliardi di Euro. Sono richiesti prevalentemente immobili di classe A, mentre è in aumento il *vacancy rate* degli immobili di qualità più bassa<sup>21</sup>.

Nel 2007 i canoni di locazione sono aumentati lievemente, mentre i prezzi sono aumentati del 6,3%<sup>22</sup>.

- Milano

Il mercato direzionale milanese si conferma, insieme a quello romano, come il principale mercato di investimento in Italia, attraendo molti investitori italiani ed esteri. Lo stock totale è stimato intorno a 11,5 milioni di mq. alla fine del 2007<sup>23</sup>.

<sup>20</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

<sup>21</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

<sup>22</sup> Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007

<sup>23</sup> JLL

Il mercato delle locazioni ha presentato un assorbimento pari a 255.000 mq durante l'anno, valore inferiore rispetto al 2006 (300.000 mq) soprattutto a causa della scarsa offerta di uffici di alta qualità, tipologia che rimane di gran lunga la più richiesta.

Nel 2007 solo 75.000 mq di uffici nuovi o ristrutturati sono stati consegnati, meno della metà rispetto al 2006. Conseguentemente il tasso di sfritto è diminuito anche durante il 2007 (da circa il 7,5% del 2006 al 7%), con uno stock per l'intera area economica milanese di 850.000 mq; il valore della sola area centrale e periferica della città di Milano è pari ad oltre 600.000 mq.

Il canone massimo è aumentato nel 2007 fino a 500 €/mq/anno e per effetto dell'aumento dei prezzi i rendimenti sono lievemente diminuiti intorno al 5% (5,4% in periferia e *prime yield* nelle zone centrali del 4,7%)<sup>24</sup>.

- Roma

Il mercato direzionale romano presenta uno stock totale stimato intorno a 9,7 milioni di mq. Permane la prudenza degli operatori che sviluppano quasi unicamente solo dopo aver individuato un conduttore. Durante i prossimi anni, tuttavia, si dovrebbero concludere i lavori di alcuni importanti progetti (come ad esempio la nuova Fiera, Europarco, Città dello Sport, Tecnopolo Tiburtino, Da Vinci Center, Parco Leonardo) che daranno nuovo vigore al mercato direzionale romano.

La scarsa offerta di uffici nuovi ha contribuito al ridotto volume di assorbimento (solamente 80.000 mq, oltre il 60% in meno rispetto al 2006), concentrati soprattutto nella zona EUR.

Il canone massimo di locazione è rimasto piuttosto stabile (intorno a 400 €/mq/anno), così come i rendimenti sono del 5,3% nelle zone centrali e più elevati nelle zone semicentrali o periferiche, dove si raggiunge anche il 6,5%.

Lo stock di spazio sfritto è in diminuzione da 710.000 mq del 2006 a 650.000 mq nel 2007, equivalenti ad un *vacancy rate* in riduzione al 6,7%: la diminuzione è però dovuta soprattutto alla mancanza di nuove consegne durante l'anno<sup>25</sup>.

- Residenziale

Il settore immobiliare residenziale è di gran lunga il più importante in Italia in quanto a superficie complessiva (79,8%). Durante il 2007 per la prima volta dopo molti anni il numero di compravendite si è ridotto. Il numero delle compravendite è stato pari a 817.269 (-3,3% rispetto al 2006); la riduzione è del 9,7% considerando solo le grandi città (Tabella 2).

	Numero di Compravendite			Var. % Annuale 2006/2007
	I Semestre 2007	II Semestre 2007 (*)	Totale 2007	
<b>13 Grandi Aree Urbane</b>	64.101	57.104	121.204	-9,7
<b>Totale Italia</b>	412.774	404.494	817.269	-3,3

Tabella 2: Numero di compravendite di abitazioni nel corso del 2007. (\*) Stime.

Fonte: Elaborazione e stime Nomisma su dati Agenzia del Territorio.

La riduzione sembra essere dovuta soprattutto a causa della maggiore cautela nella concessione dei mutui alle categorie più deboli, quali i giovani e gli immigrati.

<sup>24</sup> Nomisma - La congiuntura immobiliare in Italia II Semestre 2007

<sup>25</sup> DTZ Research - Newsletter 4° Trimestre 2007

Nonostante la debolezza della domanda, i prezzi sono aumentanti ulteriormente, sebbene con tassi di crescita inferiori rispetto al recente passato (2% su base semestrale e 5,1% sull'intero 2007)<sup>26</sup>. Osservando però i mercati di singole città, è possibile notare come in alcuni casi la crescita sia stata ancora più ridotta, come nel caso di Milano dove la variazione semestrale è stata del 1,4%, se non addirittura negativa, come nel caso di Firenze dove i prezzi sono diminuiti dello 0,5%<sup>27</sup>. Le previsioni per i prezzi degli immobili residenziali sono di riduzione fino all'inizio del secondo semestre del 2008, quando il rapporto tra domanda ed offerta sarà più equilibrato, pur non dimenticando che le decisioni di spesa subiranno l'influenza del clima di fiducia, positivo e negativo, in funzione dell'evolversi del quadro politico e finanziario a livello locale ed internazionale<sup>28</sup>.

- Commerciale

Il settore commerciale rappresenta in Italia solo il 3% dello stock complessivo di immobili, per un totale di circa 521 milioni di metri quadri alla fine del 2007, di cui 97 milioni di metri quadri costituisce la superficie dei centri commerciali in Italia<sup>29</sup>. Il mercato dei centri commerciali ha assunto un ruolo sempre più importante in Italia, fattore rilevante in un paese in cui, a differenza di altri paesi europei, la distribuzione è caratterizzata dalla forte presenza di negozi di ridotta superficie.

Per il 2007 le stime degli investimenti in centri commerciali sono di circa 2 miliardi di Euro, in lieve riduzione rispetto al 2006, anno in cui si è registrato il record di quasi 2,5 miliardi di Euro<sup>30</sup>.

Le stime di nuove aperture di centri commerciali, inoltre, confermano la crescita del settore, che nel solo 2007 ha visto l'apertura di oltre un milione di nuovi mq, con un aumento della superficie totale di centri commerciali in Italia pari al 14%<sup>31</sup>. C'è maggiore interesse da parte degli investitori per il Centro-Sud, in quanto il Nord appare vicino al livello di saturazione, con valori in linea con gli altri paesi europei. Nel primo semestre dell'anno, infatti, quasi il 70% degli investimenti in questo settore è stato effettuato nelle regioni del Centro-Sud.

- Industriale

Il settore industriale rappresenta in Italia circa il 12% dello stock complessivo di immobili, per un totale di circa 2.117 milioni di metri quadri alla fine del 2007<sup>32</sup>, con un valore degli scambi vicino a 4,5 miliardi di Euro. Il risultato positivo rappresenta la fine di una crisi che si registrava da alcuni anni, dovuta prevalentemente al rallentamento della crescita economica italiana e alla decisione di numerose imprese di delocalizzare all'estero alcune attività produttive.

Il settore in maggiore crescita è sicuramente la logistica, soprattutto per le strutture di ampia dimensione. Buono anche l'andamento dei capannoni di media dimensione per l'artigianato o per attività leggere<sup>33</sup>.

Anche per quanto riguarda i prezzi, i capannoni industriali si sono rivelati il segmento con l'andamento maggiormente positivo (+7,1% su base annuale)<sup>34</sup>.

---

<sup>26</sup> Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007

<sup>27</sup> Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007

<sup>28</sup> UBH

<sup>29</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

<sup>30</sup> JLL – Italian Shopping Center

<sup>31</sup> JLL – Italian Shopping Center

<sup>32</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

<sup>33</sup> Scenari Immobiliari – European Outlook 2008

<sup>34</sup> Nomisma – III Rapporto sul Mercato Immobiliare 2007

- Alberghi

Il mercato turistico italiano è tradizionalmente molto solido: a livello mondiale, infatti, l'Italia rappresenta il quinto paese per gli arrivi turistici<sup>35</sup>. Inoltre, negli ultimi anni gli arrivi nelle strutture alberghiere italiane sono costantemente aumentati sfiorando i 77 milioni nel 2006<sup>36</sup>, di cui più della metà concentrati nel Nord, mentre la categoria di alberghi più richiesta sono i 3 stelle e le residenze turistico alberghiere che attraggono poco meno della metà degli arrivi. Tuttavia, negli ultimi anni, i flussi di arrivi sono sempre più consistenti nel centro sud dell'Italia e in alberghi di categorie elevate, quali i 4 e i 5 stelle<sup>37</sup>.

Il settore alberghiero italiano presenta però una struttura di offerta piuttosto obsoleta, caratterizzata da complessi alberghieri di dimensioni ridotte e spesso condotti a gestione familiare. Il numero di alberghi in Italia è elevato, superando le 30.000 unità, ma le dimensioni medie sono piuttosto piccole, superando di poco le 30 camere<sup>38</sup>.

La frammentazione del settore alberghiero pone una sfida al settore turistico che sta cercando di diversificare l'offerta per poter rispondere ad una domanda sempre più esigente in termini di prodotti e più selettiva nei confronti della qualità dell'*hospitality*<sup>39</sup>.

Si registra una riduzione nel tasso di occupazione delle camere (TOC) dopo quattro anni di crescita costante (-1,4%), passando dal 64,6% del 2006 al 63,7% del 2007<sup>40</sup>. Tale flessione ha riguardato, eccetto rare eccezioni, tutte le principali città italiane ed in particolar modo Catania, Napoli e Torino (quest'ultima però nel 2006 aveva potuto contare sull'attrazione esercitata dalla Olimpiadi invernali).

In termini di redditività per camera disponibile (RevPar) il 2007 ha confermato il buon risultato dell'anno precedente, risultando pari a € 87,59, con un minimo incremento (€0,26) durante il 2007<sup>41</sup>. In particolare, i risultati degli alberghi a 5 stelle sono stati superiori alla media con un incremento del RevPar del 5%, con punte a Venezia e Firenze (rispettivamente +9,5% e +8,1%); mentre le strutture a 4 stelle hanno riportato risultati più contenuti, eccezion fatta per Genova, Firenze e Milano (+5,8% la prima e +3,2% le altre)<sup>42</sup>.

Il 2007 è stato estremamente positivo anche riguardo ai volumi di investimento confluiti nel settore alberghiero: l'interesse degli investitori istituzionali e delle grandi catene alberghiere sembra essere sempre maggiore. Le preferenze degli investitori sono indirizzate soprattutto a strutture alberghiere di alta categoria (4 o 5 stelle) recentemente ristrutturate o nuove, preferibilmente con servizi aggiuntivi quali *meeting rooms* e Spa e localizzate nei centri delle maggiori città o nelle vicinanze di poli terziario/direzionali<sup>43</sup>. A fine 2007 i flussi di investimento nel settore dovrebbero avvicinarsi alla quota record del 2006<sup>44</sup>.

Inoltre, il settore alberghiero sembra presentare ancora notevoli margini di crescita infatti sono già molte le catene che hanno programmato nuove aperture o ristrutturazioni per il 2008. Tra le principali operazioni, Nh Hoteles progetta di investire € 100 milioni nella ristrutturazione dei 39 alberghi acquisiti da Jolly, il gruppo Intercontinental Hotels aprirà nel 2008 il Crowne Plaza Milan City, il gruppo Statuto intende rilanciare l'Hotel Danieli di Venezia (Starwood Hotels & Resorts) con un restauro del valore di € 45 milioni, Soglia

---

<sup>35</sup> Organizzazione Mondiale del Turismo

<sup>36</sup> ISTAT

<sup>37</sup> ISTAT

<sup>38</sup> ISTAT

<sup>39</sup> REAG

<sup>40</sup> Osservatorio AICA (Associazione Italiana Catene Alberghiere)

<sup>41</sup> Osservatorio AICA

<sup>42</sup> Osservatorio AICA

<sup>43</sup> REAG

<sup>44</sup> JLL

Hotels prevede nuovi city hotel ed infine Accor nel 2008 aprirà 5 nuovi alberghi in Italia con un investimento per oltre € 100 milioni<sup>45</sup>.

## IL QUADRO NORMATIVO

Il Ministero dell'economia e delle finanze, con decreto del 25 maggio 2007, ha introdotto con decorrenza 1° ottobre 2007 l'applicazione del meccanismo dell'inversione contabile ("reverse charge") a talune operazioni di cessione di fabbricati strumentali.

Attraverso l'applicazione del citato meccanismo, l'imposta sul valore aggiunto, invece di essere addebitata in fattura al cessionario dal cedente che la riscuote e la versa all'erario, è applicata direttamente dal cessionario.

Il citato meccanismo, infatti, impone al cessionario l'obbligo di integrare la fattura emessa dal cedente con l'indicazione dell'imposta, nonché di annotarla nel registro delle fatture emesse e nel registro degli acquisti; tale duplice annotazione consente, in sede di liquidazione del tributo, la compensazione dell'imposta a debito con quella a credito.

Restano invece soggette alle ordinarie regole di applicazione dell'imposta le cessioni di fabbricati strumentali effettuate da imprese di costruzione, o da quelle che vi hanno effettuato interventi di recupero, entro 4 anni dalla data di ultimazione della costruzione o dell'intervento, nonché quelle di fabbricati abitativi soggette all'imposta.

L'applicazione del "reverse charge" è stato infine modificata, con effetto 1° marzo 2008, dalla legge Finanziaria 2008, la quale all' art. 1, comma 156, prevede che anche le cessioni di immobili strumentali effettuate nei confronti di soggetti IVA con limitato diritto alla detrazione saranno soggette al meccanismo dell' inversione contabile.

Tra le modifiche di maggior rilievo intervenute nel corso dell'esercizio 2007 nel quadro normativo relativo ai servizi e ai mercati finanziari occorre innanzitutto dare conto del Decreto Legislativo 17 settembre 2007, n. 164, con il quale il legislatore ha recepito la Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (di seguito la Direttiva MiFID).

In tale contesto, il regolatore nazionale ha esteso alla gestione collettiva del risparmio, pur estranea al campo di applicazione della Direttiva MiFID, l'applicazione di talune previsioni dettate in attuazione della medesima e, nella specie, delle disposizioni contenute nel Libro IV della Delibera Consob 29 ottobre 2007 n. 16190 (di seguito il Regolamento Intermediari) nonché, per quel che attiene ai profili organizzativi, delle disposizioni della parte V del Regolamento Congiunto Consob - Banca d'Italia dello scorso 29 ottobre.

Si segnala, tra le principali novità, la possibilità per le SGR di commercializzare direttamente tanto OICR di terzi quanto OICR propri e di dare seguito direttamente alle proprie decisioni di investimento anche senza essere abilitate alla prestazione del servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti.

Con il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 7 settembre 2007, n. 174, sono state adottate le misure attuative della Legge 27 dicembre 2006, n. 296 (Legge finanziaria 2007) con cui è stata introdotta nell'ordinamento la figura delle SIIQ "Società di investimento immobiliare quotate".

Il citato Regolamento definisce il quadro normativo di riferimento cui le SIIQ sono soggette, recando disposizioni di dettaglio in materia di esercizio dell'opzione per l'accesso alla particolare qualifica societaria, in materia di regime fiscale e contabile, nonché in tema di vigilanza.

Ancora con riferimento alle SIIQ, si segnala che la Consob, con delibera del 26 giugno 2007, n. 15966 ha approvato il nuovo Regolamento di Borsa Italiana S.p.A. e le relative Istruzioni, in cui si stabilisce una specifica disciplina per il *listing* delle società immobiliari. Più in particolare, il nuovo regolamento introduce previsioni *ad hoc* per l'ammissione alle negoziazioni nel mercato *Expandi* delle c.d. *Real Estate Investment Companies* ("Reic"),

---

<sup>45</sup> REAG

società per azioni che svolgono in via prevalente attività di investimento e/o locazione in campo immobiliare.

Con specifico riferimento alla gestione collettiva del risparmio, occorre menzionare il provvedimento del 21 giugno 2007, con il quale la Banca d'Italia ha modificato il Regolamento 14 aprile 2005 ("Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio"), da un lato adottando disposizioni volte ad ampliare i casi di applicazione dell'istituto di approvazione in via generale dei regolamenti di gestione dei fondi, dall'altro eliminando l'obbligo di specializzazione delle SGR che istituiscono e gestiscono fondi speculativi.

Con Decreto Legislativo 6 novembre 2007, n. 195 è stata data attuazione alla Direttiva 2004/109/CE e alle relative misure di attuazione contenute nella Direttiva 2007/14/CE (c.d. "Direttiva *Trasparency*").

Il decreto incide sugli obblighi cui sono soggetti gli emittenti nazionali quotati, dettando, in particolare, norme relative agli obblighi informativi degli emittenti e dei loro azionisti nei confronti del pubblico, della Consob e delle società di gestione dei mercati, prevedendo specifici poteri di vigilanza regolamentare in capo alla Consob.

Il Decreto Legislativo 28 marzo 2007, n. 51, dando attuazione alla Direttiva 2003/71/CE (c.d. "Direttiva Prospetto"), apporta modifiche ed integrazioni al TUF (artt. 93-*bis* – 100-*bis*) per quel che attiene al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari.

Il Decreto fornisce la definizione di strumenti finanziari comunitari e disciplina, in un'apposita sezione, gli obblighi in materia di offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti. Vengono inoltre previste norme di dettaglio sul contenuto, sul procedimento di approvazione, sugli obblighi informativi e sulla validità comunitaria del prospetto.

Con Decreto Legislativo 19 novembre 2007 n. 229 è stata recepita la Direttiva 2004/25/CE ("Direttiva Opa"), concernente le offerte pubbliche di acquisto e di scambio. La nuova disciplina, pur introducendo talune modifiche al TUF, tra cui l'obbligo di prevedere in statuto le difese di cui la Società intende avvalersi nel caso di Opa ostile, preserva gli indirizzi di fondo già consolidati in materia (protezione degli azionisti minoritari, incoraggiamento alla contendibilità del controllo) e conferma le regole della passività e dell' "obbligo di neutralizzazione", già previste dall'ordinamento.

Si segnala, infine, il Decreto Legislativo 8 ottobre 2007, n. 179 che ha istituito una camera di conciliazione e di arbitrato presso la Consob, per la risoluzione di controversie sorte tra investitori ed intermediari, nonché un sistema di indennizzo e un apposito fondo di garanzia in favore degli investitori danneggiati.

## **QUOTAZIONE PRESSO BORSA ITALIANA S.p.A.**

Nel corso del 2007 il valore di Borsa delle quote rappresentative del Fondo ha subito un significativo incremento, da mettere in relazione all'approssimarsi della sua liquidazione; il titolo, che ad inizio anno veniva scambiato a € 3.001, minimo dell'anno, ha chiuso il 2007 con una quotazione di € 3.220, raggiungendo un prezzo massimo di € 3.355 nel corso del mese di luglio.

Il volume degli scambi, con una media di 37 quote al giorno (25 nel corso del 2006), seppur in crescita, ha continuato a mantenersi esiguo rispetto al totale delle quote in circolazione (69.200).

## **ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO**

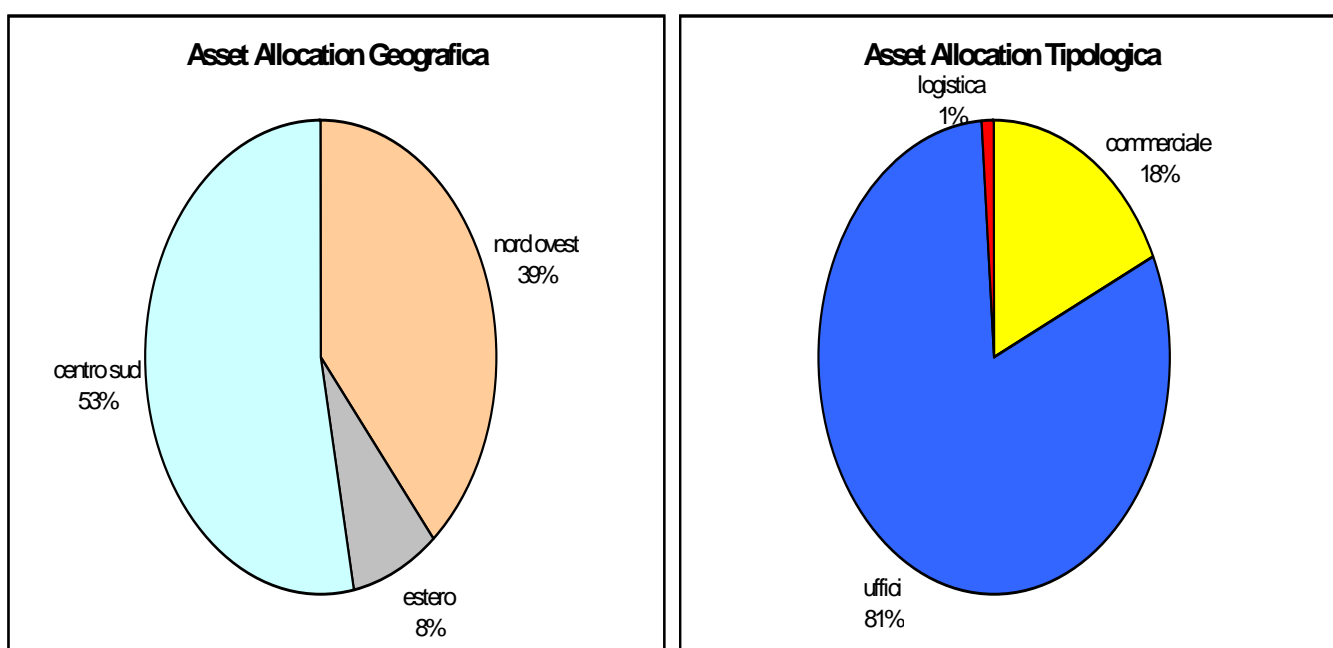
### **LINEE STRATEGICHE DI INVESTIMENTO**

L' art. 2 del Regolamento stabilisce che la durata del Fondo è fissata con scadenza al 31 dicembre del settimo anno successivo al 2001, anno nel quale avvenne il richiamo degli impegni; pertanto nell'esercizio 2008 verrà avviata liquidazione degli asset del Fondo, la cui procedura avrà termine entro il 31 dicembre 2008.

Nel corso del 2007 il Fondo non ha finalizzato alcun investimento immobiliare, sia a ragione del ridotto periodo di vita residua, sia a causa della congiuntura del mercato immobiliare, che non ha consentito in questo periodo l'individuazione di opportunità di investimento con un profilo di rischio/rendimento adatto alle aspettative del Fondo.

L' indebitamento del Fondo è rimasto quindi pari € 60 milioni, ossia circa il 23% del valore di mercato del patrimonio immobiliare.

Tenendo conto anche dell'asset allocation relativo agli investimenti effettuati dall' O.I.C.R. Pan European P.L.P., del quale il Fondo possiede quote per un controvalore di circa € 25 milioni, il portafoglio complessivo sin qui costituito presenta la suddivisione geografica e tipologica che viene indicata nei grafici che seguono:



## GESTIONE IMMOBILIARE

Come già riportato, è proseguita l'attività di ricerca di opportunità di investimento sul mercato immobiliare sia italiano che estero, nel rispetto delle linee strategiche d'investimento individuate in sede di asset allocation; ciò nonostante non si sono create le condizioni per effettuare nuovi investimenti.

Proseguono, unicamente per l'edificio ad uso uffici sito in Cinisello Balsamo (MI), le attività di commercializzazione che, anche dopo le opere di valorizzazione eseguite, mantiene un fisiologico livello di sfritto principalmente dovuto al significativo "turn over" degli spazi. La commercializzazione è affidata a Gabetti Agency.

Il restante portafoglio sin qui costituito risulta completamente a reddito, con le normali attività di gestione dei rapporti con i conduttori e con il fisiologico "turn over" delle gallerie

commerciali.

Relativamente alle quote di partecipazione nell' O.I.C.R. Pan European P.L.P., gestito dalla società Rockspring, il valore del NAV pro-quota al 30 giugno 2007, ultimo disponibile, risulta pari ad Euro 116.517,00, con un incremento del 10,97% rispetto alla stessa data dell'anno precedente.

In relazione a detta quota di partecipazione, in corso d'anno sono stati incassati dividendi per Euro 1,3 milioni, dei quali Euro 1,0 di competenza dell'esercizio 2007.

Alla data di chiusura del rendiconto, sulla base delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, REAG- Real Estate Advisory Group SpA, gli immobili posseduti dal Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a € 265,4 milioni, con un incremento del 41,07 % rispetto al loro costo storico.

Le plusvalenze non realizzate contabilizzate nell'anno sulla base delle valutazioni degli Esperti Indipendenti effettuata sugli immobili posseduti dal Fondo risulta pari a € 16,8 milioni.

La tabella seguente riassume le principali caratteristiche del portafoglio di immobili in capo al Fondo alla data del 31 dicembre 2007:

<b>Data acquisto</b>	<b>Tipologia</b>	<b>Ubicazione</b>	<b>Superfici e (m2 lordi)</b>	<b>Prezzo di acquisto €</b>	<b>Valore di mercato al 31/12/2007 €</b>	<b>Incr. m. Valore (%)</b>	<b>Conduttore principale</b>
30/4/2002	Uffici	Roma, Via Cristoforo Colombo, 424/428	30.538	58.550.546(*)	95.000.000	62,25	Agenzia delle Entrate
17/12/2002	Uffici	Milano, via Durando, 38	13.757	17.800.000	24.900.000	39,88	A.C.I. Interbanca SpA Lombard. Servizi
26/9/2003	Uffici	Cinisello Balsamo (Mi)	24.374	21.377.877(*)	24.200.000	13,20	Multi Tenant
17/11/2003	Galleria Commerciale	Civitanova Marche	3.713	14.350.000	17.500.000	21,95	Multi Tenant
28/11/2003	Uffici	Milano, Viale Jenner	20.538	22.650.000	34.500.000	52,31	TIM
23/04/04	Uffici	Corsico, via Caboto	13.931	19.535.000	27.500.000	40,77	Foster Wheeler
28/12/04	Galleria Commerciale	Prato Calenzano (FI)	3.729	14.800.000	17.100.000	15,54	Multi Tenant
18/05/05	Medie Superfici	Bari - Sportown (BA)	2.259	4.050.000	4.700.000	16,04	Scarpe e Scarpe
08/07/05	Galleria Commerciale	Trevi – P.za Umbra (PG)	6.274	16.750.000	20.000.000	19,40	Multi Tenant

<b>Data acquisto</b>	<b>Tipologia</b>	<b>Ubicazione</b>	<b>Superfici e (m2 lordi)</b>	<b>Prezzo di acquisto €</b>	<b>Valore di mercato al 31/12/2007 €</b>	<b>Incr. m. Valore (%)</b>	<b>Conduttore principale</b>
<b>TOTALI</b>				188.135.000	265.400.000	41,07	

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

Nel corso dell'anno i ricavi da locazione sono stati pari a € 15,8 milioni; nell'esercizio precedente erano assommati a € 14,5 milioni.

Al 31 dicembre 2007 le attività del Fondo ammontano a € 324,1 milioni (€ 314,8 al 31 dicembre 2006).

## **GESTIONE MOBILIARE**

Nel corso dell'esercizio la gestione della liquidità del Fondo, delegata a BNP Paribas Asset Management SGR, è risultata investita in titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro.

Al 31 dicembre 2007 il portafoglio titoli è pari a €25,3 milioni.

Alla stessa data la posizione netta di liquidità è costituita per la totalità da liquidità disponibile che risulta attualmente presente per Euro 4.260.681 sui conti correnti accesi presso la nuova Banca Depositaria BNP Paribas Securities Services- Succursale di Milano, subentrata a BNL S.p.A. in data 1° ottobre 2007, e per Euro 72.996 su conti correnti ancora accesi presso la Banca Nazionale del Lavoro Area Territoriale Lombardia – P.zza San Fedele n.3, Milano, liquidità momentaneamente depositata in relazione ad operatività bancarie al momento non ancora coperte dalla banca depositaria.

Il saldo totale, pari a Euro 4.333.677, comprensivo degli interessi di competenza, risulta essere liquidità temporanea.

All'inizio dell'esercizio, tale liquidità è stata in parte investita in titoli del debito pubblico della Repubblica Italiana denominati in Euro.

## **RAPPORTI CON SOCIETA' DEL GRUPPO**

BNP Paribas Securities Services – 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., sono in corso rapporti di carattere assicurativo.

Come già ricordato, a BNP Paribas Asset Management SGR è stata delegata la gestione della liquidità del Fondo.

## **FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO**

Dopo la chiusura dell'esercizio non si sono verificati altri eventi significativi.

## **PROPOSTA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

Si propone al Consiglio di Amministrazione di approvare il Rendiconto del Fondo "Portfolio

Immobiliare Crescita" chiusi il 31 dicembre 2007 con un valore complessivo netto pari a € 259.447.155 ed un utile d'esercizio di € 24.035.644, totalmente reinvestito nel Fondo, in linea con le previsioni dell' art. 4.5 del Regolamento.

per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

(Francois Benfeghou)

# RENDICONTO DEL FONDO "PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31 dicembre 2007

importi in Euro

<b>ATTIVITA'</b>	Situazione al 31 dicembre 2007		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>				
A1. Partecipazioni di controllo	€ 2.070.816	0,64%	€ 2.417.598	0,77%
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.	€ 25.051.155	7,73%	€ 23.164.745	7,36%
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
A6. Titoli di capitale	€ 0		€ 0	
A7. Titoli di debito	€ 25.315.145	7,81%	€ 34.537.612	10,97%
A8. Parti di O.I.C.R.	€ 0		€ 0	
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
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>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>				
B1. Immobili dati in locazione	€ 265.400.000	81,88%	€ 248.000.000	78,77%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	€ 0		€ 0	
B3. Altri immobili	€ 0		€ 0	
B4. Diritti reali immobiliari	€ 0		€ 0	
<b>C. CREDITI</b>				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	€ 0		€ 0	
C2. Altri	€ 0		€ 0	
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista	€ 0		€ 0	
D2. Altri	€ 0		€ 0	
<b>E. ALTRI BENI</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>				
F1. Liquidità disponibile	€ 4.333.677	1,34%	€ 2.983.261	0,95%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	€ 0		€ 0	
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>				
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	€ 0		€ 0	
G2. Ratei e risconti attivi	€ 328.445	0,10%	€ 773.422	0,25%
G3. Risparmi di imposta	€ 0	0,00%	€ 40.192	0,01%
G4. Altre	€ 1.647.871	0,51%	€ 2.923.757	0,93%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>€ 324.147.109</b>	<b>100,00%</b>	<b>€ 314.840.587</b>	<b>100,00%</b>

## RENDICONTO DEL FONDO "PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31 dicembre 2007 importi in Euro

<b>PASSIVITA' E NETTO</b>	Situazione al 31 dicembre 2007	Situazione a fine esercizio precedente
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
H1. Finanziamenti ipotecari	€ 60.000.000	€ 60.000.000
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	€ 0	€ 0
H3. Altri	€ 0	€ 0
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	€ 0	€ 0
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	€ 0	€ 0
<b>L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI</b>		
L1. Proventi da distribuire	€ 0	€ 0
L2. Altri debiti verso i partecipanti	€ 0	€ 0
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>		
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	€ 0	€ 0
M2. Debiti di imposta	€ 174.282	€ 700
M3. Ratei e risconti passivi	€ 470.836	€ 497.424
M4. Altre	€ 4.054.837	€ 4.052.953
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>€ 64.699.954</b>	<b>€ 64.551.076</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>€ 259.447.155</b>	<b>€ 250.289.511</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>€ 69.200</b>	<b>€ 69.200</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>€ 3.749,236</b>	<b>3.616,900</b>
<b>Rimborsi o proventi distribuiti per quota</b>	<b>€ 215</b>	<b>€ 0</b>
<b>IMPEGNI</b>		
Acquisti immobiliari da perfezionare	€ 0	€ 0
Fidejussioni rilasciate a terzi	€ 392.841	€ 392.841

**RENDICONTO DEL FONDO "PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"**

SEZIONE REDDITUALE AL 31 dicembre 2007

importi in Euro

	Rendiconto al 31 dicembre 2007		Rendiconto esercizio precedente	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1 dividendi e altri proventi	€ 0		€ 0	
A1.2 utili/perdite da realizzi	€ 0		€ 0	
A1.3 plus/minusvalenze	-€ 346.782		-€ 258.105	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	€ 1.298.743		€ 842.905	
A2.2 utili/perdite da realizzi	€ 0		€ 0	
A2.3 plus/minusvalenze	€ 1.886.410		€ 3.007.635	
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi	€ 1.087.720		€ 1.475.466	
A3.2 utili/perdite da realizzi	-€ 195.092		-€ 274.835	
A3.3 plus/minusvalenze	€ 35.595		-€ 408.449	
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1 di copertura	€ 0		€ 0	
A4.2 non di copertura	€ 0		€ 0	
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>		<b>€ 3.766.594</b>		<b>€ 4.384.617</b>
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>				
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	€ 15.845.499		€ 14.530.259	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI	€ 0		-€ 240.873	
B3. PLUS/MINUSVALENZE	€ 16.854.872		€ 13.486.949	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-€ 1.816.941		-€ 1.460.358	
B5. AMMORTAMENTI	€ 0		€ 0	
B6. ICI	-€ 861.077		-€ 818.880	
<b>Risultato gestione beni immobili</b>		<b>€ 30.022.353</b>		<b>€ 25.497.098</b>
<b>C. CREDITI</b>				
C1. Interessi attivi e proventi assimilati	€ 0		€ 0	
C2. Incrementi/decrementi di valore	€ 0		€ 0	
<b>Risultato gestione crediti</b>		<b>€ 0</b>		<b>€ 0</b>
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. Interessi attivi e proventi assimilati	€ 0		€ 0	
<b>E. ALTRI BENI</b>				
E1. Proventi	€ 0		€ 0	
E2. Utile/perdita da realizzi	€ 0		€ 0	
E3. Plusvalenze/minusvalenze	€ 0		€ 0	
<b>Risultato gestione investimenti</b>		<b>€ 33.788.947</b>		<b>€ 29.881.715</b>

<b>F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>				
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	
<b>G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE</b>				
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE	€0		€0	
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI	€0		€0	
<b>Risultato lordo della gestione caratteristica</b>		€33.788.947		€29.881.715
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-€2.271.973		-€2.271.973	
H1.2 su altri finanziamenti	€0		€0	
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	€0		€0	
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		€31.516.974		€27.609.742
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>				
I1. Provvigione di gestione SGR	-€6.441.953		-€5.161.156	
I2. Commissioni banca depositaria	-€176.472		-€181.862	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-€105.340		-€97.500	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-€45.120		-€37.359	
I5. Altri oneri di gestione	-€201.755		-€469.797	
<b>L. ALTRI RICAVI ED ONERI</b>				
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	€83.661		€56.006	
L2. Altri ricavi	€56.827		€8.949	
L3. Altri oneri	-€635.667		-€752.671	
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		€24.051.154		€20.974.352
<b>M. IMPOSTE</b>				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	€0		€0	
M2. Risparmio di imposta	€0		€0	
M3. Altre imposte	-€15.510		€0	
<b>Utile/perdita dell'esercizio</b>		€24.035.644		€20.974.352

# FONDO "PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA"

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2007

## NOTA INTEGRATIVA

<b>PARTE A – ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA .....</b>	<b>2</b>
<b>PARTE B – LE ATTIVITA' LE PASSIVITA' E IL VALORE COMPLESSIVO NETTO.....</b>	<b>3</b>
SEZIONE I – CRITERI DI VALUTAZIONE .....	3
SEZIONE II – LE ATTIVITA'.....	4
SEZIONE III – LE PASSIVITA'.....	14
SEZIONE IV – IL VALORE COMPLESSIVO NETTO.....	15
SEZIONE V – ALTRI DATI PATRIMONIALI .....	15
<b>PARTE C – IL RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO .....</b>	<b>18</b>
SEZIONE I – RISULTATO DELLE OPERAZIONI SU PARTECIPAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI .....	18
SEZIONE II – BENI IMMOBILI .....	18
SEZIONE VI – ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE E ONERI FINANZIARI .....	18
SEZIONE VII – ONERI DI GESTIONE .....	18
SEZIONE VIII – ALTRI RICAVI ED ONERI .....	20
SEZIONE IX – IMPOSTE.....	20
<b>PARTE D – ALTRE INFORMAZIONI .....</b>	<b>21</b>

## PARTE A – ANDAMENTO DEL VALORE DELLA QUOTA

Valore quota		provento 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

Il valore della quota del Fondo, che alla fine dell'esercizio 2006 era pari a Euro 3.616,900 è passato a Euro 3.640,467 al 30 giugno 2007, per attestarsi alla fine dell'esercizio 2007 a Euro 3.749,236.

Il tasso interno di rendimento ottenuto dal Fondo dal giorno di richiamo degli impegni al 31 dicembre 2007 è stato pari a 8,00%.

Come previsto dall'art.14.7 del regolamento del Fondo, alla SGR compete un compenso pari al 20% del risultato di gestione eccedente l'obiettivo di rendimento minimo prefissato; l'importo, pari a Euro 1.876.898, è stato accantonato nella situazione patrimoniale ed economica del Fondo per la differenza rispetto all'ammontare di Euro 1.492.436, già accantonato nella Relazione semestrale del Fondo al 30 giugno 2007.

Negli esercizi successivi l'importo dell'accantonamento verrà adeguato ai risultati della gestione del Fondo.

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

Le transazioni giornaliere nel corso del 2007, hanno interessato in media 37 quote, a fronte di un totale di 69.200 quote in circolazione. La quota ha registrato il prezzo massimo del periodo a Euro 3.355,00 in data 27 luglio 2007 e quello minimo a Euro 3.001,00 il 2 gennaio 2007. La quotazione dell'ultimo giorno di borsa aperta (28/12/2007) è stata pari a Euro 3.220,00.

Con riferimento alla natura dei rischi assunti nell'esercizio, per la parte mobiliare sono state poste in essere operazioni in linea con quanto disposto dalla normativa vigente; 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.

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

Il Rendiconto 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, R.E.A.G., 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.

#### ***Strumenti finanziari quotati***

Gli strumenti finanziari utilizzati per l'investimento della liquidità disponibile del Fondo, rappresentati esclusivamente da titoli di Stato o garantiti dallo Stato quotati, sono contabilizzati al loro corso secco.

La valutazione di tali strumenti viene effettuata sulla base dell'ultima quotazione disponibile alla chiusura dell'esercizio registrando le relative plusvalenze/minusvalenze derivanti dal confronto con il costo medio ponderato degli stessi.

#### ***Immobili e diritti reali immobiliari***

I beni immobili e diritti reali immobiliari sono iscritti al loro costo di acquisto, incrementato degli oneri e dei costi di diretta imputazione. Le relazioni di stima, effettuate da esperti indipendenti, come previsto dalla normativa della Banca d'Italia, vengono aggiornate semestralmente sulla base di criteri valutativi generalmente accettati nel settore immobiliare e che prevedono l'analisi di molteplici fattori quali i flussi finanziari generati, il valore di mercato realizzato per immobili di caratteristiche comparabili ed altri fattori specialistici utilizzati nel settore.

Le eventuali plusvalenze/minusvalenze derivanti da tale valutazione sono iscritte nella Sezione reddituale per competenza.

#### ***Crediti***

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

#### ***Ratei e risconti***

I ratei ed i risconti rappresentano costi e ricavi attribuibili ad un arco temporale interessante più esercizi, evidenziandone la competenza.

### **Altre attività**

Comprendono, tra l'altro, gli oneri la cui utilità è stimata di valenza pluriennale e la cui iscrizione a conto economico tra gli altri oneri viene differita lungo lo stimato periodo di utilità.

### **Fondi imposte e tasse.**

Il D.L. n. 269 del 30 settembre 2003 ha sostanzialmente modificato il trattamento fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliare ai fini delle imposte sui redditi ed il regime fiscale dei partecipanti, sopprimendo l'imposta patrimoniale dell'1 per cento a carico dei fondi e introducendo, in capo ai partecipanti, ad eccezione dei soggetti non residenti, la ritenuta del 12,5% sull'ammontare dei proventi percepiti nonché sulla differenza tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote ed il costo di sottoscrizione o acquisto delle stesse.

### **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 risulta totalmente investito in immobili a destinazione commerciale e uffici, alcuni dei quali oggetto di opere di ristrutturazione/valorizzazione, oltre che in quote di un O.I.C.R. immobiliare estero.

Nel 2008 si prevede di proseguire l'attività di gestione secondo le linee guida indicate dal business plan.

L'equity non utilizzato per l'acquisizione di nuovi Assets immobiliari, è stato investito in Titoli di Stato Italiani Quotati il cui ammontare supera il 5% delle attività del Fondo. Qui di seguito si fornisce elenco analitico degli strumenti finanziari:

<b>Emittente</b>	<b>Descrizione</b>	<b>Valore al 31/12/2007</b>	<b>In percentuale dell'attivo</b>
Stato Italiano	B.T.P. 5% 01/05/98-2009	11.033.440	3,40%
Stato Italiano	B.T.P. 2,75% 05-01/02/09	8.990.910	2,77%
Stato Italiano	B.T.P. 3% 01/02/06-2010	1.482.435	0,46%
Stato Italiano	C.C.T. TV 01/04/02-2009	3.808.360	1,17%
<b>Totale</b>		<b>25.315.145</b>	<b>7,81%</b>

### **II.1 Strumenti finanziari non quotati**

Le partecipazioni di controllo sono costituite da:

- ❑ "Il Parco Srl Unipersonale", società che detiene le licenze commerciali della galleria del centro commerciale sito a Prato Calenzano (FI), è stata costituita in data 13 gennaio 2005 con un iniziale versamento di Capitale di 10 mila euro. La società così costituita, ha acquistato in data 31 gennaio 2005 il ramo d'azienda del Centro Commerciale per un controvalore di Euro 2.747.164.

































