

Europa **1** Immobiliare N°

Vegagest Sgr
IMMOBILIARE

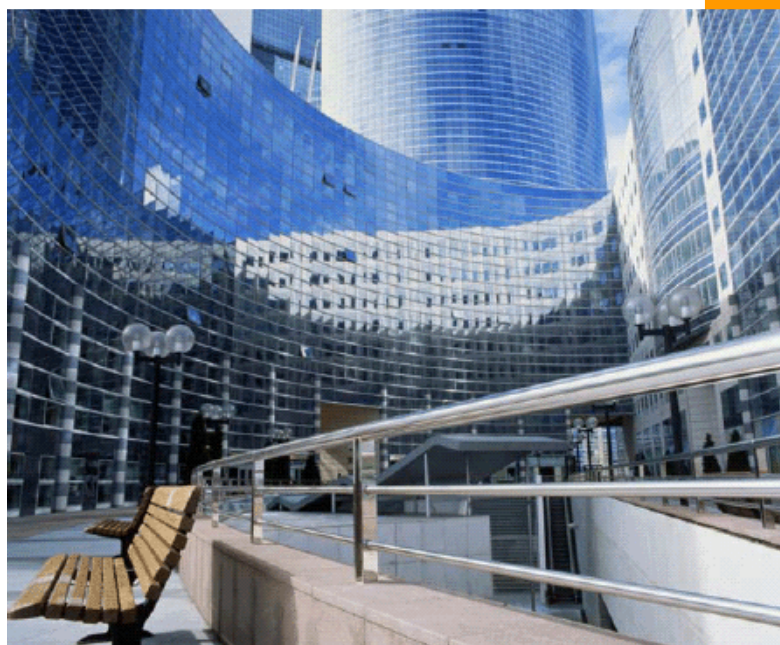
Società di Gestione
del Risparmio S.p.A.

cordeasavills

Advisor e soggetto delegato

Fondo Comune di investimento
immobiliare di tipo chiuso

*Istituito ai sensi dell'art. 36 del d. lgs.
n. 58/98 Testo Unico della Finanza*



**RELAZIONE
SEMESTRALE
AL 30 GIUGNO 2009**

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO
"EUROPA IMMOBILIARE N. 1"
AL 30 GIUGNO 2009**

Indice

<i>1 - Gestione Immobiliare</i>	2
<i>2 - Mercato Immobiliare</i>	3
<i>3 - Composizione Patrimoniale</i>	3
<i>4 - Eventi successivi alla chiusura del periodo</i>	3
<i>5 - Situazione Patrimoniale</i>	3
<i>6 - Altre informazioni</i>	3

1 - Gestione Immobiliare

Nel corso del primo semestre 2009, il valore di mercato degli immobili in portafoglio al 30/06/2009 del Fondo Europa Immobiliare N.1 si è ridotto del 3% circa, ammontando complessivamente ad Euro 370.841.303,63. La variazione è da imputare al permanere del *trend* negativo dell'andamento del mercato immobiliare a livello europeo con una conseguente riduzione della valutazione degli immobili presenti nel Fondo da parte dell'esperto indipendente valutatore.

Disaggregando il portafoglio su base geografica, le valutazioni rilasciate dagli esperti indipendenti continuano ad evidenziare una riduzione dei valori di mercato, che in Gran Bretagna è stata interamente assorbita dalle variazioni dei tassi di cambio. Il valore degli immobili ubicati nel Regno Unito si è ridotto del 7,78%, tuttavia l'apprezzamento della sterlina inglese contro euro (+10,54%) ha determinato una variazione complessiva positiva in capo al Fondo del 3,1% (su base semestrale). Per quanto riguarda le altre aree geografiche (Italia, Belgio, Olanda, Germania, Svezia), le valutazioni su base semestrale hanno proseguito nella loro tendenza al ribasso, con variazioni comprese tra il -2,66% (in Svezia al netto dell'effetto cambio) ed il -7,8% (in Belgio).

Per quanto riguarda l'andamento delle valute estere GBP e SEK verso Euro, nel primo semestre del 2009 il cambio eurGBP si è ridotto del 10,54%, ovvero la sterlina si è apprezzata passando da 0,9525 (livello adottato a dicembre 2008) a 0,8521 della presente relazione. La corona svedese si è svalutata del 0,53%, passando da 10,87 a 10,81 contro euro nella presente relazione. Nel periodo in esame, il rischio di oscillazione dei tassi di cambio è stato costantemente coperto dal Fondo per l'intero ammontare dell'esposizione attraverso operazioni di vendita a termine di valuta.

L'andamento negativo del mercato è stato enfatizzato da un forte rallentamento dell'attività di transazione immobiliare, a sua volta determinato da una ridotta presenza di liquidità nel circuito bancario italiano ed internazionale. A livello europeo, nel primo semestre dell'anno si sono registrate compravendite per un controvalore di circa € 24,6 miliardi. L'offerta di prodotti istituzionali è rilevante ma il *trade off* tra rischio e rendimento offerto ha determinato uno stallo nell'attività di investimento.

Nel primo semestre del 2009, l'attività della SGR si è concentrata nella gestione degli immobili detenuti in portafoglio, con l'obiettivo di mantenere e, laddove possibile, incrementarne la redditività ed il valore. Particolare attenzione è stata posta nel controllo dei costi di gestione. Non sono da segnalare particolari ritardi nel pagamento delle locazioni da parte dei conduttori. Al momento si sta proseguendo con la ricerca di un nuovo conduttore per l'immobile di Levate in cui il conduttore UPIM lascerà l'immobile il prossimo gennaio 2010. Nello specifico, le più importanti azioni intraprese sono di seguito sintetizzate, con riferimento a ciascun immobile:

- **Gelsenkirchen (Germania)** – in primavera si è sottoscritto un *addendum* al contratto di locazione con VRR, uno dei principali conduttori dell'immobile, avente ad oggetto un'area di circa 300 mq ad uso uffici e 200 mq ad uso

deposito, per un corrispettivo annuo di € 25.000 ca. La SGR ha inoltre assegnato un mandato di commercializzazione ad un operatore specializzato nel mercato locale, con l'obiettivo di locare i circa 2.000 mq attualmente sfitti (9,5% della superficie complessiva). Nel contempo si sono avviate le negoziazioni con alcuni conduttori che hanno richiesto di estendere le superfici già occupate.

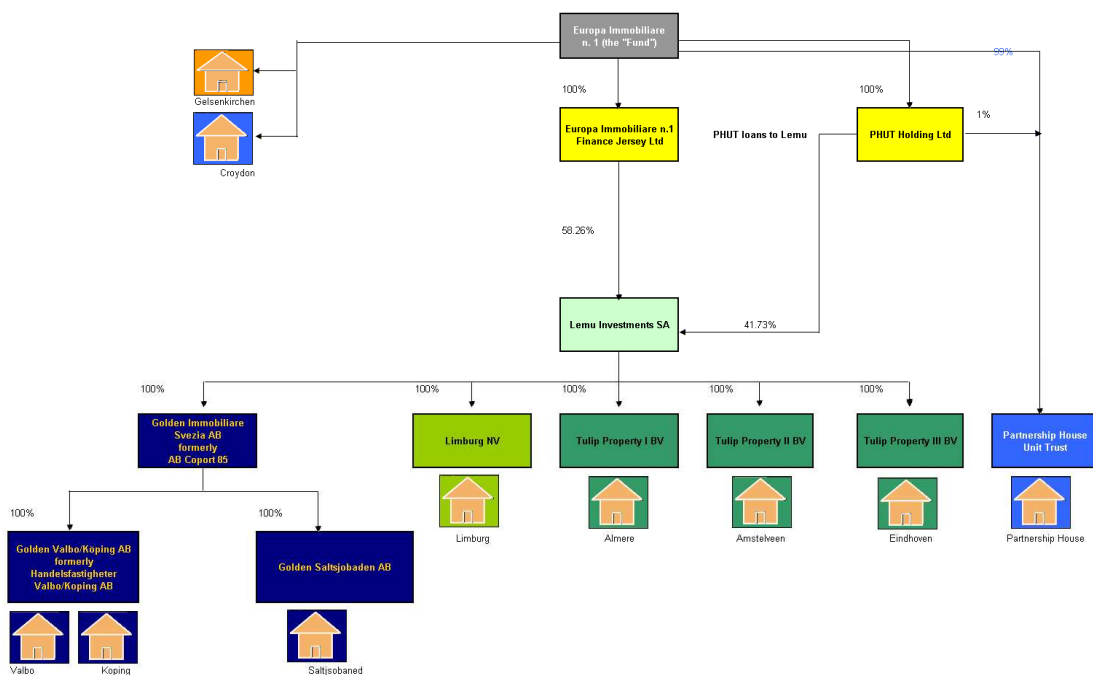
- **Croydon (UK)** – Il Gestore Delegato nel 2008 aveva consigliato di affidare un mandato di commercializzazione ad un operatore locale volto ad individuare un possibile tenant per l'unità 4 del *leisure park*, l'unica rimasta sfitta dopo l'acquisizione. Nonostante le avverse condizioni del mercato immobiliare si è individuato un operatore intenzionato a lanciare un'area di ristorazione del tipo *food court* multietnica. Il canone annuo ammonta a GBP 71.500. La locazione consentirà di incrementare la redditività dell'immobile dal 6,74% al 7,06%, con un beneficio anche in termini di valore e riduzione delle spese condominiali di pertinenza della proprietà. Parallelamente, il Gestore Delegato ha avviato una negoziazione finalizzata alla realizzazione di un *drive-thru* all'interno dell'area di parcheggio del centro. Le trattative sono tuttora in corso.
- **Portafoglio Golden (Svezia)** – Nel corso del primo semestre l'attività si è improntata da un lato alla rinegoziazione di alcuni contratti di locazione giunti a scadenza, e dall'altro alla pianificazione di un intervento di manutenzione straordinaria sull'impianto di climatizzazione/riscaldamento del centro commerciale di Saltsjobaden che ridurrà i costi energetici del centro e quindi aumenterà il *Net Operating Income* dell'immobile. La SGR ha inoltre ricevuto da un promotore immobiliare locale un'opzione di acquisto di parte dei diritti edificatori dell'immobile di Köping e di commercializzazione dei nuovi spazi verso potenziali nuovi conduttori. Tale proposta rappresenta un'indubbia operazione di valorizzazione del centro commerciale in quanto l'aumento di spazi commerciali potrà creare una maggiore attrattività per l'area che potrebbe così proporre un mix merceologico maggiore e diversificato.
- **Roma, Casal del Marmo (Italia)** – a seguito di una richiesta dell'attuale conduttore, Iper Immobiliare S.r.l., la SGR ha stipulato un contratto di opzione avente ad oggetto la cessione di una porzione di circa 80mq del centro commerciale, funzionale all'ampliamento della *hall* dell'albergo adiacente, ad un corrispettivo di € 400.000. La stipula dell'opzione, avente una durata semestrale e rinnovabile fino alla fine del 2009, ha finora comportato un ricavo per il Fondo di € 100.000 corrispondenti al valore dell'opzione.
- **Liscate (Italia)** – la SGR ha iniziato delle trattative volte a rinegoziare il contratto di locazione in corso con il conduttore DHL. Le finalità sono quelle di ottenere un contratto di maggior durata e garantire così maggiore stabilità alla redditività del Fondo.

Per quanto riguarda i seguenti immobili siti in Italia e all'estero: Levate, Sala Consilina, Rivoli, Milano RSA Sant'Ambrogio, Milano Bisceglie, Partnership House, Almere, Amstelveen, Eindhoven, Houthalen non vi sono fatti rilevanti accaduti durante il periodo di riferimento della relazione.

Nel corso del primo semestre 2009, il Consiglio di Amministrazione ha deciso di modificare l'*asset allocation* strategica del Fondo, incrementando l'esposizione massima del mercato britannico e di quello francese, e contestualmente riducendo quella relativa alla Germania. A livello settoriale, è stata ridotta l'allocazione al segmento commerciale. La seguente tabella mostra gli investimenti divisi per aree geografica e settore di investimento confrontato con le politiche del Fondo.

	Corrente	Peso %	Nuovi Range di Asse allocation		Precedente Asset allocation	
			Min %	Max %	Min %	Max %
Uffici	146,7	39,6%	30%	50%	30%	50%
Commerciale	88,8	24,0%	20%	50%	30%	50%
Logistica	90,6	24,5%	5%	25%	5%	25%
Residenziale	0	0%	0%	10%	0%	10%
RSA	15,5	4,2%	0%	15%	0%	15%
Altro	28,9	7,8%	5%	15%	5%	15%
TOTALE	370,5	100%				
Italia	158,8	42,9%	30%	60%	30%	60%
Regno Unito	44,5	12,0%	10%	35%	15%	25%
Germania	39,6	10,7%	0%	20%	10%	20%
Svezia	36,6	9,9%	5%	15%	5%	15%
Benelux	91,0	24,5%	10%	30%	15%	25%
Spagna e Portogallo	0	0%	0%	10%	0%	10%
Francia e Altro	0	0%	0%	15%	0%	10%
TOTALE	370,5	100%				

Di seguito si riporta lo schema della struttura delle partecipazioni detenute dal Fondo.



Alla data del 30/6/2009, il complesso dei finanziamenti concessi al Fondo Europa Immobiliare N.1 ammontava ad € 157.455.421, di cui € 6.472.172 erogati dalla Cassa di Risparmio di Ferrara, € 71.183.249 dalla Banca Carige ed € 79.800.000 da ING Real Estate Finance. In data 27 Febbraio 2009 la SGR ha provveduto al rimborso parziale dei finanziamenti ipotecari erogati da ING Real Estate Finance, per un ammontare complessivo pari a € 12,5 milioni. L'operazione si è resa necessaria al fine di mantenere il rapporto tra il valore degli immobili a garanzia e le somme erogate nel rispetto dei *covenant* presenti nel contratto. Il finanziamento in essere con ING Real Estate Finance è nella forma tecnica del mutuo ipotecario, mentre i finanziamenti in essere con Carige e Carife sono nella forma tecnica dello scoperto in conto corrente.

Il costo medio del debito al 30/06/2009 è del 2,75% con uno spread medio dell' 1,28%. Il Fondo nel primo semestre dell'anno ha beneficiato della riduzione dei tassi di interesse registrata su mercato con oneri di finanziamento pari ad € 2.147.623 rispetto ad € 5.191.596 dell'analogo periodo dell'anno precedente. La diminuzione degli oneri finanziari è da attribuirsi ad una riduzione dei debiti finanziari verso banche e alla progressiva diminuzione del costo medio del denaro sul mercato.

Cessioni e/o Acquisizioni

Non sono state effettuate cessioni o acquisizioni di beni immobili durante il primo semestre del 2009.

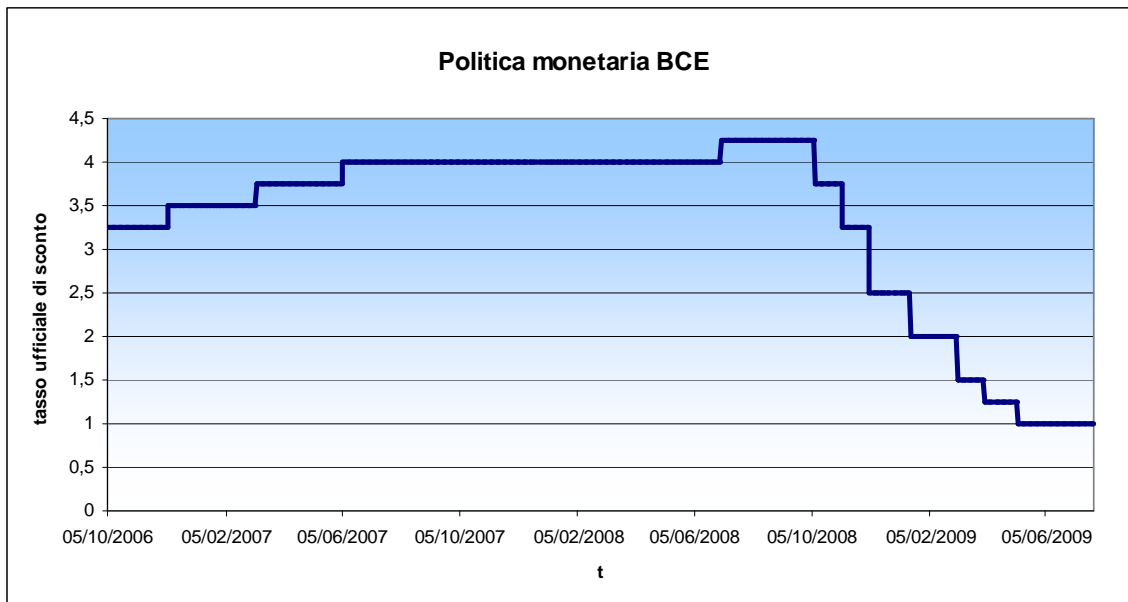
2 - Mercato Immobiliare

Contesto Macroeconomico

Il prolungarsi della crisi globale dura ormai da quasi due anni, ed ha profondamente modificato le attese di crescita dell'economia e la struttura stessa di importanti settori quali l'industria automobilistica ed il settore del credito. Grazie anche ad una risposta senza precedenti per entità e coordinamento, sia finanziaria che politica, l'economia globale muove ormai verso una stabilizzazione, e la paventata crisi del sistema bancario appare ormai scongiurata, nonostante la possibilità di ulteriori svalutazioni non sia del tutto esclusa.

Le aspettative sull'evoluzione futura delle variabili macroeconomiche sono però improntate da un lato alla prudenza, le stime di crescita del Prodotto Interno Lordo (PIL) mondiale calcolate dal Fondo Monetario Internazionale segnano un -1,4% nel 2009 ed un +2,5% nel 2010, e dall'altro all'incremento del differenziale di crescita tra paesi sviluppati (+0,6% nel 2010) ed economie emergenti (+4,7%). Sul fronte inflazionistico, nonostante i ripetuti timori di una ripresa della dinamica dei prezzi sulla scorta di un incremento dei prezzi delle materie prime e del petrolio in particolare, i dati rivelano piuttosto l'assenza di particolari pressioni al rialzo e la tendenza alla stabilità almeno nel corso del 2010 in presenza di una rilevante capacità produttiva attualmente non utilizzata.

In questo scenario macroeconomico, favoriti da politiche monetarie particolarmente espansive, i tassi di interesse si sono abbassati fino ai livelli minimi di parecchi anni su tutte le valute europee, di fatto alleviando la pressione sugli investimenti immobiliari ad elevato *leverage*. Parallelamente, per effetto del contestuale incremento dei premi al rischio richiesti per gli investimenti immobiliari, si è assistito al progressivo ampliamento dello *spread* offerto dall'*asset class* rispetto al costo del debito, solo parzialmente compensato dall'aumento dei margini richiesti dalle banche per la concessione di finanziamenti.



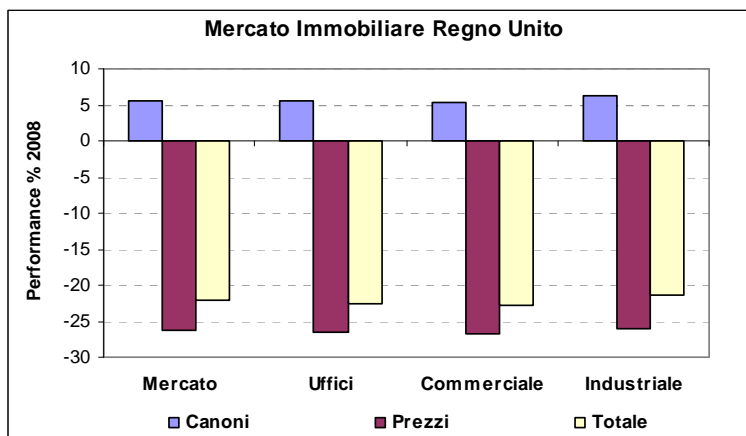
L'erogazione del credito rappresenta tuttora l'elemento cruciale per una reale ripresa degli investimenti immobiliari, il cui volume in aggregato in Europa non ha superato i € 24,6 miliardi nel primo semestre del 2009 (- 37% rispetto al primo semestre del 2008) mentre proseguono, sebbene a ritmo più moderato rispetto ai 12 mesi precedenti, la crescita dei rendimenti per tutti i settori del mercato (+70-100 *basis points*), il declino dei canoni medi di locazione (da sostanzialmente invariati a -8,6% su base annua), l'aumento del livello di sfritto ed una più marcata segmentazione del mercato tra *prime properties* ed *asset* di qualità inferiore. Sebbene si stia assistendo ad un progressivo consolidamento dei fondamentali del settore a livello europeo ed il mercato del Regno Unito, un paese tradizionalmente *leader* nel ciclo immobiliare, stia mostrando qualche segnale di inversione di tendenza principalmente con riferimento agli immobili di elevata qualità, la ripresa del comparto immobiliare non potrà ragionevolmente allargarsi all'Europa continentale prima dei prossimi 24/36 mesi.

Regno Unito

A causa dell'elevato grado di finanziarizzazione dell'economia e del peso rilevante del comparto bancario, la crisi ha colpito il Regno Unito in misura maggiore rispetto a molti altri paesi europei. Le stime relative all'andamento del PIL elaborate dall'OSCE parlano di una riduzione del 4,3% nell'anno in corso, in termini nominali, ed un modesto incremento dello 0,2% per il 2010. L'impatto della stretta creditizia ha avuto ripercussioni significative sia sul valore degli immobili -26,3% nel 2008 secondo i dati diffusi da IPD) che sul reddito disponibile per i consumi, per i quali il 2009 dovrebbe chiudersi con una flessione superiore al 3%. Il declino dell'economia britannica è stato parzialmente mitigato dalla forte svalutazione della sterlina, il cui cambio contro euro è passato in due anni da un livello di 0,66 fino ad un massimo di 0,95, per poi stabilizzarsi nell'intorno di 0,85. Il sistema finanziario è stato stimolato attraverso una serie di interventi di vasta portata, che condurranno ad un *deficit* di bilancio prossimo al 14% del

PIL dell'anno in corso, ed a conseguenze di lungo termine sulle politiche di bilancio che il Governo potrà intraprendere per sostenere l'economia reale ed il mercato del lavoro.

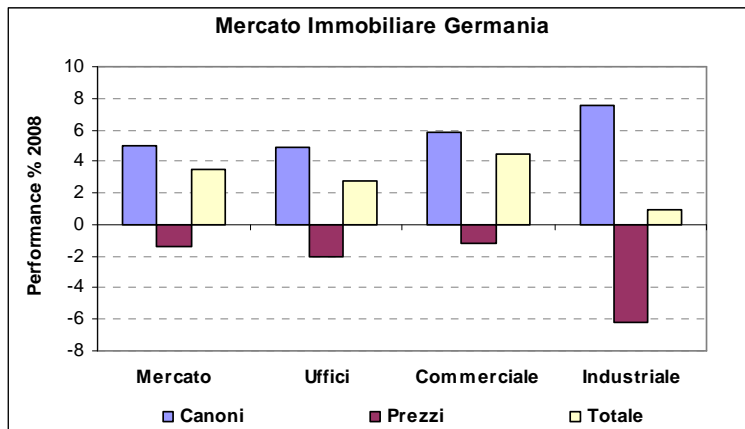
Il volume delle transazioni immobiliari nel primo semestre è stato di € 8,5 miliardi, di cui circa € 3 miliardi nella capitale. Nonostante il forte incremento su base trimestrale registrato a Londra (nel primo *quarter* del 2009 l'ammontare investito è stato di € 1 miliardo), il resto del mercato non mostra una particolare vitalità. L'indice sintetico dei canoni di locazione per città di Londra, calcolato da CB Richard Ellis, ha registrato una contrazione del 33% dal suo livello più elevato, ed al contempo il livello di sfritto è cresciuto fino al 9,8% (dal 4% circa di 2 anni fa). L'indice, misurato da IPD, relativo alla variazione delle valutazioni immobiliari nel mercato britannico nel suo complesso, mostra una diminuzione media del 26%.



Fonte: IPD, Investment Property Databank, 2008

Germania

La flessione della produzione industriale in Germania, fortemente condizionata da una valuta forte che penalizza le esportazioni del paese (-18,9% a/a atteso nel 2009 secondo i dati OCSE), ha ulteriormente accelerato nel corso del primo trimestre del 2009 e, pur se in attenuazione, questa tendenza è vista proseguire per tutto il resto dell'anno. La conseguenza è una previsione di contrazione economica sia nel 2009 (-6,2%) che nel 2010 (-0,6%) ed una dinamica dei consumi stagnante. In questo contesto, l'attività di investimento si mantiene su valori modesti, pari a circa € 1,6 miliardi per ciascuno dei primi due trimestri dell'anno. In aggregato, il volume delle transazioni è pari al 48% rispetto al dato relativo al primo semestre 2008. Da un punto di vista valutativo, il settore commerciale è quello che meglio degli altri ha tenuto le posizioni, sia in termini di costi di occupazione unitari, sostanzialmente allineati all'esercizio precedente, che di rendimento (la crescita dello *yield* medio offerto è stata compresa tra 0 e 25 *basis points*). Il settore logistico è stato quello maggiormente penalizzato dalla congiuntura economica, ed a fronte di canoni stabili registra rendimenti in crescita di 50-75 punti base rispetto al 2008.

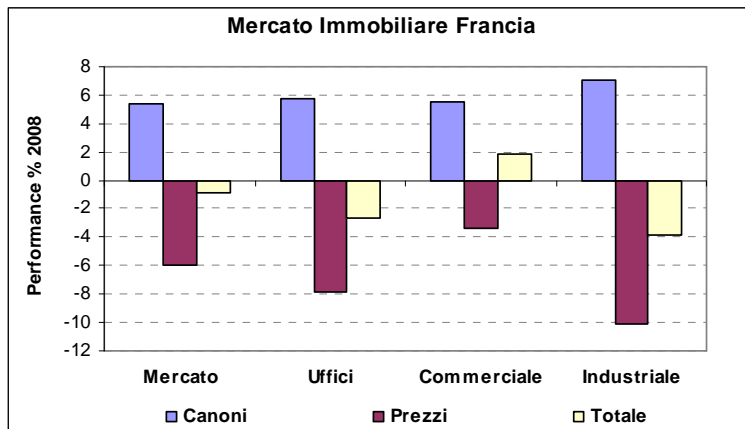


Fonte: IPD, Investment Property Databank, 2008

Francia

L'efficacia delle misure prese per contenere gli effetti della crisi economica e la buona tenuta della dinamica dei consumi stanno limitando la severità della congiuntura. Per l'anno in corso, l'OCSE prevede un calo del Prodotto Interno Lordo del 3%, un dato nettamente più favorevole rispetto agli altri paesi dell'Eurozona. Nonostante l'ampliamento del *deficit* di bilancio, che richiederà un approccio basato su tagli alla spesa e rimodulazione dell'imponibile fiscale negli anni a venire, le pressioni inflazionistiche sono tutt'altro che preoccupanti in Francia, e non è ritenuto improbabile che la dinamica dei prezzi al consumo di collochi in prossimità dello zero entro la fine del 2010.

Dal punto di vista dei fondamentali del mercato immobiliare, gli aggiustamenti maggiormente significativi hanno riguardato il comparto uffici, per il quale CB Richard Ellis ha rilevato una diminuzione del *prime rent* nell'ordine del 10% nell'area dell'Ile-de-France. Tutti i settori, invece, hanno sofferto il *repricing* del rischio immobiliare, ed i rendimenti sono cresciuti di 100-150 *basis points* rispetto al giugno 2008. Ciò nonostante, pur essendo tradizionalmente un paese *follower* rispetto alle dinamiche del mercato del Regno Unito, è probabile che, grazie ad un tessuto produttivo più diversificato ed a migliori condizioni del settore del credito, la Francia possa capitalizzare prima e più velocemente i benefici di un'inversione del ciclo immobiliare rispetto ad altri paesi europei.

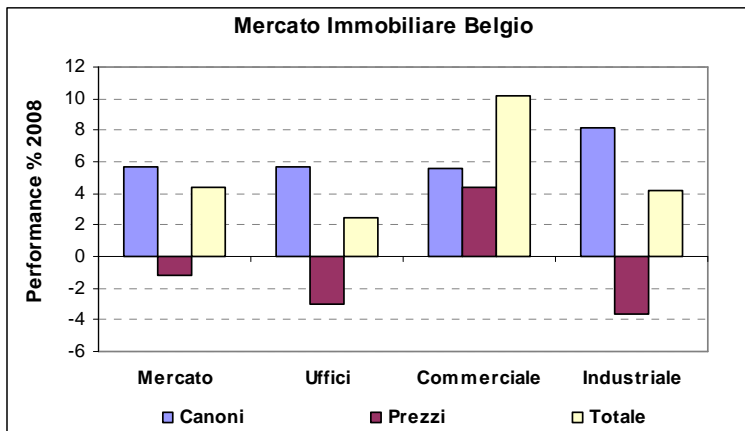


Fonte: IPD, Investment Property Databank, 2008

Belgio

Le prospettive economiche del Belgio si allineano alla più generale dinamica europea, e puntano ad una contrazione del 4,1% nel corrente anno e dello 0,5% nel 2010, principalmente a causa dell'evoluzione negativa della bilancia commerciale e della spesa per consumi. La persistenza di una dinamica inflazionistica più elevata, legata ad aggiustamenti salariali automatici, di una crescente disoccupazione e di un elevato livello di debito pubblico, potrebbero ritardare l'uscita del paese dalla fase congiunturale negativa, con un conseguente impatto sull'attività produttiva e sul settore immobiliare.

Il mercato è dominato dal comparto uffici di Bruxelles, che sta attraversando da ormai lungo tempo una fase caratterizzata da una crescente offerta di spazi in locazione anche nelle aree centrali dello *shopping* o del *business district*. La pressione sui costi di occupazione si è già tradotta in una riduzione del *prime rent* dell'8% circa, ed in un incremento dei rendimenti offerti sul mercato fino al livello del 6,25% (+75 *basis points* rispetto a 12 mesi prima). Un'analoga dinamica ha caratterizzato anche il segmento della logistica (canoni -10,5% su base annua, rendimenti + 165 *basis points*), mentre la scarsità di spazi a destinazione commerciale ne ha condizionato positivamente l'andamento per quanto riguarda il canone di locazione, cresciuto del 6,5% rispetto al giugno 2008, ma questo fattore ha solo parzialmente mitigato la forte crescita dei *prime yields* offerti da questa tipologia di investimento, che hanno ora raggiunto il 5,25% (+100 *basis points*).

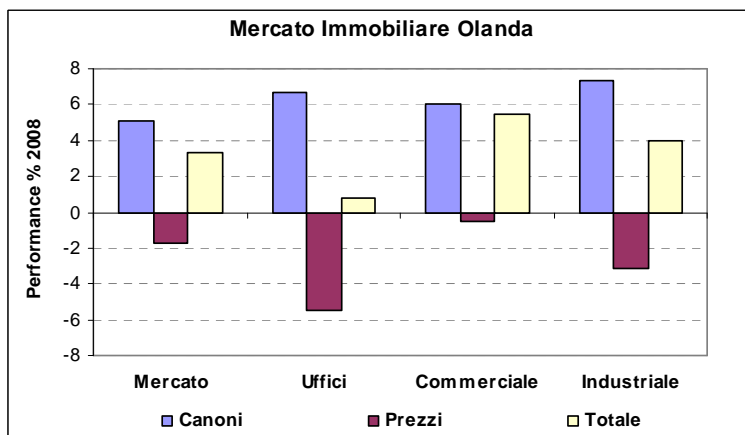


Fonte: IPD, Investment Property Databank, 2008

Paesi Bassi

L'economia olandese ha subito una forte contrazione alla fine dello scorso anno e nel primo trimestre 2009, indotta soprattutto dal repentino calo delle esportazioni (attese a -14% nel 2009 secondo i dati diffusi dall'OCSE) e degli investimenti privati (-2,5%). La dinamica del PIL dovrebbe parzialmente seguire quella del suo principale *partner* commerciale, la Germania, ed assestarsi ad un -4,9% nell'anno in corso, per avviare una lenta ripresa solo a partire dalla seconda metà del prossimo anno.

Dal punto di vista immobiliare, il comportamento del mercato olandese ricalca strettamente quello belga. I fondamentali del segmento *retail* permangono buoni, ed anzi i dati di CB Richard Ellis mostrano un incremento del canone di locazione medio negli ultimi 12 mesi, ma i tassi di rendimenti richiesti dagli investitori sono registrati in crescita di 80-150 punti base rispetto al mese di giugno 2008 sostanzialmente in tutti i settori, corrispondenti ad una diminuzione delle valutazioni immobiliari nell'ordine dell'8%-10% su base annua.

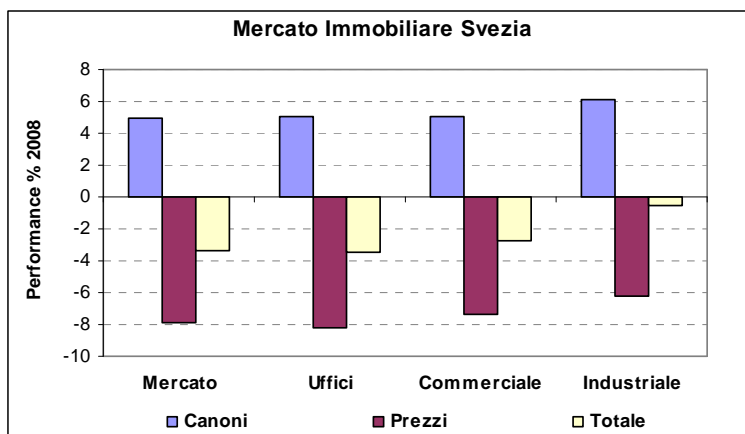


Fonte: IPD, Investment Property Databank, 2008

Svezia

La particolare esposizione dell'economia verso i paesi della cosiddetta *Emerging Europe* ha avviato la Svezia verso una recessione anche più severa di quella seguita alla crisi bancaria dei primi anni '90. Le più recenti stime rilasciate dall'OCSE prevedono una flessione importante del Prodotto Interno Lordo nel 2009 (-5,5%) ed una sostanziale parità l'anno successivo, in un contesto potenzialmente deflattivo. Nel contempo, la politica monetaria particolarmente espansiva della Riksbank, che ha progressivamente ridotto i tassi di interesse dal 4,5% allo 0,5% in meno di 12 mesi, ha causato una forte svalutazione del tasso di cambio, che da un livello di 9,30-9,50 contro euro ha raggiunto un massimo di 11,65 nel mese di marzo 2009 (11,78 dato intraday del 6/3/2009).

L'evoluzione delle variabili macroeconomiche, spinte soprattutto da un elevato tasso di disoccupazione, superiore all'11%, non ha tardato a manifestare i propri effetti anche sul mercato immobiliare. L'indice IPD che misura l'andamento delle valutazioni immobiliari ha registrato una flessione dell'8% circa, con scarsa differenziazione tra i diversi settori di cui è composto. Per l'anno in corso non è prevedibile un'inversione di tendenza, che sarà possibile solamente in concomitanza con il miglioramento delle condizioni economiche complessive del paese.

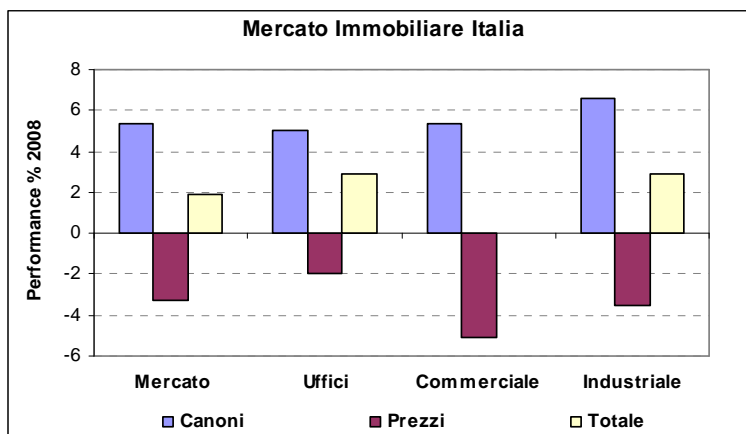


Fonte: IPD, Investment Property Databank, 2008

Italia

Le previsioni economiche elaborate dall'OCSE pongono il paese in una posizione di severa recessione nell'anno in corso, quando il PIL dovrebbe calare del 5,5%, e di marginale ripresa nel corso del 2010 (+0,4%). L'elevato debito pubblico ha fortemente limitato la discrezionalità dell'azione di sostegno del governo, ed il risultato sostanzialmente allineato alla maggior parte dei paesi europei è frutto soprattutto della combinazione tra l'alto saggio di risparmio delle famiglie, il loro scarso indebitamento in relazione alla ricchezza, ed *in primis*, della presenza di un sistema bancario più conservativo che non ha finora richiesto l'intervento diretto dello Stato nel capitale degli istituti. Al forte calo delle esportazioni (-20,9% il dato atteso nel 2009), le imprese hanno reagito tagliando la spesa per investimenti, i quali di converso rappresenteranno il volano della ripresa nei prossimi anni.

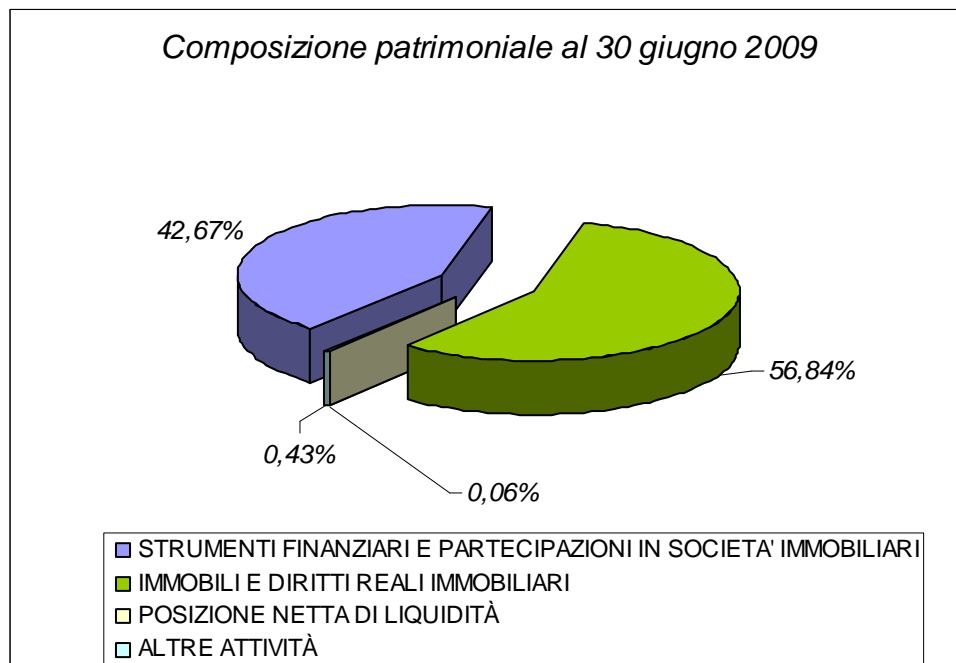
Sul fronte immobiliare, i fattori sopra menzionati si sono tradotti in una miglior tenuta del mercato domestico rispetto agli altri paesi europei. La crescita dei rendimenti, e quindi la variazione al ribasso delle quotazioni degli immobili, è stata sostanzialmente contenuta nell'intervallo tra 50 e 75 punti base, e le transazioni avvenute nel primo semestre, tra cui la significativa vendita di un centro commerciale nell'*hinterland* milanese ad un corrispettivo superiore ad € 140 milioni, sono avvenute a prezzi unitari e rendimenti complessivamente interessanti. L'assenza di rapporti di leva finanziaria patologicamente elevati, infine, ha evitato l'accumularsi di *distressed sellers*. Mentre nelle *locations* più centrali, prezzi e costi di occupazione non sembrano risentire di particolari pressioni al ribasso, qualche effetto si è manifestato nelle ubicazioni periferiche e per *asset* di qualità medio-bassa. Ciò nonostante, la ricerca di soluzioni occupazionali più economiche ha molto mitigato gli effetti potenzialmente negativi anche per queste tipologie immobiliari. Le attese per il prossimo futuro sono comunque improntate alla stabilità ed alla prudenza con una debole ripresa delle quotazioni, condizionata soprattutto dalla ripresa del mercato del credito, non è prevedibile che prima di 24 mesi.



Fonte: IPD, Investment Property Databank, 2008

3 - Composizione Patrimoniale

La composizione delle attività al 30 giugno 2009 è evidenziata dal grafico che segue:



La voce "Partecipazioni" è rappresentativa delle partecipazioni di controllo nelle società localizzate a Jersey, funzionali alla detenzione degli investimenti immobiliari in Svezia, Belgio ed Olanda.

4 - Eventi successivi alla chiusura del periodo

Con decorrenza 1° gennaio 2009, a seguito della prescritta autorizzazione ricevuta dalla Banca d'Italia in data 10 marzo 2008, si è conclusa l'operazione di cessione del ramo d'azienda relativo alla gestione dei fondi chiusi immobiliari di Vegagest SGR S.p.A. a favore di Vegagest Immobiliare SGR S.p.A., dalla stessa interamente controllata. Nulla si modifica nei rapporti tra la Società di Gestione ed i sottoscrittori, né tra il Fondo ed i soggetti con i quali sono attivi i diversi rapporti.

In data 14 luglio 2009, la SGR ha stipulato con Banca Carige un contratto di finanziamento sottoforma di un'apertura di credito in conto corrente ipotecario con scadenza prevista il 31/12/2014 ed ammontare massimo di € 120 milioni, in sostituzione della precedente linea di durata annuale. Il finanziamento, garantito da un'ipoteca sull'intero portafoglio degli immobili italiani (Sala Consilina, Rivoli, Milano via Bisceglie, Milano Via Lope de Vega, Roma Casal del Marmo, Levate, Liscate), è remunerato al tasso Euribor a 3 mesi incrementato di uno *spread* di 175 *basis points*. Esso prevede la possibilità di optare per un tasso fisso a partire dal terzo anno e consente di effettuare nel tempo ripetuti utilizzi e rimborsi in funzione delle esigenze di tesoreria del Fondo.

In data 29 Luglio 2009, la SGR ha stipulato un contratto preliminare per la futura acquisizione di un immobile a destinazione commerciale ubicato a Roma, Piazza dei Navigatori, ed attualmente in fase di costruzione. Il corrispettivo dell'investimento è di €

120 milioni, di cui € 25 milioni versati a titolo di caparra confirmatoria ed € 95 da pagare al rogito da effettuarsi entro il 31/12/2010 a fine lavori di costruzione. Il rendimento lordo iniziale dell'operazione è del 7% annuo e sarà garantito dal venditore per 6 anni con fidejussioni bancarie e corporate. Sono inoltre attive ulteriori garanzie a tutela del rendimento del Fondo nel momento della futura dismissione del bene.

In data 31/7/2009, in ottemperanza alle previsioni contrattuali in materia di rispetto dei *covenant*, la SGR ha proceduto ad un rimborso parziale dell'ammontare di €2.700.000 del finanziamento concesso da ING Real Estate Finance dovuto alla riduzione della valutazione degli immobili a garanzia in Germania ed in Olanda. A seguito del predetto rimborso, l'ammontare del debito ipotecario erogato dalla banca al Fondo ammonta ad oggi a € 77.100.000, pari all'65,18% degli immobili a garanzia (Almere, Amstelveen, Eindhoven, Gelsenkirchen).

5 - Situazione Patrimoniale

Alla data del 30 giugno 2009 il valore patrimoniale netto del Fondo ammonta complessivamente ad € 223.568.057, pari ad € 1.971,534 per ciascuna delle 113.398 quote in cui è diviso. Ciò rappresenta una diminuzione del 7,45% rispetto al dato del 31 dicembre 2008, e del 4,08% considerando la distribuzione del provento di € 75,00 per quota avvenuta in data 12 marzo 2009. Dall'inizio dell'operatività del Fondo, la *performance* realizzata è pari al -1,671% (rendimento annualizzato). Tale performance negativa è da imputare alle minusvalenze non realizzate relative agli immobili in portafoglio. Si precisa che il Fondo dall'anno di inizio dell'attività ha distribuito proventi per un totale di € 352,5 per ogni quota e quindi tale performance è al netto di tale distribuzione di cassa.

L'importo di € 210.941 relativo alla liquidità disponibile corrisponde per € 194.414 ai saldi dei conti correnti aperti presso banche estere tedesche ai fini della gestione degli immobili detenuti dal fondo in modo diretto e per € 16.527 al controvalore in euro dei conti multicurrency aperti presso la banca depositaria Cassa di Risparmio di Ferrara. Il conto corrente in Euro risulta essere negativo in seguito all'utilizzo della linea di credito. Si precisa che sui conti aperti presso le banche tedesche deve essere mantenuta una liquidità disponibile a fini operativi di gestione degli immobili.

L'importo di € 80.239.772 relativo alla liquidità impegnata corrisponde al controvalore in euro di operazioni di divisa a termine di copertura sulla Sterlina Inglese per € 44.503.924 e sulla Corona Svedese per € 35.735.848, tutte con scadenza 30 settembre 2009, la cui contropartita si rileva nella voce della liquidità da ricevere.

Il valore della quota al 30/06/2009 è di € 1.971,534 a fronte di un valore al 31/12/2008 di € 2.130,323. La diminuzione evidenziata è da attribuirsi in parte allo stacco del dividendo per € 75,00 distribuito in data 12/03/2009, e in parte alla già menzionata diminuzione del valore degli immobili che hanno inciso negativamente sul valore delle quote.

Si riporta di seguito la Situazione Patrimoniale del Fondo al 30 giugno 2009, confrontata con quella di fine 2008:

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2009		Situazione al 31/12/2008	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	163.601.068	42,67	163.671.173	40,68
Strumenti finanziari non quotati	163.601.068	42,67	163.671.173	40,68
A1. Partecipazioni di controllo	163.601.068	42,67	163.671.173	40,68
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				
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				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	217.907.889	56,84	226.041.992	56,17
B1. Immobili dati in locazione	217.907.889	56,84	226.041.992	56,17
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	210.941	0,06	1.523.397	0,38
F1. Liquidità disponibile	210.941	0,06	736.322	0,18
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	80.239.772	20,93	62.999.918	15,66
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	(80.239.772)	(20,93)	(62.212.843)	(15,46)
G. ALTRE ATTIVITÀ	1.647.862	0,43	11.160.093	2,77
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	519.931	0,14	492.321	0,12
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre	1.127.931	0,29	10.667.772	2,65
TOTALE ATTIVITÀ	383.367.760	100,00	402.396.655	100,00

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2009	Situazione al 31/12/2008
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	157.455.421	156.244.879
H1. Finanziamenti ipotecari	79.800.000	92.300.000
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri	77.655.421	63.944.879
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
M. ALTRE PASSIVITÀ	2.344.283	4.577.367
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati		1.880.599
M2. Debiti di imposta	861.055	213.005
M3. Ratei e risconti passivi	1.034.834	1.751.669
M4. Altre	448.394	732.094
TOTALE PASSIVITÀ	159.799.704	160.822.246
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	223.568.056	241.574.409
Numero delle quote in circolazione	113.398	113.398
Valore unitario delle quote	1.971,534	2.130,323
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	75,000	95,000

6 - Altre informazioni

Di seguito si riportano le tabelle con le informazioni relative ai beni immobili detenuti dal Fondo:

1. Valore di stima dell'Esperto Indipendente C.B. Richard Ellis Professional Services S.p.A. al 30 giugno 2009;
2. Elenco dei beni immobili e diritti immobiliari detenuti dal fondo al 30 giugno 2009;
3. Elenco delle partecipazioni detenute dal fondo al 30 giugno 2009;
4. Prospetto dei cespiti disinvestiti dal Fondo;
5. Elenco dei Finanziamenti ricevuti.

Allegato 1 – Valore di mercato dei beni immobili e diritti immobiliari detenuti dal Fondo

N.	Descrizione e Ubicazione		Destinazione d'uso prevalente	Superficie lorda	Valore al 30/06/09
1	PIEMONTE		Caserma	4.293	4.800.000
	RIVOLI	TO RIVOLI - CASERMA DI RIVOLI			
2	LOMBARDIA		Immobili logistici	43.355	28.820.000
	LEVATE	BG LEVATE - VIA DOSSI,2			
	LISCATE	MI MORA DI LISCATE - S.P. CERCA, 39			
	MILANO	MI VIA LOPE DE VEGA, 2			
	MILANO	MI VIA BISCEGLIE, 71-73-75			
6	LAZIO		Centro Commerciale	30.663	33.820.000
	CASAL DEL MARMO	RM CASAL DEL MARMO - VIA AROLA, 55			
7	CAMPANIA		Caserma	4.096	4.940.000
	SALA CONSILINA	SA CASERMA DI SALA CONSILINA			
8	INGHILTERRA		Centro Commerciale	3.805	19.187.889
	CROYDON	CROYDON COLONNADES LEISURE PARK PURLEY WAY CRO 4RJ			
	GERMANIA				
10	GELSENKIRCHEN	GELSENKIRCHEN - BAHNHOFSTRASSE, 55-65 45879	Terziario	3.755	39.920.000
TOTALE					217.907.889

Allegato 2 – Elenco dei beni immobili e diritti immobiliari detenuti dal Fondo

Numero	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati				Costo	Ipoteche	Ulteriori informazioni
					Canone per m2	Tipo Contratto	Scadenza contratto	Locatario			
PIEMONTE											
1	Caserma di Rivoli, Torino	Caserma	2003	3.945	87,05	Locazione immobiliare	31/03/2014	Ente Pubblico	4.621.600,00		
LOMBARDIA											
2	Levate (BG) - Via Dossi	Logistica	1994	43.355	62,29	Locazione immobiliare	31/01/2010	Commerciale	33.575.947,72		
3	Liscate - Mora di Liscate S.P. Cerca, 39	Logistica	1995	45.267	57,97	Locazione immobiliare	31/12/2014	Commerciale	35.488.681,00		
4	Milano - Via Bisceglie, 71-73-75	Terziario	1988	13.730	110,01	Locazione immobiliare	31/07/2010	Commerciale	36.283.768,00		
5	Milano - Via Lope de Vega	Residenza Sanitaria Assistenziale	2004	6.371	157,81	Locazione immobiliare	28/06/2017	Commerciale	15.664.000,00		
LAZIO											
6	Casal del Marmo, Roma Via Arola, 55	Centro commerciale	2006	30.663	79,92	Locazione immobiliare	03/04/2015	Commerciale	36.065.930,00		
CAMPANIA											
7	Caserma di Sala Consilina	Caserma	2005	4.096	82,65	Locazione immobiliare	31/03/2011	Ente pubblico	4.921.600,00		
INGHILTERRA											
8	Croydon Colonnades leisure Park Purley way Cro 4rj	Leisure Park	2001	3.805	189,72	Locazione immobiliare	05/12/2024	Commerciale	36.795.797,87		
	Croydon Colonnades leisure Park Purley way Cro 4rj	Leisure Park	2001	4.628	120,74	Locazione immobiliare	05/12/2024	Commerciale			
	Croydon Colonnades leisure Park Purley way Cro 4rj	Leisure Park	2001	2.553	129,65	Locazione immobiliare	05/12/2024	Commerciale			
	Croydon Colonnades leisure Park Purley way Cro 4rj	Leisure Park	2001	857	237,94	Locazione immobiliare	05/12/2024	Commerciale			
	Croydon Colonnades leisure Park Purley way Cro 4rj	Leisure Park	2001	328	362,69	Locazione immobiliare	05/12/2024	Commerciale			
	Croydon Colonnades leisure Park Purley way Cro 4rj	Leisure Park	2001	271	302,91	Locazione immobiliare	05/12/2024	Commerciale			
	Croydon Colonnades leisure Park Purley way Cro 4rj	Leisure Park	2001	2.263	139,38	Locazione immobiliare	05/12/2024	Commerciale			
	Croydon Colonnades leisure Park Purley way Cro 4rj	Leisure Park	2001	464		Unità non locata		Commerciale			
GERMANIA											
10	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	3.755	166,21	Locazione immobiliare	31/05/2011	Commerciale	43.009.605,00		
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	2.324	237,68	Locazione immobiliare	30/06/2013	Commerciale			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	1.848	188,83	Locazione immobiliare	31/12/2012	Commerciale			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	267	127,80	Locazione immobiliare	31/12/2008	Commerciale			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	101	160,85	Locazione immobiliare	31/12/2008	Commerciale			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	282	455,32	Locazione immobiliare	31/12/2013	Commerciale			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	503	140,66	Locazione immobiliare	31/12/2009	Terziario			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	5.671	100,13	Locazione immobiliare	31/12/2015	Terziario			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	183	127,47	Locazione immobiliare	31/08/2012	Terziario			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	954	106,93	Locazione immobiliare	15/08/2012	Terziario			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	141	47,95	Locazione immobiliare	31/12/2008	Terziario			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	136	82,13	Locazione immobiliare	31/10/2011	Terziario			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	201	1.555,27	Locazione immobiliare	31/12/2015	Parking			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	9	300,00	Locazione immobiliare	24/01/2009	Spazi pubblicitari			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	2.061		Unità non locata		Terziario			
	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	1.171	-	Unità non locata		Commerciale			
TOTALI									211.507.557,98		

Allegato 3 - Elenco delle partecipazioni detenute dal Fondo

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					
Partnership House Unit Trust	27.324	99	42.132.578	25.095.646	23.905.512
Europa Immobiliare n.1 Jersey Finance Ltd	22.365.987	100	90.385.553	72.861.267	73.229.842
PHUT Holding Ltd	47.894.889	100	73.745.369	65.644.155	66.535.819
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					

Allegato 4 - Prospetto dei cespiti disinvestiti dal Fondo

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO										
<i>Cespiti disinvestiti</i>	<i>Superficie</i>	<i>Acquisto</i>			<i>Ultima valutazione (1)</i>	<i>Realizzo</i>		<i>Proventi generati (2)</i>	<i>Oneri sostenuti (3)</i>	<i>Risultato dell'investimento</i>
		<i>Data</i>	<i>Costo di acquisto</i>	<i>Data</i>		<i>Ricavo di vendita</i>				
Via Cardano, 10 - Milano	14.603	29.06.05	66.428.687	65.800.000	19.12.06	72.280.000	3.037.025	295.675	9.221.350	
Via Veneziani, 56 - Roma	29.468	29.06.05	44.134.284	43.500.000	19.12.06	50.070.000	4.527.667	141.168	10.322.215	
Koblentz - Germania	4.607	30.12.05	17.261.462	18.500.000	30.09.08	19.000.000	2.802.546	3.317.126	1.223.958	
Totale al 31.12.2008			127.824.433	127.800.000		141.350.000	10.367.238	3.753.969	20.767.523	

(1) - valore desunto dalla stima degli Esperti indipendenti fornita in sede di ultima valutazione semestrale prima della vendita

(2) - proventi generati dalle locazioni e dal recupero di costi sostenuti sull'immobile e riaddebitati sull'acquirente

(3) - oneri sostenuti per la gestione dell'immobile

Allegato 5 - Elenco dei finanziamenti ricevuti

Controparte	% sul totale	Importo Erogato	Importo Residuo	Durata anni	Forma tecnica	Garanzie rilasciate
Ca.Ri.FE.	4%	7.000.000	527.828	1 anno	Apertura di credito	Nessuna garanzia
Ca.Ri.GE.	54%	100.000.000	28.816.751	1 anno	Apertura di credito	Ipoteca su immobili italiani
ING REAL ESTATE FINANCE	43%	79.800.000		7 anni	Mutuo Ipotecario	- Eindhoven: Euro 11.000.000 - Gelsenkirchen: Euro 25.000.000 - Almere: Euro 20.000.000 - Amstelveen: Euro 23.800.000
		186.800.000	29.344.579			