



cordeasavills



Cordea Savills SGR S.p.A.
Pan European Property Fund

RENDICONTO AL 31 DICEMBRE 2011

Fondo Comune di Investimento Immobiliare
riservato a Investitori Qualificati denominato

"PAN-EUROPEAN PROPERTY FUND
Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso"

Indice

1. Relazione degli amministratori.....	5
1.1 Premessa.....	5
1.2 Dati descrittivi del Fondo dal collocamento al 31 dicembre 2011.....	5
1.3 Analisi del mercato.....	6
1.3.1 Contesto macroeconomico.....	6
1.3.2 Analisi del mercato immobiliare europeo.....	6
1.4 Politiche di investimento del Fondo.....	9
1.5 Andamento della gestione del Fondo.....	10
1.5.1 La gestione immobiliare.....	10
1.5.2 Il processo di valutazione degli immobili.....	12
1.5.3 La situazione locativa.....	17
1.5.4 Finanziamenti e strumenti derivati di copertura.....	18
1.5.5 Gestione cambi.....	21
1.5.6 Gestione finanziaria - depositi bancari e disponibilità liquide.....	21
1.6 Eventi Successivi e linee strategiche future.....	21
1.7 Altre informazioni.....	22
1.8 Delibera del Consiglio di Amministrazione.....	23
2. Situazione Patrimoniale.....	25
3. Situazione Reddittuale.....	27
4. Nota Integrativa.....	29
Parte A – Andamento del valore della quota.....	29
Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto.....	33
Sezione I – Criteri di valutazione.....	33
Sezione II – Le attività.....	35
Sezione III – Le passività.....	47
Sezione IV – Il valore complessivo netto.....	49
Sezione V – Altri dati patrimoniali.....	49
Parte C – Il risultato economico dell’esercizio.....	52
Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari.....	52
Sezione II – Beni Immobili.....	53
Sezione III – Risultato della gestione crediti.....	53
Sezione IV – Depositi bancari.....	54
Sezione V – Altri beni.....	54
Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari.....	54
Sezione VII – Oneri di gestione.....	56
Sezione VIII – Altri ricavi e oneri.....	56
Sezione IX – Imposte.....	56
Parte D Altre Informazioni.....	57
5. Schede analitiche degli immobili in portafoglio.....	58

1. Relazione degli amministratori

1.1 Premessa

Il Rendiconto di Gestione è stato redatto in conformità alla normativa e alle disposizioni emanate con Provvedimento della Banca d'Italia del 14 Aprile 2005 "Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio" e si compone della presente Relazione degli Amministratori, di una Situazione Patrimoniale, di una Situazione Reddittuale e della Nota Integrativa.

Tutti gli importi indicati sono espressi in unità di Euro, senza cifre decimali, se non diversamente specificato. Il valore della quota viene invece calcolato in millesimi di Euro.

L'esercizio contabile ha durata annuale e si chiude il 31 dicembre di ogni anno.

1.2 Dati descrittivi del Fondo dal collocamento al 31 dicembre 2011

Il "Pan-European Property Fund – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso" (di seguito il "Fondo") è un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso riservato a Investitori Qualificati (come definiti nel Regolamento di gestione del Fondo), istituito e gestito da Cordea Savills Società di Gestione del Risparmio S.p.A. (di seguito la "SGR"), società appartenente al Gruppo inglese Savills Plc.

Il Fondo ha iniziato la propria operatività in data 18 maggio 2007. La durata del Fondo è fissata in otto anni con scadenza il 31 dicembre del 2015.

Il primo periodo di sottoscrizione ha avuto termine il 18 marzo 2008. A tale data tutti gli impegni risultavano richiamati ed integralmente versati, con contestuale emissione delle relative quote. Ad oggi le quote del Fondo in circolazione sono pari a n. 348, tutte del valore nominale di Euro 250.000 ciascuna.

In data 30 marzo 2011, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato alcune modifiche al Regolamento di gestione del Fondo; tali modifiche erano già state approvate in data 28 marzo 2011 dall'Assemblea dei partecipanti del Fondo. Si tratta di modifiche che riguardano:

- i) la modalità di calcolo della commissione di gestione del Fondo;
- ii) alcune variazioni, non obbligatorie, conseguenti all'entrata in vigore del D.M. 5 ottobre 2010, n. 197 (Modifiche al regolamento attuativo dell'articolo 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento);
- iii) altre modifiche ritenute opportune nell'interesse dei partecipanti.

In particolare, si segnala che la modifica all'art. 9.1.1 del Regolamento di Gestione del Fondo ha modificato parzialmente il criterio per il calcolo delle commissioni di gestione, includendo nel valore delle partecipazioni nelle società controllate dal Fondo, i finanziamenti erogati a dette società da enti finanziari e creditizi.

Trattandosi di modifiche non obbligatorie per le quali non era consentito avvalersi del procedimento di approvazione in via generale ai sensi del Titolo V, Capitolo II, Sezione III, par. 3 del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, le modifiche approvate sono state oggetto di specifica istanza alla Banca d'Italia per l'approvazione. Tuttavia, in data 10 giugno 2011, attraverso una nota ufficiale, la Banca d'Italia ha chiarito che le modifiche ai regolamenti di gestione dei fondi riservati agli investitori qualificati e dei fondi speculativi non sono più soggette alla preventiva approvazione dell'Organo di Vigilanza. Il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione, in data 10 giugno 2011 ha preso atto della Nota e ha deliberato di attribuire efficacia immediata alle suddette modifiche.

1.3 Analisi del mercato

1.3.1 Contesto macroeconomico

A partire dall'estate 2011 le tensioni sul debito sovrano si sono accentuate, estendendosi in tutta la periferia dell'area Euro e minacciando il già fragile equilibrio economico mondiale.

Sebbene recenti rilevamenti della Banca Centrale Europea confermino timidi tentativi di stabilizzazione dell'attività economica, le prospettive per il futuro rimangono soggette ad un'elevata incertezza e rischi di ricadute.

La crescita economica mondiale per il 2011 dovrebbe attestarsi intorno al 3,8%¹, caratterizzata da elevati tassi di crescita delle economie emergenti (+3,4% Brasile, +9,3% Cina, +7,6% India) e da un andamento più contenuto delle economie avanzate (+1,6% area Euro, +0,9% Regno Unito, +1,7% Stati Uniti).

Nel terzo trimestre del 2011, il prodotto interno lordo dell'Italia è diminuito dello 0,2% sul periodo precedente; secondo le più recenti stime di Banca d'Italia², sarebbe sceso ulteriormente anche nel quarto trimestre. In particolare, gli effetti delle tensioni sul debito sovrano si sarebbero trasmesse al sistema bancario prima e, successivamente, alle imprese e alle famiglie sotto forma di maggiori oneri finanziari.

Il rallentamento del commercio mondiale avrebbe inoltre ripercussioni negative sulla crescita economica mondiale, prevista al ribasso per il 2012 (+3,4%) per poi tornare lievemente a crescere nel 2013 (+4,3%). Anche in questo caso la ripresa rimarrebbe differenziata fra le diverse economie mondiali, con una stagnazione nell'area Euro (+0,2%), un'espansione contenuta negli Stati Uniti e in Giappone (+2,0%) e un'attenuazione della crescita nelle economie emergenti.

Il tasso di inflazione medio dell'area Euro ha registrato nel 2011 un incremento del 2,7% principalmente guidato dal rialzo dei prezzi dell'energia e delle materie prime. Le prospettive per il futuro sono di una stabilizzazione del tasso nei prossimi mesi e di una progressiva diminuzione fino al 2% circa. Tale dinamica è coerente con le aspettative di bassa crescita che dovrebbero far allentare le pressioni sul livello dei prezzi.

Negli ultimi mesi le tensioni sul mercato dei titoli di stato e la conseguente incertezza che si è diffusa sui mercati finanziari hanno inciso negativamente sulla capacità di raccolta delle banche. Tutto questo, insieme all'esigenza di ricapitalizzazione di molti istituti di credito dettata dalla European Bank Authority, ha notevolmente ristretto l'offerta di credito all'economia reale in tutti i Paesi avanzati e principalmente nella periferia dell'area Euro. A fronte del concreto rischio del manifestarsi di una spirale involutiva che avrebbe duramente colpito l'Euro zona, la Banca Centrale Europea è intervenuta con un nuovo strumento di rifinanziamento dell'Eurosistema (LTRO – Long Term Refinancing Operation), con una riduzione del tasso di riferimento fino all'1% nonché allargando i requisiti delle attività stanziabili a garanzia delle operazioni di rifinanziamento. E' cruciale per la ripresa economica che tali interventi si trasmettano all'economia reale, allentando le condizioni del credito a imprese e famiglie, soprattutto nella fase attuale in cui le esigenze di risanamento dei bilanci pubblici hanno imposto misure di riduzione della spesa pubblica e di incremento delle entrate.

1.3.2 Analisi del mercato immobiliare europeo³

Regno Unito

L'economia del Regno Unito ha registrato una crescita dello 0,8% su base annua nel 2011. Il rallentamento dell'ultima parte dell'anno fa temere una fase di recessione tecnica per l'inizio del 2012; tuttavia, si spera che la crescita economica globale e l'organizzazione dei giochi olimpici possano aiutare la ripresa nella seconda parte dell'anno.

Sebbene abbia rallentato rispetto a novembre 2011, l'inflazione su base annua si è assestata al 4,2%, superiore alla media europea.

Nonostante il leggero miglioramento registrato nelle vendite al dettaglio a dicembre (+0,6%), la difficile situazione economica, con i tassi di disoccupazione in rialzo e capacità di spesa delle famiglie al ribasso, avrà un impatto negativo sui consumi e, di conseguenza, su tutto il settore commerciale, con affitti in ribasso, soprattutto nelle zone più secondarie.

¹ OCSE, Economic Outlook, n.90, Novembre 2011

² Bollettino Economico n.67, Gennaio 2012

³ Fonte: Ricerca Cordea Savills su fonti varie

La domanda di immobili ad uso ufficio rimane debole per tutte le città in Gran Bretagna ad eccezione di Londra, lasciando prevedere per il futuro una stabilità dei canoni di affitto.

Il mercato logistico-industriale mostra invece una differenza di performance più marcata fra immobili di elevata qualità in location primarie e immobili obsoleti in location meno appetibili.

Il Regno Unito continua comunque ad essere fra i primi mercati nelle preferenze degli investitori internazionali, anche se l'ultimo trimestre dell'anno ha registrato una diminuzione degli investimenti di circa il 13% rispetto all'anno precedente. I total return per l'anno 2011 sono stati comunque positivi con un +9,3% segnato dal settore uffici, +7,6% industriale-logistico e 7,2% dal settore retail.

Germania

L'economia tedesca ha registrato nel 2011 il secondo anno consecutivo di crescita sostenuta (+3% rispetto al 2010). Tuttavia, l'ottima performance del primo semestre non si è ripetuta nella seconda parte dell'anno (l'ultimo trimestre ha chiuso con un calo dello 0,25%), facendo rivedere al ribasso le stime per il 2012 in cui è prevista una crescita moderata (+0,5%) che dovrebbe riacquisire slancio nel 2013 (+1,5%). I dati macro dell'economia tedesca rimangono comunque i migliori dell'intera area Euro con un'inflazione contenuta (+2,1%) e un tasso di disoccupazione (7,1%) ai minimi da 20 anni.

Il mercato immobiliare degli uffici ha registrato una crescita sostenuta della domanda di spazi (+18%), anche se la stessa rimane sempre concentrata sulle location principali e sugli immobili di alta qualità. Il miglioramento dell'indice di fiducia dei consumatori e della situazione occupazionale, insieme all'aumento della capacità di spesa delle famiglie, dovrebbe supportare le vendite retail anche nel 2012, mentre sempre più aziende sono disposte ad accettare termini più lunghi per l'affitto di immobili ad uso logistico-industriale data la scarsa disponibilità di spazi e l'incremento della domanda.

Per quanto riguarda il mercato degli investimenti, nel corso del 2011 si è registrata una crescita del 22% rispetto al 2010; tale tendenza è destinata a confermarsi anche nel 2012 dati i buoni fondamentali dell'economia tedesca e l'avversione al rischio degli investitori. Le preferenze nelle scelte di investimento sono soprattutto per il mercato retail (45%) seguito dal segmento uffici (30%) e logistica (10%).

I rendimenti dell'asset class immobiliare sono rimasti pressoché stabili nell'ultimo trimestre 2011, con una leggera compressione dovuta all'incremento delle imposte indirette sulle transazioni immobiliari che ha colpito diverse regioni della Germania.

Francia

Gli ultimi dati disponibili sulle performance macro-economiche dell'economia francese stimano un prodotto interno lordo in crescita dell'1,6% nel corso del 2011, registrando un leggero rallentamento nell'ultima parte dell'anno, e un tasso di inflazione al 2,5% superiore alla media degli ultimi tre anni.

Le recenti misure di austerità approvate dal governo francese dovrebbero limitare il deficit del bilancio pubblico rivisto in miglioramento nel 2012 al 4,5% rispetto al 5,7% nel 2011; tuttavia, le stesse potrebbero avere conseguenze negative sulla fiducia dei consumatori e la capacità di spesa delle famiglie.

La diminuzione del completamento di nuove iniziative di sviluppo nel settore uffici, insieme all'aumento della domanda di spazi per le location principali, sta comportando una forte diminuzione dei tassi di affitto e una sempre maggiore domanda di immobili di elevata qualità nei *central business district*. Per quanto riguarda invece il settore retail, si registra un incremento nell'apertura di nuovi centri commerciali, tendenza che dovrebbe affermarsi anche nel 2012, facendo lievitare l'eccesso di offerta per queste tipologie di asset.

Secondo Jones Lang LaSalle i canoni di affitto medi per tutte le tipologie di asset dovrebbero rimanere più o meno stabili nel 2012, con una tendenza al ribasso nel caso in cui le misure di austerità adottate dovessero essere più incisive del previsto. Per quanto riguarda invece il mercato degli investimenti, il 2011 ha riportato una crescita del 20% circa rispetto all'anno precedente che ha sicuramente avuto un impatto positivo sulle quotazioni degli immobili di qualità migliore. Rimane comunque ampio il divario di performance fra gli immobili obsoleti in location secondarie e gli immobili di fascia alta nelle location più ambite.

Paesi Bassi

L'economia olandese ha registrato una crescita moderata nel 2011 con un mercato rallentamento verso la fine dell'anno che lascia supporre una fase di recessione tecnica all'inizio del 2012. Una graduale ripresa è invece prevista per il 2013.

Nel 2011 si è registrata una diminuzione della capacità di spesa delle famiglie e un peggioramento dell'indice di fiducia dei consumatori, che dovrebbe avere un impatto negativo sul settore commerciale. La domanda per immobili commerciali dovrebbe quindi essere debole anche se parecchio differenziata fra location primarie (dove i canoni di mercato dovrebbero mantenersi stabili) e location secondarie (in cui dovrebbero continuare le pressioni a ribasso dei livelli di affitto). Nonostante un ulteriore peggioramento nel 2011, il tasso di disoccupazione in Olanda resta fra i più bassi dell'area Euro (4,9%). Questo dato, tuttavia, non aiuta il mercato immobiliare degli uffici che, seppur registrando un leggero miglioramento del tasso di sfritto nelle location primarie, continua a soffrire di carenza di domanda ed elevata disponibilità di spazi nelle location secondarie.

Il mercato degli investimenti immobiliari in Olanda ha subito un sensibile rallentamento nel 2011, avendo registrato il più basso livello di volumi degli ultimi tre anni. Di conseguenza i rendimenti degli immobili hanno subito un generale incremento, con conseguenze negative sulle quotazioni immobiliari.

Svezia

La Svezia è una delle economie europee che ha affrontato al meglio la crisi in atto in Europa grazie al buono stato delle finanze pubbliche e alla competitività dell'economia. Nel corso del terzo trimestre dell'anno il PIL svedese è cresciuto dell'1,6% rispetto al trimestre precedente, grazie a un miglioramento delle performance nelle esportazioni (+3%) e nonostante una flessione dei consumi (-0,9%). Tuttavia, le aspettative per i prossimi mesi sono riviste leggermente al ribasso, soprattutto a causa della forza della corona svedese che dovrebbe avere un impatto negativo sulle esportazioni. Nonostante questo e nonostante una revisione al ribasso delle stime sulla capacità di spesa delle famiglie e sulla dinamica dei salari, la crescita dell'economia svedese dovrebbe comunque superare la media europea grazie al buono stato delle finanze pubbliche che dovrebbe consentire la messa in atto di politiche di stimolo fiscale.

La domanda di immobili ad uso ufficio in Svezia rimane forte per edifici moderni, di alta qualità, in location primarie e ben collegati con il sistema di trasporto pubblico, mentre i tassi di sfritto rimangono alti nelle location secondarie (fuori dai central business district) e per gli immobili di più bassa qualità. Anche la richiesta di spazi ad uso commerciale rimane elevata per le location centrali e per i centri commerciali ben posizionati, mentre soffrono le zone secondarie. Tali tendenze dovrebbero ripercuotersi sul livello dei canoni di affitto, anche se, generalmente, il mercato svedese dovrebbe superare la performance media dell'eurozona. Proprio per questo il mercato degli investimenti in Svezia ha registrato una crescita del 25% rispetto al 2010, anche se l'interesse degli investitori risulta concentrato sugli immobili *core*. Sebbene i rendimenti di mercato si siano stabilizzati nel corso del 2011, è interessante notare come, dato il basso livello dei tassi di interesse di riferimento, il differenziale fra le attività finanziarie *risk free* e i rendimenti dell'asset class immobiliare, siano i più alti da vent'anni a questa parte.

Finlandia

Anche nel 2011 l'economia finlandese ha registrato una crescita positiva guidata dall'aumento delle esportazioni (+2,4%), dei consumi privati (+0,5%) e degli investimenti (+1,6%); tuttavia, nell'ultima parte dell'anno si è registrato un lieve rallentamento che potrebbe sfociare in una debole recessione tecnica nella prima parte del 2012.

Le prospettive per il futuro presentano elementi di incertezza, a causa della debolezza della domanda interna e soprattutto dell'andamento delle economie dell'area Euro, cui sono indirizzate la maggior parte delle esportazioni della Finlandia.

Il tasso di disoccupazione in crescita, il rallentamento dell'economia insieme al completamento di alcune iniziative di sviluppo, dovrebbe portare nel 2012 ad una complessiva diminuzione della domanda di spazi ad uso ufficio con conseguenze negative sul livello dei canoni di affitto. Stessa tendenza dovrebbe manifestarsi per gli immobili ad uso retail a causa della debolezza della capacità di spesa dei consumatori anche se va ribadito come la situazione economica finlandese sia complessivamente migliore della media dell'area Euro.

Anche il mercato immobiliare in Finlandia ha registrato un crescente interesse da parte degli investitori internazionali (+30%) che hanno dirottato gli investimenti dalla periferia verso i Paesi del Nord Europa. I rendimenti sono rimasti pressoché stabili nel 2011 e non ci si aspettano correzioni significative nel prossimo futuro.

1.4 Politiche di investimento del Fondo

L'attività del Fondo è finalizzata all'investimento in beni immobili localizzati in Europa, opportunamente diversificati per area geografica e per destinazione d'uso, con un profilo *core*, tale da permettere al Fondo di distribuire un reddito annuo non inferiore al 4% e di conseguire un IRR a scadenza pari all'inflazione europea aumentata di 4 punti percentuali. E' previsto che, a regime, gli investimenti immobiliari del Fondo siano effettuati per oltre il 50% in Paesi appartenenti all'area Euro dell'Unione europea ed in almeno quattro Stati diversi.

La politica d'investimento e di gestione del Fondo è stata focalizzata al raggiungimento degli obiettivi fissati attraverso una strategia di contenimento dei rischi:

- diversificazione degli investimenti per Paese;
- diversificazione degli investimenti per destinazione d'uso;
- esposizione su investimenti immobiliari caratterizzati da contratti di locazione a lunga scadenza, con affittuari di primario *standing*, interamente locati ed in grado di produrre un reddito corrente che permetta al Fondo di raggiungere i suoi obiettivi annui in termini di distribuzione dei dividendi;
- appropriato uso della leva finanziaria;
- copertura integrale dai rischi relativi ai tassi d'interesse e all'esposizione in valuta diversa dall'Euro.

In particolare, con riferimento al settore uffici, la strategia di investimento ha privilegiato città primarie (Parigi, Lione, Rotterdam e Glasgow) ed immobili con contratti di lunga durata e garantiti da affittuari caratterizzati da un buon rating.

Con riferimento invece agli investimenti commerciali, sono stati privilegiati i centri con forte radicamento sul territorio e comunque dominanti nel bacino di riferimento.

L'implementazione della strategia d'investimento sopra descritta ha portato alla costituzione di un portafoglio composto, alla data del presente Rendiconto, da 10 immobili in 6 differenti Paesi europei, opportunamente diversificato per destinazione d'uso, quasi interamente locato (il tasso di affitto alla data del presente Rendiconto è inferiore al 2%), e caratterizzato da una durata media residua dei contratti di affitto superiore a 7 anni. L'indice sintetico di affidabilità degli affittuari (come misurato da IPD) è di 80 su 100 e circa l'85% dei flussi di reddito sono associati ad affittuari che presentano un profilo di rischio tra nullo e medio-basso. Il portafoglio in questione è caratterizzato da un rendimento medio lordo del 6,86% sul valore di acquisto degli immobili e del 7,40% sul valore del portafoglio come emerge dall'ultima valutazione al 31 dicembre 2011. Il rendimento netto del 6.04% (sul prezzo d'acquisto incrementato degli oneri accessori di acquisizione) consente al portafoglio immobiliare di generare un dividendo annuo in linea con gli obiettivi fissati. L'indebitamento finanziario è nell'ordine del 39% del valore del portafoglio immobiliare.

Nel corso del 2011 sono stati esaminati diversi potenziali investimenti, soprattutto in Germania, considerato oggi il mercato immobiliare Europeo più stabile, con l'obiettivo di completare il portafoglio immobiliare con due ulteriori acquisizioni dell'importo complessivo di circa 20 milioni di Euro che abbiano caratteristiche di ulteriore rafforzamento del profilo distributivo del Fondo e di *de-risking* complessivo del portafoglio (allungamento della media delle scadenze contrattuali, miglioramento del rating medio degli affittuari, abbassamento del costo del debito). Il primo dicembre 2011 è stata finalizzata l'acquisizione di un *retail park* situato nella cittadina bavarese di Hessdorf, per un controvalore di Euro 8.850.000. Costruito nel 2007, l'immobile è costituito da 7 unità commerciali per una superficie totale di 5.700 mq affittate con contratti di durata ultra-decennale a primari conduttori. Gli affittuari principali sono REWE, *food retailer* leader di mercato in Germania, e ALDI, catena leader nella gestione dei *discount*. Il *retail park* genera affitti annui per circa 675 mila Euro che riflettono un rendimento lordo annuo sul prezzo di acquisto del 7,6%. L'acquisizione è stata completata con l'accensione di un finanziamento bancario contratto con una filiale tedesca della banca svedese SEB AB, ad una leva di circa il 50% e con uno *spread* di 104 punti base. La tipologia dell'immobile acquisito conferma l'interesse del Fondo per i centri commerciali ancorati da un forte operatore alimentare e capaci di generare flussi di reddito stabili e duraturi nel tempo.

Sempre nel corso del 2011 sono state condotte trattative per l'acquisizione di un immobile ad uso logistico in Germania del valore pari a circa 10 milioni di Euro. Si tratta di un progetto realizzato da DHL (società internazionale di logistica e distribuzione del gruppo Deutsche Poste) che prevede l'acquisizione da parte del Fondo dell'immobile in fase di sviluppo, con trasferimento definitivo del titolo di proprietà non appena la costruzione sarà ultimata (il completamento dei lavori è previsto per l'aprile 2012) e l'immobile sarà affittato con contratto decennale alla stessa DHL.

L'immobile è situato in prossimità dell'aeroporto di Lipsia, (uno degli unici due aeroporti tedeschi con autorizzazione ad un'operatività cargo 7 giorni su 7 e 24 ore su 24) in una zona ad elevata vocazione industriale/logistica, a ridosso dei nuovissimi stabilimenti di Porsche e BMW e dell'*hub* europeo di DHL. L'immobile verrà interamente locato a DHL con un contratto di affitto di durata decennale, senza *break option* a favore del conduttore, di tipo *triple net* (i.e. tutti i costi sono a carico dell'affittuario), indicizzato al 100% del tasso di inflazione nonché garantito dalla casa madre Deutche Post. L'affitto genererà un reddito annuo di circa 753 mila Euro che corrisponde ad un rendimento lordo iniziale del 7,8% circa. L'acquisizione sarà completata attraverso l'accensione di un finanziamento bancario con una filiale tedesca della banca svedese SEB AB ad una leva del 50% e con uno *spread* nell'ordine di 126 punti base. Il principale rationale dell'investimento risiede nella stabilità, nella qualità e nella durata dei flussi di cassa provenienti dall'immobile in oggetto.

1.5 Andamento della gestione del Fondo

Il valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2011 ammonta ad Euro 76.708.391. L'esercizio 2011 si chiude con un utile di periodo di Euro 2.252.569 ed una *performance* complessiva in termini di rendimento effettivo pari al 2,98%.

Il valore unitario della quota al 31 dicembre 2011 risulta pari ad Euro 220.426,410 con una variazione negativa di Euro 6.027,10 (-2,66%) rispetto al 31 dicembre 2010.

In data 13 Aprile 2011 il Fondo ha effettuato una distribuzione di dividendi ai quotisti per complessivi Euro 4.350.000 (pari a Euro 12.500 per quota) corrispondente ad un *dividend yield* su base annuale del 5,00% (sul valore nominale del capitale investito), in linea con l'obiettivo di distribuzione annuale dei dividendi stabilito in sede di avvio dell'operatività del Fondo.

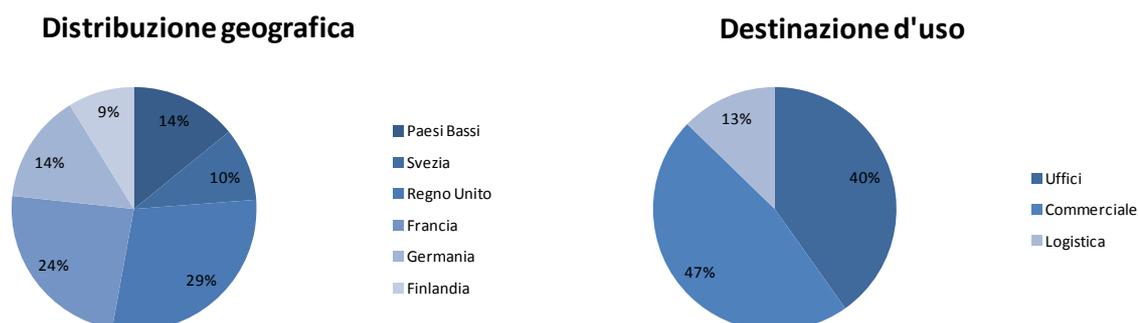
Complessivamente, la *performance* del Fondo dall'inizio dell'operatività corrisponde ad un IRR (Tasso Interno di Rendimento) positivo dello 0,42%.

1.5.1 La gestione immobiliare

Alla data della presente Relazione il Fondo ha realizzato complessivamente dieci investimenti immobiliari in sei differenti Paesi dell'Unione Europea.

L'ammontare complessivo degli investimenti immobiliari effettuati dal Fondo in Paesi non appartenenti all'area Euro ammonta, in percentuale rispetto al totale degli investimenti, al 39%, dunque al di sotto del limite massimo del 50% fissato dal Regolamento di gestione.

La composizione del portafoglio per distribuzione territoriale e destinazione d'uso è così sintetizzabile.



Il valore complessivo degli immobili detenuti dal Fondo ammonta al 31 dicembre 2011 a Euro 108.081.291. Rispetto al prezzo di acquisto la variazione complessiva di valore degli immobili in portafoglio, ai cambi storici di acquisizione, è negativa di circa il 5%; del 9.5% tenendo conto anche degli oneri di acquisizione pari a 6.1 milioni di Euro. Considerando invece la valutazione attuale degli immobili al cambio di fine periodo la variazione complessiva di valore del portafoglio rispetto al prezzo di acquisto comprensivo degli oneri di acquisizione è negativa di circa il 11,8%. Occorre tuttavia sottolineare che il Fondo ha posto in essere una strategia di copertura dal rischio di variazione dei tassi di cambio attraverso contratti derivati di vendita a termine di divisa, grazie alla quale sono state compensate le perdite in conto capitale dovute al generale apprezzamento dell'Euro delle GBP rispetto al cambio alla data di acquisizione dell'immobile sito sull'Isola di Wight.

La tabella seguente sintetizza la composizione del portafoglio immobiliare e la sua valorizzazione al 31 dicembre 2011.

Città	Nazione	Destinazione d'uso	Superficie affittabile	Prezzo di acquisto (*)	Oneri accessori (*)	Investimento totale (*)	Valutazione al 31 dicembre 2011 (**)	Valutazione al 31 dicembre 2011 (***)
			mq	Euro/000	Euro/000	Euro/000	Euro/000	Euro/000
Rotterdam (Capelle)	Paesi Bassi	Uffici	6.972	13.810	1.046	14.856	11.000	11.000
Gavle	Svezia	Retail	4.861	10.713	141	10.854	10.462	10.120
Isle of Wight	Gran Bretagna	Retail	7.706	28.050	1.582	29.632	24.686	28.920
Venray	Paesi Bassi	Logistica	11.120	8.500	635	9.135	4.260	4.260
Hyvinkaa	Finlandia	Logistica	14.183	8.800	521	9.321	9.508	9.508
Paris (St. Cloud)	Francia	Uffici	3.258	14.850	431	15.281	16.720	16.720
Ostringen	Germania	Retail	4.580	6.300	502	6.802	6.770	6.770
Glasgow	Gran Bretagna	Uffici	3.057	8.553	470	9.023	6.733	6.223
Lione	Francia	Uffici	3.364	7.968	325	8.293	9.023	9.023
Hessdorf	Germania	Retail	5.739	8.850	434	9.284	8.920	8.920
Totale			64.840	116.394	6.087	122.479	108.081	111.463

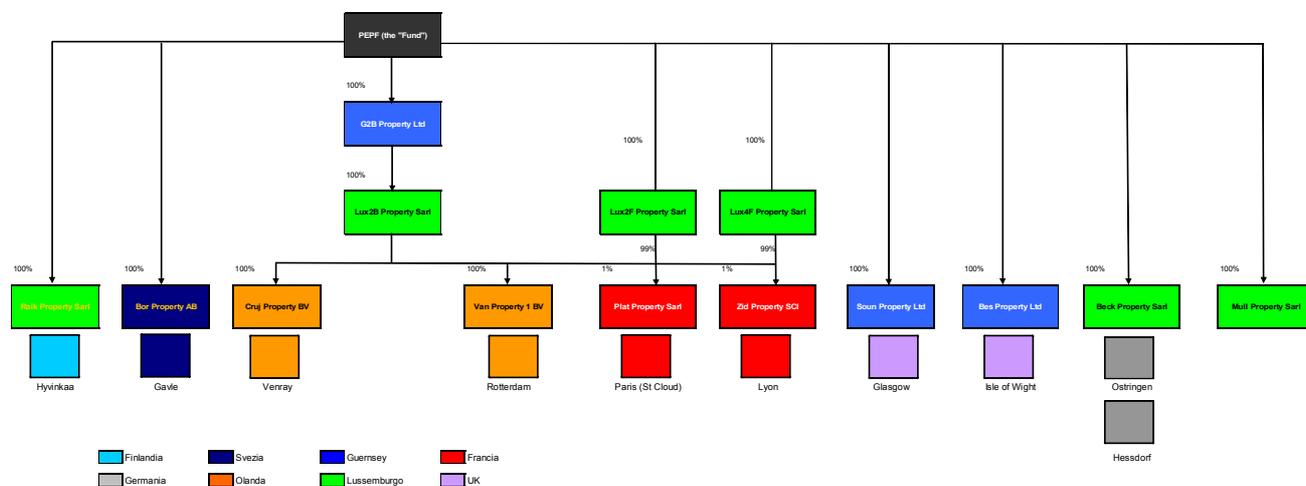
(*) al cambio storico, per gli investimenti in valuta diversa dall'Euro (Svezia e Gran Bretagna)

(**) al cambio del 31 dicembre 2011

(***) al cambio di copertura

Tutti gli immobili in portafoglio sono stati acquistati per il tramite di società immobiliari, di cui il Fondo detiene la totalità delle quote rappresentative di capitale. Per tale motivo la performance della gestione immobiliare viene riflessa, contabilmente, nella performance della gestione finanziaria, che include, oltre agli effetti economici derivanti dalla valutazione delle partecipazioni, i dividendi distribuiti dalle società controllate e gli interessi maturati sui finanziamenti loro concessi.

Viene di seguito illustrata la struttura societaria per il tramite della quale sono stati acquistati gli immobili detenuti dal Fondo.



La gestione finanziaria ha prodotto complessivamente nel periodo i seguenti risultati, al netto dell'effetto dovuto alla variazione dei tassi di cambio e della valorizzazione degli assets immobiliari:

- dividendi distribuiti al Fondo dalle società partecipate Euro 1.562.162;
- interessi attivi su finanziamenti soci concessi alle società partecipate per Euro 4.355.469.

1.5.2 Il processo di valutazione degli immobili

Cordea Savills SGR ha adottato una specifica procedura relativamente al processo di valutazione degli immobili dei fondi gestiti che ha come principali obiettivi i seguenti:

- assicurarsi che gli esperti indipendenti nominati abbiano le necessarie competenze professionali e che svolgano il loro lavoro con oggettività e indipendenza rispetto sia alla SGR che ai partecipanti dei fondi;
- distinguere in maniera netta i ruoli dell'esperto indipendente e della società di gestione nel processo di valutazione e definire con precisione gli scambi informativi tra questi soggetti;
- assicurare un adeguato processo di valutazione e controllo dell'operato dell'esperto indipendente.

Processo di selezione e modalità di conferimento dell'incarico

Cordea Savills SGR S.p.A. ha affidato con un mandato triennale a partire dal 30 giugno 2010, la valutazione periodica degli immobili del Fondo all'Esperto Indipendente Cushman & Wakefield LLP ("C&W") con delibera consiliare dell'11 maggio 2010. C&W è stato selezionato dalla Società di Gestione, dopo aver verificato il possesso dei requisiti richiesti dalla normativa vigente per l'assunzione di tale incarico, tenendo conto della consolidata esperienza maturata nel settore e della sua posizione di operatore di primario standing, nonché avendo attentamente valutato la situazione di potenziale conflitto di interesse in relazione all'incarico di property manager che C&W ricopre a favore di un altro Fondo gestito da Cordea Savills SGR. In particolare, dall'analisi svolta è emersa l'esistenza, nella struttura organizzativa di C&W, di adeguati presidi organizzativi che garantiscono una netta separazione fra i team di lavoro dedicati a ciascuna funzione e che assicurano dunque un adeguato grado di indipendenza. A ulteriore conferma dell'indipendenza del service provider si rileva inoltre che la valutazione degli immobili del portafoglio del Pan European Property Fund viene effettuata dagli uffici di C&W dei Paesi in cui sono localizzati gli immobili mentre il team che svolge l'incarico di property manager è interamente italiano e che l'ammontare totale dell'incarico è inferiore al 15% dell'intero fatturato annuo della branch italiana.

Gestione dei rapporti e attività di controllo

I presidi organizzativi e procedurali adottati dalla Società di Gestione per assicurare il rispetto dei criteri di valutazione dei beni da parte di C&W sono descritti nella Procedura per la Gestione dei Rapporti con gli Esperti Indipendenti e gli Intermediari Finanziari adottata dalla Società. Tale Procedura tiene conto delle linee guida emanate da parte delle Associazioni di Categoria e ispirate al Quaderno di Finanza n. 65 pubblicato dalla Consob nel dicembre 2009 e, nell'ultima versione approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione il 12 gennaio 2011, dà attuazione alle linee applicative in materia di processo di valutazione dei beni immobili previste nella Comunicazione Congiunta Banca d'Italia Consob del 29 luglio 2010.

Anche l'incarico a C&W conferito in data 17 maggio 2010 è stato oggetto di revisione con atto integrativo e modificativo stipulato in data 25 febbraio 2011 per renderlo conforme a tali linee applicative, come implementate dalla nuova versione della Procedura.

Come previsto nella Procedura, i termini e le condizioni dell'incarico a C&W disciplinano espressamente i seguenti aspetti: i criteri da utilizzare per la valutazione degli immobili; le metodologie di valutazione degli immobili; il compenso con indicazione delle modalità adottate per la sua determinazione; le modalità di coordinamento e i flussi informativi tra le funzioni aziendali e l'Esperto Indipendente; l'elenco dei documenti che devono essere prodotti dalla SGR e dall'Esperto Indipendente nell'ambito del processo di valutazione; le modalità con le quali l'Esperto Indipendente sorveglia nel continuo che l'incarico affidatogli sia eseguito con la diligenza e la competenza dovute e che i rischi connessi siano gestiti in modo appropriato; la facoltà della SGR di risolvere il contratto qualora l'Esperto Indipendente non esegua l'incarico in maniera efficace e in conformità con la normativa e i requisiti vigenti e le attività di verifica e controllo (ex ante ed ex post) che le funzioni aziendali della SGR svolgeranno in relazione alla correttezza dei dati e delle informazioni contenute nelle relazioni di stima.

La società di Gestione, al fine di apprezzare autonomamente la valutazione redatta dall'Esperto indipendente e di affermare la propria responsabilità e centralità nella determinazione del valore di mercato degli immobili in portafoglio, ha messo in atto procedure di controllo interno e si è dotata di risorse tecniche e professionali in grado di formulare un autonomo giudizio sull'operato dell'Esperto Indipendente.

La società di Gestione ha così svolto delle proprie valutazioni sugli immobili definendo tre scenari possibili di sviluppo relativi al mercato immobiliare della *micro-location* e alla particolare situazione dell'*asset*; il risultato di tale processo è stato l'attribuzione di tre valori definiti come scenario base, scenario negativo e scenario positivo. Per tutti gli immobili in portafoglio lo scostamento tra la valutazione risultante dallo scenario base e la valutazione redatta dall'esperto indipendente non ha mai superato la soglia di coerenza stabilita dalla procedura.

Per la determinazione del valore complessivo netto del Fondo sono stati utilizzati i *fair market value* risultanti dalle valutazioni redatte dall'Esperto Indipendente.

Le analisi svolte in merito alla procedura di valutazione del portafoglio immobiliare del Fondo sono state inoltre oggetto di verifica da parte della funzione di Risk Management che ha sottoposto la propria relazione di sintesi al Consiglio di Amministrazione della SGR in sede di approvazione del Rendiconto del Fondo. Dalle verifiche svolte è emerso che l'approccio adottato nella procedura di valutazione, nonché le metodologie scelte e i parametri utilizzati appaiono ragionevoli e coerenti.

Risultato del processo di valutazione

La valutazione dei beni immobili è stata effettuata per ogni singolo *asset* (come previsto dalla normativa in vigore e dalla prassi professionale affermata) dall'Esperto Indipendente utilizzando il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flows*) per gli immobili di Gavle e Hyvinka mentre per gli immobili di Parigi, Lione, Ostringen, Hessdorf, Glasgow e Isle of Wight, Rotterdam e Venray è stato utilizzato il metodo della capitalizzazione del reddito.

La diversità di metodi di valutazione utilizzati è dipesa sostanzialmente dalla pratica prevalente nei diversi Paesi in cui sono localizzati gli immobili.

I tassi di attualizzazione dei flussi e di capitalizzazione del canone finale sono stati determinati in relazione alle caratteristiche di rischio dell'iniziativa immobiliare, del contesto urbano e del mercato locale di riferimento, nonché tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine rettificato in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite.

Il valore degli immobili è stato determinato infine al netto delle imposte di trasferimento della proprietà del bene.

La valutazione del portafoglio immobiliare a dicembre 2011 risulta complessivamente in linea (-1%) con la valutazione al 31 dicembre 2010 (a parità di cambi utilizzati e a parità di perimetro) e pure con la valutazione al 30 giugno 2011(-1%). Se da un lato infatti le valutazioni dell'immobile di Venray, Rotterdam e Glasgow hanno registrato un calo rispettivamente del 15%, del 12%, e del 20%, dall'altro tale effetto è stato mitigato dalla performance positiva registrata dagli immobili di Parigi – St. Cloud (+7%), isola di Wight (+4%) e Lione (+5%).

La tabella seguente illustra la valorizzazione degli immobili del Fondo e l'andamento delle valutazioni dalla data di acquisto fino al 31 dicembre 2011.

Investimento	Rotterdam (Capelle)	Gavle	Isle of Wight	Venray	Hyvinkaa	Parigi (St. Cloud)	Ostringen	Glasgow	Lione	Hessdorf
Valuta	EUR	SEK	GBP	EUR	EUR	EUR	EUR	GBP	EUR	EUR
Prezzo di acquisto	13.810.000	98.700.000	20.000.000	8.500.000	8.800.000	14.850.000	6.300.000	7.730.000	7.968.000	8.850.000
Data acquisto	02-lug-07	24-set-07	20-dic-07	20-dic-07	18-mar-08	30-set-08	21-dic-09	21-dic-09	23-dic-10	01-dic-11
Valutazione all'acquisto	14.700.000	105.000.000	20.600.000	8.620.000	9.300.000	15.600.000	6.420.000	7.800.000	8.640.000	8.920.000
Valutazione al 31.12.07	14.700.000	106.300.000	20.600.000	8.620.000						
Variazione cumulata	6,44%	7,70%	3,00%	1,41%						
Valutazione al 30.06.08	14.000.000	107.200.000	18.980.000	8.450.000	9.300.000					
Variazione cumulata	1,38%	8,61%	-5,10%	-0,59%	5,68%					
Valutazione al 31.12.08	12.790.000	101.700.000	14.830.000	7.280.000	8.500.000	15.200.000				
Variazione cumulata	-7,39%	3,04%	-25,85%	-14,35%	-3,41%	2,36%				
Valutazione al 30.06.09	12.720.000	93.400.000	14.830.000	6.210.000	8.100.000	14.400.000				
Variazione cumulata	-7,89%	-5,37%	-25,85%	-26,94%	-7,95%	-3,03%				
Valutazione al 31.12.09	12.700.000	91.600.000	16.950.000	5.710.000	8.100.000	14.400.000	6.410.000	7.800.000		
Variazione cumulata	-8,04%	-7,19%	-15,25%	-32,82%	-7,95%	-3,03%	1,75%	0,91%		
Valutazione al 30.06.10	12.550.000	93.000.000	19.800.000	5.020.000	8.400.000	14.780.000	6.440.000	7.750.000		
Apprezzamento cumulato	-9,12%	-5,78%	-1,00%	-40,94%	-4,55%	2,22%	0,26%			
Valutazione al 31.12.10	12.550.000	93.100.000	19.800.000	5.000.000	9.315.000	15.620.000	6.670.000	7.000.000	8.591.000	
Apprezzamento cumulato	-9,12%	-5,67%	-1,00%	-41,18%	5,85%	5,19%	5,87%	-9,44%	7,82%	
Valutazione al 30.06.11	12.540.000	93.300.000	19.760.000	4.730.000	9.510.000	16.030.000	6.800.000	6.450.000	8.974.000	
Apprezzamento cumulato	-9,20%	-5,47%	-1,20%	-44,35%	8,07%	7,95%	7,94%	-16,56%	12,63%	
Valutazione al 31.12.2011	11.000.000	93.236.256	20.620.000	4.260.000	9.507.761	16.720.000	6.770.000	5.624.000	9.023.000	8.920.000
Apprezzamento cumulato	-20,35%	-5,54%	3,10%	-49,88%	8,04%	12,59%	7,46%	-27,24%	13,24%	0,79%
Apprezzamento ultimo semestre	-12,28%	-0,07%	4,35%	-9,94%	-0,02%	4,30%	-0,44%	-12,81%	0,55%	N/A

Complessivamente, a parità di tassi di cambio, il decremento delle valutazioni degli immobili in portafoglio registrato rispetto ai prezzi di acquisto (al netto degli oneri accessori) è del 5% circa.

Valutazione immobile di Newport - Isle of Wight

Il mercato britannico dei retail parks e DIY (fai da te) ha evidenziato nel corso del 2011 una generale debolezza, registrando una diminuzione del 40% nel volume degli investimenti effettuati nel settore rispetto al 2010. Gli unici prodotti che hanno mostrato un apprezzamento nelle preferenze degli investitori sono i parchi commerciali o le unità di comprovato successo in termini di performance degli operatori e flussi di visitatori, caratterizzati da contratti con durata residua superiore a 15 anni, ottimo rating degli affittuari e canoni d'affitto indicizzati all'inflazione.

Per quanto riguarda l'Isola di Wight, il mercato retail ha confermato le buone performance del 2010 con una domanda di spazi in aumento; in particolare, si segnalano, nel corso del 2011, l'apertura di Mothercare (prodotti per l'infanzia) che ha aperto un'unità di dimensioni rilevanti nel Carisbrook Retail Park, nonché l'offerta di Argos (elettronica) per un'unità adiacente a quest'ultima. Si segnala, inoltre, Dunelm Mill (prodotti per la casa) che ha inaugurato un'unità in un altro retail park dell'isola.

L'appetito degli investitori per contratti d'affitto lunghi, indicizzati all'inflazione e garantiti dal buon rating del conduttore, associato al buon andamento del mercato retail nell'Isola di Wight, ha permesso all'immobile di proprietà del Fondo di registrare un incremento della valutazione di circa il 4% rispetto al dicembre 2010 per un valore pari a 20.620.000 sterline.

Le caratteristiche dell'immobile in oggetto ci rendono ottimisti sulle prospettive di tenuta del valore, con un potenziale upside, che potrebbe realizzarsi non appena le condizioni generali dei consumi e degli investimenti inizieranno a migliorare, supportando il livello degli affitti di questa tipologia di immobili.

Valutazione immobile di Parigi - Saint Cloud

Il settore uffici in Francia ha mantenuto nel 2011 il trend positivo mostrato nel corso del 2010. La compressione degli yield cominciata nel 2010 ha tenuto ed in alcuni casi è proseguita nell'anno appena conclusosi. Gli immobili che prima degli altri hanno beneficiato del notevole afflusso di capitali sono stati ovviamente gli uffici di prestigio situati nel centro di Parigi che oggi hanno toccato rendimenti del 4.5%; peraltro, tale compressione degli yield su prodotti super-prime ha comportato un effetto positivo anche su tipologie di immobili meno prestigiose ma che comunque soddisfano la domanda del mercato di stabilità del reddito e liquidità del prodotto. Negli ultimi 18 mesi il valore dell'immobile di Saint Cloud ha subito un costante incremento arrivando ad una valutazione, a dicembre 2011, di 16,7 milioni di Euro rispetto ad un prezzo di acquisto di 14,8 milioni di Euro (+12.5%). L'incremento di valore nel semestre è stato del 4% principalmente attribuibile al leggero incremento dei canoni di riferimento della zona (da 280 euro mq a 300 euro mq) oltre che all'adeguamento del canone all'inflazione che ha avuto un effetto più marcato di quanto previsto nella precedente valutazione. L'yield di riferimento si è invece mantenuto costante al 6.25% netto. Come

già segnalato nella Relazione Semestrale di Giugno, si è registrato un netto miglioramento del rating di affidabilità del conduttore.

Valutazione immobile di Lione

Quanto appena detto con riferimento alla valutazione dell'immobile di Saint Cloud, è a tutti gli effetti valido per commentare la valutazione dell'immobile di Lione. Anche a Lione, infatti, il mercato ha mantenuto nel 2011 il trend positivo mostrato nel corso del 2010, registrando un buon take up che, accompagnato alla scarsità di nuovi sviluppi, ha supportato il livello degli affitti.

L'yield sottostante la valutazione a fine dicembre 2011 si è mantenuto in linea con quello riportato a giugno 2011 e a dicembre 2010 (6.5%); l'incremento dell'1% circa della valutazione è attribuibile principalmente al leggero miglioramento del canone effettivo a seguito dell'indicizzazione degli affitti maturata durante l'anno. Il valore netto ad oggi è di circa 9 milioni di euro da confrontarsi con un prezzo di acquisto di poco inferiore agli 8 milioni di euro (+13%).

Valutazione immobile di Capelle - Rotterdam

La valutazione dell'immobile di Rotterdam a dicembre 2011 è stata fortemente penalizzata rispetto al giugno e al dicembre scorsi; il valore determinato da Cushman & Wakefield, pari a 11 milioni di Euro, è del 12% inferiore rispetto alle ultime valutazioni e riflette un rendimento lordo dell'affitto attuale del 9,25%. Dall'inizio della crisi dei mercati finanziari il mercato degli affitti di Capelle è stato duramente colpito; il livello di vacancy della zona è aumentato sensibilmente (raggiungendo il 25%, con circa 53 unità sfitte attualmente sul mercato in cerca di un affittuario) e i canoni d'affitto di mercato si sono notevolmente ridotti. Inoltre, la crisi di liquidità del mercato del credito ha completamente ingessato gli investimenti per questa tipologia di immobili; solo i proprietari costretti a vendere sono andati sul mercato creando comparables a livello di yield compresi nel range tra il 9% e il 12%. Tutto ciò ha avuto forti ripercussioni sulla valutazione dell'immobile di proprietà del Fondo che, se da una parte genera un ottimo reddito garantito da un affittuario molto solido, dall'altra è caratterizzato da un contratto di affitto che andrà in scadenza nel 2017 quando l'immobile necessiterà di un importante intervento di ristrutturazione per essere riaffittato e venduto.

Per quanto la scadenza contrattuale sia ancora relativamente lontana, il successo dell'asset plan dipenderà dalla capacità di rinegoziare il contratto con l'affittuario attuale, migliorando la qualità degli spazi a fronte di un miglioramento del canone ed un allungamento della scadenza contrattuale.

Valutazione immobile di Venray

L'immobile ad uso logistico sito in Venray – Olanda ha subito una svalutazione rilevante rispetto al prezzo d'acquisto (-50% circa). La valutazione a dicembre 2011 ha evidenziato un'ulteriore diminuzione del valore di circa il 10% rispetto a giugno 2011.

Il crollo del valore dell'immobile dipende sostanzialmente dalla mancanza di liquidità del mercato e dalla durata residua del contratto d'affitto, che è scaduto nel mese di agosto 2010 e che è stato rinnovato mensilmente fino a febbraio 2012. Al momento di redazione del presente Rendiconto sono in corso trattative con l'attuale conduttore Flextronics per addivenire ad un impegno contrattuale di breve periodo (12 mesi) relativamente ad un'area che copre circa metà dell'intera superficie dell'immobile. L'altra metà potrà essere messa in affitto valutando principalmente opportunità temporanee. Il successo dell'asset plan dipenderà dalla capacità di ri-affittare l'immobile nei prossimi 2-3 anni ad un principale operatore di logistica con una durata tra i 5 e i 10 anni. Attualmente il valore di mercato dell'immobile è inferiore alla somma del valore del terreno e del costo di ricostruzione.

Valutazione immobile di Gavle

La valutazione dell'immobile commerciale di Gavle (Svezia) si è mantenuta pressoché costante rispetto a giugno 2011 ed a dicembre 2010. Nell'anno in corso è stata fronteggiata al meglio la vacancy provocata dal fallimento dell'affittuario On-Off che ha liberato l'unità a luglio; a ottobre è stato siglato un nuovo contratto di affitto con una primaria catena svedese di prodotti per animali a seguito del quale l'unità ex On-off è stata riaperta al pubblico con l'insegna Djurmagazinet in novembre. Complessivamente la valutazione attuale dell'immobile è ancora inferiore rispetto al prezzo di acquisizione di circa il 6%.

In generale la Svezia sta assistendo ad un trend positivo per il mercato degli immobili commerciali; l'attività di investimento si mantiene sostenuta, alimentata sia da investitori locali che dal ritorno degli investitori stranieri, in particolare tedeschi. Ciò ha portato ad una generale compressione degli yield di mercato e ad una ripresa generale delle quotazioni che ha interessato finora soprattutto gli immobili

più core e di dimensioni rilevanti ma che prevediamo si possa estendere anche ad immobili più periferici, se caratterizzati da una serie storica positiva in termini di performance commerciali.

Valutazione immobile di Hyvinkaa

L'immobile di Hyvinkaa (Finlandia) ha registrato un valore sostanzialmente in linea con quello di giugno 2011, mentre rispetto a dicembre 2010 si registra una variazione positiva di circa il 2%. Tale circostanza è da attribuirsi principalmente al generale miglioramento del quadro economico nazionale della Finlandia registrato nel corso del 2011, oltre che alle prospettive di crescita economica superiori alla media europea. Ciò ha fatto guadagnare al mercato finlandese alcune posizioni nella preferenza degli investitori internazionali (soprattutto tedeschi) rispetto ad altri Paesi quali ad esempio Italia e Spagna che hanno visto diminuire sensibilmente le percentuali di allocazione degli investimenti. La valutazione dell'immobile è ora di circa l'8% superiore rispetto al prezzo di acquisto.

Valutazione immobile di Ostringen

Il mercato immobiliare tedesco è oggi ai primi posti nelle classifiche di allocazione dei principali investitori globali, in quanto ritenuto più sicuro e meno volatile della maggior parte degli altri mercati europei e le cui prospettive macroeconomiche appaiono più incoraggianti. In particolare, il generale miglioramento dell'indice di fiducia dei consumatori registrato a partire dal 2010 ha avuto un effetto positivo soprattutto sul settore retail che ha assistito ad una generale, seppur moderata, compressione degli yield. L'immobile di Ostringen è stato acquistato nel dicembre 2009 e, rispetto al costo di acquisizione, registra un incremento complessivo di circa il 7%. Le caratteristiche che hanno determinato la performance positiva dell'investimento in oggetto sono principalmente legate alla circostanza che si tratta di un centro commerciale "di prossimità", con un forte radicamento nel territorio, ancorato da un supermercato e da un hard discount, oltre che caratterizzato da un elevato grado di solvibilità degli affittuari e da una lunga scadenza dei contratti di locazione. Durante il 2011 la regione tedesca della Baden-Wuttemberg, nella quale è locato l'immobile in oggetto, ha aumentato il carico fiscale sui passaggi di proprietà immobiliari dal 3.5% (del prezzo di vendita) al 5%; l'aggravio di costi in questione ha avuto un impatto negativo di circa 100 mila euro annullando di fatto il leggero incremento del valore lordo (ante imposte e costi di trasferimento) e lasciando quindi pressoché immutata la valutazione netta finale.

Valutazione immobile di Hessdorf

Quanto appena detto con riferimento al mercato tedesco, è a tutti gli effetti valido per commentare la valutazione dell'immobile di Hessdorf.

L'immobile di Hessdorf è stato acquistato nel dicembre 2011 ad un prezzo pari a 8.850.000 Euro.

Rispetto al costo di acquisizione la valutazione di fine anno evidenzia un plus valore di 70.000 Euro pari a circa l'1%. Come per l'immobile di Ostringen, la dominanza del centro sul bacino di riferimento grazie all'ancora food Rewe, oltre che la durata decennale dei contratti di affitto e il buon rating medio degli affittuari, sono le caratteristiche che, riteniamo, rendano stabile il valore dell'immobile in oggetto.

Valutazione immobile di Glasgow

La valutazione dell'immobile di Glasgow ha subito un'ulteriore correzione negativa di circa il 13% nel secondo semestre 2011, portando la correzione totale rispetto al dicembre 2010 a circa il 20%. Complessivamente la valutazione dell'immobile al 31 dicembre 2011 risulta del 27% inferiore rispetto al prezzo di acquisto. Il calo significativo della valutazione nel 2011 è attribuibile da un lato, alla debolezza del mercato degli affitti nella città di Glasgow (caratterizzato ancora da un'offerta di spazi fortemente superiore alla domanda, forti incentivi ai tenants e canoni di mercato in discesa) e dall'altro, all'immobilità del mercato degli investimenti con riferimento a immobili caratterizzati da un profilo di scadenze contrattuali mediamente inferiore ai 5 anni. L'estensione del contratto di affitto con KPMG (24 mesi con una break option dopo 12 mesi) e l'ampliamento della superficie occupata da Barnett Waddingham (che ha siglato un nuovo contratto di 5 anni su una superficie circa doppia rispetto a quella occupata in precedenza) non hanno compensato l'impatto negativo dell'unità rimasta sfitta a seguito della procedura concorsuale attivata per il conduttore Lifescan e soprattutto l'assottigliarsi continuo delle durate medie dei contratti di affitto. L'immobile, che si trova nella via più prestigiosa di Glasgow, è stato valutato ad un yield dell'8,2% netto.

Il recupero del valore dell'immobile sarà fortemente condizionato dalla capacità ri-affittare le due unità attualmente vuote e, nel corso dei prossimi 2 anni, di condurre a buon fine l'estensione dei contratti di affitto in scadenza.

1.5.3 La situazione locativa

La *performance* degli investimenti immobiliari nel corso del 2011 è sintetizzata nella tabella che segue, dove sono evidenziati per ogni immobile i flussi di cassa netti derivanti dalla gestione immobiliare. La tabella evidenzia una redditività lorda sul valore di mercato degli immobili pari al 7,40% e una redditività netta del 6,86%.

Dati in Euro/000	Rotterdam	Gavle	IoW	Venray	Hyvinkaa	Parigi (St. Cloud)	Ostringen	Glasgow	Lione	Hessdorf (*)	Totale
Affitto Lordo 2011 (*)	1.009	599	1.479	710	731	1.103	547	635	510	56	7.379
Reddito Operativo Netto 2011 (*)	930	453	1.459	677	614	1.078	487	609	501	50	6.859
Valore di mercato dei beni immobili (**)	11.000	10.462	24.686	4.260	9.508	16.720	6.770	6.733	9.023	8.920	108.081
Redditività lorda 2011	9,18%	5,73%	5,99%	16,66%	7,69%	6,59%	8,08%	9,43%	5,65%	7,57%	7,40%
Redditività netta 2011	8,46%	4,33%	5,91%	15,89%	6,46%	6,45%	7,19%	9,04%	5,56%	6,74%	6,86%

(*) Al cambio medio 2011 per gli ammontari in valuta diversa dall'Euro

(**) Al cambio del 31 dicembre 2011

Per quanto riguarda le scadenze dei contratti di locazione, la tabella sottostante evidenzia come oltre il 60% dei canoni d'affitto in essere abbia una scadenza superiore a cinque anni.

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni immobili	Locazione non finanziaria (1)	Locazione finanziaria (1)	Importo totale (1)	%
Dati in Euro/000		a	b	c = a + b	
Fino a 1 anno	5.639	841	-	841	10,4%
Da 1 a 3 anni	8.421	588	-	588	7,3%
Da 3 a 5 anni	19.112	1.263	-	1.263	15,6%
Oltre i 5 anni	73.710	5.401	-	5.401	66,7%
Totale beni immobili locati	106.883	8.093	-	8.093	100%
Totale beni immobili non locati	1.198				
Totale beni immobili	108.081				

Per quanto riguarda la situazione locativa, si evidenzia in particolare la procedura fallimentare che ha interessato uno dei conduttori del retail park di Valbo, On-Off. L'unità, liberata a luglio del 2011, è stata riaperta al pubblico con l'insegna Djurmagazinet in novembre da una primaria catena svedese di prodotti per animali. Il nuovo contratto di affitto è di durata quinquennale senza diritto di recesso e garantisce un affitto che cresce progressivamente dai circa 167 mila Euro per il primo anno fino a superare nel 2015 i 220 mila Euro, livello garantito dal contratto di On-Off. La perdita su crediti registrata a seguito del fallimento On-Off si aggira intorno a 55 mila euro.

Con riferimento all'immobile di Glasgow, nel corso dell'anno è stata finalizzata l'estensione del contratto di locazione con il conduttore KPMG. I termini dell'accordo prevedono un allungamento del precedente contratto di affitto (scaduto il 15 ottobre 2011) per ulteriori 2 anni, allo stesso livello di canone e con break option a favore del conduttore allo scadere del primo anno. E' stata inoltre conclusa la trattativa che ha portato il conduttore Barnett Waddingham ad occupare internamente l'unità al primo piano dell'immobile che ha una superficie circa doppia rispetto a quella occupata precedentemente al quarto piano. Il nuovo contratto ha durata quinquennale, senza diritto di recesso, con un affitto crescente negli anni che parte da 67.500 sterline per arrivare ad un livello superiore alle 130.000 sterline nel 2016. L'esito positivo di tale trattativa ha consentito la riduzione della superficie sfitta complessiva del patrimonio del Fondo, che, al 31 dicembre del 2011, si attesta sotto al 2%.

Per quanto riguarda invece l'immobile di Venray (Olanda), il conduttore ha continuato a rinnovare mensilmente il contratto di affitto allo stesso canone precedente. Al momento di redazione del presente Rendiconto sono in corso trattative con l'attuale conduttore Flextronics per addivenire ad un impegno contrattuale di breve periodo (12 mesi) relativamente ad un'area che copre circa metà

dell'intera superficie dell'immobile. L'altra metà potrà essere messa in affitto valutando principalmente opportunità temporanee.

Il business plan dell'investimento prevede un periodo di vacancy di un anno alla scadenza del contratto di affitto dopo il quale l'immobile verrebbe occupato da un nuovo tenant a fronte di un incentivo pari a un anno di affitto. Inoltre, si sta valutando l'opportunità di suddividere l'immobile in due o quattro unità di più piccole dimensioni al fine di renderne più facile la commercializzazione.

Occorre, tuttavia, sottolineare che sull'immobile in oggetto non insistono finanziamenti bancari (e/o ipoteche) e non vi sono dunque condizioni di redditività o di solidità finanziarie da rispettare; l'analisi del rischio ha dunque evidenziato che, nonostante il suddetto contratto di affitto conti per circa il 9% del totale dei ricavi del Fondo, considerando la durata media dei contratti di affitto presenti sugli altri immobili, il basso livello della leva finanziaria e la sostanziale condizione di equilibrio e redditività, anche se la condizione di vacancy dell'immobile in oggetto dovesse protrarsi per un periodo prolungato, questo non peggiorerebbe la capacità del Fondo di far fronte agli impegni assunti con le controparti né inciderebbe sostanzialmente sulla capacità del Fondo di mantenere un profilo distributivo in linea con gli obiettivi fissati.

Complessivamente, la situazione locativa degli immobili del Fondo resta stabile, con una percentuale di occupancy al 31 dicembre 2011 del 98% circa. Nel caso in cui Flextronics dovesse liberare completamente l'immobile tale percentuale è destinata ad abbassarsi al 90% circa.

Alla data del presente Rendiconto non si evidenziano situazioni creditizie problematiche nei confronti degli affittuari e per questo non è stato effettuato alcun accantonamento a fondo svalutazione crediti. Nell'esercizio precedente erano state accantonate circa 64 mila sterline per perdite presunte su crediti vantati nei confronti di Lifescan, ex-conduttore dell'immobile di Glasgow; a seguito dell'espletamento della procedura di concordato preventivo, il Fondo è stato in grado di recuperare il credito per intero.

1.5.4 Finanziamenti e strumenti derivati di copertura

L'ammontare dei debiti finanziari esistenti al 31 dicembre 2011 a livello di Fondo è pari a Euro 23.500.000, corrispondenti a tre finanziamenti *bullet* sottoscritti nel corso del 2008 con ING Real Estate Finance in relazione agli immobili di Isle of Wight, Rotterdam e Gavle sui quali è stata iscritta ipoteca di primo grado.

A garanzia dell'esatto adempimento è stato, inoltre, rilasciato a favore della banca finanziatrice il pegno sulle quote delle società che detengono direttamente gli immobili di Isle of Wight e Gavle oltre che al pegno sul finanziamento soci concesso alla società Bor Property AB in relazione sempre all'immobile di Gavle. È stata inoltre realizzata la cessione in garanzia di tutti i crediti derivanti da polizze assicurative e la cessione in garanzia dei crediti derivanti dai canoni di locazione afferenti gli immobili di Rotterdam e Isle of Wight.

In data 30 settembre 2011 il Fondo, attraverso il veicolo immobiliare Beck Property Sàrl, ha acceso un finanziamento garantito da ipoteca sugli immobili di Hessdorf e Ostringen per un ammontare pari rispettivamente a Euro 4.500.000 e Euro 3.500.000 che è stato impiegato per finanziare l'acquisto dell'immobile di Hessdorf ad un prezzo pari a Euro 8.850.000.

Il contratto di finanziamento prevede inoltre, come garanzia dell'esatto adempimento delle obbligazioni, il pegno sulle quote del veicolo lussemburghese, nonché la cessione in garanzia dei crediti relativi ai contratti derivati di copertura dei tassi di interesse, ai contratti di affitto e ad eventuali liquidazioni danni da parte della compagnia di assicurazione dell'immobile.

Il contratto di finanziamento è stato acceso con la filiale tedesca della banca svedese SEB AB. Le principali condizioni del finanziamento sono le seguenti:

- finanziamento di tipo *bullet* della durata di quattro anni con scadenza il 30 settembre 2015;
- tasso di interesse: Euribor 3 mesi + margine di 104 *basis points*;
- rapporto attuale debito/valore di mercato dell'*asset*: 51%;
- massimo rapporto debito/valore di mercato dell'*asset*: 70%;
- minimo rapporto reddito operativo/oneri finanziari: 2,20x.

Si rappresenta inoltre che a copertura del rischio di una avversa variazione dei tassi di interesse la società Beck Property Sàrl ha sottoscritto con la stessa banca finanziatrice un contratto di Interest Rate Swap che ha fissato il tasso di interesse a 1,794%.

In data 15 dicembre 2011 il Fondo, attraverso il veicolo immobiliare Zid Property SCI, ha acceso un finanziamento garantito da ipoteca sull'immobile di Lione per un ammontare pari a Euro 4.500.000. Di questi, Euro 2.450.000 sono stati tirati in data 15 dicembre 2011 mentre la restante parte del finanziamento verrà utilizzata nel corso del 2012.

Il contratto di finanziamento prevede inoltre, come garanzia dell'esatto adempimento delle obbligazioni, il pegno sulle quote del veicolo lussemburghese, nonché la cessione in garanzia dei crediti relativi ai contratti derivati di copertura dei tassi di interesse, ai contratti di affitto e ad eventuali liquidazioni danni da parte della compagnia di assicurazione dell'immobile.

Il contratto di finanziamento è stato acceso con la filiale francese della banca tedesca SaarLB. Le principali condizioni del finanziamento sono le seguenti:

- finanziamento di tipo *bullet* della durata di quattro anni con scadenza il 30 settembre 2015;
- tasso di interesse: Euribor 3 mesi + margine di 145 *basis points*;
- rapporto attuale debito/valore di mercato dell'asset: 50%;
- massimo rapporto debito/valore di mercato dell'asset: 70%;
- minimo rapporto reddito operativo/onere finanziari: 1,45x.

Si rappresenta inoltre che a copertura del rischio di una avversa variazione dei tassi di interesse la società Zid Property SCI ha sottoscritto con la stessa banca finanziatrice un contratto di Interest Rate Swap che ha fissato il tasso di interesse a 1,55%.

I finanziamenti attualmente in essere e le principali condizioni sono sintetizzati nella seguente tabella.

Finanziamento	Controparte finanziata	Saldo al 31/12/11	Data erogazione	Scadenza	Tasso di Interesse	Margine	LTV Covenant	LTV Actual	ICR Covenant	ICR Actual
Isle of Wight	Pan European Property Fund	9.500.000	31/07/2008	31/03/2016	Euribor 3M	0,75%	65,00%	38,5%	1,35x	3,31x
Capelle	Pan European Property Fund	8.500.000	31/07/2008	31/03/2016	Euribor 3M	0,75%	68,00%	77,3%	1,35x	2,80x
Gavle	Pan European Property Fund	5.500.000	17/09/2008	30/11/2015	Euribor 3M	0,75%	65,00%	52,6%	1,35x	1,89x
Parigi - St. Cloud	Plat Property Sàrl	8.130.000	22/12/2010	21/12/2015	Euribor 3M	1,50%	70,00%	48,6%	1,75x	4,84x
Hessdorf	Beck Property Sàrl	4.500.000	30/09/2011	30/09/2015	Euribor 3M	1,04%	70,00%	50,4%	2,20x	4,62x
Ostringen	Beck Property Sàrl	3.500.000	30/09/2011	30/09/2015	Euribor 3M	1,04%	70,00%	51,7%	2,20x	4,68x
Lione	Zid Property SCI	2.450.000	15/12/2011	15/12/2015	Euribor 3M	1,45%	70,00%	27,2%	1,45x	6,82x
Totale		42.080.000		14/01/2016						

I singoli contratti di finanziamento impongono al Fondo specifici obblighi in relazione ai parametri finanziari del finanziamento stesso. Tali limiti riguardano sia la redditività degli assets finanziati rispetto all'ammontare degli oneri finanziari assunti (*Debt Service Cover Ratio* e *Interest Cover Ratio*) che il rapporto fra l'indebitamento e il valore di mercato dell'immobile (*Loan To Value*), sia a livello di Fondo che a livello di singola iniziativa immobiliare.

Al 31 dicembre 2011, i *covenant* riguardanti la redditività degli immobili sono stati ampiamente rispettati per tutti i finanziamenti in essere, dato il buon profilo di redditività corrente degli investimenti. Per quanto riguarda, invece, il rapporto fra l'indebitamento e il valore di mercato degli immobili si osserva come la caduta della valutazione dell'immobile di Rotterdam abbia causato lo sfioramento del limite massimo consentito dal contratto di finanziamento (LTV attuale 77,3% contro un limite di 68%). In realtà il contratto di finanziamento consente lo sfioramento di tale limite a condizione che ciò non avvenga per due *test date* consecutive; in tal caso il contratto di finanziamento prevede che il debitore debba ripristinare il rapporto consentito entro 20 giorni dalla notifica della violazione da parte della banca, pena la decadenza dal beneficio del termine.

Viceversa, l'incremento della valutazione dell'immobile dell'Isola di Wight ha causato una sensibile discesa del rapporto fra indebitamento dell'asset e la valutazione dello stesso che si assesta ora al 38,5%.

Considerando il pesante squilibrio nel livello di indebitamento relativo dei due immobili, è stata dunque avviata una trattativa con la banca finanziatrice ING Real Estate al fine di effettuare una ri-allocazione degli importi di finanziamento allocati a ciascun asset. In particolare, 3 milioni di Euro sono stati ri-allocati dall'immobile di Rotterdam all'immobile dell'Isola di Wight portando l'importo dei finanziamenti in essere rispettivamente pari a Euro 5.500.000 e Euro 12.500.000 e i rapporti di *loan to value* rispettivamente pari a 50% e 51%. Tale ri-allocazione non ha comportato l'insorgere di alcuna spesa a titolo di commissione in favore della banca; viceversa, parte dell'accordo ha previsto l'abbassamento del *loan to value covenant* dell'immobile di Rotterdam dal 68% al 65%.

Si sottolinea, tuttavia, come l'attuale condizione finanziaria del Fondo risulti sostanzialmente di equilibrio, visto il basso grado di indebitamento complessivo (il rapporto fra debito complessivo e valore di mercato degli immobili in portafoglio è pari a circa il 39%) e la capacità del Fondo di generare flussi di cassa positivi tali da poter curare con serenità eventuali *breach*.

Allo stato attuale e sulla base delle informazioni disponibili si ritiene, dunque, che sia assicurata la sostanziale stabilità finanziaria del Fondo; al tempo stesso, si ritiene che il continuo evolversi della situazione dei mercati e la complessità dello scenario economico attuale impongano, comunque, uno stretto monitoraggio delle ipotesi sottostanti il *business plan* e un frequente aggiornamento dello stesso al fine di anticipare il manifestarsi di fenomeni che possano impattare sulla realizzazione degli obiettivi prefissati.

Si rappresenta, inoltre, che, per quanto riguarda il finanziamento relativo all'immobile di Parigi St. Cloud e, in particolare, la clausola contrattuale che prevedeva la costituzione di un deposito di garanzia a favore della banca stante il basso rating dell'affittuario dell'immobile, lo stesso, nel corso del 2011, ha significativamente migliorato il suo grado di solvibilità, consentendo lo svincolo integrale delle somme depositate a garanzia e la decadenza dell'obbligo di inserimento della clausola di garanzia solidale con il finanziamento acceso dal veicolo Zid Property SCI in relazione all'immobile di Lione.

Il Fondo, in accordo con la propria politica di gestione del rischio di variazione dei tassi di interesse e nel rispetto degli obblighi derivanti dai contratti di finanziamento sottoscritti, ha stipulato con Morgan Stanley & Co. International Plc n. 3 contratti di copertura di tipo *Interest Rate Swap* (di cui n. 2 *Plain Vanilla IRS* e n.1 *Cancelable IRS*). Inoltre, i veicoli societari Plat Property Sàrl, Beck Property Sàrl e Zid Property SCI hanno sottoscritto contratti derivati di copertura dei tassi in relazione ai finanziamenti dagli stessi accesi.

Il valore nozionale, il *Mark To Market* e le principali condizioni di tali contratti sono riepilogate nella seguente tabella.

Strumenti finanziari derivati non quotati	Veicolo	Controparte	Nozionale coperto al 31/12/2011	Data di sottoscrizione	Tasso coperto	Tasso applicabile	Data di scadenza (*)	Giorni base	MTM al 31 dicembre 2011	% del Valore Complessivo Netto
Operazioni su tassi di interesse:										
- future su titoli di debito, tassi e altri contratti simili										
- opzioni su tassi e altri contratti simili										
- copertura fin. St. Cloud	Plat Property Sàrl	SaarLB	8.130.000	22/12/2010	Euribor 3M	3,50%	21/12/2015	365	32.247	0,04%
- <i>swap</i> e altri contratti simili										
- copertura fin. Isle of Wight	Pan European Property Fund	ING Finance	11.500.000	30/10/2008	Euribor 3M	3,50%	31/03/2016	360	-1.041.190	1,36%
- copertura fin. Rotterdam	Pan European Property Fund	ING Finance	6.000.000	30/10/2008	Euribor 3M	3,99%	31/03/2016	360	-620.844	0,81%
- copertura fin. Gave	Pan European Property Fund	ING Finance	6.000.000	30/10/2008	Euribor 3M	3,94%	30/11/2015	360	-667.581	0,87%
- copertura fin. Hessdorf	Beck Property Sàrl	SEB AB	4.500.000	30/09/2011	Euribor 3M	1,79%	30/09/2015	360	-87.219	0,11%
- copertura fin. Ostringen	Beck Property Sàrl	SEB AB	3.500.000	30/09/2011	Euribor 3M	1,79%	30/09/2015	360	-67.837	0,09%
- copertura fin. Lione	Zid Property SCI	SaarLB	2.450.000	15/12/2011	Euribor 3M	1,55%	15/12/2015	360	-23.949	0,03%
Totale			42.080.000						-2.476.373	

Al 31 dicembre 2011 il *Mark To Market* dei suddetti strumenti finanziari è negativo per Euro 2.476.372. Tuttavia, al fine della valorizzazione in bilancio dei suddetti strumenti si è tenuto conto dei criteri di valutazione (si veda par. 2.1 Criteri di valutazione) stabiliti dal Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio del 14 aprile 2005 emanato dalla Banca d'Italia che prevedono per il Fondo la facoltà di non valorizzare il *Mark To Market* degli strumenti finanziari derivati con finalità di copertura di passività valutate al valore nominale.

Per quanto riguarda, invece, l'opzione Cap sottoscritta con la banca SaarLB a copertura del relativo finanziamento, si rappresenta che il premio *up-front*, pagato all'atto della sottoscrizione del contratto, viene contabilizzato al costo e riscontato linearmente nel bilancio del veicolo Plat Property Sàrl, non facendo quindi emergere alcuna variazione dalla valorizzazione al Mark To Market dello strumento.

1.5.5 Gestione cambi

Coerentemente con quanto previsto dal Regolamento di gestione del Fondo, si è adottata una strategia di copertura del rischio cambio per gli investimenti effettuati in valuta diversa dall'Euro (attualmente, fuori dall'area Euro, il Fondo ha effettuato investimenti in Gran Bretagna e Svezia).

In particolare, sono stati sottoscritti contratti derivati di *currency forward* (vendita a termine di valuta) i cui principali termini e scadenze sono riepilogati nella tabella di seguito.

Strumenti finanziari derivati non quotati	Nozionale coperto (in valuta estera)	Cambio a Pronti	Cambio a Termine	Cambio al 31/12/2011	Scadenza	MTM al 31/12/2011	% del Valore Complessivo Netto
Operazioni su tassi di cambio:							
- future su valute e altri contratti simili							
- vendita a termine SEK	100.000.000	9,2135	9,3925	8,9120	24/09/2014	-144.223	-0,19%
- vendita a termine GBP	7.000.000	0,8515	0,8551	0,8353	09/01/2012	-181.917	-0,24%
- vendita a termine GBP	20.000.000	0,8759	0,8747	0,8353	22/03/2013	-760.963	-0,99%
- opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili							
- <i>swap</i> e altri contratti simili							
Totale						-1.087.103	

Nel corso del 2011 il risultato complessivo delle operazioni su strumenti finanziari derivati finalizzati alla copertura dalle variazioni dei tassi di cambio è stato negativo per Euro 905.652.

Tale risultato negativo è stato compensato dall'effetto positivo che la valorizzazione delle attività in valuta ha avuto sul risultato 2011 visto l'apprezzamento generale della corona svedese e della sterlina sull'Euro rispetto al cambio al 31 dicembre 2010.

1.5.6 Gestione finanziaria - depositi bancari e disponibilità liquide

Al 31 dicembre 2011 la liquidità del Fondo ammonta a complessivi Euro 2.976.564 rappresentati dal saldo dei c/c intestati al Fondo e intrattenuti presso la banca depositaria del Fondo (BNP Paribas – Securities Services).

1.6 Eventi Successivi e linee strategiche future

Si rappresenta che in data 2 febbraio 2012 il Fondo, attraverso il veicolo lussemburghese Mull Property Sàrl, ha stipulato un contratto di acquisto relativo ad un immobile ad uso logistico sito in Lipsia (Germania) per un prezzo di 9.650.000 Euro. L'unità logistica è in avanzato stato di costruzione e sarà completata il prossimo aprile 2012. L'immobile è situato in prossimità dell'aeroporto di Lipsia, (uno degli unici due aeroporti in Germania con operatività cargo 7/24) in una zona ad elevata vocazione industriale/logistica, a ridosso dei nuovissimi stabilimenti di Porsche e BMW e all'hub europeo di DHL. L'immobile sarà interamente locato a DHL con un contratto di 10 anni di tipo *triple net* (tutti i costi sono a carico dell'affittuario) indicizzato al 100% del tasso di inflazione. Il canone di locazione iniziale sarà pari a Euro 753 mila, corrispondente ad un rendimento lordo iniziale di circa il 7,8%. Il contratto di locazione sarà accompagnato da una garanzia della casa madre Deutsche Post.

Al fine dotare il veicolo Mull Property Sàrl dei mezzi finanziari necessari a completare l'acquisizione suddetta, in data 7 febbraio 2012 è stato stipulato un finanziamento bancario con SEB AB dell'importo

di 5 milioni di Euro, della durata di 4 anni con scadenza al 30 settembre 2015. Il contratto di finanziamento prevede l'ammortamento dell'1% annuo dell'importo totale e il pagamento del capitale residuo a scadenza. Il tasso di interesse stabilito è pari all'Euribor a 3 mesi oltre a un margine dell'1,26%. Peraltro, il contratto di finanziamento prevede l'obbligo per prenditore, Mull Property Sàrl, di coprire il rischio di avverse variazioni dei tassi di interesse attraverso la stipula di uno strumento derivato di tipo IRS o CAP.

Come già descritto nel paragrafo "Finanziamenti e strumenti derivati di copertura" della Relazione sulla Gestione, in data 31 gennaio 2012 il Fondo ha sottoscritto con ING Real Estate un accordo in base al quale il debito allocato sugli asset di Rotterdam e Isola di Wight è stato parzialmente ri-allocato in modo da sanare lo sfioramento del covenant finanziario relativo all'immobile di Rotterdam. Contestualmente il nuovo covenant finanziario dell'immobile di Rotterdam è stato ridotto dal 68% al 65%. Si rimanda al paragrafo suddetto per maggiori dettagli.

1.7 Altre informazioni

L'articolo 8, comma 11, del DL 70/2011 (il decreto Sviluppo), convertito in Legge dal Parlamento in data 12 luglio 2011, ha innovato il regime fiscale dei fondi immobiliari.

Già il DL 78/2010 aveva introdotto delle novità in materia, delineando una nuova definizione (rilevante sia sotto il profilo civilistico che sotto quello fiscale) di fondo immobiliare, i cui tratti avrebbero dovuto essere meglio circostanziati in un regolamento mai emanato.

Il nuovo decreto legge ha abrogato il comma 2 dell'articolo 32 del DL 78, ove veniva appunto prevista l'emanazione di tale regolamento e delinea la disciplina fiscale dei fondi, anche se per alcuni chiarimenti operativi la nuova normativa rimanda ad un provvedimento del direttore dell'agenzia delle Entrate.

La novità principale riguarda il regime fiscale dei partecipanti al fondo, mentre restano invariati il regime degli apporti e quello delle imposte indirette. Il decreto Sviluppo prevede, anzitutto, il mantenimento dell'attuale regime fiscale (ovvero la non imponibilità in capo al Fondo dei proventi maturati e la tassazione in misura del 20% sui proventi percepiti dai loro quotisti salvo nel caso in cui i partecipanti siano fondi pensione e OICR nel qual caso opera il principio dell'esenzione) per i fondi partecipati esclusivamente da soggetti istituzionali italiani o esteri. In particolare il nuovo comma 3 dell'articolo 32 del DL 78/2010 modificato identifica i seguenti soggetti considerati istituzionali: a) Stato od ente pubblico; b) organismi d'investimento collettivo del risparmio; c) forme di previdenza complementare ed enti di previdenza obbligatoria; d) imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche; e) intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale; f) soggetti e patrimoni indicati nelle lettere precedenti costituiti all'estero in Paesi o territori che consentano uno scambio d'informazioni finalizzato ad individuare i beneficiari effettivi del reddito o del risultato della gestione e sempreché siano indicati nel decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di cui all'articolo 168-bis, comma 1, del Testo unico delle imposte sui redditi (nel prosieguo, il "TUIR") di cui al D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (nelle more della sua emanazione, si ha riguardo alla white list prevista dal D.M. 4 settembre 1996, e successive modifiche e integrazioni); g) enti privati residenti in Italia che perseguano esclusivamente le finalità indicate nell'articolo 1, comma 1, lettera c-bis), del D. Lgs. 17 maggio 1999, n. 153, in relazione a fondazioni di origine bancaria e, in generale, a soggetti settore non profit operanti nei settori ammessi di cui alla surricordata lettera c-bis, nonché a società residenti in Italia che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche. A tal fine, il requisito è soddisfatto anche nel caso in cui al fondo partecipino veicoli costituiti in forma societaria o contrattuale in quanto partecipati in misura superiore al 50 per cento dai soggetti indicati nei punti precedenti (art. 32, comma 3, lettera h).

Rientrano tra gli investitori istituzionali esteri di cui alla lettera f) del citato comma 3 gli Stati e gli enti pubblici esteri, nonché gli altri soggetti corrispondenti a quelli italiani indicati nelle lettere b), c), d) ed e), assoggettati a forme di vigilanza prudenziale. Tale requisito sussiste nelle ipotesi in cui l'avvio dell'attività sia soggetto ad autorizzazione preventiva e l'esercizio dell'attività stessa sia sottoposto in via continuativa a controlli obbligatori sulla base di disposizioni normative vigenti nello Stato estero di

residenza. La forma di vigilanza prudenziale deve essere verificata con riferimento al soggetto investitore ovvero al soggetto incaricato della gestione dello stesso. A tale fine la società di gestione del risparmio o l'intermediario depositario acquisiscono l'attestazione rilasciata dalle competenti autorità estere dalla quale si evince la sussistenza del requisito della vigilanza.

Per quanto attiene ai veicoli di cui alla lettera h) la partecipazione nel veicolo da parte degli investitori istituzionali nella misura superiore al 50 per cento può essere diretta o indiretta. In quest'ultimo caso si deve tener conto dell'effetto demoltiplicatore prodotto dalla partecipazione indiretta.

Non sono assoggettati a ritenuta in sede di distribuzione i fondi pensione e OICR esteri istituiti in Stati o territori white list, gli enti e organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e le banche centrali od organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato. I proventi distribuiti ad altri partecipanti non residenti sono assoggettati a ritenuta del 20% (o aliquota inferiore prevista dalle convenzioni contro la doppia imposizione, se applicabile).

Nel caso, invece, di partecipanti italiani diversi da quelli istituzionali che possiedano quote in misura superiore al 5% del patrimonio del fondo, il reddito prodotto viene imputato per trasparenza indipendentemente dall'effettiva percezione e quindi tassato in capo ad essi in modo ordinario. I predetti redditi rientrano nella categoria dei redditi di capitale di cui all'articolo 44, comma 1, lettera g), del testo unico delle imposte sui redditi approvato con DPR 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR) in quanto in ogni caso derivanti dalla partecipazione ad un organismo di investimento collettivo del risparmio.

Ai sensi del comma 4, secondo periodo, dell'articolo 32 del decreto legge n. 78 del 2010, sui redditi di cui all'articolo 44, comma 1, lettera g), del TUIR corrisposti dal fondo a soggetti non residenti, si applica in ogni caso una ritenuta a titolo d'imposta del 20 per cento al momento della loro corresponsione con le modalità di cui all'articolo 7 del decreto legge n. 351 del 2001 (o la minor aliquota prevista dai trattati sulla doppia imposizione se applicabili ai sensi della circolare Entrate n. 11E del 9 marzo 2011).

Le SGR e gli intermediari depositari comunicano nella dichiarazione del sostituto d'imposta (mod 770) i dati relativi ai partecipanti, compresi quelli elencati nel comma 3 dell'articolo 32 del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78, che alla data del 31 dicembre di ciascun periodo d'imposta detengono una quota di partecipazione superiore al 5 per cento nei fondi immobiliari nonché l'ammontare dei redditi imputati per trasparenza.

A tale proposito Cordea Savills SGR ha inviato nel mese di febbraio una richiesta di informazioni ai partecipanti dei fondi volta ad espletare le summenzionate analisi in merito al regime fiscale applicabile ai singoli quotisti.

Viene poi previsto per i partecipanti non istituzionali che alla data del 31 dicembre 2010 detenevano una quota di partecipazione al fondo superiore al 5%, la corresponsione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 5% del valore medio delle quote possedute nel periodo d'imposta risultante dai prospetti periodici redatti nel periodo d'imposta 2010 da versare secondo modalità stabilite dal provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate emanato in data 16 dicembre 2011.

1.8 Delibera del Consiglio di Amministrazione

Ai sensi di quanto previsto dal Regolamento del Fondo, a fronte di un utile d'esercizio positivo di Euro 2.252.569, il risultato economico che ha trovato realizzazione nel corso del 2011 è pari a Euro 2.617.908. La differenza è principalmente attribuibile alle componenti non realizzate relative alla valorizzazione delle partecipazioni e al risultato sugli strumenti finanziari di copertura cambi.

Il risultato distribuibile complessivamente prodotto dall'inizio dell'operatività del Fondo è pari a Euro 16.014.200 dei quali Euro 11.745.000 totali sono stati distribuiti ai quotisti sotto forma di dividendi dall'inizio dell'operatività del Fondo.

Si propone al Consiglio di Amministrazione della SGR, in accordo con le normative vigenti e con il Regolamento del Fondo, nella seduta di approvazione del Rendiconto al 31 dicembre 2011, di deliberare la distribuzione di un provento totale pari a Euro 4.176.000 (Euro 12.000 pro-quota) corrispondente a un rendimento (*dividend yield*) sul valore nominale della quota del 4,8% (5,4% circa sul valore della quota al 31 dicembre 2011).

Successivamente alla distribuzione suddetta, il risultato distribuibile non ancora corrisposto ai quotisti del Fondo sarà pari a Euro 93.200.

2. Situazione Patrimoniale

Pan European Property Fund
RENDICONTO ANNUALE DEL FONDO AL 31/12/2011
SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2011		Situazione al 31/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	28.560.309	28,15%	29.891.431	28,82%
Strumenti finanziari non quotati	28.560.309	28,15%	29.699.227	28,63%
A1. Partecipazioni di controllo	28.560.309	28,15%	29.699.227	28,63%
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari derivati			192.204	0,19%
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10 Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11 Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati			192.204	0,19%
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. Immobili dati in locazione				
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI	69.755.478	68,76%	70.151.761	67,63%
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri	69.755.478	68,76%	70.151.761	67,63%
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	2.976.564	2,93%	3.487.169	3,36%
F1. Liquidità disponibile	2.976.564	2,93%	3.487.169	3,36%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	158.155	0,16%	195.358	0,19%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	158.155	0,16%	195.358	0,19%
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	101.450.506	100,00%	103.725.719	100,00%

Pan European Property Fund
RENDICONTO ANNUALE DEL FONDO AL 31/12/2011
SITUAZIONE PATRIMONIALE

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2011	Situazione al 31/12/2010
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	23.500.000	23.500.000
H1. Finanziamenti ipotecari		
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri	23.500.000	23.500.000
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	1.087.104	1.325.268
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	1.087.104	1.325.268
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
M. ALTRE PASSIVITA'	155.011	94.629
M1. Provigioni ed oneri maturati e non liquidati	138.465	83.504
M2. Debiti di imposta		
M3. Ratei e risconti passivi		
M4. Depositi Cauzionali		
M5 Altre	16.546	11.125
TOTALE PASSIVITA'	24.742.115	24.919.897
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	76.708.391	78.805.822
Numero delle quote in circolazione	348	348
Valore unitario delle quote	220.426,410	226.453,511
Rimborsi o proventi distribuiti	4.350.000,00	3.915.000,00
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	12.500,000	11.250,000
Importi da richiamare	0,000	0,000
Importi da richiamare per quota	0,000	0,000

3. Situazione Reddittuale

Pan European Property Fund
RENDICONTO ANNUALE DEL FONDO AL 31/12/2011
SEZIONE REDDITUALE

	Situazione al 31/12/2011		Situazione al 31/12/2010	
A. STRUMENTI FINANZIARI	-142.701		4.417.327	
Strumenti finanziari non quotati	371.054		4.536.646	
A1. PARTECIPAZIONI	371.054		4.536.646	
A1.1 dividendi e altri proventi	1.562.162		1.730.726	
A1.2 utile/perdite da realizzi				
A1.3 plus/minusvalenze	-1.191.108		2.805.920	
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili/perdite da realizzi				
A2.3 plus/minusvalenze				
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili/perdite da realizzi				
A3.3 plus/minusvalenze				
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	-513.754		-119.319	
A4.1 di copertura	-513.754		-119.319	
A4.2 non di copertura				
Risultato gestione strumenti finanziari		-142.700		4.417.327
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI				
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI				
B3. PLUS/MINUSVALENZE				
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI				
B5. AMMORTAMENTI				
Risultato gestione beni immobili				
C. CREDITI	5.041.450		6.852.135	
C1. Interessi attivi e proventi assimilati	4.355.469		3.964.583	
C2. Incrementi/decrementi di valore	685.981		2.887.552	
Risultato gestione crediti		5.041.450		6.852.135
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. Interessi attivi e proventi assimilati			3.406	3.406
E. ALTRI BENI				
E1. Proventi				
E2. Utile/perdita da realizzi				
E3. Plusvalenze/minusvalenze				
Risultato gestione investimenti		4.898.750		11.272.868

Pan European Property Fund
RENDICONTO ANNUALE DEL FONDO AL 31/12/2011
SEZIONE REDDITUALE

	Situazione al 31/12/2011		Situazione al 31/12/2010	
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI	-843.338		-1.997.275	
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA	-905.651		-1.974.185	
F1.1 Risultati realizzati	373.656		6.723	
F1.2 Risultati non realizzati	-1.279.307		-1.980.908	
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
F3. LIQUIDITA'	62.312		-23.090	
F3.1 Risultati realizzati	-73.545		12.846	
F3.2 Risultati non realizzati	135.857		-35.936	
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE				
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
Risultato lordo della gestione caratteristica		4.055.411		9.275.594
H. ONERI FINANZIARI	-503.358		-356.086	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	-493.797		-356.086	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	-493.797		-356.086	
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	-9.561			
Risultato netto della gestione caratteristica		3.552.053		8.919.508
I. ONERI DI GESTIONE	-1.340.102		-1.225.798	
I1. Prowigione di gestione SGR	-1.139.555		-1.038.791	
I2. Commissioni banca depositaria	-36.397		-37.084	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-11.450		-14.400	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I5. Altri oneri di gestione	-152.700		-135.523	
L. ALTRI RICAVI ED ONERI	40.618		3.924	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	15.618		14.027	
L2. Altri ricavi	25.000		3.578	
L3. Altri oneri			-13.681	
Risultato della gestione prima delle imposte		2.252.569		7.697.634
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Imposta sostitutiva a credito dell'esercizio				
M3. Altre imposte				
Utile/perdita dell'esercizio		2.252.569		7.697.634

4. Nota Integrativa

Parte A – Andamento del valore della quota

Il valore della quota al 31 dicembre 2011 è pari a Euro 220.426,410 che corrisponde a un decremento del 2,66% rispetto al valore al 31 dicembre 2010.

La tabella seguente riporta il valore della quota alla fine di ciascun esercizio dalla data di istituzione del Fondo.

	Data	Valore complessivo netto	Numero quote	Valore unitario delle quote
Collocamento	18/05/2007	82.000.000	328	250.000,000
Rendiconto al	31/12/2007	81.099.417	328	247.254,320
Rendiconto al	31/12/2008	77.964.133	348	224.034,866
Rendiconto al	31/12/2009	75.023.185	348	215.583,866
Rendiconto al	31/12/2010	78.805.822	348	226.453,512
	31/12/2011	76.708.391	348	220.426,410

Rispetto al valore di collocamento iniziale il valore della quota ha subito un decremento pari a circa l'11,83%, principalmente dovuto alla flessione dei valori di mercato degli immobili in portafoglio che scontano una riduzione complessiva pari a circa il 5% rispetto al costo di acquisizione, del 9,5% rispetto all'investimento totale compresi gli oneri di acquisizione.

Si rammenta, comunque, che il Fondo ha effettuato fino ad oggi distribuzioni totali per un ammontare pari a Euro 11.745.000, pari al 13,5% del valore di sottoscrizione delle quote.

La tabella seguente illustra le componenti che hanno comportato la variazione del valore complessivo netto del Fondo dall'inizio dell'operatività fino alla data del presente Rendiconto.

	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
Valore iniziale	82.000.000				
Variazioni					
- Nuove emissioni di quote		5.000.000	0	0	0
- Risultato di periodo	-900.583	-8.135.284	539.052	7.697.637	2.252.569
- Distribuzione di proventi	0	0	-3.480.000	-3.915.000	-4.350.000
- Rimborsi di quote					
Valore finale	81.099.417	77.964.133	75.023.185	78.805.822	76.708.391
Numero quote in circolazione	328	348	348	348	348
Valore unitario delle quote	247.254	224.035	215.584	226.454	220.426

I dividendi posti in distribuzione per l'esercizio in corso sono pari a Euro 4.176.000 (Euro 12.000 pro-quota) che corrisponde a un rendimento (*dividend yield*) sul valore nominale della quota del 4,8% (5,4% sul valore al 31 dicembre 2011).

La tabella alla pagina seguente illustra gli aggiustamenti effettuati sul risultato contabile al fine di determinare il risultato effettivamente realizzato.

Risultato distribuibile	Esercizio 2007	Esercizio 2008	Esercizio 2009	Esercizio 2010	Esercizio 2011
Risultato d'esercizio	-900.583	-8.135.385	539.052	7.697.637	2.252.569
Risultato non realizzato sugli strumenti finanziari non quotati	815.848	11.620.575	299.806	-2.805.920	1.191.108
Risultato non realizzato sugli strumenti derivati		604.183	47.719	-593.488	-58.413
Risultato non realizzato sulla gestione crediti	924.194	6.394.057	-1.297.410	-2.887.552	-685.981
Risultato non realizzato sulle operazioni di copertura cambi	-1.118.835	-2.571.842	570.511	1.980.908	1.279.307
Risultato non realizzato sulla liquidità	7.710	16.194	-60.930	35.936	-135.857
Risultato esercizi precedenti realizzato nell'esercizio in corso		982.512	1.480.506	-249.111	-1.224.826
Totale risultato distribuibile dell'esercizio	-271.666	8.910.294	1.579.255	3.178.410	2.617.908
Utile distribuibile portato a nuovo	0	-271.666	5.158.628	2.822.883	1.651.293
Risultato distribuibile dell'esercizio	-271.666	8.910.294	1.579.255	3.178.410	2.617.908
Dividendi distribuiti		-3.480.000	-3.915.000	-4.350.000	-4.176.000
Utile distribuibile residuo	-271.666	5.158.628	2.822.883	1.651.293	93.200

Gestione dei rischi e continuazione dell'attività aziendale

Per gestire l'attività del Fondo nella consapevolezza dei rischi assunti, la SGR ha svolto una mappatura e una successiva analisi critica sui diversi livelli di esposizione al rischio legati allo svolgimento dell'attività di gestione del patrimonio immobiliare del Fondo.

Il processo di valutazione dei rischi aziendali viene effettuato attraverso un approccio auto valutativo del *management* coadiuvato e condotto in regime di esternalizzazione da una società specializzata del settore.

I principali rischi individuati sono quelli comuni ai fondi immobiliari identificati da Assogestioni, e specificatamente:

- rischi di mercato, legati principalmente ad una possibile errata previsione sullo sviluppo del mercato immobiliare;
- rischi di controparte, legati alla solvibilità e trasparenza delle controparti con cui si pongono in essere transazioni;
- rischi di *compliance*, legati a un mancato rispetto della normativa applicabile;
- rischi di portafoglio, associati alla specifica composizione del portafoglio immobiliare del Fondo;
- rischi finanziari, associati alla difficoltà nel reperire le risorse finanziarie necessarie, compresi i rischi legati ad un andamento sfavorevole dei tassi di interesse e al rispetto dei parametri finanziari richiesti dai contratti di finanziamento in essere;
- rischio di cambio, legato alla variazione del tasso di cambio dell'Euro nei confronti delle altre valute in cui sono investite le attività del Fondo.

Rischi di mercato

L'attuale scenario del mercato immobiliare presenta un profilo di straordinaria criticità in cui è molto difficile prevedere con certezza gli sviluppi economici futuri.

In particolare, vista l'attuale fase di scarsa liquidità e ristrettezza del credito, al fine di stimare nella maniera più attendibile scenari futuri in merito alle ipotesi di dismissione degli *asset* in portafoglio, è necessario fondare le assunzioni principali del business plan (canoni di locazione di mercato; *yield* di uscita, interventi di manutenzione straordinaria eventualmente necessari, etc.) sulla base di un approccio scientifico (analisi delle stime dei tassi di occupazione, correlazione tra rendimenti di attività *free risk* e tassi di capitalizzazione degli affitti, analisi tecniche sulla progressiva obsolescenza degli *asset*).

Per quanto riguarda l'attività del Fondo, occorre sottolineare che l'orizzonte temporale (scadenza del Fondo a fine 2015), l'attuale situazione di sostanziale equilibrio finanziario del Fondo (una leva finanziaria complessiva molto bassa e nessuna esigenza di rifinanziamento a breve termine) e una strategia di investimento flessibile (il management nell'attuale congiuntura economica ha deciso di perseguire una strategia di mantenimento del portafoglio piuttosto che, come previsto inizialmente, di rotazione parziale) consentano un atteggiamento prudente di valutazione delle opportunità di mercato senza la necessità di attuare piani urgenti di dismissione che potrebbero deprimere le prospettive di rendimento complessive dell'investimento.

Rischi di controparte

Nell'attuale contesto economico risulta critica l'analisi della situazione finanziaria e di solvibilità dei conduttori degli immobili nonché una opportuna diversificazione del rischio, evitando una elevata concentrazione dei canoni su un'unica controparte.

Il processo di investimento della SGR prevede, in fase di acquisizione degli immobili, una attenta analisi del profilo dei *tenant* e della composizione del portafoglio. I *ratings* di solvibilità degli affittuari vengono, inoltre, costantemente monitorati.

Attualmente tutti i conduttori stanno pagando regolarmente il canone di affitto. Si segnala tuttavia che nel corso del 2011 uno dei conduttori dell'immobile di Gavle è stato soggetto a procedura concorsuale che si è conclusa con lo stralcio di una parte del credito vantato nei confronti del conduttore (per un ammontare pari a circa 40 mila Euro). L'unità immobiliare è stata poi riaffittata ad un nuovo conduttore avendo registrato nel 2011 tre mesi di *vacancy*.

Per quanto riguarda la composizione del portafoglio è importante evidenziare, inoltre, che il numero complessivo dei conduttori è attualmente 31 e che nessuno di questi supera in termini di affitto il 20% del totale dei canoni di locazione del Fondo.

Rischio di compliance

Cordea Savills SGR p.A., in accordo con quanto previsto dal Regolamento Congiunto della Banca d'Italia e della Consob del 31 ottobre 2007 che ha recepito la normativa comunitaria in materia di mercati degli strumenti finanziari (MiFid), ha istituito efficaci e indipendenti funzioni di controllo e conformità alle norme e di gestione del rischio dell'impresa e di revisione interna.

Tali incarichi sono stati affidati in regime di *outsourcing* a primarie e indipendenti società specializzate al fine di porre in essere tutti i controlli necessari per verificare la conformità delle procedure adottate e il rispetto delle stesse nell'operatività aziendale.

In particolare:

- la funzione di controllo di conformità ha il compito di controllare e valutare l'adeguatezza e l'efficacia delle procedure adottate per lo svolgimento dei servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio, delle misure adottate per rimediare ad eventuali carenze, nonché per prevenire e individuare le ipotesi di mancata osservanza degli obblighi posti dalle disposizioni applicabili alla SGR;
- la funzione di gestione del rischio collabora alla definizione del sistema di gestione del rischio dell'impresa, presiede al funzionamento del sistema di gestione del rischio e ne verifica il rispetto da parte dell'intermediario, verifica l'adeguatezza e l'efficacia delle misure prese per rimediare alle carenze riscontrate nel sistema di gestione del rischio;
- la funzione di revisione interna adotta, applica e mantiene un piano di *audit* per l'esame e la valutazione dell'adeguatezza e dell'efficacia dei sistemi, dei processi, delle procedure e dei meccanismi di controllo dell'intermediario, formula raccomandazioni sulla base dei risultati dei lavori formalizzati nonché presenta agli organi aziendali relazioni sulle questioni relative alla revisione interna.

Rischio di portafoglio

Nell'attuale scenario economico in cui la crisi finanziaria e reale ha colpito diversamente differenti settori dell'economia, assume rilevanza fondamentale ai fini della mitigazione del rischio, che la composizione del portafoglio immobiliare presenti elementi di diversificazione tali da non compromettere la realizzazione della strategia di investimento.

In questo senso la composizione variegata del portafoglio del Fondo sia in termini di Paese sia in termini di settore, assicura un adeguato grado di diversificazione degli investimenti e di mitigazione del rischio. La quasi *full occupancy* degli spazi assicura flussi di reddito costanti a servizio dei costi operativi e del debito. Infine è importante sottolineare come la definizione dell'*asset allocation* del portafoglio ha puntato soprattutto su tipologie di investimento di tipo *core* (immobili con contratti di affitto lunghi), nelle maggiori economie europee (non sono presenti nel portafoglio Stati dell'est Europa, Turchia, Grecia, Spagna, etc.) e con una limitata esposizione ai settori (vedi sviluppi, hotel, industriale, etc...) che hanno più sofferto la crisi del mercato.

Rischi finanziari

L'attuale fase di ristrettezza del credito (*credit crunch*) può determinare difficoltà nel reperire nuove risorse finanziarie così come la flessione dei valori immobiliari e la debolezza del mercato degli affitti può comportare il mancato rispetto delle condizioni contrattuali dei finanziamenti in essere.

Tali rischi sono particolarmente gravi in una situazione, come quella attuale, di crisi di liquidità in cui il reperimento delle risorse finanziarie assume il carattere di criticità essenziale per il perseguimento degli obiettivi di investimento.

La situazione finanziaria del Fondo non evidenzia al momento elementi di criticità.

I finanziamenti immobiliari contratti dal Fondo hanno tutti scadenza superiore ai 4 anni e, a seguito della riallocazione del debito fra gli asset di Rotterdam e Isola di Wight di cui si è già trattato nella Relazione sulla Gestione, tutte le condizioni finanziarie (*financial covenants*) sono rispettate (il rapporto tra indebitamento finanziario totale e valore di mercato degli immobili in portafoglio è pari a circa il 39%).

Ulteriori indici a conferma della solidità patrimoniale e della situazione di equilibrio finanziario prospettata del Fondo sono:

- i flussi di cassa positivi generati dai contratti di affitto in essere;
- la continuità nella distribuzione dei dividendi;
- la capacità del Fondo di ottenere nuovi finanziamenti.

Considerando le circostanze sopra evidenziate, il management della società nutre la ragionevole aspettativa di continuità operativa del Fondo ribadendo parimenti che l'incertezza del momento e il continuo evolversi dello scenario economico impongono comunque uno stretto monitoraggio delle ipotesi sottostanti il *business plan* e pertanto un suo aggiornamento a cadenze più ravvicinate e/o al manifestarsi di fenomeni che possano impattare la realizzazione degli obiettivi prefissati.

Rischio di cambio

Attualmente il Fondo ha realizzato investimenti in valuta diversa dall'Euro con l'acquisizione di due asset in Gran Bretagna e uno in Svezia.

Coerentemente con la strategia di mitigazione del rischio e con la filosofia gestionale di non prendere posizioni specifiche sull'andamento dei tassi di cambio, il Fondo ha posto in essere una strategia di copertura dal rischio di un andamento sfavorevole dell'Euro nei confronti delle altre valute.

Nello specifico il Fondo ha stipulato contratti derivati di vendita a termine per un importo nozionale pari all'investimento effettuato. Successivamente, il Fondo è entrato anche in transazioni di vendita a termine di valuta per coprire dal rischio di variazione dei tassi di cambio i flussi finanziari rinvenenti da contratti di affitto.

Considerando l'alta volatilità registrata dalla sterlina nei confronti dell'Euro negli ultimi tre anni, la strategia di copertura del rischio cambio ha comportato un evidente beneficio per il Fondo se consideriamo che il cambio alla data del presente Rendiconto (Euro/GBP 0,8353) è ben al di sopra del cambio alla data di realizzazione dell'investimento dell'Isola di Wight (0,71).

A seconda della volatilità della valuta oggetto di copertura (e alla conseguente differenza in termini di costo implicito della copertura stessa) sono state adottate scelte diverse in merito all'orizzonte temporale dei contratti posti in essere. Infatti, la minore volatilità storica della corona svedese rispetto all'Euro ha permesso di entrare, al momento dell'acquisizione dell'immobile, in una transazione con scadenza nell'anno 2014. Viceversa, l'alta volatilità della sterlina nei confronti dell'Euro rende il costo di una simile operazione estremamente proibitivo (peraltro, nel mercato, è difficile individuare controparti disponibili a entrare in una transazione di tale durata sulla sterlina). Il Fondo, in questo caso, ha quindi stipulato contratti derivati di vendita a termine di durata più breve che vengono rinnovati ad ogni scadenza, raggiungendo così un risultato equivalente nel senso di efficacia della copertura. In questo caso i differenziali di copertura vengono regolati tra le parti ad ogni scadenza del contratto derivato generando flussi di cassa e influenzando il risultato distribuibile del Fondo quando invece le corrispondenti variazioni delle attività coperte generano risultati non realizzati.

Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto

Sezione I – Criteri di valutazione

I criteri di valutazione adottati per la redazione del presente Rendiconto sono quelli stabiliti dal Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 in attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (Testo Unico della Finanza) e del Regolamento del Ministero del Tesoro, del bilancio e della programmazione economica n.228 del 24 maggio 1999.

Il presente Rendiconto è stato preparato nel presupposto della continuità gestionale. Tale presunzione poggia sulla ragionevole aspettativa che il Fondo possa in un futuro prevedibile continuare l'operatività, come peraltro risulta dall'analisi dei rischi esposta nel precedente capitolo.

Poste in valuta

Le poste patrimoniali denominate in valuta diversa dall'Euro sono convertite al cambio di riferimento del 31 dicembre 2011. Le poste reddituali vengono invece convertite al cambio dell'operazione.

Strumenti finanziari non quotati - partecipazioni di controllo

Le partecipazioni di controllo in società immobiliari non quotate sono valutate attribuendo alle stesse un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del Fondo.

Il patrimonio netto è determinato applicando ai beni immobili e ai diritti reali immobiliari posseduti dalla società controllata i criteri di valutazione descritti dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 tenendo conto anche dei possibili effetti fiscali.

Valorizzazione degli immobili

I beni immobili in portafoglio vengono valorizzati al valore corrente. Per "valore corrente" dei beni immobili si intende il valore indicato nella relazione di stima redatta dall'Esperto Indipendente, ai sensi di quanto previsto dal Titolo V, Capitolo IV, sezione II par. 2.5 del Provvedimento di Banca d'Italia del 14 aprile 2005. La società di gestione si riserva la facoltà di valorizzare i beni immobili del Fondo ad un valore diverso da quello indicato dall'Esperto indipendente qualora, sulla base di elementi certi (es. contratti preliminari di vendita approvati dal CdA, etc.), ritenga che una loro differente valorizzazione possa rappresentare in maniera più veritiera e corretta il valore di mercato degli *asset*.

Ai sensi di quanto previsto dal Titolo V, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia del 14 aprile 2005, qualora la società di gestione intenda discostarsi dalle stime effettuate dall'esperto indipendente, ne comunica le ragioni allo stesso e provvede a dare ampia informativa delle motivazioni in Nota integrativa. Per un maggiore dettaglio in merito al processo di valorizzazione degli immobili si rinvia alla specifica sezione della Relazione sulla Gestione.

Strumenti finanziari derivati non quotati

Gli strumenti finanziari derivati trattati "*over the counter*" (OTC), sottoscritti dal Fondo ai fini di copertura del rischio di oscillazione cambio e di variazione dei tassi d'interesse, sono valutati al valore corrente ("*mark-to-market*") alla data di riferimento della Relazione, secondo le pratiche prevalenti sul mercato, le quali assicurano una corretta attribuzione degli effetti finanziari (positivi e negativi) dei contratti stipulati lungo tutto l'arco della loro durata, indipendentemente dal momento in cui vengono liquidati i profitti o sostenute le perdite.

E' stata adottata la facoltà di derogare a tale criterio per gli strumenti finanziari derivati con finalità di copertura di passività del Fondo valutate al loro valore nominale, nel caso sia assicurata una stretta correlazione (ammontare del nozionale, tasso d'interesse, periodo di maturazione degli interessi, scadenza) tra lo strumento derivato e la passività coperta. In tal caso, lo strumento finanziario derivato è iscritto al costo.

Crediti

I crediti sono iscritti al valore di presumibile realizzo.

Liquidità disponibile

La liquidità disponibile è iscritta al valore nominale.

Altre attività

I ratei e risconti attivi sono contabilizzati al fine di garantire il rispetto della competenza temporale ed economica nella rilevazione di costi e ricavi.

Finanziamenti ricevuti

I finanziamenti ricevuti sono esposti al loro valore nominale.

Altre passività

Le altre passività sono valutate al valore nominale.

Costi e Ricavi

I costi e i ricavi sono contabilizzati secondo il principio della prudenza, della competenza economica e dell'inerenza all'attività del Fondo, nonché nel rispetto delle norme stabilite dal Regolamento di gestione del Fondo in materia di "Regime delle spese".

Sezione II – Le attività

II.1 Strumenti finanziari non quotati

La voce Partecipazioni di controllo è rappresentata esclusivamente dalle quote partecipative detenute in società non quotate attraverso le quali il Fondo realizza gli investimenti immobiliari.

La seguente tabella rappresenta la composizione della voce al 31 dicembre 2011 e la movimentazione rispetto all'esercizio precedente.

Partecipazioni di controllo	Prezzo di acquisto	Valore al 31/12/2010	Acquisti 2011	Dividendi	Incrementi/Decrementi di valore	Valore al 31/12/2011
Euro	a					
G2B Property Ltd	24.255.584	18.014.306		-1.400.000	-789.127	15.825.180
Beck Property Sarl	1.040.000	778.440		0	-288.663	489.777
Lux2F Property Sarl	223.480	1.026.139		0	961.490	1.987.629
Raik Property Sarl	137.700	415.613		0	231.796	647.409
Bor Property AB	2.206.297	1.612.811		0	79.861	1.692.673
Bes Property Ltd	8.920.511	5.855.032		-114.114	1.279.006	7.019.923
Soun Property Ltd	2.745.965	1.489.875		-48.048	-1.441.827	0
Lux4F Property Sarl	100.000	507.010		0	339.631	846.641
Mull Property Sarl	52.190	0	52.190	0	-1.113	51.077
Totale	39.681.727	29.699.227	52.190	-1.562.162	371.054	28.560.309

Nel corso del periodo non sono stati effettuati disinvestimenti.

Si segnala invece la costituzione del veicolo lussemburghese Mull Property Sarl con un capitale sociale di Euro 52.190. La società ha firmato il contratto di compravendita per l'acquisizione di un immobile ad uso logistico in Lipsia. Per maggiori dettagli si rimanda a quanto già esposto nella Relazione sulla Gestione.

Le variazioni di valore più significative nel periodo sono quelle relative a:

- Lux2F che ha beneficiato dell'incremento di valore della partecipazione nel veicolo immobiliare francese Plat Property Sarl, il cui valore si è incrementato per effetto della variazione positiva della valorizzazione dell'immobile di Parigi-St.Cloud;
- Bes Property Ltd che ha beneficiato dell'incremento di valore dell'immobile dell'Isola di Wight;
- Soun Property Ltd, il cui valore è diminuito in maniera significativa parallelamente alla caduta del valore dell'immobile di Glasgow;
- G2B Property Ltd il cui valore si è ridotto sensibilmente per effetto del decremento dei valori degli immobili olandesi.

Nelle pagine seguenti viene riportata una scheda informativa relativa a ciascuna partecipazione in società non quotate.

SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

G2B Property Ltd

A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	24.230.000	100,00%	24.255.584	15.825.180	18.014.306
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Partecipazioni	-7.494.382	-5.288.132
2) Immobili		
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate	23.292.481	23.292.481
4) Disponibilità liquide	7.548	12.856
5) Altre attività correnti	23.766	0
Totale Attività	15.829.413	18.017.205
6) Indebitamento a breve termine		
7) Indebitamento a medio/lungo termine		
8) Altre passività	4.233	2.898
Totale Passività	4.233	2.898
Patrimonio netto	15.825.180	18.014.306

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Fatturato		
2) Costo del venduto		
Margine operativo lordo	0	0
3) Altri costi di gestione	-13.663	-11.293
Risultato operativo	-13.663	-11.293
4) Saldo proventi/oneri finanziari	1.430.786	1.430.069
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	-2.206.250	-1.989.483
Risultato prima delle imposte	-789.127	-570.707
6) Imposte		
7) Utile (perdita) netto	-789.127	-570.707

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

Partecipazioni

Alle partecipazioni di controllo in società immobiliari non quotate viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza. Le società partecipate valutano gli asset immobiliari al fair value

Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società in oggetto non detiene direttamente beni immobili o diritti reali immobiliari.

E) Descrizione delle operazioni

La società è una società immobiliare. Oggetto dell'attività è l'acquisto, la gestione, la valorizzazione di immobili nonché la detenzione di partecipazioni in società immobiliari e la concessione alle stesse di finanziamenti a lungo termine finalizzati all'acquisto di attività immobiliari.

Nello specifico la società detiene il 100% della società Lux2B Property Sarl, società lussemburghese che a sua volta detiene il 100% della partecipazione nelle società olandesi Van Property BV e Cruj Property BV

La società si finanzia interamente con mezzi propri.

F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Guernsey.

La società ha corrisposto dividendi al Fondo per un ammontare pari a Euro 550.000 in data 6 settembre 2011 ed Euro 850.000 in data 22 dicembre 2011

SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Beck Property Sarl

A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	1.040.000	100,00%	1.040.000	489.777	778.440
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Immobilizzazioni immateriali		
2) Immobili	15.690.000	6.670.000
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Disponibilità liquide	786.989	75.907
5) Altre attività correnti	189.047	10.546
Totale Attività	16.666.036	6.756.453
6) Indebitamento a breve termine	217.932	110.069
7) Indebitamento a medio/lungo termine	15.174.500	5.822.500
8) Altre passività	783.827	45.444
Totale Passività	16.176.259	5.978.013
Patrimonio netto	489.777	778.440

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Fatturato	652.597	589.409
2) Costo del venduto	-179.540	-134.016
Margine operativo lordo	473.056	455.393
3) Altri costi di gestione	46.739	-50.916
Risultato operativo	519.795	404.477
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-544.846	-436.687
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa valutazione <i>assets</i>)	-263.612	260.000
Risultato prima delle imposte	-288.663	227.790
6) Imposte		
7) Utile (perdita) netto	-288.663	227.790

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

Beni Immobili

I beni immobili sono valutati al fair value in accordo con la normativa prevista da Banca d'Italia

Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società possiede un retail park in Ostringen (Germania). Costo di acquisto Euro 6.300.000. Valutazione al 31/12/2010 Euro 6.770.000

La società possiede inoltre un retail park a Hessdorf (Germania). Costo di acquisto Euro 8.850.000. Valutazione al 31/12/2011 Euro 8.920.000

E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo lussemburghese destinato ad effettuare investimenti immobiliari in Germania.

In data 21 dicembre 2009, la società ha acquistato un retail park a Ostringen (Germania), piccolo centro a 90 km da Stoccarda.

In data 1 dicembre 2011 la società ha acquistato un centro commerciale a Hessdorf (Germania), piccolo centro della Baviera per un prezzo di Euro 8.850.000 oltre a oneri di acquisizione.

La società si finanzia per Euro 8.000.000 con finanziamento bancario acceso con l'istituto di credito SEB AB e per la restante parte principalmente con due finanziamenti intercompany erogati dal Fondo.

F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Lussemburgo.

SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Lux2F Property Sarl

A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	179.800	99,99%	223.480	1.987.629	1.026.139
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Immobilizzazioni finanziarie	4.000.413	2.732.873
2) Immobili		
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate	4.788.000	4.788.000
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine	90.543	156.109
5) Disponibilità liquide	2.643.513	3.028.118
6) Altre attività correnti	2.626	10.925
Totale Attività	11.525.096	10.716.024
7) Indebitamento a breve termine	158.023	316.046
8) Indebitamento a medio/lungo termine	9.365.200	9.365.200
9) Altre passività	14.242	8.639
Totale Passività	9.537.465	9.689.885
Patrimonio netto	1.987.629	1.026.139

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Fatturato		
2) Costo del venduto		
Margine operativo lordo	0	0
3) Altri costi di gestione	-29.829	-21.595
Risultato operativo	-29.829	-21.595
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-276.314	14.429
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assests)	1.269.621	1.253.991
Risultato prima delle imposte	963.478	1.246.824
6) Imposte	-1.987	-8.049
7) Utile (perdita) netto	961.490	1.238.776

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

Partecipazioni

Alle partecipazioni di controllo in società immobiliari non quotate viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza. Le società partecipate valutano gli asset immobiliari al fair value

Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società in oggetto non detiene direttamente beni immobili o diritti reali immobiliari.

E) Descrizione delle operazioni

La società è una società immobiliare. Oggetto dell'attività è l'acquisto, la gestione, la valorizzazione di immobili nonché la detenzione di partecipazioni in società immobiliari e la concessione alle stesse di finanziamenti a lungo termine finalizzati all'acquisto di attività immobiliari.

Nello specifico la società detiene il 99,9% delle quote della società francese Plat Property Sarl società veicolo di diritto francese che effettua investimenti immobiliari in Francia.

Plat Property Sarl possiede un immobile ad uso uffici a Parigi, acquistato nel settembre 2008 al prezzo di Euro 14.850.000.

LUX2F Sarl si finanzia quasi interamente tramite finanziamento fruttifero a lungo termine erogato dal Fondo.

F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Lussemburgo.

SCHEMA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Raik Property Sarl

A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	106.500	100,00%	137.700	647.409	415.613
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Immobilizzazioni Immateriali	654	1.234
2) Immobili	9.510.000	9.315.000
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine		
5) Disponibilità liquide	570.058	531.768
6) Altre attività correnti	16.219	11.699
Totale Attività	10.096.931	9.859.701
7) Indebitamento a breve termine		
8) Indebitamento a medio/lungo termine	9.306.000	9.306.000
9) Altre passività	143.522	138.088
Totale Passività	9.449.522	9.444.088
Patrimonio netto	647.409	415.613

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Fatturato	730.809	778.811
2) Costo del venduto	-89.182	-52.908
Margine operativo lordo	641.628	725.903
3) Altri costi di gestione	-62.992	-22.084
Risultato operativo	578.636	703.819
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-540.240	-539.945
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assests)	195.000	1.215.000
Risultato prima delle imposte	233.396	1.378.874
6) Imposte	-1.600	-144.657
7) Utile (perdita) netto	231.796	1.234.216

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

Beni Immobili

I beni immobili sono valutati al fair value in accordo con la normativa prevista da Banca d'Italia

Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società detiene direttamente un immobile ad uso logistico in Hyvinka (Finlandia)

E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo lussemburghese che il cui oggetto sociale è l'investimento diretto in proprietà immobiliari.

In data 18/03/2008 la società ha acquistato un immobile ad uso logistico in Finlandia (Hyvinka) al prezzo di Euro 8.800.000.

La società si finanzia interamente attraverso un finanziamento soci fruttifero erogato dal Fondo.

F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Lussemburgo.

SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Bor Property AB

A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	1.000	100,00%	2.206.297	1.692.673	1.612.812
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Immobilizzazioni Immateriali		
2) Immobili	10.461.878	10.384.251
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine		
5) Disponibilità liquide	496.654	614.080
6) Altre attività correnti	65.567	101.215
Totale Attività	11.024.099	11.099.546
7) Indebitamento a breve termine	137.642	136.821
8) Indebitamento a medio/lungo termine	8.976.661	8.923.094
9) Altre passività	217.124	426.820
Totale Passività	9.331.427	9.486.735
Patrimonio netto	1.692.673	1.612.812

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Fatturato	690.989	687.537
2) Costo del venduto	-237.520	-159.767
Margine operativo lordo	453.469	527.770
3) Altri costi di gestione	-18.569	-11.889
Risultato operativo	434.899	515.882
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-536.691	-505.701
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	171.761	156.108
Risultato prima delle imposte	69.969	166.289
6) Imposte	0	-90.743
7) Differenza cambi	9.892	197.648
8) Utile (perdita) netto	79.861	273.194

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

Beni Immobili

I beni immobili sono valutati al fair value in accordo con la normativa prevista da Banca d'Italia

Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

Traduzione del bilancio della controllata in valuta

Il bilancio della controllata è espresso in SEK. Ai fini della rappresentazione nel Rendiconto del Fondo si è utilizzato il tasso di fine periodo per la conversione delle poste patrimoniali e il cambio medio per la conversione delle poste reddituali. Il risultato è l'emersione di una differenza cambi di Euro 9.892.

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società detiene direttamente un immobile ad uso retail a Gavle (Svezia).

E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo svedese il cui oggetto sociale è l'investimento diretto in proprietà immobiliari.

La società possiede un immobile ad uso retail in Svezia (Gavle).

La società è finanziata per l'80% con finanziamento soci erogato dal Fondo e per il 20% con mezzi propri.

F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Svezia.

SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Bes Property Ltd

A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	6.359.075	100,00%	8.920.511	7.019.923	5.855.032
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Immobilizzazioni Immateriali		
2) Immobili	24.685.742	23.003.195
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine		
5) Disponibilità liquide	96.104	84.455
6) Altre attività correnti	599	
Totale Attività	24.782.445	23.087.650
7) Indebitamento a breve termine		
8) Indebitamento a medio/lungo termine	17.707.620	17.184.055
9) Altre passività	54.901	48.563
Totale Passività	17.762.521	17.232.618
Patrimonio netto	7.019.923	5.855.032

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Fatturato	1.479.048	1.434.394
2) Costo del venduto	-20.035	-3.431
Margine operativo lordo	1.459.014	1.430.963
3) Altri costi di gestione	-15.726	-34.520
Risultato operativo	1.443.288	1.396.443
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-1.326.519	-1.286.290
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	966.953	3.259.285
Risultato prima delle imposte	1.083.722	3.369.438
6) Imposte		
7) Differenza cambi	195.284	135.740
8) Utile (perdita) netto	1.279.006	3.505.178

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

Beni Immobili

I beni immobili sono valutati al fair value in accordo con la normativa prevista da Banca d'Italia

Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

Traduzione del bilancio della controllata in valuta

Il bilancio della controllata è espresso in GBP. Ai fini della rappresentazione nel Rendiconto del Fondo si è utilizzato il tasso di fine periodo per la conversione delle poste patrimoniali e il cambio medio per la conversione delle poste reddituali. Il risultato è l'emersione di una differenza cambi positiva di Euro 195.284

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società detiene direttamente un immobile ad uso retail a Newport (Isle of Wight (UK)).

E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo domiciliato in Guernsey il cui oggetto sociale è l'investimento diretto in proprietà immobiliari.

In data 20/12/2007 la società ha acquistato un immobile ad uso retail in Newport (Isle of Wight UK) al prezzo di 20.000.000 di GBP.

La società è finanziata per circa l'85% con finanziamento soci erogato dal Fondo e per il 15% con mezzi propri.

F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Guernsey (Channel Islands).

SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Soun Property Ltd

A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	2.483.998	100,00%	2.745.965	0	1.489.875
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Immobilizzazioni Immateriali		
2) Immobili	6.732.910	8.132.443
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine		
5) Disponibilità liquide	268.775	422.114
6) Altre attività correnti	992	50.647
Totale Attività	7.002.678	8.605.204
7) Indebitamento a breve termine		
8) Indebitamento a medio/lungo termine	6.938.824	6.733.663
9) Altre passività	160.168	381.666
Totale Passività	7.098.992	7.115.328
Patrimonio netto	-96.313	1.489.875

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Fatturato	986.441	953.759
2) Costo del venduto	-377.883	-257.838
Margine operativo lordo	608.559	695.921
3) Altri costi di gestione	-25.672	-91.460
Risultato operativo	582.886	604.461
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-520.224	-504.246
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	-1.622.594	-914.887
Risultato prima delle imposte	-1.559.931	-814.671
6) Imposte		
7) Differenza cambi	21.790	67.232
8) Utile (perdita) netto	-1.538.141	-747.439

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

Beni Immobili

I beni immobili sono valutati al fair value in accordo con la normativa prevista da Banca d'Italia

Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

Traduzione del bilancio della controllata in valuta

Il bilancio della controllata è espresso in GBP. Ai fini della rappresentazione nel Rendiconto del Fondo si è utilizzato il tasso di fine periodo per la conversione delle poste patrimoniali e il cambio medio per la conversione delle poste reddituali. Il risultato è l'emersione di una differenza cambi positiva di Euro 68.123

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società detiene direttamente un immobile ad uso ufficio a Glasgow (UK).

E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo domiciliato in Guernsey il cui oggetto sociale è l'investimento diretto in proprietà immobiliari.

In data 21/12/2009 la società ha acquistato un immobile ad uso ufficio a Glasgow (UK) al prezzo di 7.800.000 GBP.

La società si finanzia per circa il 70% con finanziamento soci erogato dal Fondo e per il 30% con mezzi propri.

F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Guernsey (Channel Islands).

SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Lux4F Property Sarl

A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	100.000	99,99%	100.000	846.641	507.010
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Immobilizzazioni finanziarie	2.804.538	2.445.581
2) Immobili		
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate		
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine		
5) Disponibilità liquide	78.590	122.569
6) Altre attività correnti	205.797	
Totale Attività	3.088.924	2.568.150
7) Indebitamento a breve termine	182.351	38
8) Indebitamento a medio/lungo termine	2.048.000	2.048.000
9) Altre passività	11.932	13.102
Totale Passività	2.242.283	2.061.140
Patrimonio netto	846.641	507.010

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2011	Esercizio al 31/12/2010
1) Fatturato		
2) Costo del venduto		
Margine operativo lordo	0	0
3) Altri costi di gestione	-40.424	-2.297
Risultato operativo	-40.424	-2.297
4) Saldo proventi/oneri finanziari	21.894	-631
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	359.760	409.938
Risultato prima delle imposte	341.231	407.010
6) Imposte	-1.600	
7) Utile (perdita) netto	339.631	407.010

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

Partecipazioni

Alle partecipazioni di controllo in società immobiliari non quotate viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza. Le società partecipate valutano gli asset immobiliari al fair value

Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società in oggetto non detiene direttamente beni immobili o diritti reali immobiliari.

E) Descrizione delle operazioni

La società è una società immobiliare. Oggetto principale dell'attività è l'acquisto, la gestione, la valorizzazione di partecipazioni in società immobiliari e la concessione alle stesse di finanziamenti a lungo termine finalizzati all'acquisto di attività immobiliari.

Nello specifico la società detiene il 99,9% delle quote della società francese Zid Property SCI società veicolo di diritto francese che effettua investimenti immobiliari in Francia.

Zid Property SCI ha acquistato in data 23/12/2010 un immobile ad uso uffici a Lione al prezzo di Euro 7.968.000.

LUX4F Sarl si finanzia quasi interamente tramite finanziamento fruttifero a lungo termine erogato dal Fondo.

F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Lussemburgo.

SCHEDA INFORMATIVA RELATIVA ALLA PARTECIPAZIONE

NOME DELLA SOCIETA'

Mull Property Sarl

A) Titoli nel portafoglio del fondo

Valori in Euro

Titoli nel portafoglio del fondo	Quantità	% del totale titoli emessi	Costo di acquisto	Valore alla data del Rendiconto	Valore alla data del rend. prec.
1) titoli di capitale con diritto di voto	52.190	100,00%	52.190	51.077	0
2) titoli di capitale senza diritto di voto					
3) obbligazioni convertibili in azioni dello stesso emittente					
4) obbligazioni <i>cum warrant</i> su azioni dello stesso emittente					
5) altri strumenti finanziari					

B) Dati di bilancio dell'emittente

Dati patrimoniali	Esercizio al 31/12/2011
1) Immobilizzazioni finanziarie	4.573
2) Immobili	
3) Finanziamenti a lungo termine a società partecipate	
4) Parte corrente finanziamenti a lungo termine	
5) Disponibilità liquide	46.555
6) Altre attività correnti	11.305
Totale Attività	62.433
7) Indebitamento a breve termine	
8) Indebitamento a medio/lungo termine	
9) Altre passività	11.356
Totale Passività	11.356
Patrimonio netto	51.077

Dati reddituali	Esercizio al 31/12/2011
1) Fatturato	
2) Costo del venduto	-1.106
Margine operativo lordo	-1.106
3) Altri costi di gestione	
Risultato operativo	-1.106
4) Saldo proventi/oneri finanziari	-7
5) Saldo proventi/oneri straordinari (inclusa svalutazione assets)	
Risultato prima delle imposte	-1.113
6) Imposte	
7) Utile (perdita) netto	-1.113

C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione

1) Criteri e parametri di valutazione utilizzati

Partecipazioni

Alle partecipazioni di controllo in società immobiliari non quotate viene attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza. Le società partecipate valutano gli asset immobiliari al fair value

Crediti

I crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo

Altre attività

Le altre attività sono valutate al valore nominale a meno che non ci siano elementi per una eventuale svalutazione

Passività

Le passività sono valutate al valore nominale

D) Elenco dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari detenuti dalle società immobiliari controllate

La società in oggetto non detiene direttamente beni immobili o diritti reali immobiliari. In data 2 febbraio 2012 la società ha stipulato un contratto per l'acquisto di un immobile ad uso logistico a Lipsia (Germania) ad un prezzo pari a Euro 9.650.000. L'immobile è attualmente in fase di sviluppo. Una volta completato, la proprietà dell'immobile sarà trasferita e l'immobile verrà affittato a DHL con un contratto decennale.

E) Descrizione delle operazioni

La società è un veicolo lussemburghese destinato ad effettuare investimenti immobiliari in Germania.

In data 7 febbraio 2012 la società ha stipulato un contratto di finanziamento da Euro 5.000.000 con la banca svedese SEB AB per finanziare l'acquisizione dell'immobile. La restante parte verrà finanziata in parte con mezzi propri del veicolo e in parte attraverso un finanziamento intercompany concesso dal Fondo.

F) Altre informazioni

La società è domiciliata in Lussemburgo.

II.2 Strumenti finanziari quotati

Tale voce non risulta movimentata.

II.3 Strumenti finanziari derivati

Il saldo della voce al 31 dicembre 2011 è pari a zero. Al 31 dicembre 2010 la voce accoglieva il valore di mercato (*mark to market*) di due strumenti finanziari derivati di copertura del rischio di variazione dei tassi di cambio. Essendo i valori negativi ad oggi tale voce è rappresentata nel passivo dello Stato Patrimoniale.

II.4 Beni immobili e diritti reali immobiliari

Tale voce non risulta movimentata dal momento che tutti gli investimenti immobiliari sono stati effettuati indirettamente tramite società veicolo di cui il Fondo detiene la totalità delle quote partecipative. Per un dettaglio degli immobili detenuti dal Fondo si rimanda alla specifica sezione della Relazione degli Amministratori.

II.5 Crediti

Il saldo della voce crediti è principalmente composto dai finanziamenti concessi dal Fondo alle società partecipate.

Tale voce accoglie, inoltre, il saldo degli interessi maturati e non ancora riscossi sui finanziamenti suddetti, oltre che il credito verso Morgan Stanley per le somme depositate a garanzia (*cash collateral*) dell'esatto adempimento degli obblighi del Fondo per impegni assunti a fronte di strumenti finanziari derivati di copertura.

I crediti verso le società controllate sono parzialmente rettificati attraverso la movimentazione del fondo svalutazione crediti allorquando, per effetto di perdite sostenute, il patrimonio netto di queste ultime diventi negativo. Per un maggiore dettaglio si rimanda al risultato della gestione crediti nella sezione reddituale della nota integrativa.

Mentre i finanziamenti concessi alle società partecipate hanno tutti durata residua superiore a 36 mesi, sono da considerarsi attività a breve gli interessi maturati e non riscossi e il deposito a garanzia versato a Morgan Stanley.

La tabella seguente espone in dettaglio la composizione della voce e la variazione rispetto all'esercizio precedente.

	Saldo al 31/12/2010	Incrementi	Decrementi	Saldo al 31/12/2011	Variazione	
Euro	a	b	c	d = a + b - c	e = d - a	
Finanziamenti a società controllate:						
- Beck Property Sarl	5.932.569	7.233.975	-5.774.111	7.392.433	1.459.864	0
- Lux2F Property Sarl	9.681.246	-159.023	0	9.522.223	-159.023	0
- Raik Property Sarl	9.442.940	0	0	9.442.940	0	0
- Bor Property AB	9.059.915	54.388	0	9.114.303	54.388	0
- Bes Property Ltd	17.184.055	523.565	0	17.707.620	523.565	0
- Soun Property Ltd	6.733.663	205.162	-96.313	6.842.511	108.849	0
- Lux4F Property Sarl	2.048.038	182.313	0	2.230.351	182.313	0
- Zid Property SCI	6.463.136	46.148	-2.500.000	4.009.284	-2.453.852	0
Crediti verso controparti strumenti derivati per cash collateral:						
- Morgan Stanley	3.606.200		-112.387	3.493.813	-112.387	
Totale	70.151.761	8.086.528	-8.482.812	69.755.478	-396.284	

In particolare si segnala l'operazione di rifinanziamento che ha interessato la società Beck Property Sarl nel contesto dell'acquisizione del parco commerciale di Hessdorf e dell'accensione di un finanziamento bancario per 8 milioni di Euro con la banca SEB AB. La struttura finanziaria della società è stata infatti modificata con il rimborso quasi integrale del finanziamento soci in essere al 31

dicembre 2010 e l'erogazione di due nuovi finanziamenti finalizzati agli investimenti immobiliari degli asset di Hessdorf e Ostringen.

Inoltre, a seguito dell'accensione di un nuovo finanziamento bancario con la banca SaarLB, il veicolo di investimento Zid Property SCI ha parzialmente rimborsato il finanziamento soci in essere con il Fondo per Euro 2.500.000.

Si segnala poi la parziale svalutazione, per un importo pari a Euro 96.313, del credito nei confronti della controllata Soun Property Ltd il cui patrimonio netto rettificato risulta negativo per un importo corrispondente.

Si rappresenta, infine, che gli incrementi di valore dei crediti in portafoglio sono attribuibili agli interessi maturati e non ancora liquidati sui finanziamenti in oggetto nonché all'effetto cambi per le poste patrimoniali in divisa diversa dall'Euro.

II.6 Depositi Bancari

La voce depositi bancari a fine esercizio è pari a zero.

II.7 Altri beni

Tale voce non risulta movimentata.

II.8 Posizione netta di liquidità

La voce posizione netta di liquidità è composta unicamente dal saldo liquido di conto corrente intrattenuto presso la banca depositaria del Fondo BNP Paribas.

	Saldo in valuta al 31/12/2011	Valorizzazione in Euro al cambio del 31/12/2011
EURO	2.689.813	2.689.813
SEK	2.459.022	275.923
GBP	9.045	10.828
Totale		2.976.564

II.9 Altre attività

Al 31 dicembre 2011 la composizione della voce altre attività è la seguente

	31 Dicembre 2011	
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate		
G2. Ratei e risconti attivi		157.522
Ratei Attivi	0	
- Interessi attivi		
Risconti Attivi	157.522	
- Risconto attivo su commissioni di gestione		
- Risconto Oneri su finanziamento	90.239	
- Risconto Commissioni finanziamento	67.283	
G3. Risparmio d'Imposta		
G4. Altre		633
- Crediti commerciali		
- Depositi cauzionali		
- Anticipi a fornitori		
- Altri crediti	633	
Totale		158.155

Sezione III – Le passività

III.1 Finanziamenti ricevuti

Il totale dei debiti finanziari del Fondo al 31 dicembre 2011 ammonta a Euro 23.500.000.

Si segnala, come peraltro ampiamente descritto nella Relazione sulla Gestione, che nel corso del 2011 il Fondo, tramite il veicolo francese Zid Property SCI e il veicolo lussemburghese Beck Property Sàrl, ha acceso ulteriori finanziamenti bancari per importi rispettivamente pari a Euro 4.900.000 (di cui solo Euro 2.450.000 tirati al 31 dicembre 2011) e Euro 8.000.000 (Euro 4.500.000 in riferimento all'immobile di Hessdorf e Euro 3.500.000 in riferimento all'immobile di Ostringen). Tali finanziamenti sono garantiti da ipoteca di primo grado rispettivamente sugli asset di Lione e di Hessdorf e Ostringen, oltre che dal pegno sulle quote del veicolo e dalle cessioni in garanzia dei crediti da canoni di locazione.

Le tabelle seguenti forniscono il dettaglio della composizione della voce e i movimenti del periodo.

Linea finanziamento	Controparte finanziata	Nazione	Saldo al 31/12/2010	Incrementi	Decrementi	Saldo al 31/12/2011
Newport (Isle of wight)	Pan European Property Fund	Regno Unito	9.500.000			9.500.000
Capelle (Rotterdam)	Pan European Property Fund	Olanda	8.500.000			8.500.000
Valbo (Gävle)	Pan European Property Fund	Svezia	5.500.000			5.500.000
			23.500.000			23.500.000

Banca Finanziatrice	Controparte finanziata	% sul Totale	Categoria Controparte	Forma tecnica	Importo Erogato	Importo Residuo	Durata (anni)	Garanzie Rilasciate
ING Real Estate Finance	Pan European Property Fund	40%	Banca	Finanziamento a medio-lungo termine	15.000.000	9.500.000	8	Ipoteche (a)
ING Real Estate Finance	Pan European Property Fund	36%	Banca	Finanziamento a medio-lungo termine	9.000.000	8.500.000	8	Ipoteche (a)
ING Real Estate Finance	Pan European Property Fund	23%	Banca	Finanziamento a medio-lungo termine	6.000.000	5.500.000	7	Ipoteche (a)
Totale		100%			30.000.000	23.500.000		

(a) Unitamente all'ipoteca sugli immobili finanziati è previsto anche il pegno dei conti correnti, la cessione in garanzia dei canoni di locazione e vincoli di indennizzi assicurativi.

III.2 Operazioni di pronti contro termine

Tale voce non è stata movimentata nel corso dell'esercizio.

III.3 Strumenti finanziari derivati

Il saldo degli strumenti finanziari derivati è composto dal valore corrente (*mark to market*) degli strumenti finanziari derivati stipulati a copertura delle attività denominate in valuta diversa dall'Euro e dal valore dell'opzione che ha la banca Morgan Stanley di cancellare lo strumento derivato IRS a copertura del finanziamento accesso sull'immobile dell'Isola di Wight.

Di seguito sono fornite le principali informazioni in relazione ai contratti in oggetto.

Strumenti finanziari derivati non quotati	Nozionale coperto (in valuta estera)	Cambio a Pronti	Cambio a Termine	Cambio al 31/12/11	Scadenza	MTM al 31/12/2011	% del Valore Complessivo Netto
Operazioni su tassi di cambio:							
- future su valute e altri contratti simili							
- vendita a termine SEK	100.000.000	9,2135	9,3925	8,9120	24/09/2014	-144.223	0,19%
- vendita a termine GBP	20.000.000	0,8759	0,8747	0,8353	22/03/2013	-760.963	0,99%
- vendita a termine GBP	7.000.000	0,8515	0,8551	0,8353	09/01/2012	-181.917	0,24%
- opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili	11.500.000				27/03/2012	-1	0,00%
- <i>swap</i> e altri contratti simili							
Totale						-1.087.104	

Il mark to market negativo dei contratti di vendita a termine di valuta riflette il generale deprezzamento dell'Euro nei confronti delle altre valute.

In particolare, si segnala che l'opzione a favore di Morgan Stanley di cancellare il contratto di Interest Rate Swap è quasi giunta a scadenza. Il mark to market dello strumento (negativo per 1 Euro) è giustificato dal corrente livello dei tassi di interesse che sicuramente non renderanno conveniente l'esercizio dell'opzione da parte della banca.

III.4 Debiti verso partecipanti

Tale voce non risulta movimentata.

III.5 Altre passività

Si riporta di seguito il dettaglio della voce Altre passività.

31 dicembre 2011		
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	138.465
	Rateo Provvigioni di Gestione	70.615
	Rateo Oneri Banca Depositaria	2.966
	Rateo Costo Società di Revisione	14.884
	Rateo Oneri Comitato Consultivo	50.000
M2.	Debiti di imposta	
M3.	Ratei e risconti passivi	
M4.	Altre	16.546
	Debiti commerciali	7.849
	Debiti per caparre	
	Altri debiti	8.697
Totale		155.011

Sezione IV –Il valore complessivo netto

Tutte le quote del Fondo sono detenute da investitori qualificati residenti in Italia.

Vengono di seguito riepilogate le componenti che hanno determinato la variazione della consistenza del Valore Complessivo Netto tra l'avvio dell'operatività e il 31 dicembre 2011, rimandando a quanto descritto nei paragrafi precedenti per un commento ai dati sotto riportati.

	<u>Importo</u>	<u>% dei versamenti effettuati</u>
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO	82.000.000	94%
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	87.000.000	100%
A.1 Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni	-4.473.268	-5,1%
A.2 Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari non quotati		0,0%
A.3 Risultato complessivo della gestione degli strumenti finanziari quotati		0,0%
A.4 Risultato complessivo della gestione degli strumenti finanziari derivati	-1.756.406	-2,0%
B Risultato complessivo della gestione dei beni immobili		0,0%
C Risultato complessivo della gestione dei crediti	11.606.167	13,3%
D Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	719.006	0,8%
E Risultato complessivo della gestione degli altri beni		0,0%
F Risultato complessivo della gestione cambi	2.882.687	3,3%
G Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione		0,0%
H Oneri finanziari complessivi	-2.407.012	-2,8%
I Oneri di gestione complessivi	-5.466.424	-6,3%
L Altri ricavi e oneri complessivi	348.639	0,4%
M Imposte complessive		0,0%
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI	-11.745.000	
RIMBORSI DI QUOTE DELIBERATI MA NON DISTRIBUITI		
PROVENTI DELIBERATI MA NON DISTRIBUITI		
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	1.453.391	
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31 DICEMBRE 2011	76.708.391	
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE	0,42%	

Sezione V – Altri dati patrimoniali

V.1 Strumenti finanziari derivati

Per gli strumenti finanziari derivati valorizzati nel Rendiconto è stata data ampia e dettagliata informativa nelle specifiche sezioni delle Attività e Passività del Rendiconto.

Oltre agli strumenti derivati valorizzati ai fini del presente Rendiconto, il Fondo ha stipulato altri tre contratti derivati a copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse.

In questo caso il Fondo ha deciso di avvalersi della facoltà prevista dal Regolamento di Banca d'Italia di derogare al criterio secondo il quale tali strumenti vanno valorizzati al valore corrente e di non considerare dunque il valore di mercato degli stessi ai fini della valorizzazione della quota.

Considerando che si tratta di strumenti derivati finalizzati alla copertura di passività finanziarie, valorizzate al valore nominale e considerando che è assicurata una stretta correlazione fra strumenti derivati e passività coperta è stato ritenuto opportuno non includere il valore di tali fra le passività del Fondo in ottemperanza alle disposizioni regolamentari ex Titolo V, par. 2.2.1 del Regolamento sulla Gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005.

La tabella seguente fornisce il dettaglio degli impegni assunti e non valorizzati nel Rendiconto.

Strumenti finanziari derivati non quotati	Nozionale coperto al 31/12/11	Data di sottoscrizione	Tasso coperto	Tasso applicabile	Data di scadenza	Giorni base	MTM al 31/12/2011	% del Valore Complessivo Netto
Operazioni su tassi di interesse:								
- future su titoli di debito, tassi e altri contratti simili								
- opzioni su tassi e altri contratti simili								
- <i>swap</i> e altri contratti simili								
- copertura <i>cancellable</i>	11.500.000	30/10/2008	Euribor 3M	3,50%	31/03/2016	360	-1.041.189	1,36%
- copertura <i>plain vanilla</i>	6.000.000	30/10/2008	Euribor 3M	3,99%	31/03/2016	360	-620.844	0,81%
- copertura <i>plain vanilla</i>	6.000.000	30/10/2008	Euribor 3M	3,94%	30/11/2015	360	-667.581	0,87%
Totale	23.500.000						-2.329.614	

V.2 Rapporti con correlate società del gruppo di appartenenza della SGR

Fra i rapporti con società del gruppo di appartenenza della SGR va segnalato che la società Savills Commercial Ltd, società controllata dalla capogruppo Savills Plc, è attualmente uno dei conduttori nonché il *property manager* dell'immobile di Glasgow, acquistato dal Fondo in data 21 dicembre 2009.

La situazione di potenziale conflitto di interesse è stata portata all'attenzione del Consiglio di Amministrazione della SGR del 9 dicembre 2009 nonché al Comitato Consultivo del 27 novembre 2009. Entrambi gli organi, non ravvisando concreti elementi di rischio e prendendo atto che sia il rapporto locativo che il contratto di *property management* erano già in essere prima dell'acquisizione dell'immobile da parte del Fondo, hanno approvato l'operazione ritenendo il rapporto a condizioni di mercato.

Si segnala che al 31 dicembre 2011 i rapporti patrimoniali in essere con Savills per l'attività di *property manager* svolta ammontano a 154.015 GBP relativi al saldo del *service charge account*. Si specifica che tali saldi patrimoniali risultano in essere con il veicolo immobiliare controllato dal Fondo, Soun Property Ltd.

V.3 Poste patrimoniali del Fondo per valuta

La tabella seguente riporta la composizione delle attività e passività del Fondo per valuta.

Valuta	Strumenti Finanziari	Crediti	Depositi bancari / Liquidità	Altre attività	Totale	Finanziamenti ricevuti	Strumenti Finanziari	Altre Passività	Totale
Euro	19.847.713	36.091.044	2.689.813	158.155	58.786.725	23.500.000	1.087.104	155.011	24.742.115
SEK	1.692.673	9.114.303	275.923		11.082.899				
GBP	7.019.923	24.550.131	10.828		31.580.882				
Totale	28.560.309	69.755.478	2.976.564	158.155	101.450.506	23.500.000	1.087.104	155.011	24.742.115

V.4 Plusvalenze in sospensione di imposta

Non ci sono plusvalenze in sospensione di imposta.

V.5 Garanzie ricevute

Il Fondo non ha ricevuto garanzie.

V.6 Ipoteche sugli immobili

A fronte dei tre finanziamenti in essere con ING in relazione agli investimenti di Gavle, Isle of Wight e Rotterdam e dei finanziamento in essere con SaarLB e SEB AB in relazione all'investimento di St. Cloud, Lione, Hessdorf e Rotterdam è stata concessa a favore delle banche finanziatrice ipoteca di primo grado sugli immobili suddetti.

Parte C – Il risultato economico dell'esercizio

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

La voce è composta dal risultato delle operazioni su partecipazioni in società non quotate, attraverso le quali il Fondo realizza gli investimenti immobiliari, e dal risultato degli strumenti finanziari derivati di copertura sui tassi di interesse.

La voce comprende anche i dividendi distribuiti nel corso dell'anno dalle società partecipate, mentre non comprende il risultato degli strumenti finanziari derivati su tassi di cambio che sono invece dettagliati nella sezione VI.

La tabella seguente riepiloga la composizione della voce per tipologia di componente reddituale.

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/perdita da realizzi	di cui: per variazione dei tassi di cambio	Plus/ minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A1. Partecipazioni in società non quotate				
1. di controllo	1.562.162		-1.191.108	233.467
2. non di controllo				
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri Titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di O.I.C.R.				
C. Strumenti finanziari quotati				
1. Titoli di debito				
2. Titoli di capitale				
3. Parti di O.I.C.R.				
Totale	1.562.162		-1.191.108	233.467

La voce Utile/Perdita da realizzi è composta unicamente dai dividendi percepiti dal Fondo nel corso dell'esercizio. Tali dividendi sono stati erogati per Euro 1.400.000 da G2B Property Ltd (in relazione agli investimenti immobiliari realizzati in Olanda dai veicoli Van Property BV e Cruj Property BV), per Euro 114.114 dalla società Bes Property Ltd in relazione all'investimento immobiliare dell'Isola di Wight e per Euro 48.048 dalla società Soun Property Ltd in relazione all'investimento di Glasgow. La voce plus/minusvalenze è data dalla variazione della valorizzazione del patrimonio netto delle società partecipate.

La tabella alla pagina seguente illustra invece la scomposizione del risultato sulle operazioni in strumenti finanziari derivati finalizzati alla copertura dal rischio di variazione dei tassi di interesse.

	Con finalità di copertura (sottovoce A4.1)		Senza finalità di copertura (sottovoce A4.2)		Totale
	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	
Operazioni su tassi di interesse:	-572.167	58.413			-513.754
- future su titoli di debito, tassi e altri contratti simili					
- opzioni su tassi e altri contratti simili					
- swap e altri contratti simili	-572.167	58.413			-513.754
Operazioni su titoli di capitale:					
- future su titoli di capitale, indici azionari e contratti simili					
- opzioni su titoli di capitale e altri contratti simili					
- swap e altri contratti simili					
Altre operazioni:					
- future					
- opzioni					
- swap					
	-572.167	58.413			-513.754

Tali strumenti, il cui dettaglio è stato fornito nella sezione 1.5.4 “Finanziamenti e strumenti derivati di copertura”, hanno segnato nel periodo un risultato negativo complessivo di Euro 513.754 di cui:

- Euro 572.167 di differenziali negativi liquidati alla controparte Morgan Stanley, dal momento che il tasso Euribor oggetto di copertura è stato, nel corso del periodo, sempre sotto il livello di copertura dei tre contratti;
- Euro 58.413 di plusvalenza non realizzata rispetto al valore corrente dell'opzione *cancellable* iscritta in bilancio al 31 dicembre 2010. Infatti, a fronte di un *mark to market* al 31 dicembre 2010 pari a circa 58 mila Euro, la valorizzazione attuale dello strumento è negativa per un Euro. Ciò in quanto l'opzione a favore di Morgan Stanley di cancellare il contratto di Interest Rate Swap è quasi giunta a scadenza (27 marzo 2012) e, considerando il livello attuale dei tassi di interesse, quasi certamente la controparte non eserciterà l'opzione.

Sezione II – Beni Immobili

La voce non è stata movimentata.

Il Fondo realizza investimenti immobiliari tramite società veicolo di cui detiene la totalità delle quote partecipative. Per tale ragione non effettua investimenti diretti in immobili e la voce in esame non risulta movimentata. Si rimanda alla Relazione sulla Gestione del Fondo per maggiori dettagli circa il risultato della gestione immobiliare.

Sezione III – Risultato della gestione crediti

Il risultato complessivo della gestione crediti ammonta per l'esercizio 2011 a Euro 5.041.450 ed è composto per:

- Euro 4.355.469 di interessi attivi su finanziamenti concessi alle società partecipate (per i finanziamenti in valuta diversa dall'Euro gli interessi sono contabilizzati al cambio del giorno di maturazione);
- Euro 782.294 di variazione di valore positiva dei crediti espressi in valuta diversa dall'Euro per effetto della variazione del tasso di cambio;
- Euro 96.313 di rettifiche negative di valore sul credito verso la controllata Soun Property Ltd.

La tabella seguente riporta il dettaglio della composizione degli interessi attivi e delle variazioni di valore dovute alle variazioni dei tassi di cambio.

Società partecipata	Valuta del finanziamento	Valore nominale del finanziamento in valuta	Valore nominale del finanziamento in Euro	Totale interessi per l'esercizio in valuta	Totale interessi al cambio di maturazione	Variazioni per tassi di cambio
Beck Property Sarl	EUR	7.174.500	7.174.500	434.482	434.482	0
Lux2F Property Sarl	EUR	9.365.200	9.365.200	626.940	626.940	0
Raik Property Sarl	EUR	9.306.000	9.306.000	539.325	539.325	0
Bor Property AB	SEK	80.000.000	8.976.661	4.866.667	536.734	53.567
Bes Property Ltd	GBP	14.791.175	17.707.620	1.124.746	1.291.041	523.565
Soun Property Ltd	GBP	5.796.000	6.938.824	440.738	505.901	205.162
Lux4F Property Sarl	EUR	2.048.000	2.048.000	182.313	182.313	0
Zid Property SCI	EUR	3.952.000	3.952.000	238.732	238.732	0
Totale			65.468.805		4.355.469	782.294

In particolare, si nota come a causa del generale deprezzamento dell'Euro nei confronti della sterlina inglese e della corona svedese, la valorizzazione dei crediti al 31 dicembre 2011 comporti l'insorgenza di una differenza cambio positiva, compensata dal risultato negativo degli strumenti di copertura su cambi.

Il valore del credito verso la società controllata Soun Property Ltd è stato parzialmente rettificato per tenere conto della variazione di valore della partecipazione visto che il patrimonio di quest'ultima, aggiustato secondo i principi di Banca d'Italia, è diventato negativo per effetto della valutazione dell'immobile sottostante.

La tabella alla pagina seguente riporta la movimentazione del fondo svalutazione crediti rispetto al periodo precedente.

Società partecipata	Valuta del finanziamento	Fondo svalutazione del finanziamento al 31/12/2010	Svalutazioni	Riprese di valore	Fondo svalutazione del finanziamento al 31/12/2011
Beck Property Sarl	EUR	0	0	0	0
Lux2F Property Sarl	EUR	0	0	0	0
Raik Property Sarl	EUR	0	0	0	0
Bor Property AB	SEK	0	0	0	0
Bes Property Ltd	GBP	0	0	0	0
Soun Property Ltd	GBP	0	-96.313	0	-96.313
Lux4F Property Sarl	EUR	0	0	0	0
Zid Property SCI	EUR	0	0	0	0
Totale		0	-96.313	0	-96.313

Sezione IV – Depositi bancari

Tale voce non è stata movimentata nel corso del periodo.

Sezione V – Altri beni

Tale voce non è stata movimentata nel corso del periodo.

Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

Risultato della gestione cambi

Al 31 dicembre 2011 il risultato totale della gestione cambi è negativo per Euro 843.339.

Tale voce accoglie principalmente il risultato degli strumenti finanziari derivati di copertura su cambi (*currency forward* – vendita a termine di valuta) che sono stati negoziati al fine di coprire le attività del Fondo denominate in valuta diversa dall'Euro, dal rischio di variazione dei tassi di cambio.

La scomposizione della voce è la seguente:

Risultato della gestione cambi	Risultati realizzati	Risultati non realizzati	Totale
Operazioni di copertura			
Strumenti finanziari derivati su tassi di cambio:	373.656	-1.279.307	-905.651
- future su valute e altri contratti simili			
- opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili			
- swap e altri contratti simili			
Operazioni non di copertura			
Differenze cambio su finanziamenti concessi alle società controllate		0	0
Liquidità			
Differenze cambi generate sulla liquidità e sugli interessi maturati sui finanziamenti alle società controllate	-73.545	135.857	62.312
Totale	300.111	-1.143.450	-843.339

Oneri finanziari

La voce rappresenta gli interessi passivi sul finanziamento ING maturati al tasso Euribor trimestrale con scadenze a marzo, giugno, luglio e dicembre.

La tabella seguente fornisce il dettaglio della voce al 31 dicembre 2011.

Interessi passivi su finanziamenti ricevuti		
H1. Interessi passivi su finanziamenti ipotecari	Controparte	Oneri finanziari
- finanziamento ING linea Isle of Wight	ING Finance	-199.620
- finanziamento ING linea Rotterdam	ING Finance	-178.607
- finanziamento ING linea Gavle	ING Finance	-115.570
TOTALE		-493.797

Per una chiara lettura del Rendiconto e una completa comprensione del costo del finanziamento, occorre considerare anche il risultato degli strumenti finanziari derivati a copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse, il cui risultato nel periodo è stato negativo per Euro 572.167 (si veda la sezione 1, parte C della Nota Integrativa). Sommando tali due componenti il costo totale del finanziamento è pari a Euro 1.065.964 (circa il 4,5% annuale).

Sezione VII – Oneri di gestione

Si riporta di seguito il dettaglio della composizione della voce al 31 dicembre 2011 e la loro incidenza sul media di periodo del valore netto del Fondo.

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti appartenenti al Gruppo della SGR			
	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto (media di periodo)	% Totale Attività	% valore del finanziamento	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto (media di periodo)	% Totale Attività	% valore del finanziamento
1 PROVVIGIONI DI GESTIONE								
- Provvigioni di base	1,140	1.47%	1.12%					
- Provvigioni d'incentivo								
2 TER DEGLI OICR IN CUI IL FONDO INVESTE								
3 COMPENSO DELLA BANCA DEPOSITARIA	36	0.05%	0.04%					
4 SPESE DI REVISIONE DEL FONDO	25	0.03%						
ONERI PER LA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI, DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI FACENTI PARTE DEL FONDO	0							
5 PARTECIPAZIONI, DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI FACENTI PARTE DEL FONDO	0							
6 COMPENSO SPETTANTE AGLI ESPERTI INDIPENDENTI	11	0.01%	0.01%					
7 ONERI DI GESTIONE DEGLI IMMOBILI	0	0.00%	0.00%					
8 SPESE LEGALI E GIUDIZIARIE	31	0.04%						
9 SPESE DI PUBBLICAZIONE QUOTA E PROSPETTI	0	0.00%						
10 ALTRI ONERI		0.00%						
- Accantonamento Fondo rischi per caparre	0	0.00%						
- Spese Professionisti	2	0.00%						
- Altri oneri di gestione	94	0.12%						
TOTAL EXPENSE RATIO (TER)	1,340	1.72%						
11 ONERI DI NEGOZIAZIONE DI STRUMENTI FINANZIARI								
12 ONERI FINANZIARI PER I DEBITI ASSUNTI DAL FONDO	503			2.14%				
13 ONERI FISCALI DI PERTINENZA DEL FONDO		0.00%						
TOTALE SPESE	1,843	2.37%						
Valore complessivo netto medio di periodo	77,757							
Totale attività	101,451							

Occorre tuttavia sottolineare che, per quanto riguarda i compensi agli esperti indipendenti e alla società di revisione, alcuni dei suddetti costi vengono sostenuti direttamente dai veicoli attraverso i quali sono posseduti gli immobili.

In particolare si rileva che sono stati corrisposti dai veicoli compensi agli esperti indipendenti in misura pari a circa 33 mila Euro nel corso del 2011 (tale importo comprende le due valutazioni semestrali) e compensi pari a circa 37 mila Euro alla società di revisione che portano il TER effettivo all'1,81%.

Sezione VIII – Altri ricavi e oneri

Il risultato degli altri ricavi e oneri ammonta al 31 dicembre 2011 a Euro 40.618 così suddiviso:

- Euro 15.618 di interessi attivi su disponibilità liquide
- Euro 25.000 di penali ricevute dalla società controllata Zid Property SCI per il rimborso anticipato del finanziamento soci alla stessa erogato.

Sezione IX – Imposte

La voce non è stata movimentata nel corso dell'esercizio

Parte D - Altre Informazioni

Nella gestione del Fondo, in un contesto economico difficile come quello attuale, e coerentemente con il profilo di rischio stabilito dalla strategia di investimento, gli amministratori hanno adottato un approccio volto alla mitigazione del rischio sia in termini di *asset allocation* del portafoglio (ampia diversificazione per area geografica degli investimenti, selezione dei mercati più sviluppati, diversificazione settoriale, tipologia di investimento *core*) sia in termini di esposizioni a variabili esterne quali il tasso di interesse e il tasso di cambio.

In particolare, sono state poste in atto strategie di copertura dai rischi finanziari legati ad un possibile incremento dei tassi di interesse o ad un andamento sfavorevole dei tassi di cambio attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati di copertura.

Per un maggiore dettaglio della strategia di copertura, degli strumenti derivati contrattualizzati e dei connessi impegni a carico del Fondo si rimanda a quanto ampiamente esposto nella Relazione sulla Gestione nonché nelle apposite sezioni della Nota Integrativa.

Si rappresenta inoltre che:

- la Società di Gestione, relativamente all'attività svolta, non ha percepito proventi diversi dalle commissioni di gestione riconosciute dal Regolamento del Fondo;
- non sono stati stipulati prestiti per il finanziamento delle operazioni di rimborso anticipato delle quote del Fondo.

Relativamente all'attività immobiliare si rappresenta che il Fondo, nel corso dell'ultimo semestre 2011, ha completato l'acquisizione di un immobile ad uso commerciale ad Hessdorf (Germania) per un corrispettivo pari a 8,850 milioni di Euro. Di tale operazione è stata data ampia informativa nella Relazione sulla Gestione del Fondo.

La perizia al 31 dicembre 2011 redatta dall'esperto indipendente Cushman & Wakefield per la determinazione del valore di mercato degli immobili di proprietà del Fondo costituisce parte integrante del presente Rendiconto.

Si allegano, infine, le schede sintetiche con il riepilogo delle informazioni principali relative ad ogni *asset* del Fondo.

5. Schede analitiche degli immobili in portafoglio

Rotterdam - Olanda

122 Rivium Boulevard
Capelle aan den IJssel



Localizzazione	L'edificio si trova nel comune di Capelle, un centro di circa 65 mila abitanti limitrofo alla città di Rotterdam. Il centro di Rotterdam dista non più di 5 km. L'edificio si trova nella principale destinazione ad uso uffici di Capelle.
Descrizione	L'immobile è un edificio di 5 piani ad uso uffici, con circa 10% dello spazio destinato ad uso magazzino/archivio. L'allestimento interno è in linea con i più moderni standards, disponedo di un sistema di riscaldamento e di aria condizionata centralizzato, due ascensori e un bar/mensa. L'edificio dispone inoltre di circa 174 parcheggi.
Anno di costruzione	1992
Tipologia	Direzionale
Consistenza	Superficie affittabile 6.872 mq.
Data di acquisto	2 luglio 2007
Venditore	Interesting Vastgoed BV
Prezzo di acquisto	13.810.000 €
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2011	11.000.000 €
Decorrenza del contratto di locazione	1 luglio 2007
Scadenza del contratto di locazione	31 maggio 2017
Conduttori	Imtech Utiliteit West B. V.
Canone di affitto	1.019.079 €
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale al 100% del tasso di inflazione. Prossima indicizzazione 1 luglio 2012
Rendimento lordo	9,26%

Gavle - Svezia

Mackmyra 20:18 and 20:19 Valbo
Kopcentrum, Gavle, Sweden



Localizzazione	Le unità immobiliari si trovano all'interno dell'area commerciale denominata Valbo Kopcentrum, distretto del comune di Gavle, una cittadina di circa 92 mila abitanti a 195 Km a nord di Stoccolma. Valbo Kopcentrum è la destinazione commerciale dominante della zona vedendo la presenza di tutti i principali marchi retail nazionali ed internazionali (Ikea, El Giganten, Systembolaget, Coop oltre a Stadium, On off e Toys).
Descrizione	Il complesso è composto da due big boxes dai quali sono state ricavate tre unità di vendita. L'intera superficie utilizzata si sviluppa a piano terra (solo nell'unità Toys è stato creato un piccolo mezzanino utilizzato ad uso ufficio). La proprietà dispone di 84 parcheggi dedicati.
Anno di costruzione	1999-2000
Tipologia	Commerciale
Consistenza	Superficie affittabile 4.861 mq.
Data di acquisto	24 Settembre 2007
Venditore	PG Ejendomme AB (Property Group)
Prezzo di acquisto	SEK 98.700.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2011	SEK 93.236.256
Decorrenza dei contratti di locazione	Tra settembre 1999 e settembre 2000
Scadenza dei contratti di locazione	Scadenza media gennaio 2015
Conduttori	The Stadium Sverige AB, Karve Zoo AB, Toys Scandinavia A/S
Canone di affitto	SEK 6.520.316
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale pari al 75% (per due contratti) e al 100% (per il terzo contratto) del tasso di inflazione. Rivalutazione media ponderata pari all'89% del tasso di inflazione. Prossima indicizzazione 1 gennaio 2013
Rendimento lordo	6,99%

Isle of Wight - UK

Newport, Medina Way
PO305AW



Localizzazione	Newport è il principale centro amministrativo e commerciale dell'Isola di Wight. L'isola, che dista 5 miglia dalla costa sud (Hampshire) della Gran Bretagna, conta oggi su 138.500 residenti, peraltro in forte crescita. L'isola conta un sostanziale aumento di abitanti nel periodo estivo. L'edificio in questione è l'unico DIY dell'isola e gode dunque di una posizione di sostanziale monopolio per una merceologia che è assolutamente preminente nel contesto dei consumi locali.
Descrizione	L'immobile consiste in un'unità di vendita da 7.706 mq. con annesso garden centre e zona di vendita per i materiali di costruzione. Dispone di 351 posti auto. Il parcheggio è di fronte all'ingresso, mentre la zona di servizio (carico e scarico) è sul retro e raggiungibile separatamente.
Anno di costruzione	2003
Tipologia	Commerciale
Consistenza	Superficie affittabile 7.706 mq.
Data di acquisto	20 dicembre 2007
Venditore	B&Q Plc
Prezzo di acquisto	GBP 20.000.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2011	GBP 20.620.000
Decorrenza del contratto di locazione	20 dicembre 2007
Scadenza del contratto di locazione	19 dicembre 2027
Conduttori	B&Q Plc
Canone di affitto	GBP 1.254.270
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale pari al 100% del tasso di inflazione (con cap annuo al 3%) e rivisitazione del canone ogni 5 anni. Prossima rivalutazione novembre 2012.
Rendimento lordo	6,08%

Venray - Olanda

Spurkterweg / Ambachtstraat
5804 AP



Localizzazione	Venray è una cittadina olandese localizzata al centro del corridoio logistico chiamato "Blu Banana" che ha come terminali Londra e Madrid, passando per Rotterdam, Anversa, Parigi, Milano, Marsiglia e Barcellona. Venray è a sud di Amsterdam, 40 Km a est di Eindhoven e vicino al confine sia belga che tedesco. L'edificio sorge a 3 km dall'ingresso dell'autostrada A73. Venray è una città a vocazione logistica con i suoi 316 ettari di terreno destinati ad uso logistico. La proprietà è all'interno del principale centro logistico della zona.
Descrizione	La proprietà consiste in un classico edificio logistico moderno. Dispone di 7 ribalte di carico. L'altezza a soffitto è di 12 mt.
Anno di costruzione	2004
Tipologia	Logistica
Consistenza	Superficie affittabile 11.120 mq.
Data di acquisto	20 dicembre 2007
Venditore	Maessen Projected BV
Prezzo di acquisto	EUR 8.500.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2011	EUR 4.260.000
Decorrenza del contratto di locazione	1 settembre 2005
Scadenza del contratto di locazione	28/02/2012
Conduttori	Flextronics Logistics BV
Canone di affitto	EUR 703.647
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale pari al 100% del tasso di inflazione.
Rendimento lordo	16,52%

Hyvinka - Finlandia

Varastokatu, 9



Localizzazione	Hyvinka è una cittadina a circa 65Km dal centro di Helsinki, sulla principale autotrada del paese che collega la capitale a Tampere. Hyvinka ha circa 45 mila abitanti, in costante crescita, grazie all'espansione del tessuto industriale e logistico che ha caratterizzato gli ultimi anni.
Descrizione	L'immobile è la sede finlandese di Electroskandia, società leader nella distribuzione di prodotti elettrici. Consiste di una parte ad uso uffici e di un grosso magazzino, oltre agli spazi ricreativi per i dipendenti quali sauna e caffetteria interna, per un totale di circa 14.183 mq.
Anno di costruzione	1982-1992
Tipologia	Uffici e Magazzino
Consistenza	Superficie affittabile 14.183 mq.
Data di acquisto	18 marzo 2008
Venditore	Scandic Real Estate Investments BV del gruppo olandese White Estate Investment BV
Prezzo di acquisto	EUR 8.800.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2011	EUR 9.507.761
Decorrenza del contratto di locazione	12 gennaio 2011
Scadenza del contratto di locazione	31 dicembre 2017
Conduttori	Electroskandia OY
Canone di affitto	EUR 809.581
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale pari al 100% del tasso di inflazione. Prossima rivalutazione 1 gennaio 2013
Rendimento lordo	8,51%

Parigi (St Cloud) Francia

24, 24bis, 25 Quai Carnot



Localizzazione	St Cloud è una cittadina di 30 mila abitanti confinante con Parigi a sud ovest. Si tratta di una zona residenziale di pregio ben collegata al centro di Parigi e vicina al quartiere direzionale del La Defense.
Descrizione	L'immobile è stato completamente ristrutturato nel 2008 e consegnato all'affittuario a Settembre 2008. si tratta di un palazzetto composto da 3 corpi, che si sviluppano intorno ad un giardino interno, per una dimensione complessiva di circa 3 mila mq.
Anno di costruzione	19° secolo, 1986 e 1992, completamente ristrutturato nel 2008
Tipologia	Uffici e show room
Consistenza	Superficie affittabile 3.258 mq.
Data di acquisto	30 settembre 2008
Venditore	Ojirel
Prezzo di acquisto	EUR 14.850.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2011	EUR 16.720.000
Decorrenza del contratto di locazione	1 agosto 2008
Scadenza del contratto di locazione	31 luglio 2017
Conduttori	Majencia SA
Canone di affitto	EUR 1.122.021
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale pari al 100% del tasso di inflazione (indice francese ICC). Prossima rivalutazione 1 agosto 2012
Rendimento lordo	6,71%

Ostringen Germania

Thomas-Howie-Str. 2-8



Localizzazione	Ostringen è una cittadina di 13 mila abitanti, dista 30 km da Karlsruhe, e 90 Km da Stoccarda capitale della Baden-Württemberg nel sud-ovest della Germania. Il centro è localizzato appena fuori dal centro abitato nella principale area commerciale della cittadina, limitrofo a due altri centri. L'intera area commerciale serve un bacino primario di circa 18 mila persone.
Descrizione	L'immobile è stato costruito nel 2006, è composto da due edifici con forma a L per un totale di 4.580 mq di superficie affittabile. Un edificio di circa 1.300 mq. È occupato da Lidl e da un forno, mentre l'altro edificio è diviso in 5 unità di media superficie. Il centro dispone di 170 posti auto dedicati.
Anno di costruzione	2006
Tipologia	Retail park
Consistenza	Superficie affittabile 4.580 mq.
Data di acquisto	21 dicembre 2009
Venditore	Standard Life
Prezzo di acquisto	EUR 6.300.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2011	EUR 6.770.000
Decorrenza dei contratti di locazione	fine 2006
Scadenza media dei contratti di locazione	giugno 2017
Conduttori	Lidl, dm, Deichmann, Awg, Fressnap, Tedi, Rothemel
Canone di affitto	EUR 547.015
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione media pari al 65% del tasso di inflazione che si attiva al superamento del 10% della crescita dell'indice.
Rendimento lordo	8,08%

Glasgow - UK

West George Street 163



Localizzazione	Glasgow, coi suoi 630 mila abitanti (1,2 milioni considerando il bacino d'utenza primario) è la prima città scozzese e tra i primi 7 centri di busuniss dell'intera UK. West George Street si trova nel centro di Glasgow e rappresenta un indirizzo prestigioso per un ufficio oltre chè ottimamente servito dal trasporto pubblico.
Descrizione	L'immobile è un palazzo storico (1913) che è stato completamente ristrutturato nel 1992. Dietro la facciata storica sono stati sviluppati spazi moderni di grado A, tutte le unità dispongono di aria condizionata, pavimenti galleggianti e contro-soffitti. L'immobile ha una pianta rettangolare e dispone di 6 piani (di cui 1 interrato ad uso parcheggi).
Anno di costruzione	1913, completamente ristrutturato nel 1992
Tipologia	Uffici
Consistenza	Superficie affittabile 3.057 mq. Oltre a 16 parcheggi coperti privati
Data di acquisto	21 dicembre 2009
Venditore	RREEF
Prezzo di acquisto	GBP 7.730.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2011	GBP 5.624.000
Decorrenza dei contratti di locazione	Varie
Scadenza media dei contratti di locazione	aprile 2015
Conduttori	KPMG, Savills Commercial, Pertemps, Northgate Solutions, Barnett Waddingham
Canone di affitto	GBP 430.570
Indicizzazione del canone d'affitto	Aggiornamento basato sull'open market value in vari momenti da ottobre 2011 a luglio 2014
Rendimento lordo	7,66%

Lione

Francia

16 rue Jean Desparmet, 69008



Localizzazione	L'immobile è ubicato nella zona universitaria di Lione e si trova in prossimità dell'ospedale. Dista circa 5 km dal centro. Il quartiere ha una vocazione principalmente residenziale e l'area è ben servita dal trasporto pubblico e ben collegata alle autostrade A7 e A43.
Descrizione	L'immobile è stato sviluppato nel 2008 da una primaria società di costruzione e beneficia della garanzia decennale postuma. Si tratta di un palazzo di 3 piani a pianta rettangolare che fornisce 3,400 mq. di spazio affittabile ad uso uffici oltre a 64 posti auto coperti. Tutti gli uffici dispongono di impianto di climatizzazione, controsoffitti, luci ad incastro. La facciata è di vetro e mattoni a vista e all'interno il palazzo dispone di un giardino in stile giapponese.
Anno di costruzione	2008
Tipologia	Uffici
Consistenza	Superficie affittabile 3.364 mq. Oltre a 64 posti auto coperti.
Data di acquisto	23 dicembre 2010
Venditore	Custom House Capital
Prezzo di acquisto	EUR 7.968.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2011	EUR 9.023.000
Decorrenza dei contratti di locazione	tra maggio 2009 e dicembre 2010
Scadenza media dei contratti di locazione	marzo 2015
Conduttori	HMF, GEIC, Decitre
Canone di affitto	560.032 €
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione annuale pari al 100% del tasso di inflazione (indice francese ICC). Prossima rivalutazione a maggio 2012.
Rendimento lordo	6,21%

Hessdorf Germania

Im Gewerbepark 1-13



Localizzazione	Hessdorf è una cittadina della Baviera che dista 10 km da Erlangen. Il centro è localizzato appena fuori dal centro abitato nella principale area commerciale della cittadina, all'interno di un cluster commerciale di dimensioni rilevanti che comprende diversi ristoranti, tra cui un McDonald's, un casinò e altre unità commerciali. L'intera area commerciale serve un bacino primario di circa 51 mila abitanti.
Descrizione	L'immobile è stato costruito nel 2007-2008, è composto da tre edifici per un totale di 5.739 mq di superficie affittabile. Due immobili sono occupati da un supermercato Rewe e da un discount Aldi, mentre l'ultimo edificio è diviso in 4 unità di media superficie ed un ristorante. Il centro dispone di 292 posti auto dedicati.
Anno di costruzione	2007-2008
Tipologia	Retail park
Consistenza	Superficie affittabile 5.739 mq.
Data di acquisto	1 dicembre 2011
Venditore	MP Objektgesellschaft Hessdorf
Prezzo di acquisto	EUR 8.850.000
Valutazione degli esperti indipendenti al 31/12/2011	EUR 8.920.000
Decorrenza dei contratti di locazione	da ottobre 2007 a gennaio 2008
Scadenza media dei contratti di locazione	agosto 2020
Conduttori	Rewe, Aldi, deichmann, dm, Kik, Tedi, Elesterios Sinelis
Canone di affitto	EUR 675.519
Indicizzazione del canone d'affitto	Rivalutazione media pari al 70% del tasso di inflazione che si attiva al superamento del 10% della crescita dell'indice.
Rendimento lordo	7,57%

cordeasavills



Cordea Savills SGR S.p.A.

Sede Legale: Via San Paolo, 7, 20121 Milano
Tel +39 02 3600 6700 – Telefax +39 02 3600 6701
Capitale Sociale Euro 1.500.000 i.v.
Cod. Fisc./ P.IVA n. 08567741007
Iscritta all'Albo delle Società di Gestione del Risparmio al n.207



**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
AI SENSI DELL'ART. 14 DEL DLGS 27 GENNAIO 2010, N. 39
E DELL'ART. 9 DEL DLGS 24 FEBBRAIO 1998, N. 58**

**FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE
DI TIPO CHIUSO "PAN-EUROPEAN PROPERTY FUND"**

CORDEA SAVILLS SGR SPA

**RENDICONTO DELLA GESTIONE
PER L'ESERCIZIO CHIUSO AL 31 DICEMBRE 2011**



RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 14 DEL DLGS 27 GENNAIO 2010, N. 39 E DELL'ART. 9 DEL DLGS 24 FEBBRAIO 1998, N. 58

Ai Partecipanti al Fondo "PAN-EUROPEAN PROPERTY FUND – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso"

- 1 Abbiamo svolto la revisione contabile del rendiconto della gestione del Fondo "PAN-EUROPEAN PROPERTY FUND – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso", costituito dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011. La responsabilità della redazione del rendiconto della gestione in conformità al Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 compete agli amministratori di Cordea Savills SGR SpA. È nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul rendiconto della gestione e basato sulla revisione contabile.
- 2 Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e 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 della gestione sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel rendiconto della gestione, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al rendiconto 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 16 marzo 2011.

- 3 A nostro giudizio, il rendiconto della gestione del Fondo "PAN-EUROPEAN PROPERTY FUND – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011 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 patrimoniale e il risultato del Fondo per l'esercizio chiuso a tale data.

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. 3.754.400,00 Euro i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n. 43 dell'Albo Consob - Altri Uffici: **Bari** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - **Bologna** Zola Predosa 40069 Via Tevere 18 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhrer 23 Tel. 0303697501 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Dante 7 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521242848 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10129 Corso Montevicchio 37 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37122 Corso Porta Nuova 125 Tel. 0458002561



- 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 di Cordea Savills SGR SpA. È di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con il rendiconto della gestione, come richiesto dalla legge. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione 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 della gestione del Fondo "PAN-EUROPEAN PROPERTY FUND – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011.

Milano, 19 marzo 2012

PricewaterhouseCoopers SpA

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Elisabetta Caldirola', written over a horizontal line.

Elisabetta Caldirola
(Revisore legale)



Cushman & Wakefield LLP
Via Filippo Turati, 16/18
20121 Milano

Tel. +39 02 63799.1
Fax +39 02 63799.250
www.cushmanwakefield.com

Spett.le

CORDEA SAVILLS SGR S.P.A.

Via San Paolo 7
20121 Milano

Alla cortese attenzione Dott. Cristiano Ronchi

Anticipato via e-mail: cristiano.ronchi@cordeasavills.com

Milano, 17 Gennaio 2012

Our ref.: Val/CLI/CordeaSavills-FondoPEPF-SemDec2011-Rapporto-01-120117-fp

Egregi Signori,

FONDO PAN EUROPEAN PROPERTY FUND

VALUTAZIONE AL 31 DICEMBRE 2011 per

CORDEA SAVILLS SGR S.P.A. per conto del Fondo (la ‘Società’)

1 SCOPO DELL’INCARICO

In conformità all’incarico *ref. VAL/CLI/CordeaSavills-FondoPEPF-Corresp-03-100505-Proposta.doc* datato 5 Maggio 2010, ed alla integrazione *Our Ref: VAL/CLI/CordeaSavills-FondoPEPF-Corresp-01-110218- Integrazione Proposta.doc* datata 25 Febbraio 2011, in qualità di “Esperti Indipendenti”, abbiamo determinato il Valore di Mercato delle Proprietà appartenenti al Fondo.

1.1 La data effettiva della valutazione è il 31 Dicembre 2011.

1.2 Tutte le Proprietà sono state valutate in conformità ai RICS Valuation Standards (the Red Book), pubblicato da The Royal Institution of Chartered Surveyors che definisce il Valore di Mercato, definito come segue:

“The estimated amount for which a property should exchange on the date of valuation between a willing buyer and a willing seller in an arm’s length transaction after proper marketing wherein the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.”

tradotto come:

“L’ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente entrambi interessati alla transazione, a condizioni concorrenziali, dopo un’adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, con cautela e senza coercizioni”.



INVESTOR IN PEOPLE



- 1.3 La valutazione è stata condotta rispettando inoltre i principi del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, Titolo V secondo cui:

“Il valore corrente di un immobile indica il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali, cioè tali che:

- *il venditore non sia indotto da circostanze attinenti alla situazione economico-finanziaria a dover necessariamente realizzare l'operazione;*
- *siano state espletate nel tempo ordinariamente richiesto le pratiche per commercializzare l'immobile, condurre le trattative e definire le condizioni del contratto;*
- *i termini dell'operazione riflettano le condizioni esistenti nel mercato immobiliare del luogo in cui il cespite è ubicato al momento della valutazione;*
- *l'acquirente non abbia per l'operazione uno specifico interesse legato a fattori non economicamente rilevanti per il mercato.”*

- 1.4 La valutazione di ciascuna località è stata condotta dai corrispondenti uffici locali di Cushman & Wakefield.

- 1.5 I dettagli relativi a ciascuna valutazione sono contenuti nei rispettivi Rapporti di Valutazione Originari inviati separatamente alla Società dai nostri uffici locali. Alleghiamo al presente rapporto una Scheda di Sintesi per ogni Proprietà indicante i principali elementi di input e output dei detti Rapporti. Resta inteso che la valutazione ufficiale è quella contenuta nei Rapporti di Valutazione Originari preparati ed inviati dai nostri uffici locali.

2 LE PROPRIETA' APPARTENENTI AL PORTAFOGLIO

- 2.1 Il portafoglio del Fondo è costituito dai seguenti immobili:

INDIRIZZO	CITTA'	NAZIONE
122 Rivium Boulevard Capelle aan den IJssel	Rotterdam	The Netherlands
Spurkterweg / Ambachtstraat 5804 AP	Venray	The Netherlands
West George Street 163	Glasgow	UK
Newport, Medina Way PO305AW	Isle of Wighth	UK
Mackmyra 20:18 and 20:19 Valbo Kopcentrum	Gavle	Sweden
Varastokatu 9	Hyvinka	Finland
24, 24bis, 25 Quai Carnot	Paris (St. Cloude)	France
Thomas-Howie-Str. 2-8	Ostringen	Germany
Les Jardins d'Osaka, rue Jean Desparment 16	Lyon	France
Im Gewerbepark 1-13	Hessdorf	Germany

- 2.2 Rispetto alla precedente semestrale, è stato acquistato l'immobile a destinazione commerciale ubicato a Hessdorf in Germania.

3 SOPRALLUOGHI

- 3.1 Le Proprietà sono state oggetto di sopralluogo nei giorni e attraverso le modalità indicate nei singoli rapporti di valutazione.



4 INFORMAZIONI RICEVUTE

- 4.1 In ciascun rapporto di valutazione è indicata la documentazione fornita dalla Società per l'effettuazione della valutazione.
- 4.2 Salvo quanto diversamente indicato negli specifici Rapporti, la valutazione è stata basata sulle informazioni fornite dalla Società e/o dai suoi consulenti tecnici. Cushman & Wakefield ha fatto riferimento esclusivamente alle informazioni fornite, che sono state assunte corrette e complete, senza averne verificato l'esattezza del contenuto in modo indipendente presso altri organi o società esterne.

5 PRINCIPI GENERALI

- 5.1 La nostra valutazione ed i suoi contenuti sono soggetti alle assunzioni generali contenute nei "Principali Termini e Condizioni d'Incarico" in allegato al rapporto ed ai termini contenuti nell'incarico.

6 VALORE DI MERCATO

- 6.1 Soggetto a quanto sopra esposto ed ai contenuti di ciascun rapporto di valutazione, il Valore di Mercato della piena proprietà degli Immobili costituenti il Fondo PEPF al 31 Dicembre 2011 è pari a:

Indirizzo	Città	Nazione	Valore di Mercato al 31/12/2011
122 Rivium Boulevard Capelle aan den IJssel	Rotterdam	The Netherlands	€ 11.000.000
Spurkterweg 59, Ambachtstraat 26, 28	Venray	The Netherlands	€ 4.260.000
West George Street 163	Glasgow	UK	€ 6.732.910 ⁽¹⁾
Dodnor Lane, Newport	Isle of Wight	UK	€ 24.685.742 ⁽¹⁾
Mackmyra 20:18 and 20:19 Valbo Kopcentrum	Gävle	Sweden	€ 10.461.878 ⁽¹⁾
Varastokatu 9	Hyvinkää	Finland	€ 9.507.761
24, 24bis, 25 Quai Carnot	Paris (St. Cloude)	France	€ 16.720.000
Thomas-Howie-Str. 2-8	Östringen	Germany	€ 6.770.000
Les Jardins d'Osaka, rue Jean Desparment 16	Lyon	France	€ 9.023.000
Im Gewerbepark 1-13	Hessdorf	Germany	€ 8.920.000
Somma dei valori di mercato delle Proprietà			€108,081,291

⁽¹⁾ al cambio del 31/12/2011 - dati Banca d'Italia

1EUR = 0,8353 GBP

1EUR = 8,9120 SEK



6.2 Le Proprietà facenti parte del portafoglio sono state valutate su base individuale. La somma dei valori di mercato delle Proprietà non rappresenta il valore di mercato del portafoglio immobiliare.

7 NOTA FINALE

7.1 Il contenuto di questo rapporto di valutazione non potrà essere utilizzato per alcun altro scopo oltre quello previsto dell'articolo 12 bis, comma 3, lettera a) del DM 228/1999, senza il nostro preventivo consenso scritto e fatta salva l'esistenza di un obbligo di legge o di regolamento o la necessità di dover fornire copia della presente relazione di stima alle competenti Autorità e in ogni caso dovrà essere divulgato includendo i Rapporti di Valutazione Originari, la proposta d'incarico e i nostri Principali Termini e Condizioni di Incarico in qualità di Valutatori.

Distinti saluti,

IN NOME E PER CONTO DI CUSHMAN & WAKEFIELD LLP

PAUL F. BACON MRICS
Partner

ALLEGATO I PRINCIPALI TERMINI E CONDIZIONI DI INCARICO IN
QUALITÀ DI VALUTATORI

ALLEGATO II SCHEDE DI SINTESI DEI RAPPORTI DI VALUTAZIONE DI
OGNI PROPRIETA'



ALLEGATO I
PRINCIPALI TERMINI E CONDIZIONI DI INCARICO IN QUALITÀ DI
VALUTATORI

**TERMINI E CONDIZIONI
PRINCIPALI DI INCARICO IN
QUALITA' DI VALUTATORI**

Giugno 2011 (Versione italiana)



1. INFORMAZIONI PRELIMINARI

- 1.1 I presenti termini e condizioni (i "**Termini Commerciali**") si applicheranno a tutte le tipologie di servizi professionali, diversi dai servizi di agency (a cui si applicheranno termini distinti), forniti da Cushman & Wakefield LLP, una società a responsabilità limitata costituita nel Regno Unito ai sensi del "Limited Liability Partnerships Act" (Legge sulla Società a Responsabilità Limitata) del 2000 con numero di iscrizione OC328588 e con sede al 43-45 di Portman Square, Londra, W1A 3BG, che opera attraverso la sua filiale italiana con sede a Milano, Via Filippo Turati 16/18 ("**C&W**", "**noi**" o "**ci**") al cliente ("**voi**" "**vi**") a cui verrà inviata una Lettera di Accettazione dell'Incarico (la "**Lettera**"). I termini e le condizioni verranno applicati separatamente per ciascun servizio reso.
- 1.2 I Termini Commerciali devono essere letti unitamente alla relativa Lettera. In caso di elementi contraddittori o conflittuali tra la Lettera e i presenti Termini Commerciali, le disposizioni contenute nella Lettera prevarranno. I Termini Commerciali e la relativa Lettera possono essere modificati solo per iscritto e di mutuo accordo tra le parti. E' nostra prassi rivedere e aggiornare frequentemente i Termini Commerciali e nuove versioni vi verranno inviate e saranno con voi concordate.

2. ESECUZIONE DEI SERVIZI

- 2.1 Sarà nostra cura adoperarci al meglio delle nostre capacità per fornirvi i servizi e le consulenze descritte nella relativa Lettera come da istruzioni da voi fornite (i "Servizi") tenendovi informati in merito alla possibilità di dover modificare i Servizi o alla necessità di doverci avvalere di consulenti esterni. Qualsiasi modifica dovrà essere comunque confermata e concordata per iscritto tra le parti.
- 2.2 Qualora fosse necessaria la nomina di fornitori terzi, al fine di eseguire integralmente o parzialmente i Servizi oggetto dei presenti Termini, sarà nostra cura concordarlo anticipatamente con voi.

3. BASE DEI COMPENSI

- 3.1 La base dei nostri compensi per i Servizi resi è riportata nella relativa Lettera.
- 3.2 Ove applicabile, l'Imposta sul Valore Aggiunto (IVA) dovrà essere da voi corrisposta in aggiunta a qualsiasi compenso o esborso fatturato all'aliquota vigente.
- 3.3 La corresponsione del compenso dovuto dovrà avvenire al completamento dei nostri Servizi (indipendentemente dal fatto che debbano essere ancora svolte da terzi attività aggiuntive) o, qualora il compenso sia connesso ad un incarico in essere o ad un incarico avente una durata superiore a tre mesi, esso dovrà avvenire almeno trimestralmente a seguito della nostra fatturazione. La corresponsione dovrà avvenire entro 15 giorni dalla data riportata in fattura.
- 3.4 Laddove siano svolte valutazioni per conto di un finanziatore a garanzia del prestito, e si concordi che il mutuatario dovrà effettuare il pagamento del nostro compenso, sarete comunque responsabili in prima persona della corresponsione del compenso nell'eventualità in cui detto mutuatario non adempia appieno ai propri obblighi nei nostri confronti. La corresponsione dei nostri compensi non è in alcun modo condizionata all'erogazione del prestito o all'adempimento di qualsiasi condizione legata ad esso.
- 3.5 Qualora non pervengano da parte vostra contestazioni in relazione ad una nostra fattura o a parte della stessa entro 15 giorni dalla data di fatturazione, la fattura si riterrà accettata nella sua interezza.
- 3.6 Qualora ci venga richiesto di svolgere ulteriori attività in relazione ad un incarico da voi assegnatici, sarete tenuti a corrispondere compensi aggiuntivi sulla base delle nostre tariffe



standard. Questo varrà anche nel caso in cui ci verrà richiesto di esaminare una Relazione relativa al Titolo di Proprietà fornitaci oltre 8 settimane dopo la presentazione della nostra Relazione (sia essa in versione preliminare che definitiva).

- 3.7 Qualora intervenga una modifica dello scopo per cui stiamo effettuando la valutazione richiesta e, a nostra sola discrezione, tale modifica comporti un accrescimento delle responsabilità a nostro carico (a titolo esemplificativo, stime per il rendiconto annuale utilizzato a garanzia del prestito) ci riserviamo il diritto di addebitarvi un compenso aggiuntivo.
- 3.8 Qualora decidiate di richiedere che la nostra fattura venga reindirizzata a una parte che non sia quella originariamente concordata, ci riserviamo il diritto di addebitare un onere amministrativo di €100. La corresponsione dovrà comunque avvenire entro 15 giorni dalla data riportata nella fattura originaria.
- 3.9 Nel caso in cui decidiate di non dare ulteriore corso a quanto commissionatoci prima del completamento della perizia di stima, sarete comunque tenuti a corrispondere una percentuale equa e ragionevole in relazione ai compensi spettanti e a qualsivoglia esborso concordato ("il **Compenso per Rescissione**"). Qualora vi fosse già stata inviata una bozza dei valori, il Compenso per la Rescissione corrisponderà al 50% del compenso originariamente concordato e nel caso in cui vi fosse già stata inviata una relazione contenente una bozza della perizia di stima, il Compenso per Rescissione corrisponderà all'80% del compenso originariamente concordato.
- 3.10 Sarà nostra cura informarvi anticipatamente circa la necessità o l'esigenza di richiedere a terzi consulenze o di agire in qualità di perito o mediatore richiedendo al medesimo di fornire un preventivo dei costi. Qualora accettiate, sia verbalmente che per iscritto, di avvalervi del servizio di detta terza parte, incaricheremo detta parte in qualità di rappresentanti per vostro conto e sarà nostra cura inoltrarvi tutte le fatture medesimo dalla medesima emesse. Nell'eventualità che ci richiediate di anticipare il pagamento delle fatture emesse da una terza parte incaricata, sarete tenuti a rimborsarci il pagamento effettuato unitamente alle spese amministrative. Potremmo richiedervi di fornirci quanto necessario per sostenere i costi della terza parte prima anticipatamente o al momento dell'assegnazione formale dell'incarico per vostro conto e voi sarete tenuti a soddisfare tale richiesta.
- 3.11 Qualora commissionaste a noi la fornitura di Servizi ad una vostra affiliata o entità associata/correlata o richiedeste successivamente che un'altra entità vi sostituisca in un secondo momento e non riuscissimo ad ottenere il pagamento di qualsiasi somma in sospeso per qualsivoglia ragione, nel caso in cui l'affiliata o l'entità associata/correlata o altra entità non onori i pagamenti dovuti in relazione ai Servizi resi, rimarrete in prima persona responsabili per il pagamento di detta somma in sospeso, rimarrete in prima persona responsabili per il pagamento di detta somma in sospeso.

4. **INTERESSI**

Sarete tenuti a corrispondere interessi sull'importo delle fatture emesse per i nostri compensi o per altri esborsi non saldati entro 15 giorni dalla data di fatturazione. Gli interessi saranno pari al tasso base della Barclays Bank PLC maggiorato di 4 punti percentuali e decorreranno a partire dalla data della fattura fino alla data dell'avvenuto pagamento, sia precedentemente che successivamente ad una sentenza.

5. **ESBORSI**

Sarete tenuti a rimborsare eventuali esborsi sostenuti nell'espletamento dei Servizi nel trimestre successivo a partire dalla data in cui sono stati sostenuti. Tali esborsi includono, a titolo esemplificativo: mappature, planimetrie, ricerche, fotografie, fotocopiatura di documenti o progetti, servizi di fattorinaggio, costi sostenuti per l'ottenimento di informazioni su società da fonti esterne, immobili, informazioni demografiche o simili, diritti di riproduzione, copiatura o royalty, relazioni rilegate aggiuntive, costi per informazioni/referenze rilevanti ottenute da fonti



esterne, spese di viaggio e trasferta al costo effettivo nonché il rimborso dei costi di chilometraggio secondo il tariffario ACI.

6. INFORMAZIONI RICEVUTE DAL CLIENTE

Nel caso in cui fossimo responsabili della produzione delle informazioni sugli immobili, effettueremo tutti i ragionevoli passi necessari ad assicurare che esse siano il più accurate possibile. Nel caso in cui siate voi a fornirci le informazioni ritenute necessarie o utili per fornirvi i Servizi in modo accurato, voi confermate che le informazioni da voi fornite o fornite per vostro conto sono accurate, complete e congrue e, se non altrimenti e specificatamente esplicitato per iscritto, non condurremo nessuna ulteriore indagine atta a verificare tali informazioni. Non ci assumeremo pertanto nessuna responsabilità per l'eventuale inaccuratezza o le eventuali omissioni contenute nelle informazioni da voi o per vostro conto fornite e, indipendentemente dal fatto che siano state preparate direttamente da voi o da terzi e indipendentemente dal fatto che siano state fornite direttamente da voi e da detta terza parte, sarete obbligati a tenerci indenni e al riparo da eventuali pretese in caso fossimo chiamati in causa per tali responsabilità. Qualora la nostra valutazione sia richiesta al fine di effettuare un acquisto o di garantire un prestito, accettate con il presente che l'intero processo investigativo del titolo legale e di qualsivoglia contratto di locazione sia di totale responsabilità dei vostri legali.

7. CONFLITTI DI INTERESSE

- 7.1 Disponiamo di procedure di gestione dei conflitti, studiate per evitare la possibilità di agire per un cliente andando ad urtare gli interessi di un altro cliente per cui stiamo operando. Se siete a conoscenza o veniste a conoscenza di un possibile conflitto di tale natura, vi preghiamo di comunicarcelo tempestivamente. Qualora insorgesse un conflitto di tale genere, dopo aver preso in considerazione eventuali vincoli legali e la normativa degli enti regolatori, valuteremo gli interessi e le necessità vostre e dell'altro cliente, se sia possibile continuare ad operare per entrambe (ad esempio, ricorrendo a due team distinti con opportuni sistemi di separatezza organizzativa o *Chinese Walls*), per uno solo o per nessuno dei due. Qualora ritenessimo che non sia possibile gestire adeguatamente un conflitto di interessi potenziale o effettivo, sarà nostra cura informarvi e consultarci con voi non appena la situazione lo permetta.
- 7.2 Voi prendete atto che potranno essere a noi riconosciute provvigioni dirette o indirette e che potremo addebitare spese di gestione relative ai Servizi da noi prestati e accettate il nostro diritto a trattenere tali somme senza fare pervenire a voi alcun avviso specifico. Non accetteremo provvigioni dirette o indirette nelle circostanze in cui riterremo ragionevolmente che tali somme potrebbero compromettere l'indipendenza di qualsiasi consulenza a voi fornita.

8. GESTIONE DELL'IMMOBILE

Non saremo responsabili della gestione dell'immobile e non avremo alcuna altra responsabilità (quale, a titolo esemplificativo, interventi di manutenzione o riparazione) in relazione all'immobile. Non avremo alcuna responsabilità per eventuali danni che potrebbero originarsi mentre l'immobile non è occupato. L'immobile rimarrà sotto la vostra esclusiva responsabilità.

9. BASE DELLA VALUTAZIONE

- 9.1 Se non diversamente richiesto nella Lettera, la data di valutazione sarà la data della nostra relazione.
- 9.2 Se non diversamente indicato nella relativa Lettera, la valutazione sarà effettuata conformemente agli standard valutativi RICS, 6° Edizione (il "**Red Book**") e sarà prodotta ad opera di valutatori come in esso definiti che agiranno in qualità di valutatori esterni.
- 9.3 Ogni immobile sarà valutato in base dello scopo della valutazione, secondo i requisiti enunciati nel Red Book. La base di valutazione che adotteremo per ogni immobile è specificata nella relativa Lettera. Le definizioni sono le seguenti:



(i) **Valore di Mercato**

PS 3.2 definisce il Valore di Mercato come “Il valore di mercato rappresenta l’ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente entrambi interessati alla transazione, a condizioni concorrenziali, dopo un’adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, con cautela e senza coercizioni”.

(ii) **Canone di mercato**

PS 3.3 definisce il Canone di Mercato come: “l’ammontare stimato a cui una proprietà, o uno spazio all’interno di essa, dovrebbe essere locata, alla data di valutazione, da un locatore a un conduttore, entrambi interessati alla transazione, sulla base di termini contrattuali adeguati e a condizioni concorrenziali, dopo un’adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, con cautela e senza coercizioni”.

(iii) **Valore d’uso esistente**

UK PS 1.3 definisce il Valore d’Uso Corrente nel seguente modo “L’ammontare stimato cui un immobile dovrebbe essere scambiato alla data di valutazione, dopo un adeguato periodo di commercializzazione, tra un venditore e un acquirente prudenti, adeguatamente informati e non vincolati, assumendo che l’immobile non sia occupato in nessuna delle aree necessarie per svolgere l’attività lavorativa e non considerando potenziali usi alternativi e qualsiasi altra caratteristica dell’immobile che comporterebbero un Valore di Mercato diverso da quello necessario per sostituire il rimanente potenziale di utilità al costo minore”.

9.4 Nel valutare il Valore d’Uso Corrente o il Valore di Mercato ai fini della redazione dello stato patrimoniale, non includeremo, in tale valutazione, i costi di acquisizione o cessione direttamente imputabili. Laddove ci richiediate di riflettere tali costi (ai sensi del FRS15), questi ultimi verranno indicati separatamente.

9.5 Nel caso di immobili particolari (per i quali non è possibile applicare con sicurezza metodi di valutazione quali le comparazioni di mercato o l’analisi di redditività (introiti), potrà essere utilizzato il Costo di Sostituzione Deprezzato o Depreciated Replacement Cost (“**DRC**”) quale metodo per stimare il Valore di Mercato. La valutazione degli immobili del settore privato con tale metodo comprenderà una dichiarazione che è soggetta all’adeguata profittabilità di settore, tenendo debita considerazione del valore delle attività totali impiegate. Qualora l’immobile rientri nel settore pubblico, verrà dichiarato che tale valutazione è soggetta alla prospettiva e alla produttività di una occupazione e di un utilizzo continui. Qualsiasi svalutazione di una stima, derivante esclusivamente dal metodo del Costo di Sostituzione Deprezzato (DRC) per riflettere la profittabilità/produttività dell’immobile occupato, sarà competenza dell’occupante.

10. ASSUNZIONI GENERALI DI VALUTAZIONE

10.1 Salvo diversamente convenuto, i Servizi connessi a qualsiasi immobile verranno resi sulla base delle seguenti assunzioni:

- (i) l’immobile e qualsiasi edificio esistente sono esenti da difetti di qualsiasi natura;
- (ii) tutti gli edifici sono stati costruiti con particolare attenzione alle condizioni esistenti del terreno e queste non producono effetti inaspettati sui costi di costruzione, sul valore dell’immobile o sulla fattibilità di qualsiasi progetto di sviluppo o sugli edifici esistenti;
- (iii) tutti i servizi connessi con gli immobili (quali ascensori, impianti elettrici, del gas, idraulici, del riscaldamento, di scarico e di condizionamento dell’aria e i sistemi di sicurezza) e le utenze connesse all’immobile (quali linea elettrica in entrata, acque di scarico, rete fognaria, forniture di utenze, ecc.) sono in buono stato di funzionamento senza difettosità di qualsiasi natura;



- (iv) la proprietà è servita da strade e reti fognarie e possiede tutti i necessari diritti di accesso da strade, viottoli, corridoi e scale di proprietà comune e diritti di utilizzo delle zone adibite a parcheggi, aree di carico/scarico ed altre strutture;
- (v) non vi sono questioni ambientali (inclusa, ma non solo, contaminazione effettiva o potenziale di terreni, dell'aria e delle acque o da amianto o da qualsiasi altra sostanza nociva o pericolosa) che potrebbero compromettere l'immobile, qualsiasi progetto di sviluppo o qualsiasi edificio esistente sulla proprietà per cui i Servizi sono forniti o che potrebbero compromettere qualsiasi immobile confinante, che non saremo responsabili dell'esecuzione di indagini volte a verificarne la presenza e che spetterà a voi il compito di effettuare suddette indagini investigative;
- (vi) l'immobile, i servizi dell'immobile e la Proprietà sono conformi alle vigenti norme applicabili in materia (ivi incluse le normative in materia di incendio, salute e sicurezza);
- (vii) l'immobile e qualsiasi edificio esistente sono conformi con la normativa edilizia e urbanistica, sono corredati dalle relative concessioni edilizie o dalle altre autorizzazioni richieste a norma di legge per un corretto utilizzo e non sono presenti condizioni urbanistiche sfavorevoli o vincoli di alcun genere (tra cui, ma non solo, ordinanza di esproprio effettiva o minacciata);
- (viii) un'opportuna copertura assicurativa è in essere e che la stessa è mantenuta a condizioni commerciali accettabili per qualsiasi immobile, che copra i tipi di costruzione o i materiali che possano comportare un aumentato rischio di incendio o rischi per la salute o la sicurezza o sia stata stipulata laddove sia presente un aumentato rischio di atti di terrorismo, inondazione o innalzamento del letto fluviale;
- (ix) le parti di impianti e macchinari che formano una parte dell'immobile, in caso di presunta vendita, sono inclusi nell'immobile, mentre le parti di impianti e macchinari strettamente connessi con le lavorazioni in atto presenti nell'immobile, nonché gli elementi commerciali specifici del locatario, sono esclusi dall'immobile;
- (x) nel riflettere il potenziale di sviluppo di qualsiasi Proprietà, faremo l'assunto che il completamento di tutte le strutture avvenga mediante l'utilizzo di materiali di buona qualità e manodopera di prim'ordine;
- (xi) la stipula di contratti di locazione sia in base a termini standard privi di clausole o pattuizioni eccezionalmente onerose che inciderebbero sul valore;
- (xii) con riferimento a eventuali rinnovi di locazione o adeguamenti di canone, faremo l'assunto che tutte le notifiche siano state efficacemente inviate entro i termini necessari;
- (xiii) la possibilità di considerare liberi tutti i locali sfitti oppure occupati dalla Società/mutuatario o dai rispettivi dipendenti che hanno stipulato con lo stesso contratti di locazione per motivi di servizio; e
- (xiv) l'esclusione di eventuali diritti di sfruttamento del sottosuolo.

11. ASSUNZIONI PER LA VALUTAZIONE DI PROPRIETA' VALUTATE CONSIDERANDO IL POTENZIALE COMMERCIALE

- 11.1 Se non diversamente concordato, per gli immobili con fini commerciali (come depositi self storage, hotel e porti turistici) dove si svolgono attività commerciali in modo continuativo nel tempo, effettueremo una valutazione sulla base del Valore di Mercato di entità operative interamente attrezzate, considerando il potenziale commerciale.
- 11.2 Qualora ci venga affidato l'incarico di valutare un immobile facendo riferimento al suo potenziale commerciale, terremo in considerazione qualsiasi informazione commerciale fornita dall'operatore o ottenuta attraverso nostre indagini. Riterremo che le stesse siano corrette e complete e non vi siano particolari non rivelati che possano influenzare la nostra valutazione. Le valutazioni si baseranno sulla nostra opinione in merito alle prospettive del potenziale



commerciale e al livello accettabile di fatturato sostenibile e del risultato netto di gestione che potranno essere verosimilmente raggiunti da un operatore ragionevolmente efficiente.

- 11.3 Salvo da noi diversamente specificato nella Lettera, si presupporrà:
- (i) che la valutazione sarà effettuata sul presupposto che ogni immobile sarà venduto nella sua interezza includendo serramenti, accessori, magazzino e avviamento;
 - (ii) che il nuovo proprietario si avvalga normalmente dello staff esistente e che la nuova gestione tragga vantaggio dalle prenotazioni o dai contratti di lavoro esistenti o futuri (che potrebbero rappresentare un elemento importante di continuità gestionale), unitamente a tutti i permessi di legge, le autorizzazioni e le licenze operative;
 - (iii) la piena titolarità di tutte le attività e le attrezzature da parte dell'operatore e che le stesse non siano soggette a leasing o a oneri finanziari separati;
 - (iv) l'esclusione di eventuali materiali di consumo e attrezzature; e
 - (v) che agiremo in base al presupposto che l'avviamento per gli immobili sia legato al terreno e agli edifici e non rappresenti una buonuscita personale per l'operatore.

12. STRUTTURA

- 12.1 Non svolgeremo alcuna indagine strutturale di nessun immobile e non esamineremo gli impianti. Inoltre non sarà effettuata alcuna indagine ispettiva sulle opere in legno e sulle altre parti delle strutture che sono coperte, non esposte o comunque inaccessibili. Salvo informazioni contrarie, la valutazione sarà effettuata sul presupposto che l'immobile sia esente da difetti. Ciononostante il valore rifletterà lo stato di conservazione generale dell'immobile osservato nel corso dell'ispezione, tenendo presente che non potremo fornire alcuna garanzia circa la condizione della struttura, delle fondamenta, del suolo e degli impianti. Pertanto la nostra relazione non dovrà essere assunta o interpretata come riportante opinioni o garanzie in merito alla condizione strutturale o allo stato di conservazione dell'immobile, né tale opinione potrà essere desunta.
- 12.2 Se nella relazione indicheremo l'età di un edificio, sarà una stima e sarà fornita solo a puro scopo indicativo.

13. MISURAZIONI

- 13.1 Laddove ci venga richiesto di effettuare misurazioni dell'immobile, ove compatibile le stesse saranno generalmente condotte secondo il Codice delle Pratiche di Misurazione (*Code of Measuring Practice*) del RICS (*Royal Institution of Chartered Surveyors*). Tuttavia si osservi che le superfici contenute in qualsiasi pubblicazione nostra relazione sono approssimative e, se da noi misurate, potranno essere effettuate con una tolleranza del 3%. Nei casi in cui la configurazione pavimento della pianta sia inusitatamente irregolare o ostruita, tale tolleranza potrà essere superata.
- 13.2 Non saremo in grado di effettuare rilevamenti in aree in cui non sia possibile accedere. In questi casi stimeremo la superficie dalle planimetrie o per estrapolazione. Laddove si richieda di misurare aree di terreni o siti, tali aree saranno approssimative e saranno misurate in base alle planimetrie fornite o ottenute da Ordnance Survey o altro ente pubblico. Non saranno fisicamente controllate in loco.
- 13.3 Le aree che inseriamo nella relazione saranno adatte ai fini valutativi ma non dovranno essere considerate per altri scopi.

14. REGOLAMENTAZIONE URBANISTICA

- 14.1 Se non specificatamente richiestoci per iscritto di effettuare ricerche formali presso le autorità urbanistiche locali, ci affideremo, nella fornitura dei nostri Servizi, alle informazioni fornite in via ufficiosa dalle autorità locali addette all'urbanistica o dai relativi funzionari. E' consigliabile che i vostri legali confermino la situazione urbanistica dell'immobile e rivedano i nostri commenti alla luce dei loro riscontri.



14.2 Potremo considerare la possibilità che siano permessi utilizzi alternativi. Se non comunicatovi diversamente per iscritto, presupporremo che l'immobile e qualsiasi edificio esistente sia conforme alla normativa edilizia e urbanistica vigente, che le destinazioni d'uso esistenti godano delle opportune autorizzazioni urbanistiche o di altre regolamentazioni legislative e che non sia presente alcuna restrizione o vincolo urbanistico.

15. ESCLUSIONI DALLA VALUTAZIONE

15.1 Non effettueremo indagini circa i titoli di proprietà e pertanto ci affideremo alle informazioni fornite, ritenendole corrette e complete. Salvo informazioni contrarie, si riterrà che non vi siano vincoli inusitatamente onerosi, pattauzioni o altri gravami e che l'immobile disponga di un diritto inoppugnabile e cedibile. Ove venga fornita la documentazione legale, la stessa sarà tenuta in considerazione ma non ci assumeremo la responsabilità di interpretarla legalmente. Se non diversamente concordato, non richiederemo alcuna informazione all'Ufficio del Registro.

15.2 Sarà vostra cura confermarci per iscritto se desiderate che venga effettuata una lettura dei contratti di locazione; qualora decideste in tal senso, dovrete fornirci tutta la relativa documentazione entro un lasso di tempo ragionevole per effettuare la verifica, tendendo altresì in considerazione la data fissata per il ricevimento della nostra relazione. Non dovrete comunque fare affidamento sulla nostra interpretazione dei contratti di locazione senza avere prima consultato i Vostri avvocati.

15.3 Terremo in considerazione qualsiasi informazione da voi fornita relativamente a qualsivoglia miglioria apportata dal locatario. Nel caso in cui invece non si potesse stabilire l'entità delle modifiche o migliorie, presupporremo che l'immobile sia stato locato con tutte le modifiche e migliorie riscontrate durante la nostra ispezione (o, nel caso di valutazione senza ispezione, in base alle informazioni da voi fornite).

15.4 La nostra valutazione prenderà in considerazione l'opinione dei potenziali acquirenti circa la solidità finanziaria dei locatari. Tuttavia non svolgeremo alcuna indagine dettagliata in merito alla capacità da parte dei locatari di ottemperare agli obblighi pattuiti. Se non da voi diversamente comunicatoci, riterremo che non vi siano arretrati significativi e che i locatari siano in grado di adempiere agli obblighi stabiliti nei contratti di locazione o in altri accordi.

15.5 Qualsiasi mappa contenente l'indicazione del sito di un immobile vi forniremo, sarà a puro scopo identificativo. Per definire le dimensioni di ogni immobile ci affideremo alla nostra ispezione e alle informazioni che ci fornirete, per definire i confini non dovrete fare affidamento sulle nostre mappe.

15.6 Laddove la nostra relazione comprenda comparativi, tali informazioni sono spesso basate su nostre richieste verbali e, pertanto, non sarà sempre possibile assicurarne l'accuratezza; tali informazioni potrebbero inoltre essere soggette a vincoli quali, ad esempio, quello di riservatezza. Tuttavia tali informazioni saranno riportate solo dove si possa ragionevolmente ritenere che siano, in linea di massima, accurate o quando siano in linea con le aspettative. Inoltre non effettueremo ispezioni su immobili comparabili.

15.7 Per un immobile di recente realizzazione, non terremo conto di rimanenze o costi di sviluppo ancora pendenti. Per proprietà in corso di sviluppo, terremo conto delle informazioni da Voi fornite riguardo allo stato di avanzamento lavori, ai costi già sostenuti ed a quelli ancora da sostenere alla data della valutazione, e terremo conto di qualsiasi responsabilità contrattuale.

15.8 Non terremo conto nei nostri Servizi dell'esistenza di qualsiasi ipoteca o altro carico ipotecario o finanziario sull'immobile né prenderemo in considerazione nessuna locazione esistente fra le affiliate.

15.9 Qualsiasi valutazione fornita non sarà comprensiva di IVA, indipendentemente dal fatto che l'immobile ne sia soggetto o meno.

15.10 Non terremo conto, nella nostra attività di consulenza valutativa, delle spese relative al realizzo o alla responsabilità tributaria risultante dalla vendita o dalle attività di sviluppo dell'immobile.



- 15.11 Se non diversamente specificato nella Lettera, ogni immobile sarà valutato singolarmente; nel caso di un portfolio, presupporremo che gli immobili siano commercializzati progressivamente e non messi sul mercato simultaneamente.
- 15.12 Gli elementi impiegati nei nostri calcoli di valutazione (come ad esempio i futuri canoni di locazione, detrazioni, o periodi sfitti) possono essere appropriati solo se utilizzati nel calcolo della valutazione. Non potranno essere considerati una previsione o una predizione di un risultato futuro. Gli elementi del calcolo della valutazione non dovranno essere utilizzati per qualsiasi altro fine.
- 15.13 I valori saranno espressi nella valuta locale. Nel caso in cui dovessimo utilizzare una altra valuta, se non diversamente concordato, adotteremo un tasso di conversione equivalente al tasso di chiusura (“cambio pronti”) alla data di valutazione.
- 15.14 La nostra valutazione non tiene conto né dei costi di trasferimento dei ricavi delle vendite in un altro paese né delle restrizioni nel farlo.
- 15.15 Nei casi in cui ci venga richiesto di fornire un’indicazione sugli attuali costi di indennizzo ai fini assicurativi, tale indicazione sarà puramente indicativa e non avrà valore di garanzia. Stime formali ai fini assicurativi possono essere fornite solo ad opera di un Building Surveyor o altro professionista con sufficiente esperienza nella preventivazione dei costi di costruzione e rimpiazzo. L’immobile non sarà ispezionato da un Building Surveyor o da un soggetto qualificato e le indicazioni si baseranno sulle tabelle dei costi di costruzione generici. Tali indicazioni non dovranno essere considerate come base per la copertura assicurativa.

16. MONITORAGGIO E VALUTAZIONI PER SCOPI REGOLAMENTATI

- 16.1 Nei casi in cui una valutazione, sebbene fornita ad un cliente, possa rivelarsi utile anche a terzi, a titolo esemplificativo, agli azionisti di una società, (altrimenti definita “**Regulated Purpose Valuation**” (RPV) secondo il RICS), il RICS ci impone di indicare la nostra politica di rotazione dei periti a cui è affidata la valutazione e le procedure di controllo qualità in atto.
- 16.2 Indipendentemente dallo scopo della valutazione, selezioneremo il perito che riteniamo più idoneo alla valutazione da effettuare, sulla base dell’esperienza e delle competenze e all’eventualità che, parametri quali autonomia e obiettività possano essere in qualche modo compromessi, laddove un valutatore sia stato per anni responsabile di un determinato cliente. Tale pratica ci porta a effettuare una rotazione del perito responsabile per valutazioni ripetute per lo stesso cliente sebbene, prima di agire in tal senso, ne discuteremo con il cliente stesso.
- 16.3 Per tutte le *Regulated Purpose Valuation* siamo tenuti, secondo il RICS, a inserire quanto segue nella nostra valutazione:
- (i) Il periodo temporale durante il quale il valutatore ha continuato a firmare le valutazioni fornitevi per la stessa finalità, unitamente alla durata temporale per cui abbiamo continuato a svolgere quell’incarico valutativo per vostro conto;
 - (ii) L’entità, nonché la durata del rapporto fra la nostra società e la vostra;
 - (iii) In relazione al nostro esercizio finanziario precedente, la percentuale delle eventuali commissioni complessive, da voi pagabili, rispetto al nostro reddito complessivo espressa come:
 - minore del 5%; o
 - se superiore al 5%, fornire un’indicazione della percentuale entro un range di 5 punti percentuali;
 - (iv) Laddove, già a partire dalla fine del precedente esercizio finanziario, si fosse a conoscenza del verificarsi di un aumento significativo nella percentuale dei compensi che devono essere corrisposti o che saranno probabilmente corrisposti, includere un’ulteriore dichiarazione oltre a quanto richiesto al punto (iii).



16.4 La valutazione sarà soggetta al monitoraggio ai sensi del codice di condotta e ai regolamenti disciplinari del RICS.

17. RESCISSIONE CON PREAVVISO

17.1 Se non diversamente concordato, entrambe le Parti potranno esercitare la facoltà di recesso mediante preavviso scritto di 14 giorni all'altra Parte.

17.2 In caso di rescissione mediante preavviso, ai sensi delle disposizioni dell'articolo 3.9 di cui sopra, sarete tenuti a corrispondere tempestivamente il Compenso per Rescissione.

18. RESPONSABILITÀ CIVILE PROFESSIONALE

18.1 Ad esclusione del dolo e/o della colpa grave, si esclude, nei vostri confronti, qualsiasi responsabilità contrattuale, extracontrattuale (ivi inclusa la negligenza o la violazione di obblighi di legge), per falsa dichiarazione, risarcimento o altra responsabilità, derivante dall'esecuzione o prevista esecuzione dei Servizi, in relazione a:

(i) qualsiasi lucro cessante diretto;

(ii) qualsiasi perdita indiretta, speciale o consequenziale di qualsivoglia natura e dovuta a qualsivoglia causa, ivi incluso, a titolo non esaustivo (a) lucro cessante indiretto; (b) perdita di attività commerciale; (c) perdita di avviamento; (d) perdita dell'utilizzo di somme di denaro; (e) perdita di opportunità. Le parti convengono che i commi del presente articolo saranno divisibili.

18.2 Non saremo responsabili nei vostri confronti per nessuna perdita economica pura originatasi in relazione alla esecuzione o alla prevista esecuzione dei Servizi.

18.3 Voi riconoscete e concordate che tutte le esclusioni indicate nella clausola 18 sono ragionevoli in tutte le circostanze e che avete avuto l'opportunità di consultare un legale in piena autonomia .

18.4 Laddove una terza parte abbia concorso alle perdite, ai danni, ai costi, ai risarcimenti o alle spese, non saremo tenuti in alcun modo a effettuare rimborsi di nessun genere in relazione alla responsabilità di detta terza parte.

18.5 Fatto salvo il caso in cui una terza parte abbia ricevuto direttamente l'incarico da noi e non per vostro conto, in tutti gli altri casi non saremo responsabili per i Servizi o i prodotti forniti da terzi e non dovremo effettuare alcuna verifica o supervisione dell'opera di dette terze parti, indipendentemente dal fatto che i relativi Servizi o prodotti siano accessori a o necessari alla fornitura dei Servizi.

18.6 Ad esclusione del dolo e/o della colpa grave, la nostra responsabilità complessiva (ivi inclusa quella dei nostri soci e dipendenti) nei vostri confronti, sia di natura contrattuale che extracontrattuale (ivi inclusa la negligenza o la violazione di obblighi di legge), per falsa dichiarazione, risarcimento o di altra natura, derivante dall'esecuzione o prevista esecuzione dei Servizi, sarà limitata ad una somma complessiva non superiore a venti volte il compenso corrisposto per ogni incarico. Nessuna clausola contenuta nei presenti Termini Commerciali escluderà o limiterà la nostra responsabilità: (i) per morte o lesioni personali causate da nostra negligenza; (ii) per qualsiasi questione per la quale sarebbe illegale escludere, o tentare di escludere, la nostra responsabilità e (iii) per dolo o falsa dichiarazione intenzionale.

18.7 Saremo esonerati da qualsiasi responsabilità nella misura in cui i nostri obblighi saranno ritardati, ostacolati o impediti da circostanze al di fuori del nostro ragionevole controllo (a titolo esemplificativo, scioperi, atti di forza maggiore o atti di terrorismo). Non appena avremo preso atto dell'insorgenza di qualsivoglia circostanza che possa dare origine o che potrebbe dare origine a inadempienze o ritardi nell'esecuzione dei nostri obblighi, provvederemo senza indugio alcuno ad informarvi in merito all'evento.

18.8 Al fine di coprire qualsiasi responsabilità che potrebbe verificarsi a nostro carico, confermiamo con il presente che manterremo in essere un'assicurazione per responsabilità professionale presso



i Lloyds e il mercato assicurativo, a condizione che tale assicurazione sia disponibile a prezzi e condizioni commercialmente accettabili, con compagnie assicurative di prim'ordine per una somma non inferiore a £20 milioni di sterline britanniche per ogni e qualsiasi indennizzo.

- 18.9 La responsabilità per la nostra valutazione si estende solo alla(e) parte(i) a cui è indirizzata. Tuttavia, qualora ci chiedeste di reindirizzare la nostra relazione ad una terza parte o terze parti o permetteste che una terza parte o terze parti ne facciano uso, procederemo, nei confronti di detta parte o dette parti, calcolando i seguenti compensi minimi:

	Prima parte interessata dall'estensione	Seconda parte & successive parti interessate dall'estensione
Per il primo €1m di valore riportato	0.075%	0.025%/parte
A seguire	0.035%	0.015%/parte

Tali compensi si intendono non comprensivi di IVA & spese (ivi incluso il costo del reindirizzamento della relazione) e sono comunque soggetti ad un importo minimo di spesa di €750. Qualora fosse necessario svolgere ulteriori attività, oltre quanto precedentemente pattuito per la relazione iniziale, vi sarà addebitato un ulteriore importo, che sarà ad ogni modo concordato a priori prima di procedere.

- 18.10 Laddove sia consentita la consultazione del nostro rapporto da parte di altri soggetti, ciò avverrà in base al presupposto che i presenti Termini Commerciali si applichino ai nuovi destinatari come se gli stessi fossero stati parte della Lettera originariamente sottoscritta. Laddove tale consultazione sia da noi consentita, voi vi impegnerete a fornire al destinatario copia di qualsiasi lettera da noi rilasciata in tal senso e/o copia dei presenti Termini Commerciali.
- 18.11 Laddove voi fornirete copia e/o acconsentirete che altri soggetti consultino la nostra relazione valutativa senza ottenere il nostro espresso consenso scritto (ai sensi dell'art. 18.10 che precede), vi impegnerete a manlevarci da ogni e qualsivoglia responsabilità derivante dall'utilizzo o consultazione di tale relazione da parte di tali soggetti non autorizzati.
- 18.12 Fermo restando l'art. 18.11, laddove venga predisposta una relazione valutativa o laddove venga dato da noi il consenso all'utilizzo di una relazione valutativa a titolo di prospetto, offerta (sia diretta che indiretta) o circolare per gli azionisti, voi vi impegnerete a manlevarci da ogni e qualsivoglia responsabilità nei confronti di qualsiasi parte che non abbia concordato con noi in forma scritta di vincolarsi ai presenti Termini Commerciali, che superi il limite di cui all'art. 18.6 e che derivi dall'utilizzo e/o consultazione della relazione valutativa.

19. QUALITA' DEL SERVIZIO E RECLAMI

- 19.1 Le nostre procedure valutative UK sono certificate ISO9001:2000.
- 19.2 Tutte le nostre relazioni valutative sono firmate da un membro di C&W la cui responsabilità è quella di assicurare che tutte le relative procedure di controllo qualità siano state attuate. In particolare per le valutazioni degli immobili aventi un valore individuale di €20m o superiore, il valutatore è tenuto a presentare e spiegare i metodi impiegati ad un altro membro del *Valuation Advisory Team* (Team di Consulenti Valutatori) non connesso con l'incarico affidato e che è un membro di C&W.
- 19.3 Qualora intendiate avanzare reclami circa il livello del servizio da noi offerto, la nostra procedura standard per i reclami, ai sensi dei requisiti del *Royal Institution of Chartered Surveyors*, è disponibile su richiesta.



20. PROTEZIONE DEI DATI

20.1 Ai sensi del D. Lgs. 196/2003 “Codice in Materia di Protezione dei Dati Personali” (“D. Lgs. 196/2003”) con il presente documento intendiamo informarvi di quanto segue:

a) Scopi dell’elaborazione dei dati

I dati personali forniti ai sensi dei presenti Termini Commerciali saranno elaborati per gli scopi che seguono:

- i. Raccolta di informazioni contrattuali o precontrattuali, ivi inclusa la valutazione finanziaria ed economica e i prodotti/servizi;
- ii. Gestione ed esecuzione dei presenti Termini e Condizioni, della Lettera e gestione dei relativi obblighi e servizi;
- iii. Esecuzione dei nostri obblighi di legge, contabili e fiscali, rispetto delle norme e leggi UE, nonché delle disposizioni contemplate dalle rilevanti autorità regolamentari o governative e ogni altro tipo di obbligo relativo ai precedenti commi (i) e (ii), ivi incluse le richieste di relative referenze da parte di altri clienti/fornitori;
- iv. Servizi statistici, commerciali, di marketing e assistenza clienti attinenti ai servizi di “CUSHMAN & WAKEFIELD LLP”.

b) Modalità di elaborazione dei dati

L’elaborazione dei dati avverrà mediante raccolta, registrazione, organizzazione, conservazione, interrogazione, elaborazione, modifica, selezione, estrazione, confronto, utilizzo, interconnessione, blocco, comunicazione, divulgazione, cancellazione e distruzione di tali dati, sia nel caso in cui questi ultimi siano contenuti all’interno di una banca dati che in caso contrario. Tali operazioni saranno condotte dal responsabile del trattamento con o senza l’ausilio di mezzi elettronici o automatici.

c) Natura obbligatoria o volontaria della fornitura dei dati richiesti

La fornitura dei dati personali sarà necessaria per la prestazione dei Servizi elencati alla lettera a).

d) Conseguenze di mancato riscontro

Il rifiuto di fornire dati personali in riferimento alla lettera c) causerà l’impossibilità di svolgere le attività di cui alla lettera a).

e) Enti o categorie di enti a cui i dati potranno essere comunicati

I dati personali forniti saranno comunicati esclusivamente ai fini di cui alla lettera a) alle associazioni professionali internazionali, società del gruppo e organizzazioni affiliate a noi legate.

f) Trasferimento di dati all'estero

I dati personali potranno essere trasferiti in altri Stati Membri UE o in altri Paesi, esclusivamente nell’ambito degli stessi scopi di cui alla lettera a).

g) Diritti previsti ai sensi dell’art. 7 del D.lgs. 196/2003

Avrete diritto a ottenere conferma circa l’esistenza o meno dei vostri dati personali, a prescindere dal fatto che siano già in fase di registrazione, e vi verrà fornita copia di tali dati in forma intelligibile.

Avrete altresì i diritti di cui all’art. 7 del D.lgs. 196/2003

h) Identificazione del responsabile del trattamento e dell’incaricato dell’elaborazione

Il responsabile del trattamento è CUSHMAN & WAKEFIELD LLP, che agisce attraverso la propria filiale italiana, con sede a Milano, in Via Filippo Turati 16/18 e nomina il Sig. Joachim Sandberg.



20.2 Pertanto, acquisite le informazioni necessarie sul D.lgs. 196/2003, voi esprimerete il consenso all'elaborazione dei vostri dati personali anche al di fuori della UE, nonché alla loro diffusione e comunicazione.

21. NORMATIVA IN MATERIA DI RICICLAGGIO

Nel rispetto della normativa in materia di riciclaggio di denaro sporco, potrebbe esserci richiesto di verificare alcuni vostri dati e potremo chiedervi di assisterci per ottemperare a tali requisiti. Laddove tali informazioni siano richieste, dovrete tempestivamente fornircelle, per permetterci di poter continuare l'erogazione dei nostri Servizi. Non saremo responsabili nei vostri confronti e nei confronti di terze parti per qualsiasi ritardo nell'esecuzione o inadempimento nell'esecuzione dei Servizi che potrebbe essere causato dall'obbligo di ottemperare a tali requisiti.

22. LIBERTA' DI INFORMAZIONE

Laddove siate una autorità pubblica ai sensi del *Freedom of Information Act 2000* (la "**Legge**"), sarete tenuti ad informarci entro cinque giorni lavorativi in merito al ricevimento di una richiesta secondo la succitata Legge con cui si richiedono informazioni relative agli accordi commerciali fra noi e voi e/o qualsiasi informazione fornitavi in qualsiasi momento. Tenendo in debita considerazione il fatto che potremo fornirvi informazioni strettamente confidenziali o commercialmente sensibili, accettate espressamente di consultarci e sentire la nostra opinione in merito a tutte le richieste prima di decidere se una informazione possa essere pubblicamente divulgata.

23. COMUNICAZIONI ELETTRONICHE

Le comunicazioni avverranno tramite posta elettronica e, in taluni casi, potranno essere allegati dati elettronici. Acconsentendo a tale metodo comunicativo, noi e voi accettiamo i relativi rischi ad esso connessi (ivi incluso il rischio di sicurezza connesso all'intercettazione di o all'accesso non autorizzato di detti sistemi comunicativi, il rischio di corruzione di tali comunicazioni elettroniche nonché i rischi di virus o altri sistemi dannosi).

24. RISERVATEZZA

24.1 Vigete un obbligo di riservatezza nei confronti dei nostri clienti. Tuttavia concordate che potremo, se richiesto dai nostri assicuratori o altri consulenti, fornire dettagli in relazione a qualsiasi incarico per cui operiamo o abbiamo operato per vostro conto e che potremo anche trovarci nella necessità di dover rivelare informazioni riservate relative alla vostra attività solo se richiesto per fini legali, normativi o assicurativi.

24.2 Ai sensi della clausola 24.1, entrambe le parti concordano di non divulgare per nessuna ragione dettagli relativi a transazioni o alle nostre consulenze senza previo consenso scritto dell'altra parte. Fatta salva l'esistenza di un obbligo di riservatezza che annullerà il presente punto, avremo la facoltà di menzionare a terzi (ad esempio nel corso di presentazioni, discorsi, ecc.) e/o pubblicare (ad esempio in brochure, materiale destinato a marketing o altro materiale scritto) la fornitura di servizi alla vostra società.

24.3 I Servizi saranno forniti solo per vostro uso esclusivo e per lo scopo indicato. Non saremo responsabili nei confronti di terzi in relazione ai nostri Servizi. Non farete menzione o riferimento alla nostra consulenza, né in toto né in parte, a terzi, verbalmente o nei bilanci di esercizio o in altri documenti, circolari o dichiarazioni senza previa autorizzazione scritta da parte nostra. La concessione dell'autorizzazione sarà a nostra completa discrezione.

24.4 Non approveremo nessuna menzione ai nostri Servizi a meno che non contenga sufficienti riferimenti a tutti i presupposti e/o restrizioni specifiche (se presenti) a cui la fornitura dei nostri Servizi è soggetta. La nostra approvazione è necessaria indipendentemente dal fatto che venga o meno fatto riferimento al nostro nome e i nostri servizi di consulenza siano o meno associati a quella di terzi.



25. PROPRIETA' INTELLETTUALE

Tutti i diritti di proprietà intellettuale (ivi inclusi copyright) nei documenti, materiali, registri, dati e informazioni in qualsiasi forma sviluppati o forniti o altrimenti prodotti nella fornitura dei nostri Servizi, saranno di nostro esclusivo possesso. Vi sarà concessa una licenza irrevocabile, non esclusiva ed esente da royalty per l'utilizzo o la riproduzione di tali diritti di proprietà intellettuale per qualsiasi scopo connesso all'immobile.

26. CESSIONE DEL CONTRATTO

Nessuna parte avrà la facoltà di cedere il presente contratto o i diritti e gli obblighi risultanti dal medesimo senza previa autorizzazione scritta dell'altra parte. Tale autorizzazione non potrà essere irragionevolmente negata.

27. INFORMAZIONI GENERALI

- 27.1 Qualora qualsiasi disposizione dei Termini Commerciali venisse considerata da qualsiasi corte, tribunale o ente amministrativo della giurisdizione competente parzialmente o totalmente illegale, priva di validità, inefficace, invalidabile, inapplicabile o irragionevole, tale illegalità, invalidità, inefficacia, inapplicabilità o irragionevolezza saranno considerate come indipendenti e i rimanenti Termini Commerciali nonché la parte restante di detta disposizione continueranno ad avere effetto e ad essere applicate.
- 27.2 Il mancato adempimento o ritardo da parte nostra nell'attuazione o nell'attuazione parziale di qualsiasi disposizione contenuta nei presenti Termini Commerciali non potrà essere interpretato come mancato esercizio di qualsiasi altro diritto da noi esercitabile secondo i presenti Termini Commerciali.
- 27.3 Nessuna condizione contenuta nella Lettera o nei presenti Termini Commerciali potrà essere intesa come conferente un beneficio a o applicabile da nessuna persona che non ne sia parte interessata.
- 27.4 Tutte le Lettere e i Termini Commerciali saranno disciplinati e interpretati ai sensi del diritto italiano. Qualsiasi disputa derivante o connessa all'interpretazione e/o all'applicazione del presente contratto, sarà sottoposta, in primo luogo, alla mediazione da parte di Bridge Mediation Italia, ai sensi delle relative procedure e norme. La mediazione avrà luogo a Milano. Qualora, entro 4 mesi dal suo inizio, la mediazione non abbia buon esito, la questione verrà sottoposta all'esclusiva giurisdizione del Tribunale di Milano.
- 27.5 I riferimenti ai partner di Cushman & Wakefield LLP sono utilizzati per indicare i soci di Cushman & Wakefield LLP o i dipendenti o consulenti di pari livello e qualifiche. L'elenco dei soci di Cushman & Wakefield LLP e dei soggetti non soci, designati quali "partner", è a disposizione presso la nostra sede, in 43-45 Portman Square, Londra, W1A 3BG.



ALLEGATO II
SCHEDE DI SINTESI DEI RAPPORTI DI VALUTAZIONE DI OGNI
PROPRIETA'

Indirizzo :	Rivium Boulevard 122, Capelle aan den IJssel, Paesi Bassi
Tipo di proprietà	Direzionale
Valutatore:	La valutazione è stata condotta da Frank Elferink MRICS e Hans Hinfelaar.



Ubicazione:	La Proprietà è ubicata a Capelle aan den IJssel, una cittadina confinante con Rotterdam, e fa parte del centro direzionale Rivium, una delle principali zone direzionali cittadine sviluppata negli anni '90. La Proprietà gode di ottima accessibilità a mezzo auto grazie alla sua vicinanza all'autostrada A16.
--------------------	--

Descrizione ed uso:	La Proprietà consiste in un immobile ad uso uffici disposto ad L con annesso un piccolo spazio ad uso industriale e 176 posti auto. La Proprietà è locata ad un unico conduttore e si sviluppa su 5 piani fuori terra: il piano terra, oltre agli uffici, dispone di una porzione ad uso industriale; il 1°, 2° e 3° piano ospitano uffici, mentre all'ultimo piano sono poste le sale riunioni e la mensa. Grazie al suo lay-out flessibile, la Proprietà può essere facilmente locata a più conduttori.
----------------------------	---

Sopralluogo:	Effettuato internamente ed esternamente in data 26 Maggio 2011.
---------------------	---

Stato Manutentivo alla data del sopralluogo:

In base al nostro sopralluogo in data 26 Maggio, lo stato manutentivo della Proprietà appare buono. Vogliamo tuttavia riportarvi che il conduttore ha evidenziato l'esistenza a suo avviso di alcuni difetti minori.

Consistenze:

	Uffici	Industriale/ Magazzino	Mensa/ Sale riunioni	
Piano Terra*	1.161,1	608,0		
Piano Primo	1.544,4			
Piano Secondo	1.475,1			
Piano Terzo	1.475,1			
Piano Quarto			608,1	
Totale	5.655,7	608,0	608,1	6.871,8

* nel piano terra sono inclusi gli spazi ad uso industriale leggero (352mq) e l'ammezzato ad uso archivi (256mq)

La Proprietà dispone di 174 posti auto esterni.

Stato Locativo:

La Proprietà è interamente locata a Imtech Nederland B.V. come dettagliato di seguito:

Sintesi Contratto	
Conduttore	Imtech Nederland B.V.
Indirizzo	Rivium 1° Straat, Rivium Business Centre
Superficie locata	6.871,8
Sottoscrizione contratto	1 Luglio 2007
Scadenza contratto	30 Giugno 2017
Preavviso / Estensione	12 mesi / 5 anni
Canone al 31/12/2011 (EUR)	1.019.079 (basato sulle tabelle di indicizzazione CBS)

Canone di Mercato al 31/12/2011:

€966.200 (Novecentosessantaseimiladuecento Euro) annui

Metodo di valutazione adottato:

Reddituale.

Valore di Mercato al 31/12/2011:

€11.000.000 (Undicimilioni Euro)

Confronto con la valutazione al 30/06/2011:

Basandosi sulla lettera di indicizzazione del canone del 12/05/2011, si è avuta una lieve diminuzione del canone di locazione. Considerata l'attuale situazione del mercato uffici e la durata residua del contratto, abbiamo corretto il rendimento netto di 95 punti base.

Indirizzo :	Spurkterweg 59 / Amachtstraat 26-28, Venray, Paesi Bassi
Tipo di proprietà	Magazzino Logistico
Valutatore:	La valutazione è stata condotta da Frank Elferink MRICS e Hans Hinfelaar.



Ubicazione:

La proprietà è ubicata nella moderna zona industriale ‘Smakterheide2’ di Venray, una cittadina posta a circa 40km est da Enidhoven e a circa 10km con il confine con la Germania.

La proprietà è ben collegata al sistema viario principale ed è posta nei pressi dell’autostrada A73 con un buon accesso alla rete autostradale olandese e tedesca tramite le autostrade A67 (Eindhoven-Venlo) e A2 (Amsderdam-Maastricht).

Grazie alla prossimità con il sistema autostradale, la proprietà gode di un eccellente accesso sia per veicoli pesanti, sia per auto.

Descrizione:	<p>La Proprietà è stata costruita nel 2005 ed è costituita da un magazzino flessibile e moderno di forma rettangolare con annesso un piccolo ufficio, uno spogliatoio, 14 porte di carico, 3 portoni e circa 150 posti auto di proprietà posti esternamente.</p> <p>La Proprietà è prevalentemente distribuita su un unico piano, ad eccezione di un lato, dove è disposta su due piani e sono ubicati un archivio e lo spogliatoio/docce dei dipendenti. All'interno del capannone è presente una piccola cabina uffici semi-permanente. Quasi tutto il capannone dispone di un'altezza interna di circa 12 metri e la portata del pavimento è di 5.000kg/mq.</p> <p>La Proprietà è attualmente collegata all'edificio adiacente tramite diversi accessi e ne condivide diversi impianti (quali il sistema anti-incendio e l'impianto elettrico). L'accesso alla proprietà avviene tramite l'ingresso posizionato in prossimità della proprietà adiacente.</p>
---------------------	---

Sopralluogo:	Effettuato internamente ed esternamente in data 26 Maggio 2011.
---------------------	---

Stato Manutentivo alla data del sopralluogo:	In base al nostro sopralluogo condotto in data 26 Maggio, la Proprietà si trova in un buono stato manutentivo.
---	--

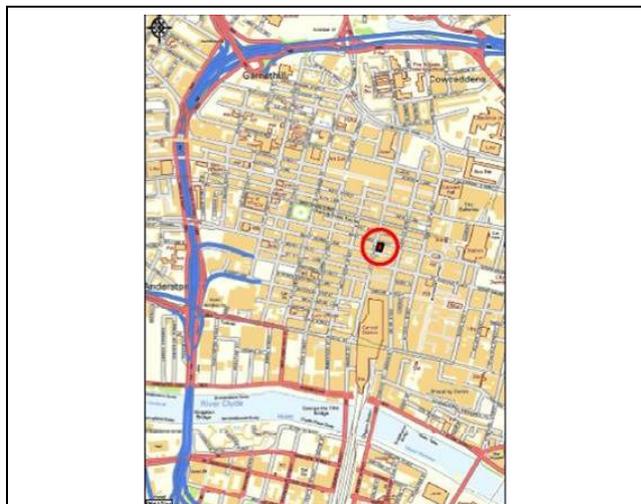
Consistenze:	<hr/>			
		Uffici	Archivio, spogliatoio/ docce e bagni	Industriale/ Magazzino
	Piano Terra	77,22		10.845,62
	Piano Primo		197,59	
	Totale	77,22	197,59	10.845,62

La Proprietà dispone inoltre di circa 150 posti auto scoperti.

Stato Locativo:	<p>La Proprietà è locata al 100% a Flextronic Logistics B.V. come dettagliato in seguito:</p> <table border="1"><thead><tr><th colspan="2">Sintesi Contratto</th></tr></thead><tbody><tr><td>Conduttore</td><td>Flextronic Logistics B.V.</td></tr><tr><td>Superficie locata</td><td>11.120,4</td></tr><tr><td>Sottoscrizione contratto</td><td>1 Settembre 2005</td></tr><tr><td>Scadenza contratto</td><td>28 February 2012</td></tr><tr><td>Canone 31/12/2011</td><td>703.647</td></tr></tbody></table> <p>Secondo le informazioni fornite dall'Asset Manager, il contratto è scaduto il 20 Novembre 2011 con periodi di estensione di un mese a partire da quella data. Poiché il conduttore non ha comunicato disdetta a Gennaio, assumiamo che la data di scadenza sia il 28 Febbraio 2012.</p>	Sintesi Contratto		Conduttore	Flextronic Logistics B.V.	Superficie locata	11.120,4	Sottoscrizione contratto	1 Settembre 2005	Scadenza contratto	28 February 2012	Canone 31/12/2011	703.647
Sintesi Contratto													
Conduttore	Flextronic Logistics B.V.												
Superficie locata	11.120,4												
Sottoscrizione contratto	1 Settembre 2005												
Scadenza contratto	28 February 2012												
Canone 31/12/2011	703.647												

Canone di Mercato al 31/12/2011:	€ 538.800 (Cinquecentotrentottomilaottocento Euro) annui
Metodo di valutazione adottato:	Reddituale.
Valore di Mercato al 31/12/2011:	€ 4.260.000 (Quattromilioniduecentosessantamila Euro)
Confronto con la valutazione al 30/06/2011:	<p>Il conduttore non ha rinnovato il contratto e dispone ora di un accordo flessibile (rinnovo mensile); considerando che sta affittando un immobile logistico nelle vicinanze, riteniamo realistico che la proprietà possa presto essere sfitta. Nell'attuale situazione di mercato non ci sono investitori pronti ad investire in proprietà sfitte o con termini di locazione in scadenza; neanche le istituzioni finanziarie sono propense a finanziare questo tipo di proprietà.</p> <p>Considerando la situazione di mercato attuale, abbiamo aggiustato il rendimento netto iniziale al 7.8%.</p>

Indirizzo :	163 West George Street, Glasgow, Regno Unito
Tipo di proprietà	Direzionale
Valutatore:	La valutazione è stata condotta da Peter Balnave FRICS e supervisionata da Rupert Dodson FRICS.



Ubicazione:	<p>La Proprietà è ubicata nella primaria area direzionale nel centro Glasgow, in prossimità della rete di trasporto pubblica, zona commerciale e ristoranti.</p> <p>L'area circostante è di carattere commerciale. La maggior parte degli edifici è a destinazione uffici con la presenza di diverse unità commerciali e ristoranti.</p> <p>Buchanan Street, primaria via commerciale, è a meno di 500mt a est della Proprietà.</p>
--------------------	---

Descrizione ed uso:	<p>La Proprietà risale al 1859, ristrutturata nel 1992, è costituita da un immobile a destinazione uffici posto in una posizione angolare di rilievo. L'edificio è disposto su 7 piani di cui il piano semi interrato, terra e 4 piani fuori terra occupati da uffici, ed il piano interrato occupato da un parcheggio custodito di 16 posti auto.</p>
----------------------------	--

Sopralluogo:	Effettuato in data 6 Giugno 2011.
---------------------	-----------------------------------

Stato Manutentivo alla data del sopralluogo:

Come verificato durante il nostro sopralluogo, la Proprietà è in buone condizioni e stato manutentivo.
Non ci sono stati comunicati cambiamenti materiali da Dicembre 2010 ad oggi come confermato dal nostro recente sopralluogo.

Consistenze:

La superficie totale è pari a 3.057,57mq come meglio dettagliata nella tabella di seguito:

Unità/Piano	Uso	Metro quadrato	Piede quadrato
Semi-interrato Fronte	Uffici	183,76	1.978
Semi-interrato Retro	Consultorio	318,84	3.432
Terra	Uffici	513,37	5.526
Primo	Uffici	583,52	6.281
Secondo	Uffici	584,35	6.290
Terzo	Uffici	534,83	5.757
Quarto	Uffici	338,90	3.648
		3.057,57	32.912

In aggiunta a quanto sopra, vi sono 16 posti auto custoditi al piano interrato.

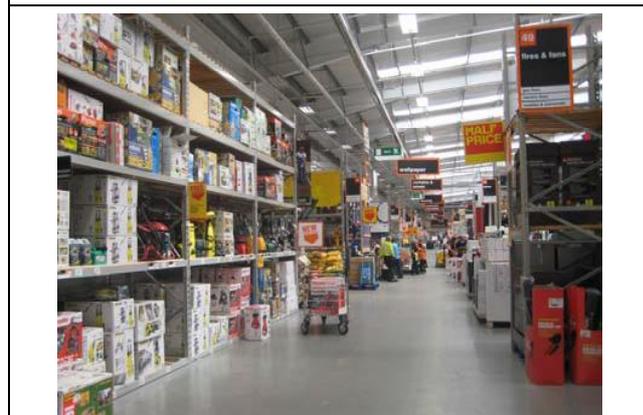
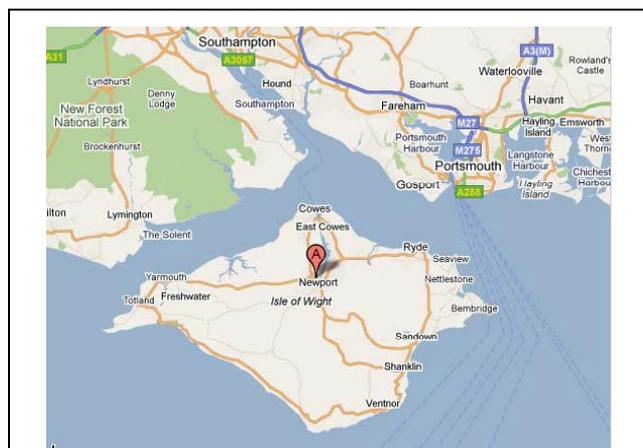
Stato Locativo:

Conduttore/ Sfitto	Piano	Superfici (piedi quadrati)	Recesso / Scadenza	Prossima revisione canone	Canone Attuale (£/anno)	Commenti / Indicizzazione
Pertemps Ltd	Interrato - Fronte	1.978	30/10/2014	-	31.190	2 posti auto inclusi
Sfitto	Interrato - Retro	3.432	-	-	-	1 posto auto incluso
Savills Commercial Ltd	Terra	5.526	15/03/2017	16/03/2012	116.476	4 posti auto inclusi
Barnett Waddingham LLP	Primo	6.281	14/10/2016	14/10/2016	1° anno 67.500 2° anno 77.500 3° anno 87.500 4° anno 107.500 5° anno 131.450	3 posti auto inclusi
KPMG LLP	Secondo	6.290	16/12/2012	120828	115.100	2 posti auto inclusi
Northgate Information Solutions UK Ltd	Terzo	5.757	08/11/2014	09/11/2014	100.304	2 posti auto inclusi
Sfitto	Quarto	3.648	-	-	-	2 posti auto inclusi
Scottish Power			12/11/2051			1
Superficie Netta Affittabile:		32.912				

Gli spazi ad uso uffici collocati al piano interrato retro e al quarto piano, sono attualmente sfitto.

Canone di Mercato al 31/12/2011:	£561.801 (Cinquecentosessantunmilaottocentouno Sterline Inglesi) annui
Metodo di valutazione adottato:	Reddituale.
Valore di Mercato al 31/12/2011:	£5.624.000 (Cinquemilioneisecentoventiquattromila Sterline Inglesi) pari a Euro (al cambio del 30/06/2011 Banca d'Italia: £/€ 0,8353): € 6.732.910 (Seimilionesettecentotrentaduemilanovecentodieci Euro)
Confronto con la valutazione al 30/06/2011:	<p>Si è avuta una diminuzione del valore di mercato rispetto a quanto riportato nella valutazione di Giugno 2011 (£6.525.000) dovuta principalmente a quanto segue:</p> <ul style="list-style-type: none">- Permanere dello sfitto al piano interrato e riduzione del canone di mercato;- Scadenza dei contratti più vicina;- Mercato uffici più debole. <p>Nonostante non vi siano state recenti vendite di proprietà simili sul mercato locale, il trend generale degli investimenti nel mercato uffici scozzese nel terzo e quarto trimestre ha registrato un aumento dei rendimenti/caduta dei valori. Rendimenti equivalenti per un reddito sicuro a breve termine come questo, sono attualmente considerati essere ben oltre l'8%.</p>

Indirizzo :	B&Q, Dodnor Lane, Newport, Isle of Wight, Regno Unito
Tipo di proprietà	Magazzino Commerciale stand alone
Valutatore:	La valutazione è stata condotta da Richard Ching MRICS e supervisionata da Emma Grey MRICS e Rupert Dodson FRICS.



Ubicazione:	La Proprietà è ubicata lungo Medina Way a circa 1km a nord rispetto il centro di Newport, Isola di Wight. Il sito faceva parte del precedente Newport College e nell'area limitrofa si trovano oggi diversi immobili ad uso industriale e commerciale, il College dell'Isola di Wight, l'ospedale St. Mary ed il centro direzionale St. Cross.
--------------------	--

Descrizione ed uso:	La Proprietà, risalente al 2003, è costituita da un grande magazzino commerciale posto su un livello con zona ad uso uffici distribuita su due piani, un vivaio ed un deposito edile, un parcheggio ed una piazzola di carico/scarico merci separata, posta sul retro.
----------------------------	--

Sopralluogo:	Effettuato in data 27 Maggio 2011.
---------------------	------------------------------------

Stato Manutentivo alla data del sopralluogo:	Assumiamo che la proprietà sia in un buon stato manutentivo come registrato durante il nostro ultimo sopralluogo.
---	---

Consistenze:	Unità/Piano	Uso	Metro quadro	Piede quadro
	Piano Terra	Vendita, Magazzino e Uffici	7.528,45	81.035,43
	Primo Piano	Uffici e Area Dipendenti	239,91	2.582,37
	Totale		7.768,36	83.617,80

La Proprietà dispone di circa 350 posti auto scoperti.

Stato Locativo:	<p>La Proprietà è interamente locata a B&Q Plc in base a un contratto scadente il 06/11/2027, redatto con termini standard di piena manutenzione e assicurazione (<i>'standard full repairing and insuring terms'</i>), con concessione del diritto di cessione o sub-locazione. I termini principali sono riportati nella tabella di seguito:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Inizio</th> <th>Scadenza</th> <th>Date di recesso</th> <th>Canone attuale (£/anno)</th> <th>Aggiornamento Canone/ Data di inizio</th> <th>Basi di aggiornamento</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>07/11/2007</td> <td>06/11/2027</td> <td>n/a</td> <td>1.254.270</td> <td>07/11/2012</td> <td>Ogni 5 anni. Legato al RPI* per il 2012 e 2017 e con un tetto massimo del 15,9% per anno. Aggiornamento al canone di mercato dal 2022.</td> </tr> </tbody> </table> <p>*RPI: Retail Price Index.</p>	Inizio	Scadenza	Date di recesso	Canone attuale (£/anno)	Aggiornamento Canone/ Data di inizio	Basi di aggiornamento	07/11/2007	06/11/2027	n/a	1.254.270	07/11/2012	Ogni 5 anni. Legato al RPI* per il 2012 e 2017 e con un tetto massimo del 15,9% per anno. Aggiornamento al canone di mercato dal 2022.
Inizio	Scadenza	Date di recesso	Canone attuale (£/anno)	Aggiornamento Canone/ Data di inizio	Basi di aggiornamento								
07/11/2007	06/11/2027	n/a	1.254.270	07/11/2012	Ogni 5 anni. Legato al RPI* per il 2012 e 2017 e con un tetto massimo del 15,9% per anno. Aggiornamento al canone di mercato dal 2022.								

Canone di Mercato al 31/12/2011:	£1.087.000 (Unmilioneottantasettemila Sterline Inglesi) annuo
---	--

Metodo di valutazione adottato:	Reddituale.
--	-------------

Valore di Mercato al 31/12/2011:	<p>£20.620.000 (Ventimilioniseicentoventimila Sterline Inglesi)</p> <p>pari a Euro (al cambio del 31/12/2011 Banca d'Italia: £/€ 0,8353):</p> <p>€ 24.685.742</p> <p>(Ventiquattromilioniseicentottantacinquemilasettecentoquarantadue Euro)</p>
---	---

Confronto con la valutazione al 30/06/2011:	A partire da settembre vi è stato un aumento dell'offerta nel mercato dei magazzini commerciali, ad ogni modo la trasparenza del mercato suggerirebbe che i migliori rendimenti per unità DIY locata in base a contratti con revisioni collegate al Retail Price Index (RPI) siano stabili al 6,00%. Considerato che il resto del mercato retail è
--	--

	<p>diminuito, abbiamo avuto evidenza di una maggior richiesta di asset 'sicuri'. Con l'imminente aumento del RPI in Novembre 2012, i potenziali acquirenti possono iniziare a tenerne positivamente conto nel rendimento iniziale. Di conseguenza, abbiamo adottato un rendimento iniziale netto del 5,75% al posto del 6% di Giugno. Ad ogni modo il mercato può oscillare nell'arco del 2012. Raccomandiamo che la Proprietà sia tenuta sotto controllo in quanto l'opinione degli investitori potrebbe cambiare nell'attuale clima di incertezza ma la lunga durata del contratto di locazione con rendita sicura fornirebbe una stabilità del valore nel breve termine.</p>
--	---

Indirizzo :	Mackmyra 20:18 & 20:19 Valbo, Gävle, Svezia
Tipo di proprietà	Due magazzini commerciali
Valutatore:	La valutazione è stata condotta da Magnus Berlung MRICS.

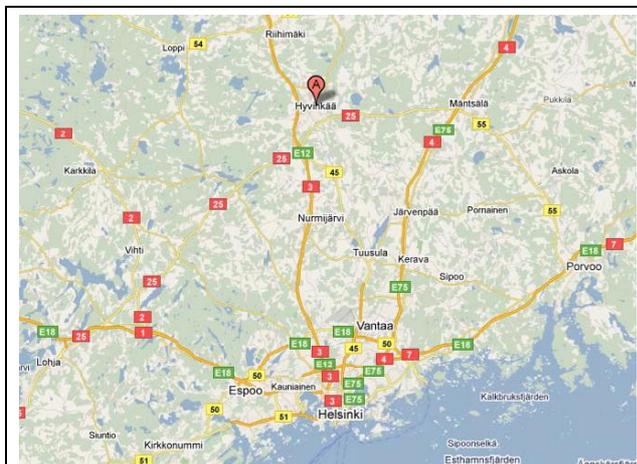


Ubicazione:	<p>Valbo è situata a 7 km a ovest del centro di Gävle e a circa 2 km dall'autostrada principale E4. L'area è accessibile tramite la Strada 80 che collega la E4 con il centro della città.</p> <p>Le Proprietà Mackmyra 20:18 e Mackmyra 20:19 sono situate sull'estremità Ovest dell'area commerciale di Valbo e sono divise da un mobilificio. Ad est della Proprietà si trovano IKEA e il centro commerciale Valbo, mentre a Nord e ad Ovest vi sono aree residenziali. La Proprietà è facilmente accessibile dalla strada che la divide da IKEA.</p>
--------------------	--

Descrizione ed uso:	<p>Le Proprietà Mackmyra 20:18 e Mackmyra 20:19 consistono in due magazzini commerciali stand alone costruiti nel 2000. Gli immobili sono disposti su un unico piano e, solo in parte, è presente un mezzanino dove si trovano gli uffici. Fanno parte della Proprietà anche parcheggi, piazzali, e zone di carico/scarico merci.</p>
----------------------------	---

Sopralluogo:	Effettuato in data 13 Ottobre 2011.																									
Stato Manutentivo alla data del sopralluogo:	La Proprietà si trova in buone condizioni. Abbiamo preso visione dei vostri rapporti tecnici e piani di spesa da cui si evince che non sono necessari interventi nel breve termine.																									
Consistenze:	La superficie lorda di Mackmyra 20:18 è pari a 3.605 mq, mentre quella di Mackmyra 20:19 è pari a 1.253 mq per un totale pari a 4.858 mq.																									
Stato Locativo:	<p>Dalla rent roll fornitaci, la Proprietà è locata al 100% con tre contratti che seguono il formato standard svedese. Mackmyra 20:18 è locata a Kärve Zoo e Toys R Us, mentre Mackmyra 20:19 è locata a The Stadium come meglio dettagliato nelle tabelle sottostanti:</p> <table border="1"><thead><tr><th>Conduttore</th><th>Aree (mq)</th><th>Canone 2012 (SEK/anno)</th><th>Scadenza contratto</th><th>Indicizzazione</th></tr></thead><tbody><tr><td>Kärve Zoo AB</td><td>1.493</td><td>1.940.900</td><td>31/10/2016</td><td>100%</td></tr><tr><td>The Stadium AB</td><td>1.253</td><td>1.848.192</td><td>31/08/2015</td><td>75%</td></tr><tr><td>Toy's Scandinavia A/S</td><td>2.112</td><td>2.731.224</td><td>31/08/2013</td><td>75%, minimo 2% per anno</td></tr><tr><td>Totale</td><td>4.858</td><td>6.520.316</td><td></td><td></td></tr></tbody></table> <p>Nel 2012 i tre contratti hanno una riduzione totale di canone pari a 1.107.948 SEK.</p>	Conduttore	Aree (mq)	Canone 2012 (SEK/anno)	Scadenza contratto	Indicizzazione	Kärve Zoo AB	1.493	1.940.900	31/10/2016	100%	The Stadium AB	1.253	1.848.192	31/08/2015	75%	Toy's Scandinavia A/S	2.112	2.731.224	31/08/2013	75%, minimo 2% per anno	Totale	4.858	6.520.316		
Conduttore	Aree (mq)	Canone 2012 (SEK/anno)	Scadenza contratto	Indicizzazione																						
Kärve Zoo AB	1.493	1.940.900	31/10/2016	100%																						
The Stadium AB	1.253	1.848.192	31/08/2015	75%																						
Toy's Scandinavia A/S	2.112	2.731.224	31/08/2013	75%, minimo 2% per anno																						
Totale	4.858	6.520.316																								
Canone di Mercato al 31/12/2011:	6.520.316 SEK (Seimilionicinquecentoventimilatrecentosedici Corone Svedesi)																									
Metodo di valutazione adottato:	Discounted Cash Flow Analysis.																									
Valore di Mercato al 31/12/2011:	93.236.256 SEK (Novantatremilioniduecentotrentaseimiladuecentocinquanta sei Corone Svedesi) pari a Euro (al cambio del 31/12/2011 Banca d'Italia: SEK/€ 8,9120): € 10.461.878 (Diecimilioniquattrocentosessantunmilaottocentosettantotto Euro)																									
Confronto con la valutazione al 30/06/2011:	Il reddito operativo netto si è mantenuto stabile e la lieve differenza nel valore di mercato è dovuta principalmente ad una variazione degli incentivi.																									

Indirizzo :	Varastokatu 9, Hyvinkää, Finlandia
Tipo di proprietà	Magazzino logistico
Valutatore:	La valutazione è stata condotta da Magnus Berlung MRICS.



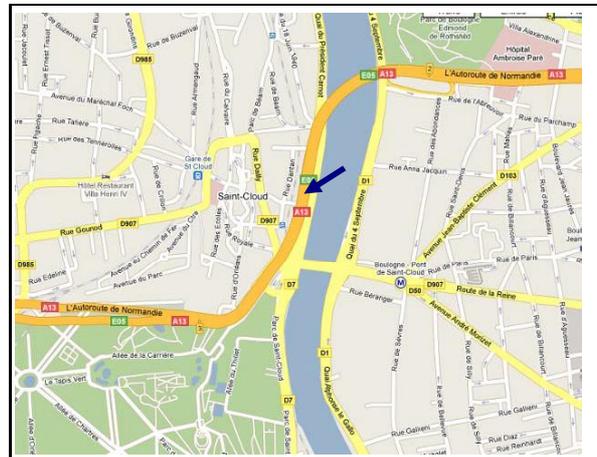
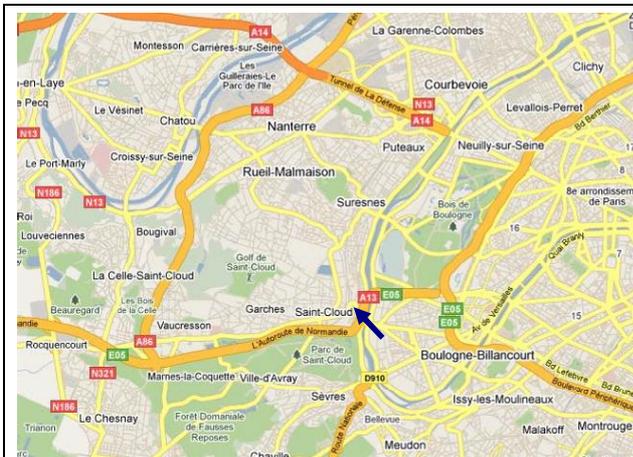
Ubicazione:	La Proprietà è ubicata a Hyvinkää, cittadina posta a circa 57km nord di Helsinki, a circa due chilometri dal centro cittadino, nella zona industriale di Sahanmäki. Nonostante non sia ubicata nelle immediate vicinanze dell'autostrada Helsinki/Tampere, la Proprietà gode di un buon accesso alla principale rete viaria. La zona circostante la Proprietà è caratterizzata dalla presenza di altri importanti operatori del settore industriale.
--------------------	--

Descrizione ed uso:	La Proprietà è stata costruita alla fine degli anni 80, è costituita da un edificio logistico/deposito con una piccola porzione adibita ad uffici sul fronte distribuita su tre piani. Sull'area di proprietà è installata una copertura permanente adibita a deposito cavi.
----------------------------	--

Sopralluogo:	Effettuato in data 1 Novembre 2011.
---------------------	-------------------------------------

Stato Manutentivo alla data di valutazione:	<p>A seguito del sopralluogo effettuato il 1° Novembre 2011 e facendo affidamento sulle informazioni tecniche forniteci, riteniamo che la Proprietà sia in buone condizioni generali.</p> <p>Siamo stati informati che sono state apportate delle migliorie come pianificato: sono state installate nuove porte ad alta velocità nella zona del magazzino, è stata modificata la ventilazione della mensa e migliorata quella del secondo piano nella zona magazzino. Per il 2013 è invece previsto un miglioramento del sistema di riscaldamento per un costo di €35.000.</p>																
Consistenze:	La superficie della Proprietà è pari a 11.597 mq interamente locati a Elektroskandia Oy. La superficie totale del sito è pari a 34.207 mq.																
Stato Locativo:	<p>Elektroskandia Oy, unico conduttore della proprietà, ha rinnovato il contratto di locazione nel Gennaio 2011 ai seguenti termini:</p> <table border="1"><thead><tr><th colspan="2">Sintesi Contratto</th></tr></thead><tbody><tr><td>Conduttore</td><td>Elektroskandia Suomi Oy</td></tr><tr><td>Indirizzo</td><td>Varastokatu 9</td></tr><tr><td>Superficie locata</td><td>11.597</td></tr><tr><td>Scadenza contratto</td><td>31 Dicembre 2017</td></tr><tr><td>Preavviso / Estensione</td><td>24 mesi / 5 anni</td></tr><tr><td>Indicizzazione</td><td>100%</td></tr><tr><td>Canone 2012 (EUR)</td><td>807.747</td></tr></tbody></table>	Sintesi Contratto		Conduttore	Elektroskandia Suomi Oy	Indirizzo	Varastokatu 9	Superficie locata	11.597	Scadenza contratto	31 Dicembre 2017	Preavviso / Estensione	24 mesi / 5 anni	Indicizzazione	100%	Canone 2012 (EUR)	807.747
Sintesi Contratto																	
Conduttore	Elektroskandia Suomi Oy																
Indirizzo	Varastokatu 9																
Superficie locata	11.597																
Scadenza contratto	31 Dicembre 2017																
Preavviso / Estensione	24 mesi / 5 anni																
Indicizzazione	100%																
Canone 2012 (EUR)	807.747																
Canone di Mercato al 31/12/2011:	€ 807.747 (Ottocentosettesettecentoquarantasette Euro)																
Metodo di valutazione adottato:	Discounted Cash Flow Analysis.																
Valore di Mercato al 31/12/2011:	€ 9.507.761 (Novemilionicinquecentosettemilasettecentosessantuno Euro)																
Confronto con la valutazione al 30/06/2011:	Il rendimento è incrementato di 25 punti percentuali, ma l'aumento dell'indicizzazione al 3,45% ha compensato l'impatto del rendimento.																

Indirizzo:	Espace NeOffice, 24/25/25bis quai Carnot, Saint Cloud, Francia
Tipo di proprietà	Direzionale
Valutatore:	La valutazione è stata condotta da Marie Cameron MRICS.



Ubicazione:	<p>La Proprietà è ubicata a Saint Cloud, un sobborgo di Parigi ubicato a sud-ovest della città, nella provincia di Les Hauts de Seine, al confine con Boulogne Billancourt. Saint Cloud fa parte della 'Mezzaluna d'Oro', area formata dai comuni posti sul confine occidentale di Parigi e terzo distretto direzionale dopo il centro di Parigi e La Défense. La Proprietà è posta tra la Senna e la linea tranviaria T2 e dispone di un eccellente accesso viario, con un'uscita sull'autostrada A13 posta a breve distanza. Il quartiere circostante è caratterizzato da edifici a destinazione residenziale e direzionale.</p>
--------------------	--

Descrizione ed uso:	<p>La Proprietà è composta da tre immobili occupati da un unico conduttore disposti intorno ad un cortile piantumato. L'unità centrale è stata costruita nel 1800, l'edificio posto a nord nel 1986 e quello posto a sud nel 1992. La Proprietà è stata recentemente ristrutturata (2008-2010) ed è tuttora coperta dalla garanzia di 10 anni.</p> <p>Gli edifici sono distribuiti su più livelli e ad altezze diverse, dovute al differente anno e tipologia di costruzione: l'edificio centrale è disposto su 3 piani fuori terra ed un interrato; l'edificio sud ha 3 piani fuori terra ed una copertura a terrazza; l'edificio nord dispone di 4 piani fuori terra e 2 interrati. La Proprietà dispone di 37 posti auto posti al piano terreno e al piano interrato.</p> <p>La destinazione d'uso è uffici.</p>
----------------------------	---

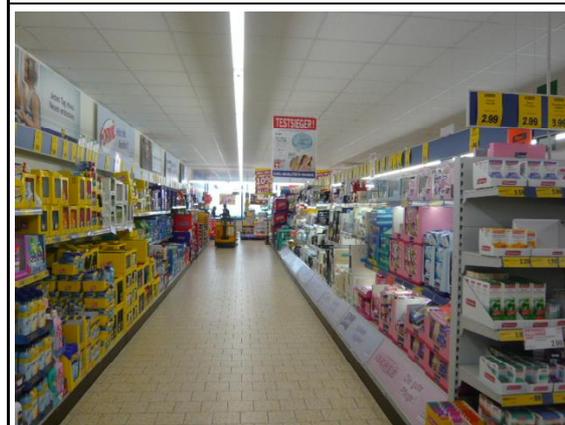
Sopralluogo:	Effettuato in data 6 Giugno 2011.
---------------------	-----------------------------------

Stato Manutentivo alla data della valutazione:	A seguito dell'ultima ristrutturazione avvenuta tra il 2008 e il 2010, in base al sopralluogo condotto in data 6 giugno, la Proprietà è in un eccellente stato manutentivo.
---	---

Consistenze:	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Immobile</th> <th>Piano</th> <th>Uffici (m²)</th> <th>Servizi Igienici (m²)</th> <th>Magazzino (m²)</th> <th>Spazi Tecnici (m²)</th> <th>Aree Miste (m²)</th> <th>Totale (m²)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="4">Edificio Sud</td> <td>Piano terra</td> <td>564,4</td> <td>26,4</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>590,8</td> </tr> <tr> <td>1° piano</td> <td>509,6</td> <td>33,2</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>542,8</td> </tr> <tr> <td>2° piano</td> <td>202,2</td> <td>24,4</td> <td></td> <td>1,3</td> <td></td> <td>227,9</td> </tr> <tr> <td>Terrazza</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td colspan="2">Superfici Edificio Sud</td> <td>1.276,2</td> <td>84,0</td> <td></td> <td>1,3</td> <td></td> <td>1.361,5</td> </tr> <tr> <td rowspan="4">Edificio Centrale</td> <td>1° interrato</td> <td>1,4</td> <td></td> <td>73,3</td> <td></td> <td></td> <td>74,7</td> </tr> <tr> <td>Piano terra</td> <td>109,4</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>109,4</td> </tr> <tr> <td>1° piano</td> <td>107,5</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>107,5</td> </tr> <tr> <td>2° piano</td> <td>100,4</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>100,4</td> </tr> <tr> <td colspan="2">Superfici Edificio Centrale</td> <td>318,7</td> <td></td> <td>73,3</td> <td></td> <td></td> <td>392,0</td> </tr> <tr> <td rowspan="6">Edificio Nord</td> <td>2° interrato</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>50,2</td> <td>50,2</td> </tr> <tr> <td>1° interrato</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>51,6</td> <td>32,4</td> <td>84,0</td> </tr> <tr> <td>Piano terra</td> <td>395,2</td> <td>20,0</td> <td></td> <td>2,0</td> <td>1,4</td> <td>418,6</td> </tr> <tr> <td>1° piano</td> <td>415,5</td> <td>20,7</td> <td></td> <td>2,2</td> <td>2,8</td> <td>441,2</td> </tr> <tr> <td>2° piano</td> <td>278,9</td> <td>6,1</td> <td></td> <td>1,4</td> <td></td> <td>286,4</td> </tr> <tr> <td>3° piano</td> <td>213,3</td> <td>6,1</td> <td></td> <td>4,6</td> <td></td> <td>224,0</td> </tr> <tr> <td colspan="2">Superfici Edificio Nord</td> <td>1.302,9</td> <td>52,9</td> <td></td> <td>61,8</td> <td>86,8</td> <td>1.504,4</td> </tr> <tr> <td colspan="2">Numero posti auto</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>37</td> </tr> <tr> <td colspan="2">Superfici totali (m²)</td> <td>2.897,8</td> <td>136,9</td> <td>73,3</td> <td>63,1</td> <td>86,8</td> <td>3.257,9</td> </tr> </tbody> </table>	Immobile	Piano	Uffici (m ²)	Servizi Igienici (m ²)	Magazzino (m ²)	Spazi Tecnici (m ²)	Aree Miste (m ²)	Totale (m ²)	Edificio Sud	Piano terra	564,4	26,4				590,8	1° piano	509,6	33,2				542,8	2° piano	202,2	24,4		1,3		227,9	Terrazza							Superfici Edificio Sud		1.276,2	84,0		1,3		1.361,5	Edificio Centrale	1° interrato	1,4		73,3			74,7	Piano terra	109,4					109,4	1° piano	107,5					107,5	2° piano	100,4					100,4	Superfici Edificio Centrale		318,7		73,3			392,0	Edificio Nord	2° interrato					50,2	50,2	1° interrato				51,6	32,4	84,0	Piano terra	395,2	20,0		2,0	1,4	418,6	1° piano	415,5	20,7		2,2	2,8	441,2	2° piano	278,9	6,1		1,4		286,4	3° piano	213,3	6,1		4,6		224,0	Superfici Edificio Nord		1.302,9	52,9		61,8	86,8	1.504,4	Numero posti auto							37	Superfici totali (m²)		2.897,8	136,9	73,3	63,1	86,8	3.257,9
Immobile	Piano	Uffici (m ²)	Servizi Igienici (m ²)	Magazzino (m ²)	Spazi Tecnici (m ²)	Aree Miste (m ²)	Totale (m ²)																																																																																																																																															
Edificio Sud	Piano terra	564,4	26,4				590,8																																																																																																																																															
	1° piano	509,6	33,2				542,8																																																																																																																																															
	2° piano	202,2	24,4		1,3		227,9																																																																																																																																															
	Terrazza																																																																																																																																																					
Superfici Edificio Sud		1.276,2	84,0		1,3		1.361,5																																																																																																																																															
Edificio Centrale	1° interrato	1,4		73,3			74,7																																																																																																																																															
	Piano terra	109,4					109,4																																																																																																																																															
	1° piano	107,5					107,5																																																																																																																																															
	2° piano	100,4					100,4																																																																																																																																															
Superfici Edificio Centrale		318,7		73,3			392,0																																																																																																																																															
Edificio Nord	2° interrato					50,2	50,2																																																																																																																																															
	1° interrato				51,6	32,4	84,0																																																																																																																																															
	Piano terra	395,2	20,0		2,0	1,4	418,6																																																																																																																																															
	1° piano	415,5	20,7		2,2	2,8	441,2																																																																																																																																															
	2° piano	278,9	6,1		1,4		286,4																																																																																																																																															
	3° piano	213,3	6,1		4,6		224,0																																																																																																																																															
Superfici Edificio Nord		1.302,9	52,9		61,8	86,8	1.504,4																																																																																																																																															
Numero posti auto							37																																																																																																																																															
Superfici totali (m²)		2.897,8	136,9	73,3	63,1	86,8	3.257,9																																																																																																																																															

Stato Locativo:	La Proprietà è locata al 100% ad un unico conduttore, come dettagliato di seguito:						
	Conduttore	Superfici (mq)	Uso	Prossima Opzione di Recesso	Termine del Contratto	Reddito Lordo (€/anno)	Reddito Lordo per mq (€/mq/anno)
	Majencia S.A	3.034,70	Uffici (bagni inclusi)	31/07/2017	31/07/2020	1.122.021	334,4
		73,30	Archivi				
		86,80	Aree miste				
		37	Posti auto				
	63,00	Locali tecnici					
Totale	3.257,90				1.122.021	334,4	
<p>Il contratto di locazione indica le seguenti classificazioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> - l'immobile al civico 24 Quai Carnot sarebbe qualificato 'ad esclusivo uso uffici e industriale leggero'; - l'immobile al civico 24bis Quai Carnot sarebbe qualificato 'ad esclusivo uso uffici'; - l'immobile al civico 25 Quai Carnot sarebbe qualificato 'ad esclusivo uso industriale leggero'. <p>Su richiesta del cliente e con riferimento all'effettivo uso delle superfici degli immobili, abbiamo considerato che l'intera proprietà sia ad uso uffici, includendo anche l'area espositiva.</p> <p>Il contratto prevede una penale pari a tre mesi di canone in caso di rescissione anticipata.</p>							
Canone di Mercato al 31/12/2011:	€ 965.605 (Novecentosessantacinquemilaseicentocinque Euro) annuo						
Metodo di valutazione adottato:	Reddittuale.						
Valore di Mercato al 31/12/2011:	€ 16.720.000 (Sedecimilionisettecentoventimila Euro)						
Confronto con la valutazione al 30/06/2011:	<p>Abbiamo mantenuto il tasso di capitalizzazione al 6,25% e il valore di mercato è lievemente aumentato rispetto alla nostra valutazione al 30 Giugno 2011. Il marginale aumento del valore di mercato è dovuto all'indicizzazione del canone di locazione avvenuta ad Agosto e alla nostra opinione di canone di locazione annuo che è aumentata per gli spazi ad uso uffici da €280/mq a €300/mq. Abbiamo tenuto in considerazione la crescente pressione sui canoni dovuta alla limitata offerta nella periferia occidentale. La Proprietà presenta un'ottima opportunità di investimento considerata la facilità di cessione e l'alta appetibilità di dimensioni relativamente liquide. Il valore di mercato della Proprietà (arrotondato) è di €16.720.000 che rappresenta un incremento del 4,30% rispetto alla valutazione precedente.</p>						

Indirizzo :	Thomas-Howie-Strasse 2/8, Östringen, Baden-Württemberg, Germania
Tipo di proprietà	Commerciale
Valutatore:	La valutazione è stata condotta da Martin Belik MRICS, Julia Hinz e Pierre Prager.



Ubicazione:	La Proprietà è ubicata nell'area commerciale Sandwiesen di Östringen, una piccola cittadina posta a circa 40km nord-est di Karlsruhe nella regione Baden-Württemberg. La Proprietà si trova ad ovest del centro cittadino ed è posta in seconda linea rispetto al sistema viario principale, alle spalle di un altro parco commerciale. Dispone di un buon accesso al sistema viario nazionale tramite la strada principale B292 e si trova a breve distanza dal centro cittadino e ad una frequentata fermata di autobus. L'area circostante è caratterizzata da immobili industriali e commerciali.
--------------------	---

Descrizione:	La Proprietà è stata costruita nel 2006 ed è costituita da due edifici separati e da circa 169 posti auto scoperti. L'edificio più grande è suddiviso in cinque unità commerciali, mentre l'altro è interamente occupato da Lidl. La destinazione d'uso è prettamente commerciale e le unità commerciali risultano moderne e spaziose.
---------------------	--

Sopralluogo:	Effettuato internamente ed esternamente in data 9 Giugno 2011.																																																												
Stato Manutentivo alla data del sopralluogo:	Non ci è stata fornita alcuna Due Diligence tecnica. Durante il sopralluogo del 9 Giugno non abbiamo rilevato grossi difetti strutturali e la Proprietà si presentava in buone condizioni considerando la data di costruzione. Non abbiamo quindi apportato alcuna riduzione del valore dovuta a spese.																																																												
Consistenze:	La superficie totale della Proprietà è pari a 4.580mq interamente destinati ad uso commerciale, alla quale si aggiungo circa 169 posti auto. I dati catastali riportano una superficie totale dell'area di 12.246mq. L'edificio occupato unicamente da Lidl dispone di una superficie pari a 1.327,37mq, mentre il secondo edificio dispone di una superficie totale di 3.252,93mq.																																																												
Stato Locativo:	<p>La Proprietà è interamente locata come dettagliato di seguito:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>N°</th> <th>Nome Conduttore</th> <th>Uso</th> <th>Superficie Locata [m²/PP]</th> <th>Canone Attuale [€/p.a.]</th> <th>Scadenza</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1</td> <td>Lidl</td> <td>Commerciale</td> <td>1.327,37</td> <td>165.600</td> <td>29/10/2018</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td>AWG Moden</td> <td>Commerciale</td> <td>996,93</td> <td>106.956</td> <td>30/10/2016</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td>dm</td> <td>Commerciale</td> <td>821,72</td> <td>98.160</td> <td>29/10/2016</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td>Deichmann</td> <td>Commerciale</td> <td>524,71</td> <td>64.015</td> <td>30/10/2016</td> </tr> <tr> <td>5</td> <td>TEDI</td> <td>Commerciale</td> <td>467,05</td> <td>48.755</td> <td>05/11/2016</td> </tr> <tr> <td>6</td> <td>Fressnapf</td> <td>Commerciale</td> <td>394,82</td> <td>41.930</td> <td>26/10/2016</td> </tr> <tr> <td>7</td> <td>Rothermel</td> <td>Commerciale</td> <td>47,70</td> <td>21.600</td> <td>14/11/2016</td> </tr> <tr> <td>8</td> <td>Vari</td> <td>Parcheggio esterno</td> <td>169,00</td> <td>0</td> <td>30/12/2016</td> </tr> <tr> <td colspan="3">Totale</td> <td>4.580,30</td> <td>547.016</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	N°	Nome Conduttore	Uso	Superficie Locata [m²/PP]	Canone Attuale [€/p.a.]	Scadenza	1	Lidl	Commerciale	1.327,37	165.600	29/10/2018	2	AWG Moden	Commerciale	996,93	106.956	30/10/2016	3	dm	Commerciale	821,72	98.160	29/10/2016	4	Deichmann	Commerciale	524,71	64.015	30/10/2016	5	TEDI	Commerciale	467,05	48.755	05/11/2016	6	Fressnapf	Commerciale	394,82	41.930	26/10/2016	7	Rothermel	Commerciale	47,70	21.600	14/11/2016	8	Vari	Parcheggio esterno	169,00	0	30/12/2016	Totale			4.580,30	547.016	
N°	Nome Conduttore	Uso	Superficie Locata [m²/PP]	Canone Attuale [€/p.a.]	Scadenza																																																								
1	Lidl	Commerciale	1.327,37	165.600	29/10/2018																																																								
2	AWG Moden	Commerciale	996,93	106.956	30/10/2016																																																								
3	dm	Commerciale	821,72	98.160	29/10/2016																																																								
4	Deichmann	Commerciale	524,71	64.015	30/10/2016																																																								
5	TEDI	Commerciale	467,05	48.755	05/11/2016																																																								
6	Fressnapf	Commerciale	394,82	41.930	26/10/2016																																																								
7	Rothermel	Commerciale	47,70	21.600	14/11/2016																																																								
8	Vari	Parcheggio esterno	169,00	0	30/12/2016																																																								
Totale			4.580,30	547.016																																																									
Canone di Mercato al 31/12/2011:	€ 534.372 (Cinquecentotrentaquattromilatrecentosettantadue Euro) annuali																																																												
Metodo di valutazione adottato:	Reddituale.																																																												
Valore di Mercato al 31/12/2011:	€ 6.770.000 (Seimilionsettecentosettantamila Euro)																																																												
Confronto con la valutazione al 30/06/2011:	La diminuzione del valore di mercato rispetto alla valutazione al 30/06/2011 (€6.800.000) è dovuta all'aumento della tassa di bollo dal 3,5% al 5%. Abbiamo inoltre tenuto conto della diminuzione dal 3% al 2% per sfitto e inesigibilità.																																																												

Indirizzo :	Les Jardines d'Osaka, 16 Rue Desparmet, Lyon, Francia
Tipo di proprietà	Direzionale
Valutatore:	La valutazione è stata condotta da Marie Cameron MRICS



Ubicazione:	<p>La Proprietà è ubicata a nel settore sud della città di Lione, non lontano dall'accesso alla tangenziale e all'autostrada A43, che collega Lione a Chambéry e Grenoble. L'immobile è posto in una via residenziale perpendicolare ad Avenue Mermoz, asse che collega il centro di Lione alla tangenziale e all'autostrada A43.</p> <p>Il quartiere circostante è caratterizzato da edifici a destinazione residenziale, alcuni vecchi edifici industriali/artigianali e diversi ospedali e cliniche. La zona che collega l'autostrada alla tangenziale è attualmente soggetta ad un importante sviluppo urbano, con lo scopo di rendere l'area più appetibile e di ridurre il volume del traffico.</p> <p>In termini di accessibilità al trasporto pubblico, la Proprietà si trova a meno di 1 km da una stazione tranviaria posta ad ovest (T2) e da una stazione metropolitana posta ad est (linea MD). Nelle vicinanze sono inoltre presenti diverse fermate di autobus.</p>
--------------------	--

Descrizione ed uso:	<p>La Proprietà è stata costruita nel 2008 e si sviluppa su tre piani fuori terra ed un piano interrato. Ciascun piano consiste in quattro piatti commerciali di forma rettangolare collegati da una hall centrale e serviti da scale e ascensore.</p> <p>La Proprietà dispone di 64 posti auto posti al piano interrato, di cui 10 singoli e 27 doppi.</p> <p>La destinazione d'uso è uffici.</p>
----------------------------	--

Sopralluogo:	Effettuato in data 20 Ottobre 2010.
---------------------	-------------------------------------

Stato Manutentivo alla data di valutazione:	La Proprietà è in un eccellente stato manutentivo.
--	--

Consistenze:	<p>La tabella di seguito riporta le superfici affittabili come riportate nei contratti di locazione:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Piano</th> <th>Conduttore</th> <th>Piatto commerciale</th> <th>Uffici* (mq)</th> <th>Archivi (mq)</th> <th>Posti auto singoli (n°)</th> <th>Posti auto doppi (n°)</th> <th>Totale (mq)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="4">Interrato</td> <td>Decitre</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>11</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Grand Est Campus</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>1</td> <td>7</td> <td></td> </tr> <tr> <td>HMF en Rhone Alpes</td> <td></td> <td></td> <td>39,95</td> <td>8</td> <td>8</td> <td>39,95</td> </tr> <tr> <td>Sfitto</td> <td></td> <td></td> <td>67,00</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>67,00</td> </tr> <tr> <td colspan="3">Superficie totale interrato</td> <td></td> <td>106,95</td> <td></td> <td></td> <td>106,95</td> </tr> <tr> <td>Terra</td> <td>Grand Est Campus</td> <td>A-B-C-D</td> <td>1.124,00</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>1.124,00</td> </tr> <tr> <td colspan="3">Superficie totale PT</td> <td>1.124,00</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>1.124,00</td> </tr> <tr> <td rowspan="3">Primo</td> <td>Decitre</td> <td>B-C-D</td> <td>836,30</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>836,30</td> </tr> <tr> <td>HMF en Rhone Alpes</td> <td>A</td> <td>277,20</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>277,20</td> </tr> <tr> <td colspan="3">Superficie totale 1°P</td> <td>1.113,50</td> <td></td> <td></td> <td>1.113,50</td> </tr> <tr> <td>Secondo</td> <td>HMF en Rhone Alpes</td> <td>A-B-C-D</td> <td>1.019,60</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>1.019,60</td> </tr> <tr> <td colspan="3">Superficie totale 2°P</td> <td>1.019,60</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>1.019,60</td> </tr> <tr> <td colspan="5">Posti auto</td> <td>10</td> <td>27</td> <td>37</td> </tr> <tr> <td colspan="3">Les Jardins d'Osaka</td> <td>3.257,10</td> <td>106,95</td> <td>10</td> <td>27</td> <td>3.364,05</td> </tr> <tr> <td colspan="3">Superficie Totale (mq)</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>* inclusi servizi igienici e parte della hall</p>	Piano	Conduttore	Piatto commerciale	Uffici* (mq)	Archivi (mq)	Posti auto singoli (n°)	Posti auto doppi (n°)	Totale (mq)	Interrato	Decitre					11		Grand Est Campus				1	7		HMF en Rhone Alpes			39,95	8	8	39,95	Sfitto			67,00	1	1	67,00	Superficie totale interrato				106,95			106,95	Terra	Grand Est Campus	A-B-C-D	1.124,00				1.124,00	Superficie totale PT			1.124,00				1.124,00	Primo	Decitre	B-C-D	836,30				836,30	HMF en Rhone Alpes	A	277,20				277,20	Superficie totale 1°P			1.113,50			1.113,50	Secondo	HMF en Rhone Alpes	A-B-C-D	1.019,60				1.019,60	Superficie totale 2°P			1.019,60				1.019,60	Posti auto					10	27	37	Les Jardins d'Osaka			3.257,10	106,95	10	27	3.364,05	Superficie Totale (mq)							
Piano	Conduttore	Piatto commerciale	Uffici* (mq)	Archivi (mq)	Posti auto singoli (n°)	Posti auto doppi (n°)	Totale (mq)																																																																																																																					
Interrato	Decitre					11																																																																																																																						
	Grand Est Campus				1	7																																																																																																																						
	HMF en Rhone Alpes			39,95	8	8	39,95																																																																																																																					
	Sfitto			67,00	1	1	67,00																																																																																																																					
Superficie totale interrato				106,95			106,95																																																																																																																					
Terra	Grand Est Campus	A-B-C-D	1.124,00				1.124,00																																																																																																																					
Superficie totale PT			1.124,00				1.124,00																																																																																																																					
Primo	Decitre	B-C-D	836,30				836,30																																																																																																																					
	HMF en Rhone Alpes	A	277,20				277,20																																																																																																																					
	Superficie totale 1°P			1.113,50			1.113,50																																																																																																																					
Secondo	HMF en Rhone Alpes	A-B-C-D	1.019,60				1.019,60																																																																																																																					
Superficie totale 2°P			1.019,60				1.019,60																																																																																																																					
Posti auto					10	27	37																																																																																																																					
Les Jardins d'Osaka			3.257,10	106,95	10	27	3.364,05																																																																																																																					
Superficie Totale (mq)																																																																																																																												

Stato Locativo:	La Proprietà è interamente locata a tre conduttori ad esclusione di un piccolo spazio sfitto posto al piano interrato e due posti auto, come dettagliato di seguito:					
	Conduttore	Superfici (mq o n°)	Destinazione d'uso	Prossima Opzione di Recesso	Scadenza Contratto	Reddito Lordo (€/anno)
Decitre	836,30	Uffici	31/12/2013	01/09/2019	129.722	144,59
	0	Archivio				0
	0	Posto auto singolo				0
	11	Posto auto doppio				800
Grand Est Campus	1124,00	Uffici	27/09/2015	28/09/2018	201.472	170,60
		Archivio				0
	1	Posto auto singolo				1.033,93
	7	Posto auto doppio				1.240,42
HMF en Rhone Alpes	1296,80	Uffici	31/05/2015	01/06/2018	228.838	161,94
	39,95	Archivio				73,61
	8	Posto auto singolo				981,43
	8	Posto auto doppio				1.177,72
Sfitto	0	Uffici			0	0
	67,00	Archivio			0	0
	1	Posto auto singolo			0	0
	1	Posto auto doppio			0	0
Totale	3.364,05				560.032	

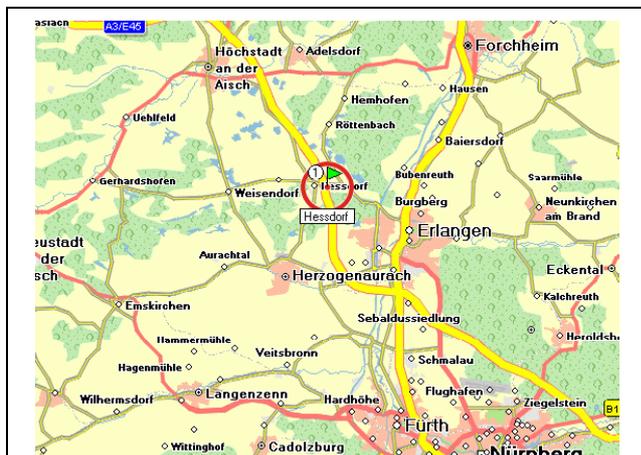
Canone di Mercato al 31/12/2011:	€ 591.960 (Cinquecentonovantunmilanovecentosessanta Euro) annuo
---	--

Metodo di valutazione adottato:	Reddituale.
--	-------------

Valore di Mercato al 31/12/2011:	€ 9.023.000 (Novemilioniventitremila Euro)
---	---

Confronto con la valutazione al 30/06/2011:	Abbiamo mantenuto il tasso di capitalizzazione al 6,5% ed il valore di mercato è aumentato rispetto alla valutazione precedente. Il lieve incremento del canone di locazione netto e del valore di mercato, avvenuto negli ultimi tre mesi, è principalmente dovuto all'indicizzazione del canone. Abbiamo mantenuto lo stesso tasso di capitalizzazione della valutazione precedente (30/06/2011) considerando che la domanda di uffici di ottima qualità, di ridotte dimensioni come la Proprietà, si è mantenuta forte nel corso dell'ultimo trimestre 2011. Rimane tuttavia ancora una piccola parte sfitto al piano interrato e due posti auto (uno singolo e uno doppio) non locati, dove abbiamo applicato un periodo di sfitto pari a 6 mesi. Il valore di mercato netto (arrotondato) della Proprietà è di €9.023.000 che rappresenta un incremento del 0,55% rispetto alla valutazione al 30/06/2011.
--	---

Indirizzo :	Im Gewerbepark I-13, Hessdorf, Germania
Tipo di proprietà	Commerciale
Valutatore:	La valutazione è stata condotta da Martin Belik MRICS, Peer Petersen MRICS and Peter Fleischmann.



Ubicazione:	La Proprietà è ubicata in un'area commerciale ubicata ad est di Hessdorf, una piccola cittadina posta a circa 30km nord di Nuremberg e a circa 10km nord-ovest di Erlangen, nel distretto Erlangen-Höchstadt della regione Bavaria. La Proprietà è posta ad est e a breve distanza dal centro cittadino, in un'area commerciale nella quale si trovano diversi immobili industriali, commerciali e di ristorazione. La Proprietà dispone di un buon accesso dalla strada principale 2240 che la collega all'autostrada A3. Nei prossimi mesi verrà realizzato un nuovo parco commerciale nel lotto adiacente alla proprietà.
--------------------	--

Descrizione:	La Proprietà è un parco commerciale costituito da tre immobili costruiti nel 2007-2008 e da 292 posti auto in uso. Due immobili sono interamente occupati da un supermercato ALDI ed un supermercato REWE, mentre il terzo immobile è suddiviso in quattro unità commerciali ed una caffetteria. Durante il sopralluogo abbiamo rilevato che le unità commerciali risultano moderne e spaziose.
---------------------	---

Sopralluogo:	Effettuato internamente ed esternamente in data 18 Luglio 2011.																																																																		
Stato Manutentivo alla data del sopralluogo:	<p>Ci sono stati forniti i rapporti di Due Diligence tecnici redatti da RealEstateAdvisory e TÜV Rheinland LGA Bautechnik GmbH nei quali è indicata la stima dei costi di riparazione dei difetti tecnici esistenti. In conformità con l'incarico del Cliente, nella nostra valutazione non abbiamo tenuto in considerazione nessuno di questi difetti ed abbiamo assunto che tutti i difetti siano stati riparati dal precedente proprietario in occasione dell'acquisto.</p> <p>Nel corso del sopralluogo, per quanto possibile constatare visivamente, la Proprietà appariva in buone condizioni.</p>																																																																		
Consistenze:	La superficie totale della Proprietà è pari a 5.738,60mq. interamente destinati ad uso commerciale, alla quale si aggiungo circa 292 posti auto. I dati catastali riportano una superficie totale dell'area di 29.555mq. L'edificio occupato da REWE dispone di una superficie pari a 1.316,53mq, l'edificio occupato da ALDI dispone di una superficie totale di 1.219,17mq, mentre l'edificio occupato dalle unità commerciali dispone di 3.202,90mq.																																																																		
Stato Locativo:	<p>La Proprietà è interamente locata come dettagliato di seguito:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>N°</th> <th>Nome Conduttore</th> <th>Uso</th> <th>Superficie Locata [m²/PP]</th> <th>Canone Attuale [€/p.a.]</th> <th>Scadenza (assunta)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1</td> <td>Aldi GmbH & Co.</td> <td>Retail</td> <td>1.219,17</td> <td>177.120</td> <td>29/10/2022</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td>Rewe Zentral AG</td> <td>Retail</td> <td>1.316,53</td> <td>151.190</td> <td>31/01/2023</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td>dm</td> <td>Retail</td> <td>750,00</td> <td>89.100</td> <td>31/12/2017</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td>KIK</td> <td>Retail</td> <td>590,00</td> <td>67.260</td> <td>04/11/2017</td> </tr> <tr> <td>5</td> <td>Rewe Zentral AG</td> <td>Retail</td> <td>790,31</td> <td>62.640</td> <td>31/01/2023</td> </tr> <tr> <td>6</td> <td>Deichmann</td> <td>Retail</td> <td>450,00</td> <td>51.300</td> <td>04/11/2017</td> </tr> <tr> <td>7</td> <td>Tedi</td> <td>Retail</td> <td>422,59</td> <td>45.133</td> <td>29/10/2017</td> </tr> <tr> <td>8</td> <td>Elesterios Sinelis</td> <td>Retail</td> <td>200,00</td> <td>31.776</td> <td>31/01/2013</td> </tr> <tr> <td>9</td> <td>Various</td> <td>Parking exterior</td> <td>292,00</td> <td>0</td> <td>30/12/2016</td> </tr> <tr> <td colspan="3">Total Property</td> <td>5.738,60</td> <td>675.519</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	N°	Nome Conduttore	Uso	Superficie Locata [m²/PP]	Canone Attuale [€/p.a.]	Scadenza (assunta)	1	Aldi GmbH & Co.	Retail	1.219,17	177.120	29/10/2022	2	Rewe Zentral AG	Retail	1.316,53	151.190	31/01/2023	3	dm	Retail	750,00	89.100	31/12/2017	4	KIK	Retail	590,00	67.260	04/11/2017	5	Rewe Zentral AG	Retail	790,31	62.640	31/01/2023	6	Deichmann	Retail	450,00	51.300	04/11/2017	7	Tedi	Retail	422,59	45.133	29/10/2017	8	Elesterios Sinelis	Retail	200,00	31.776	31/01/2013	9	Various	Parking exterior	292,00	0	30/12/2016	Total Property			5.738,60	675.519	
N°	Nome Conduttore	Uso	Superficie Locata [m²/PP]	Canone Attuale [€/p.a.]	Scadenza (assunta)																																																														
1	Aldi GmbH & Co.	Retail	1.219,17	177.120	29/10/2022																																																														
2	Rewe Zentral AG	Retail	1.316,53	151.190	31/01/2023																																																														
3	dm	Retail	750,00	89.100	31/12/2017																																																														
4	KIK	Retail	590,00	67.260	04/11/2017																																																														
5	Rewe Zentral AG	Retail	790,31	62.640	31/01/2023																																																														
6	Deichmann	Retail	450,00	51.300	04/11/2017																																																														
7	Tedi	Retail	422,59	45.133	29/10/2017																																																														
8	Elesterios Sinelis	Retail	200,00	31.776	31/01/2013																																																														
9	Various	Parking exterior	292,00	0	30/12/2016																																																														
Total Property			5.738,60	675.519																																																															
Canone di Mercato al 31/12/2011:	€ 678.689 (Seicentosestantottomilaseicentottantanove Euro) annuali																																																																		
Metodo di valutazione adottato:	Reddituale.																																																																		
Valore di Mercato al 31/12/2011:	€ 8.920.000 (Ottomilioninovecentoventimila Euro)																																																																		
Confronto con la valutazione iniziale al 30/06/2011:	Nessuna variazione rispetto alla valutazione precedente.																																																																		