

REAG Real Estate Advisory Group SpA

Direzione Generale
Centro Direzione Colleoni
Palazzo Cassiopea 3
20041 Agrate Brianza MI - Italy
Tel. +39 039 6423.1
Fax +39 039 6058427
italy@reag-aa.com

Sede Legale
Viale Vittorio Veneto, 4
20124 Milano - Italy
Capitale Sociale €1.000.000,00 i.v.
R.E.A. Milano 1047058
C.F. / Reg. Imprese / P. IVA 05881660152



**R E A L
E S T A T E
A D V I S O R Y
G R O U P**

Agrate Brianza, 12 dicembre 2008

Pos. n. 6205,00

Spettabile

SOPAF S.p.A.

Foro Bonaparte, 24

20121 MILANO

e p.c.

Spettabile

Fondazione E.N.P.A.M.

Via Torino, 36

00164 ROMA

Alla cortese attenzione del Dott. Michele Greco

e del Dott. Alberto Ciaperoni

Egregi Signori,

in conformità all'incarico da Voi conferito in data 12/12/2008, REAG – Real Estate Advisory Group S.p.A. ha effettuato un'analisi desktop del Fondo Immobiliare chiuso denominato "FIP", al fine di un possibile acquisto di quote da parte della Fondazione E.N.P.A.M.

Con la presente Vi trasmettiamo n. 1 copia dell'Executive Summary relativo ai risultati emersi dall'analisi del Fondo.

Distinti saluti.

REAG - Real Estate Advisory Group S.p.A

Piercarlo Rolando

General Manager

Investment & Advisory Divis

ANALISI - FONDO FIP



INVESTIRE
IMMOBILIARE
SGR

FIP

Fondo Immobili Pubblici

Executive Summary

Servizi di consulenza finalizzata ad un possibile investimento in quote del Fondo Immobiliare chiuso denominato "FONDO FIP".





➤ Premessa

- REAG Real Estate Advisory Group S.p.A. (di seguito "REAG"), sulla base dell'incarico fornitogli da Sopaf S.p.A. (di seguito "Sopaf"), ha effettuato un'analisi del Fondo FIP (di seguito "il Fondo") finalizzata ad un possibile investimento in quote del Fondo stesso da parte della Fondazione E.N.P.A.M. (di seguito "E.N.P.A.M.").
- Lo studio condotto da REAG si è basato sulla tipologia, qualità e situazione locativa del portafoglio immobiliare nel suo complesso, dell'andamento delle NAV e della redditività immediata, congiuntamente alle variabili di mercato (locali, nazionali ed internazionali).
- REAG si è inoltre basata sui documenti pubblici presenti sul sito internet della SGR (www.fondoimmobilipubblici.it) e per le analisi prospettiche sui documenti forniti da Sopaf.



R E A L
E S T A T E
A D V I S O R Y
G R O U P

Descrizione del Fondo



FIP è il primo fondo di investimento promosso dalla Repubblica italiana; si inserisce in un più ampio processo di privatizzazione realizzato dal MEF (Ministero Economia e Finanze) attraverso la vendita, la cartolarizzazione ed il conferimento di beni immobili a fondi comuni d'investimento immobiliare.

A seguito di una sollecitazione di offerta promossa dai collocatori, Investire Immobiliare SGR è stata selezionata come gestore del Fondo. Nell'ottobre del 2004, il Consiglio di Amministrazione di Investire Immobiliare ha approvato la normativa che regola il Fondo, approvata poi dalla Banca d'Italia il 16 dicembre 2004. La Banca d'Italia ha inoltre il compito di monitorare le attività del FIP.

Il 28 dicembre 2004 ("Data di Trasferimento"), il FIP è diventato proprietario del Portafoglio, che comprende **394** immobili ad uso non residenziale occupati principalmente dal MEF, enti previdenziali e altri enti statali. Gli immobili sono stati trasferiti tramite conferimento e vendita con decreto del MEF. FIP ha stipulato un contratto di locazione (9+9 rinnovabile automaticamente) con l'Agenzia del Demanio che a sua volta ha reso disponibile il compendio immobiliare alle singole pubbliche amministrazioni utilizzatrici.

In sede di apporto il Valore di Mercato al 31/12/2004 era pari a 3,7 miliardi di euro, ma in considerazione dello sconto del 10% applicato al FIP per l'acquisto in blocco del patrimonio immobiliare, il conferimento/trasferimento è avvenuto per un valore pari a 3,3 miliardi di euro. Al 30/06/05 il Valore di Mercato degli immobili ha subito leggera flessione a causa di accertamenti della Pubblica Amministrazione che hanno rilevato la non trasferibilità di 7 immobili. Tale minor valore è stato compensato con la sostituzione degli immobili risultati non trasferibili, fattore che ha portato, congiuntamente con la rivalutazione del mercato, ad un apprezzamento del NAV al 31/12/05.

Il FIP, per la costituzione del fondo, si è avvalso di un prestito iniziale pari a **2** miliardi di euro. In apporto sono state emesse due classi di quote:

- quote di classe A per un ammontare complessivo pari a 1,3 miliardi di euro, con un valore nominale unitario pari a 100.000,00 euro;
- una quota di classe B, con un valore nominale unitario pari a 1,00 euro.

Il 30 dicembre 2004, i collocatori hanno sottoscritto il 100% delle quote di classe A loro cedute dal MEF che sono state collocate presso investitori istituzionali nel corso del 2005.

Lo scopo principale del FIP è l'ottimizzazione del valore e del reddito a lungo termine del Portafoglio attraverso una efficace gestione degli immobili che prevede un piano di manutenzione e successiva dismissione degli stessi.

Il Portafoglio può essere suddiviso in quattro gruppi omogenei sia per le caratteristiche degli immobili che per la strategia di gestione più appropriata:

Gruppo 1 – “Lungo termine” (circa 19% del valore), include immobili strategici/a lungo termine. Poiché i valori di questi immobili sono strettamente correlati ai pagamenti dei canoni di locazione, la strategia di vendita ottimale, consiste in un piano di dismissione concentrato nei primi anni di vita del fondo, o al momento del primo rinnovo del Contratto di Locazione (così il nuovo acquirente godrebbe di un reddito locativo sicuro per ulteriori 9/10 anni).

Gruppo 2A – “Alta liquidità” (44% circa), comprende immobili (perlopiù uffici) di grande liquidità e valore per dimensioni, posizione e qualità. Situati in zone centrali delle maggiori città italiane, questi immobili sono di sicuro interesse per acquirenti locali/istituzionali. Possono essere venduti durante tutta la durata del fondo, sfruttando le tendenze del mercato più vantaggiose.

Gruppo 2B – “Media liquidità” (34% circa), include immobili di sicuro interesse per posizione, dimensione e qualità, ma che presentano un minore grado di liquidità rispetto al gruppo 2A. Al Contratto di Locazione viene attribuito un valore maggiore rispetto al gruppo 2A. Si prevede quindi una maggiore concentrazione delle vendite all'inizio dei due periodi locativi di nove anni in modo da assicurare agli investitori una rendita locativa durevole e sicura.

Gruppo 3 – “Valore aggiunto” (3% circa), include un numero limitato di immobili che presentano un chiaro potenziale di sviluppo dovuto a diversi fattori quali le diverse destinazioni d'uso, l'urbanistica della zona e l'ubicazione. Il valore è stato determinato in base al flusso dei canoni locativi reali e a quello potenziale allo scadere del Contratto di Locazione.



**R E A L
E S T A T E
A D V I S O R Y
G R O U P**

Analisi Portafoglio Immobiliare

S O P A F

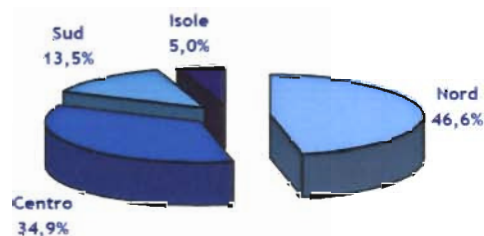


Il Portafoglio immobiliare si compone di cespiti con diverse destinazioni d'uso, come evidenziato nelle tabelle che seguono, con netta prevalenza di immobili destinati ad uffici.

Di seguito si forniscono le tabelle in ordine al posizionamento geografico, alla tipologia e ad altri dati significativi degli immobili in portafoglio, sulla base delle valutazioni al 30 giugno 2008 effettuata dall'esperto indipendente del Fondo.

Di seguito viene riportata la tabella ed il grafico in cui si evidenzia la suddivisione per macroaree:

Area geografica	Valore al 30/6/2008	%
Nord	1.741.232.000	46,6%
Centro	1.302.025.000	34,9%
Sud	503.610.000	13,5%
Isole	185.536.000	5,0%
Totale	3.732.403.000	100,0%



Nota: I dati sono stati estrapolati dal Rendiconto al 30 Giugno 2008



Analisi Portafoglio Immobiliare

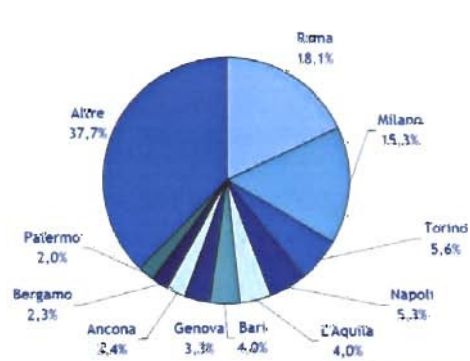
Nei Prospetti seguenti viene evidenziata la suddivisione per città del Patrimonio immobiliare.

Numero Immobili		
Città	N.	% del tot.
Roma	17	4,6%
Milano	13	3,5%
Torino	10	2,7%
Napoli	10	2,7%
L'Aquila	5	1,4%
Bari	6	1,6%
Genova	4	1,1%
Ancona	7	1,9%
Bergamo	7	1,9%
Palermo	6	1,6%
Altre	285	77,0%
Totale	370	100,0%

Valore al 30/6/2008	
Valore	% del tot.
676.494.000	18,1%
572.287.000	15,3%
208.007.000	5,6%
196.683.000	5,3%
149.858.000	4,0%
150.110.000	4,0%
123.380.000	3,3%
88.656.000	2,4%
85.876.000	2,3%
76.403.000	2,0%
1.404.649.000	37,7%
3.732.403.000	100,0%

Superficie	
Sup.loc.pond.	% del tot.
241.867	12,4%
141.360	7,3%
98.561	5,1%
77.735	4,0%
130.714	6,7%
122.108	6,3%
55.739	2,9%
44.312	2,3%
44.981	2,3%
46.653	2,4%
940.244	48,3%
1.944.074	100,0%

Il Grafico successivo rappresenta l'impatto dei valori degli immobili nelle singole città sul totale del Valore del Portafoglio:



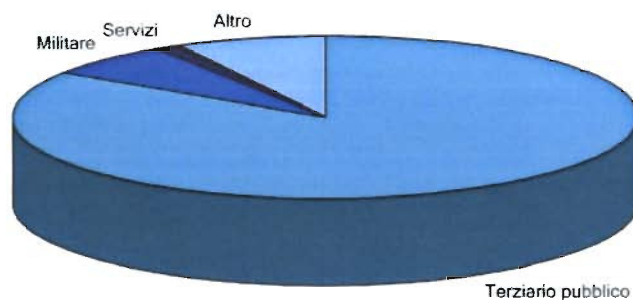
Nota: I dati sono stati estrapolati dal Rendiconto al 30 Giugno 2008



Analisi Portafoglio Immobiliare

Nelle tabelle seguenti sono indicati i dati relativi alla destinazione d'uso.

Numero immobili			Valore al 30/6/2008		Superficie	
Destinazione d'uso	N.	% del tot.	Valore	% del tot.	Sup.loc.pond.	% del tot.
Terziario pubblico	295	79,7%	3.139.114.000	84,1%	1.511.355	77,8%
Militare	27	7,3%	253.916.000	6,8%	162.322	8,3%
Servizi	8	2,2%	44.377.000	1,2%	25.164	1,3%
Altro	40	10,8%	294.996.000	7,9%	245.233	12,6%
Totale	370	100,0%	3.732.403.000	100,0%	1.944.074	100,0%



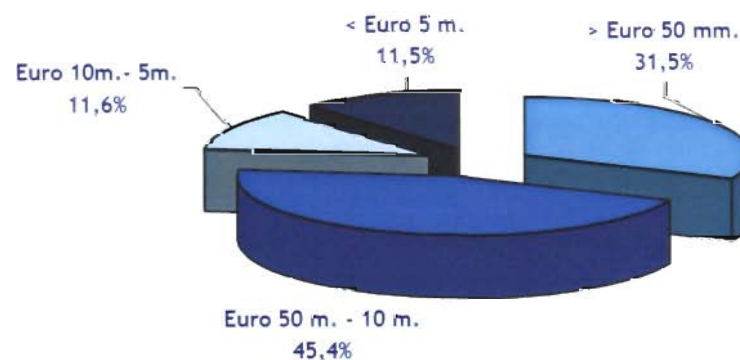
Nota: I dati sono stati estrapolati dal Rendiconto al 30 Giugno 2008



Analisi Portafoglio Immobiliare

Nelle tabelle e nel grafico seguente si fornisce la suddivisione per fasce di valore degli immobili.

Tipo	Valore al 30/6/2008	% del tot.	N. asset
> Euro 50 m.	1.176.907.000	31,5%	14
Euro 50 m. - 10 m.	1.696.148.000	45,4%	81
Euro 10 m. - 5 m.	431.591.000	11,6%	60
< Euro 5 m.	427.757.000	11,5%	215
Totale	3.732.403.000	100,0%	370



Nota: I dati sono stati estrapolati dal Rendiconto al 30 Giugno 2008

Conduttore

Per il Fondo Fip è stato stipulato un contratto unico di locazione con l'Agenzia del Demanio, che ad oggi risulta corrispondere il 98% dei canoni di locazione percepiti dal Fondo.

Durata

18 anni, con 9 anni di contratto rinnovabile automaticamente per altri 9, fatta salva la disdetta della parte conduttrice con un preavviso di almeno 12 mesi prima della scadenza.

L'Agenzia del Demanio può esercitare tale disdetta su tutto il Portafoglio (è esclusa la disdetta per singole unità) esclusivamente previa identificazione della disponibilità di beni immobili nei quali i soggetti assegnatari potranno continuare a svolgere la propria attività istituzionale.

Opzione di disdetta / Diritto di recesso

Per l'ottimizzazione degli spazi occupati dalle pubbliche amministrazioni, l'Agenzia del Demanio può esercitare l'opzione di riduzione degli stessi a condizione che il canone non si riduca in misura superiore al 20%, scaglionata come segue (su base cumulativa):

- dal quarto al sesto anno, fino al 5%;
- dal settimo all'ottavo anno, fino al 10%;
- dal nono al decimo anno, fino al 15%;
- dall'undicesimo anno, fino al 20%.

L'opzione può essere esercitata solamente su immobili cielo-terra (alcuni immobili sono comunque esclusi da tale opzione). Qualora il FIP intenda iniziare le procedure di vendita degli immobili, ne dovrà dare comunicazione all'Agenzia del Demanio che entro i 30 giorni successivi alla comunicazione di vendita sarà tenuta a comunicare al FIP se e quando intende esercitare il proprio diritto di recesso per tali immobili.

L'Agenzia del Demanio potrà avvalersi di una terza parte in qualità di consulente per presentare un piano di razionalizzazione riguardante l'opzione di recesso degli immobili. Il piano, pur non essendo vincolante, dovrà essere messo a disposizione del gestore del Fondo per assisterlo nella stesura del piano di rilascio degli immobili.





Analisi del Contratto di Locazione



Canone e modalità di pagamento

La parte conduttrice corrisponderà un canone annuo iniziale pari a 270 milioni di euro (8,1% del prezzo di trasferimento degli immobili) in rate semestrali pagabili anticipatamente. Per il tempo in cui gli immobili appartengono al FIP, il canone può essere corrisposto in via posticipata con frequenza semestrale. Il canone sarà incrementato annualmente in ragione del 75% della variazione percentuale dell'indice dei prezzi al consumo (CPI) accertata dall'ISTAT in conformità alla normativa italiana.

L'Agenzia del Demanio ha il diritto di avvalersi di uno specifico stanziamento annuale stabilito dalla Legge Finanziaria, per effettuare i pagamenti secondo il contratto di locazione.

Costi di manutenzione

Gli interventi di manutenzione straordinaria così come i costi relativi alla sostituzione degli impianti sono a carico del FIP. Ogni altro intervento di manutenzione del Portafoglio sarà eseguito a cura dell'Agenzia del Demanio per conto delle pubbliche amministrazioni utilizzatrici. Il FIP avrà altresì l'obbligo di adeguare gli immobili alle prescrizioni imposte dalla normativa vigente in materia.

Secondo la valutazione FIP dovrà sostenere un costo di manutenzione straordinaria annuale pari allo 0,85% del valore di ricostruzione (corrispondente a circa lo 0,6% del valore di mercato).

L'Agenzia del Demanio assume l'obbligo di assicurare alla conclusione della locazione la conformità degli immobili alle norme vigenti alla data del trasferimento.

Oneri accessori

Tra gli oneri accessori relativi al Portafoglio, il FIP si obbliga a sostenere tutti i costi relativi a: oneri assicurativi, property e building management e compenso per il gestore del fondo.

In conformità alla normativa vigente prevista dall'Agenzia delle Entrate, l'ICI sul Portafoglio non dovrà essere versata fintanto che gli immobili appariranno al FIP e saranno occupati dalle pubbliche amministrazioni utilizzatrici o da altri enti pubblici.

Diritto di prelazione

L'Agenzia del Demanio ha il diritto di prima offerta relativamente a:

locazione degli immobili alla scadenza del contratto di locazione alle stesse condizioni e con l'adeguamento dei canoni ai valori di mercato;

acquisizione degli immobili a prezzi di mercato stabiliti dal gestore del fondo, ma, al fine di evitare interferenze con il processo di vendita, solamente prima della messa in vendita sul mercato degli immobili agli stessi prezzi.

Entrambi i diritti sono strutturati in maniera tale da agevolare il FIP nella commercializzazione degli immobili sia per la locazione che per la vendita.

IL REGOLAMENTO:

"FIP - Fondo Immobili Pubblici" è un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso riservato ad Investitori Qualificati.

Il Fondo è stato istituito dalla società Investire Immobiliare SGR S.p.A. con delibera del Consiglio di Amministrazione del 5 Ottobre 2004, con cui contestualmente è stato approvato il regolamento di gestione.

La durata del Fondo è fissata (salvo il caso di liquidazione anticipata previsto nella Parte C, articolo 31.2, del Regolamento del Fondo) in 15 (quindici) anni a decorrere dalla data dell'Apporto, con scadenza al 31 dicembre successivo al compimento del quindicesimo anno, salvo la proroga prevista nella Parte C, articolo 32, comma 2, del Regolamento. La SGR, ai sensi di quanto disposto dall'articolo 14, comma 6, del DM 228/99, si riserva la facoltà di richiedere alla Banca d'Italia una proroga del termine di durata del Fondo per un periodo non superiore a tre anni o al diverso periodo di tempo previsto dalla normativa di tempo in tempo vigente, il "Periodo di Grazia", per il completamento dello smobilizzo degli investimenti.

Scopo del Fondo

Scopo del Fondo è la gestione e la vendita del Patrimonio del Fondo il cui portafoglio è inizialmente costituito da beni immobili di esclusiva provenienza pubblica, ad uso diverso da quello residenziale, dello Stato e degli enti pubblici non territoriali, indicati nei Decreti di Conferimento e nei Decreti di Trasferimento. Integrazioni o permuta di beni immobili da parte dello Stato e/o degli enti pubblici non territoriali potranno avvenire, nel corso della durata del Fondo, entro i limiti fissati dai Decreti Successivi e dai Decreti di Trasferimento e Conferimento e per le sole finalità ivi indicate. L'attività gestionale del Fondo sarà finalizzata alla valorizzazione e liquidazione del Patrimonio del Fondo e alla ripartizione tra i Partecipanti del risultato della gestione nei termini previsti dal Regolamento e dalle relative politiche di gestione, nonché dalla normativa applicabile.



Analisi del Regolamento del Fondo

Principali tipologie di strumenti immobiliari e finanziari in cui può investire il Fondo

L'attività di gestione del Fondo ad opera della Società di Gestione potrà prevedere l'investimento delle risorse del Fondo in:

- (i) beni immobili di esclusiva provenienza pubblica, ad uso diverso da quello residenziale, dello Stato e degli enti pubblici non territoriali, indicati nei Decreti di Conferimento e nei Decreti di Trasferimento;
- (ii) strumenti finanziari derivati esclusivamente per finalità di copertura dei rischi, anche derivanti dall'assunzione di prestiti o dall'indicizzazione dei contratti di locazione e relativi a tassi e valute, a condizione che l'investimento in strumenti finanziari derivati non alteri il profilo di rischio del Fondo e nei limiti previsti dalla normativa vigente, a condizione che gli stessi siano negoziati con controparti di elevato *standing*;
- (iii) in strumenti finanziari a breve termine, comunque liquidabili entro un termine non eccedente la data di distribuzione dei Proventi Distribuibili nel semestre immediatamente successivo, nonché che abbiano un rating a breve termine non inferiore a P-1 di Moody's o A-1 di Standard and Poor's e/o che siano emessi da soggetti aventi un rating equivalente.



Analisi del Regolamento del Fondo

Ammontare del Patrimonio del Fondo

Il valore iniziale delle quote del Fondo è fissato tra un minimo di 1 miliardo di Euro ed un massimo di 2 miliardi di Euro.

Quote di Partecipazione

Il Fondo prevede l'emissione di due classi di quote di partecipazione al Fondo (rispettivamente le Quote di "Classe A" e una singola Quota di "Classe B" e congiuntamente le "Quote") che attribuiscono diritti diversi ai possessori delle stesse nei termini e secondo le condizioni stabilite dal Regolamento.

Il valore nominale di ciascuna Quota di Classe A è pari a Euro 100.000 (centomila). La Quota di Classe B ha un valore nominale pari a Euro 1 (uno). Le Quote di Classe A sono tutte di uguale valore e con uguali diritti.

Distribuzione dei Proventi

(a) I Proventi Distribuibili realizzati nella gestione del Fondo fino alla scadenza dello stesso o alla sua anticipata liquidazione sono distribuiti esclusivamente ai Partecipanti titolari di Quote di Classe A, con cadenza semestrale.

(b) I Proventi Distribuibili, determinati in conformità alle disposizioni del Regolamento, vengono distribuiti in misura pari al 100% degli stessi, fatta salva diversa e motivata determinazione del consiglio di amministrazione della SGR e previo parere preventivo e vincolante dell'Advisory Committee. I Proventi Distribuibili realizzati ed eventualmente non distribuiti in esercizi precedenti, al netto delle eventuali perdite, possono concorrere alla formazione dei Proventi Distribuibili per gli esercizi successivi.

(c) In ogni caso, la distribuzione dei Proventi Distribuibili viene deliberata dal consiglio di amministrazione della SGR contestualmente all'approvazione del rendiconto del Fondo che la stessa deve redigere.

Handwritten signature or initials.

Regime delle Spese

Spese a carico del Fondo

Compenso spettante alla SGR

Una commissione annuale fissa pari allo 0,15% per la gestione del Fondo, applicata alla media del valore degli Immobili – così come determinata nel periodo di riferimento dal confronto dell'ultimo rendiconto rispetto a quello immediatamente precedente -, al netto delle plusvalenze non realizzate.

Una commissione variabile annuale pari al 10% dei risparmi conseguiti sui costi di gestione degli Immobili rispetto ad un costo obiettivo come definito nel regolamento (art.17 comma 1.1 lettera "ii").

Delle commissioni variabili sulle plusvalenze realizzate a fronte della vendita degli Immobili, come da regolamento (art.17 comma 1.1 lettera "iii").

Compenso annuo spettante alla Banca Depositaria

Il compenso spettante alla Banca Depositaria è pari allo 0,016% annuo calcolato sul Valore Complessivo Netto del Fondo quale risultante dai rendiconti annuali del Fondo, al netto delle plusvalenze non realizzate sui beni immobili detenuti rispetto al loro valore di acquisizione, con un massimo di Euro 220.000 (Euro duecentoventimila).

Compenso spettante agli Esperti Indipendenti

I compensi spettanti agli Esperti Indipendenti sono definiti, previo accordo con gli Esperti Indipendenti stessi, dal consiglio di amministrazione della SGR.

Oneri inerenti alla dismissione delle attività detenute dal Fondo, all'Apporto e all'Acquisto

Sono a carico del Fondo le provvigioni, le commissioni e le spese inerenti le dismissioni delle attività del Fondo, nonché le altre spese inerenti alle compravendite, alle locazioni, alla gestione e alla valorizzazione dei beni del Fondo. Sono altresì a carico del Fondo le provvigioni, i compensi e le spese in genere per le attività di consulenza e di assistenza finalizzate e comunque strumentali alla vendita e alla locazione degli Immobili e degli altri beni del Fondo. Infine, sono a carico del Fondo tutte le spese relative all'Apporto nonché quelle relative all'Acquisto.

Spese di manutenzione e/o ristrutturazione degli immobili del Fondo

Le spese di manutenzione e/o di ristrutturazione e/o le spese finalizzate alla valorizzazione degli Immobili facenti parte del Patrimonio del Fondo sono a carico del Fondo, al netto degli oneri o delle spese eventualmente poste a carico degli utilizzatori degli Immobili.

Spese di amministrazione

Sono a carico del Fondo le spese inerenti all'amministrazione degli Immobili facenti parte del Patrimonio del Fondo, ivi compresi i compensi spettanti a soggetti esterni cui venga delegata tale attività, al netto degli oneri o delle spese eventualmente poste a carico degli utilizzatori degli Immobili.

Spese dell'Advisory Committee, dell'Assemblea dei Partecipanti e del Rappresentante Comune

Sono a carico del Fondo: le spese inerenti alla costituzione ed al funzionamento dell'Advisory Committee nonché il compenso da corrispondere ai membri dello stesso; le spese inerenti alla costituzione e al funzionamento dell'Assemblea dei Partecipanti; le spese ed i compensi del Rappresentante Comune.

Premi assicurativi

Sono a carico del Fondo i premi per polizze assicurative a copertura di rischi connessi, a qualsiasi titolo, agli Immobili del Fondo, ai diritti reali di godimento sugli stessi, ai contratti di locazione, nonché a copertura di tutte le spese legali e giudiziarie inerenti le attività del Fondo.

Spese di pubblicazione

Sono a carico del Fondo le spese per la pubblicazione sui quotidiani del Regolamento, del valore unitario delle Quote e di ogni comunicazione diretta ai Partecipanti, le spese per la pubblicazione dei prospetti periodici, nonché i costi dei documenti destinati al pubblico, ad eccezione degli oneri che attengono alla promozione e pubblicità, o comunque connessi al Collocamento delle Quote.



Analisi del Regolamento del Fondo



Oneri finanziari e altre spese

Sono altresì a carico del Fondo gli oneri e le spese connessi alla quotazione dei certificati rappresentativi delle Quote su uno o più mercati regolamentati e all'immissione delle stesse in un sistema di gestione accentrata, nonché le spese di revisione e di certificazione dei rendiconti del Fondo, gli oneri finanziari e ogni altro costo a qualsiasi titolo sostenuto per i debiti assunti dal Fondo, le spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse del Fondo, nonché gli oneri fiscali di pertinenza del Fondo, nonché eventuali ulteriori oneri derivanti da modifiche della normativa fiscale, ed eventuali contributi dovuti alle competenti autorità di vigilanza, italiane ed estere.

Spese a carico dei Partecipanti al Fondo

Imposte di bollo e spese di spedizione

Sono a carico dei Partecipanti le imposte di bollo, le spese postali e gli altri oneri di spedizione per la corrispondenza, secondo le modalità previste dal Regolamento.

Imposte e oneri in relazione alla sottoscrizione ed emissione di Quote

Sono a carico dei Partecipanti le imposte, tasse e gli oneri che dovessero derivare dalla sottoscrizione ed emissione, nonché dall'acquisto e detenzione delle Quote. Laddove il sottoscrittore richiedesse l'emissione di un certificato rappresentativo delle Quote ad esso spettanti, saranno a suo carico le spese di emissione e spedizione per un ammontare pari a Euro 2.500,00.

Oneri e spese relativi ai mezzi di pagamento

Sono a carico dei Partecipanti gli oneri e le spese relativi ai mezzi di pagamento utilizzati per il versamento degli importi dovuti per la sottoscrizione e/o l'acquisto delle Quote e per l'incasso relativo al rimborso di Quote e alla distribuzione dei proventi.

ANALISI NAV - VALORE QUOTE - RENDIMENTI

	30/06/2008	31/12/2007	30/06/2007	31/12/2006	30/06/2006	31/12/2005	30/06/2005	31/12/2004
NAV	1.927.579.173	1.974.487.219	2.038.661.345	1.881.048.331	1.839.400.943	1.785.945.672	1.439.006.901	1.326.375.639
NAV Netto Proventi	1.862.381.913	1.870.065.267	1.946.680.705	1.797.840.411	1.754.996.743	1.708.187.472	1.353.938.101	
Valore Quota	140.112.994	140.691.037	146.455.064	135.257.329	132.034.061	128.512.449	101.861.127	99.787.514
Dividendi	4.905	7.856	6.920	6.260	6.350	5.850	6.400	0
Valore Totale Quota	145.017.994	148.547.037	153.375.064	141.517.329	138.384.061	134.362.449	108.261.13	99.787.514
Rimborso equity pro quota	36	49	4.123					
Valore quota Netto Rimborso equity	140.076.994	140.642.037	142.332.064					
Totale Quote	13.292,00	13.292,00	13.292,00	13.292,00	13.292,00	13.292,00	13.292,00	13.292,00

	30/06/2008	31/12/2007	30/06/2007	31/12/2006	30/06/2006	31/12/2005	30/06/2005	31/12/2004
VM Immobili	3.732.403.000	3.752.485.000	3.750.281.000	3.787.495.000	3.743.394.000	3.696.317.000	3.256.158.169	3.322.767.742
Locazioni	272.250.098	274.385.414	279.811.688	276.486.828	276.200.582	271.915.332	275.273.892	n.a.
Locazioni / VM Immobili	7,29%	7,31%	7,46%	7,30%	7,38%	7,36%	8,45%	n.a.

Dall'analisi dei rendiconti è possibile notare come il NAV e il valore della quota siano rimasti sostanzialmente stabili nel tempo con una variabilità media compresa in un range tra il - 3% e il + 3%.

Anche il rendimento medio annuo (canoni / VM) è rimasto stabile attestandosi su percentuali superiori al 7,3% annuo.

Tale stabilità è legata principalmente al contratto di locazione unico stipulato con l'Agenzia del Demanio che garantisce una solvibilità certa e inoltre limita significativamente la facoltà del Conduttore di recedere fino alla prima scadenza (salvo rilasci programmati e strutturati in modo che non sia intaccata la redditività del Fondo).



	30/06/2008	31/12/2007	30/06/2007	31/12/2006	30/06/2006	31/12/2005	30/06/2005
NAV Netto Proventi	1.862.381.913	1.870.065.267	1.946.680.705	1.797.840.411	1.754.996.743	1.708.187.472	1.353.938.101
Capital Gain Nav (annuo)	10,7%	12,7%	17,5%	16,4%	19,7%	26,2%	0,0%
% rendimento immobili (annuo)	7,29%	7,31%	7,46%	7,30%	7,38%	7,36%	8,45%
Totale rendimento lordo	18,0%	20,0%	25,0%	23,7%	27,1%	33,5%	8,45%

Dall'analisi dei rendiconti è possibile valutare che i rendimenti sono rimasti sostanzialmente invariati nel tempo e si attestano intorno al 7,3%.

Anche il rendimento del Fondo nel suo complesso rimane percentualmente elevato nel tempo. La leggera flessione subita negli ultimi 3 semestri, probabilmente è dovuta al rimborso delle quote iniziato il 30-06-07, alla distribuzione delle plusvalenze ottenute dalle vendite e a una ridefinizione del piano di vendite.

Tuttavia è possibile supporre una sostanziale stabilità del rendimento complessivo del Fondo nel medio – lungo termine.

La media dei proventi distribuiti e dei rimborsi di capitale rapportata al Valore di Mercato (rendimento implicito), si attesta al 30/06/08 al 9,9%.

Assumendo una rivalutazione media degli immobili pari a circa il 3% su base annua, il rendimento complessivo del Fondo, in ottica prospettica risulta almeno pari al 12 %.

I valori delle plusvalenze sono calcolati considerando come base il Valore di Mercato al 31-12-05

Al fine di monitorare i possibili andamenti della redditività del fondo e dare un supporto al management nella definizione delle variazioni che può subire il fondo in relazione al modificarsi delle variabili rilevanti e supportare lo stesso nella determinazione della perdita massima attesa, sono stati redatti alcuni scenari di sensitività considerando al variare delle principali variabili

SENSITIVITY SUL NAV

31/12/2008	+1%	+2%	+3%
NAV	1.946.854.965	1.966.130.756	1.985.406.548
Valore Quota	140.105,174	141.555,354	143.005,534
Dividendi	6.363	6.363	6.363
Valore Totale Quota	146.468,174	147.918,354	149.368,534
Totale Quote	13.292	13.292	13.292

31/12/2008	-1%	-2%	-3%
NAV	1.908.303.381	1.889.027.590	1.869.751.798
Valore Quota	137.204,814	135.754,634	134.304,454
Dividendi	6.363	6.363	6.363
Valore Totale Quota	143.567,814	142.117,634	140.667,454
Totale Quote	13.292	13.292	13.292

L'analisi è stata effettuata ipotizzando una variazione del NAV compresa in un range tra -3% e + 3% e assumendo un dividendo distribuito pro quota pari a Euro 6.363, ottenuto come media aritmetica dei dividendi distribuiti dal 30/06/05. La Sensitivity Analysis conferma la sostanziale stabilità dei valori a variazioni sia positive che negative, pertanto è possibile ipotizzare che tale situazione possa perdurare nel tempo, soprattutto in considerazione delle clausole di rilascio programmato inserite nel contratto di locazione che minimizzano il rischio di recesso da parte dei conduttori.



SENSITIVITY SUI RENDIMENTI

L'analisi sui rendimenti è stata effettuata ipotizzando due scenari.

-Scenario 1: variazione del valore di mercato del portafoglio immobiliare in un range compreso tra -3% e + 3%, mantenendo fissi i canoni di locazione. Il canone di locazione è stato ottenuto come media aritmetica dei proventi risultanti dal rendiconto a far data dal 30/06/05.

Tale scenario è stato effettuato al fine di simulare l'impatto di possibili plus / minusvalenze sulla redditività del portafoglio immobiliare.

-Scenario 2: variazione dei ricavi da locazioni in un range compreso tra -3% e + 3%, mantenendo fisso il Valore di Mercato del portafoglio immobiliare. Il canone di locazione è stato ottenuto come media aritmetica dei proventi risultanti dal rendiconto a far data dal 30/06/05.

Tale scenario è stato effettuato al fine di simulare l'impatto di possibili disdette, ritardi nei pagamenti, ecc. sulla redditività del portafoglio immobiliare.

La Sensitivity Analysis conferma la sostanziale dei valori a minime variazioni sia positive che negative, pertanto è possibile ipotizzare che tale situazione possa perdurare nel tempo, soprattutto in considerazione delle clausole di rilascio programmato inserite nel contratto di locazione che minimizzano il rischio di recesso da parte dei conduttori e garantiscono il percepimento di cash flow stabili derivanti dalle locazioni.





SENSITIVITY SUI RENDIMENTI

SCENARIO 1

31/12/2008	+1%	+2%	+3%	31/12/2008	-1%	-2%	-3%
VM Immobili	3.769.727.030	3.807.051.060	3.844.375.090	VM Immobili	3.695.078.970	3.657.754.940	3.620.430.910
Locazioni e altri proventi	275.189.119	275.189.119	275.189.119	Locazioni e altri proventi	275.189.119	275.189.119	275.189.119
Locazioni / VM Immobili	7,30%	7,23%	7,16%	Locazioni / VM Immobili	7,45%	7,52%	7,60%

SCENARIO 2

31/12/2008	+1%	+2%	+3%	31/12/2008	-1%	-2%	-3%
VM Immobili	3.674.076.167	3.674.076.167	3.674.076.167	VM Immobili	3.674.076.167	3.674.076.167	3.674.076.167
Locazioni e altri proventi	274.972.599	277.695.100	280.417.601	Locazioni e altri proventi	269.527.597	266.805.096	264.082.595
Locazioni / VM Immobili	7,48%	7,56%	7,63%	Locazioni / VM Immobili	7,34%	7,26%	7,19%

- /// L'investimento presenta delle caratteristiche di buona redditività e in linea con altri strumenti immobiliari che investono in portafogli immobiliari simili per tipologia, valori e rendimenti;
- /// L'investimento in quote del fondo "FIP" rispetto agli immobili in cui investe e alle loro caratteristiche di rischio/rendimento e al contratto di locazione unico, si può configurare con un profilo di rischio "**medio - basso**";
- /// Il 98% del portafoglio risulta locato con un unico contratto di 9 + 9 anni, all'Agenzia del Demanio. Dato l'elevato standing del contraente, non si rilevano rischi di insolvenza per il futuro. Inoltre il contratto prevede l'impossibilità di recesso fino alla prima scadenza (fatto salvo i rilasci programmati), fattore che minimizza elementi di rischio. Tale contratto infatti può essere assimilato a un **bond**, con una discreta certezza di rendimento stabile nel tempo;
- /// Alla luce delle considerazioni sopra effettuate gli unici rischi legati alla gestione del patrimonio immobiliare risultano essere relativi a:
 - Danni agli immobili (coperti quasi totalmente dalle polizze assicurative)
 - Sfasamento temporale nei pagamenti (soprattutto per quanto riguarda i pochi contratti con i terzi);
 - Vendita degli immobili (fattore legato al ciclo economico del mercato).
- /// La presenza del contratto unico su quasi tutto il portafoglio garantisce nel tempo una buona redditività, anche in caso di mancato percepimento delle plusvalenze o in caso di problematiche nella vendita degli immobili (slittamento delle previsioni del piano di vendite, ottenimento di minusvalenze);





Considerazioni Finali



- /// Le analisi effettuate sui dati storici dei rendiconti in relazione al NAV, al valore delle quote, ai canoni di locazione e alla redditività immediata, mostrano una sostanziale stabilità nel tempo. Tale fattore farebbe presupporre una sostanziale stabilità nel futuro.
- /// **L'analisi di sensitivity condotta e sopra esposta ha confermato un orientamento ai "flussi di cassa" da locazioni (fattore riconducibile principalmente alle caratteristiche del contratto unico con l'Agenzia del Demanio) del fondo. Infatti, possibili variazioni nel timing di vendita o nei valori del NAV comportano minime variazioni nella redditività, che in ogni caso si mantiene su buoni livelli percentuali.**