

# Europa **1** Immobiliare N°

**Vegagest** Sgr  
IMMOBILIARE

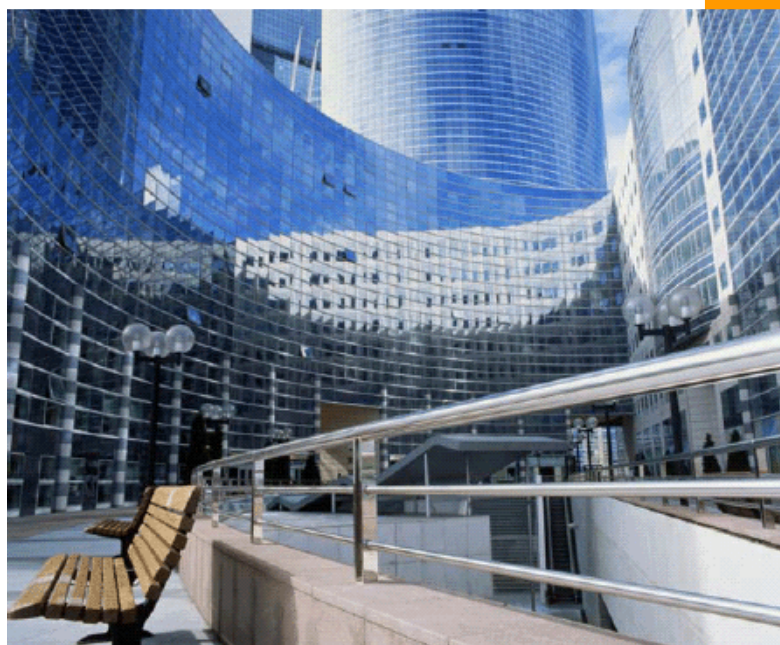
Società di Gestione  
del Risparmio S.p.A.

**cordeasavills**

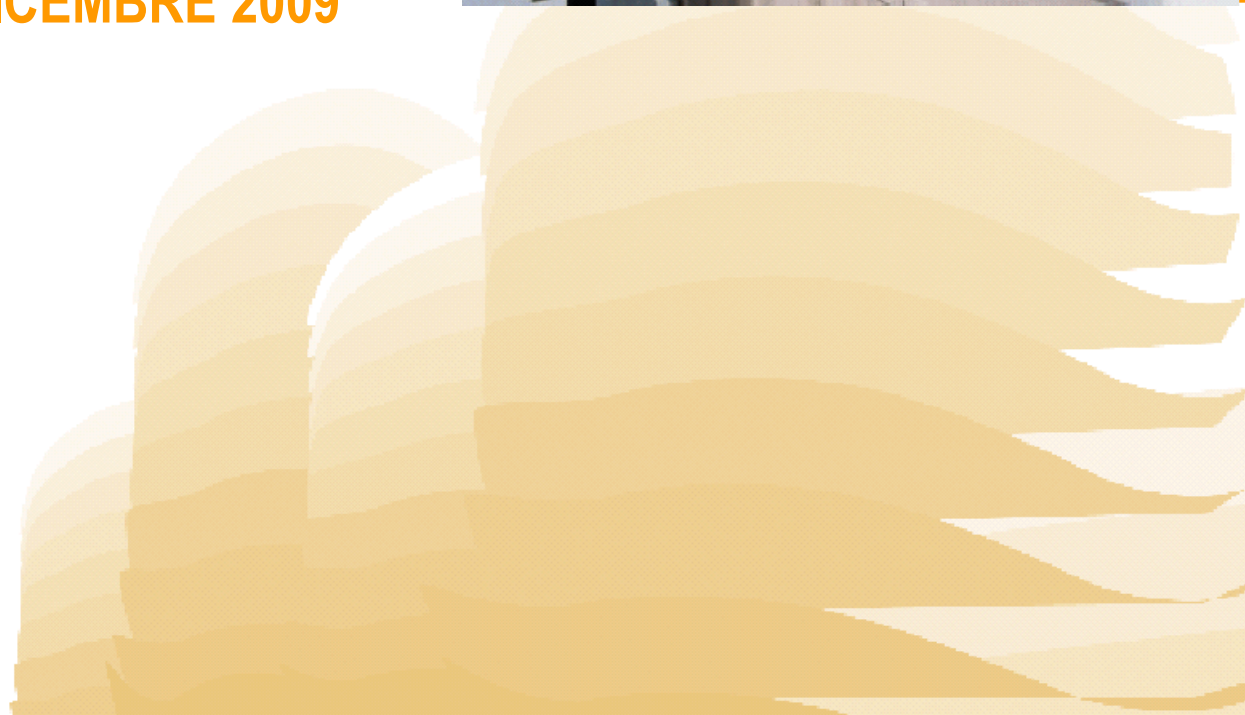
Advisor e soggetto delegato

Fondo Comune di investimento  
immobiliare di tipo chiuso

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



**RENDICONTO**  
al 31 DICEMBRE 2009



# RENDICONTO DEL FONDO "EUROPA IMMOBILIARE N° 1" AL 31 DICEMBRE 2009

## Indice

---

1. Relazione degli Amministratori .....	1
1.1 Analisi del mercato immobiliare .....	1
1.2 Distribuzione di dividendo effettuata nel corso del 2009.....	6
1.3 Gestione Immobiliare.....	6
1.4 Le acquisizioni immobiliari.....	10
1.5 La struttura societaria relativa alle acquisizioni degli immobili esteri.....	11
1.6 Gestione finanziaria .....	11
1.7 Gestione dei rischi di cambio e di tasso d'interesse.....	12
1.8 Obiettivi di gestione del Fondo per il 2010 .....	13
1.9 Eventi di rilievo accaduti nella gestione del Fondo .....	13
2.0 Vendite nel corso del 2009.....	14
2.1 Il portafoglio immobiliare .....	14
2.3 Diversificazione geografica del portafoglio immobiliare .....	23
2.4 Diversificazione settoriale del portafoglio immobiliare .....	23
2.5 Gestione mobiliare .....	24
2.6 Composizione Patrimoniale.....	24
2.7 Eventi successivi alla chiusura del periodo .....	25
2.8 Metodologie di gestione e misurazione del rischio adottate .....	25
2.9 Dividendo distribuibile dal Fondo relativo all'esercizio 2009 .....	27
2. Situazione Patrimoniale .....	28
3. Situazione Reddittuale.....	30
4. Nota Integrativa .....	32
Parte A – Andamento del valore della quota .....	32
Parte B – Le attività, le passività e il valore complessivo netto .....	34
Sezione I – Criteri di valutazione.....	34
Sezione II – Le Attività .....	35
Sezione III – Le Passività .....	42
Sezione IV – Il valore complessivo netto .....	44
Sezione V – Altri dati patrimoniali .....	45
Parte C – Il risultato economico dell'esercizio .....	45
Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari.....	45
Sezione II – Beni immobili.....	46
Sezione III – Crediti .....	46
Sezione IV – Depositi bancari .....	46
Sezione V – Altri beni.....	46
Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari.....	47
Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri.....	49
Sezione IX – Imposte .....	49
Parte D – Altre informazioni .....	50

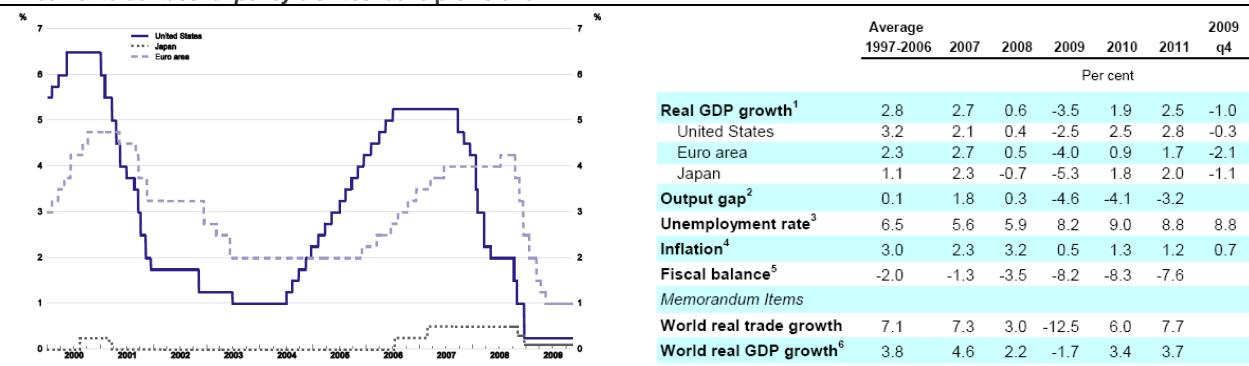
# 1. Relazione degli Amministratori

## 1.1 Analisi del mercato immobiliare

### Contesto Macroeconomico

Il livello di interventi dispiegati a sostegno dell'economia globale colpita dalla crisi economica nel corso del biennio 2007/08 ha raggiunto l'obiettivo primario di stabilizzare le dinamiche economiche e ridare fiducia al sistema finanziario. Le politiche attuate sia dai governi che dalle banche centrali lasciano comunque una difficile eredità da gestire, caratterizzata da più elevati *deficit* di bilancio a livello pubblico, ed un livello dei tassi di interesse estremamente bassi anche in prospettiva storica, soprattutto per quanto riguarda le scadenze più ravvicinate.

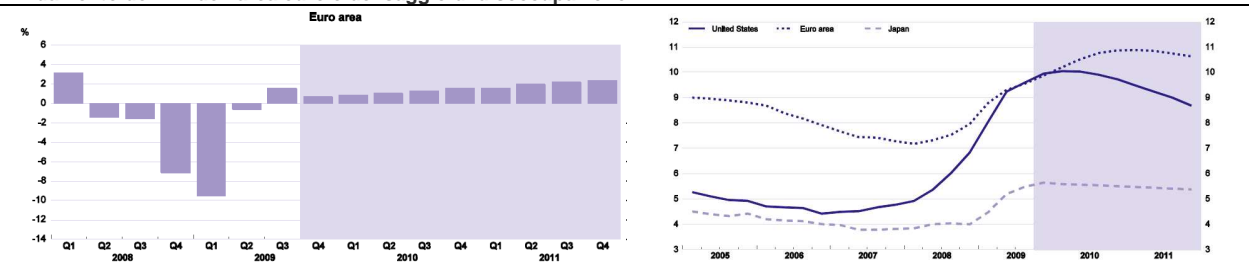
Andamento dei tassi di *policy* e sintesi delle previsioni



Fonte: OCSE, *Economic Outlook n°86*, novembre 2009

La ripresa avviatasi già nei primi mesi del 2009 in alcuni paesi dell'area OCSE, nel corso dell'anno si è progressivamente trasmessa agli altri paesi. Tuttavia, in molte aree del mondo, e primariamente nell'Eurozona, è opinione diffusa che la crescita si manterrà per qualche tempo attorno a tassi di crescita modesti, influenzata negativamente da particolari vincoli di bilancio che limitano le possibilità di intervento non solo del settore pubblico ma anche dei sistemi finanziari ed industriali, impegnati in un'impegnativa opera di ristrutturazione dei loro stati patrimoniali, e non ultimo del settore delle famiglie, fortemente colpito da un endemico incremento del tasso di disoccupazione. Solo quando quest'ultimo si sarà riportato a livelli storicamente fisiologici, ed in presenza di un allentamento delle pressioni al ribasso sul saggio di inflazione, si potrà ritenere davvero concluso il ciclo negativo iniziato nella seconda metà del 2007.

Andamento del PIL dell'area euro e del saggio di disoccupazione

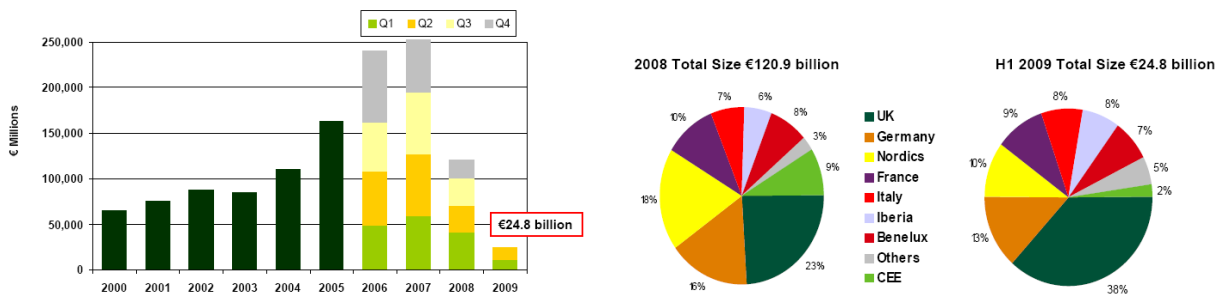


Fonte: OCSE, *Economic Outlook*, novembre 2009

In questo quadro caratterizzato dalla formazione di una notevole liquidità sia in seno al settore bancario che nei portafogli degli investitori, l'atteggiamento verso il mercato immobiliare si è mantenuto particolarmente prudente in tutto il 2009. Le politiche seguite dagli istituti di credito a livello europeo hanno privilegiato le attività di finanziamento al settore *retail* ed industriale, mentre il portafoglio di crediti al settore immobiliare è stato soggetto ad ulteriori azioni di *deleveraging*, spinte da un atteggiamento maggiormente prudente e dall'andamento generalmente negativo dei mercati immobiliari europei. Dall'altro lato gli investitori istituzionali, dopo il massiccio *sell-off* occorso tra il marzo 2007 ed il marzo 2009 hanno ripreso fiducia ed hanno allocato la liquidità a favore dei *risky assets* azionari e di numerose emissioni obbligazionarie sul mercato primario, sia sovrane che *corporate*.

Pur in presenza di un contesto favorevole dal punto di vista dei tassi d'interesse, le principali *surveys* di mercato indicano l'ammontare complessivo delle transazioni istituzionali in Europa intorno a € 70 miliardi, significativamente al di sotto del dato relativo al 2008 (€ 121 miliardi, -42%) e meno del 30% dei valori massimi registrati nel corso del 2006 e 2007. L'analisi disaggregata del volume di transazione nei singoli trimestri porta tuttavia alla luce un quadro leggermente diverso, che mostra invece un sensibile incremento del volume transato a partire dalla seconda metà del 2009. Il volume di investimenti di € 43,9 miliardi rappresenta infatti un incremento del 71% rispetto al dato del secondo semestre 2008. Un comportamento analogo è stato registrato in molti mercati europei: in Gran Bretagna il tasso di crescita annua del secondo semestre è stato del 64% (€ 9,4 miliardi), in Francia e Germania sono raddoppiati, +91% nel Benelux e +66% nei paesi nordici. Tra i paesi che hanno registrato crescita inferiori alla media, l'Italia ha realizzato un incremento del 40%, e soprattutto la Spagna che, con una crescita del 18% si conferma il paese che in Europa ha subito maggiormente le conseguenze della crisi finanziaria e di un modello di sviluppo fortemente incentrato sul settore delle costruzioni.

Volume di transazioni istituzionali in Europa e ripartizione geografica (2008 e primo semestre 2009)



Fonte: CB Richard Ellis

Dal punto di vista dei rendimenti immobiliari, essi tendono alla stabilizzazione in quasi tutti i paesi senza marcate differenze intersettoriali, ma su livelli più elevati i quelli raggiunti nel corso del biennio 2006/07. Allo stesso modo, i canoni medi di locazione registrano ancora delle variazioni negative

La seconda metà del 2009 può ritenersi un importante segnale di inversione di tendenza per quanto riguarda l'investimento immobiliare europeo. Attratta da una forte contrazione dei prezzi e da un tasso di cambio ritenuto favorevole, un'abbondante liquidità sta trovando impiego nel mercato immobiliare britannico in generale e londinese in particolare. In seguito al forte rinnovato interesse degli investitori immobiliari per la *City*, anche il settore del credito sembra aver ripreso una maggior attività sostenuto dai nuovi *budget* per l'anno 2010. Il mercato immobiliare di Londra ha rappresentato da sempre un indicatore ciclico per il settore a livello europeo, e la sua ripresa non può che lasciar presagire l'avvio di un nuovo ciclo espansivo nei prossimi 12/24 mesi nel resto dei paesi dell'Eurozona, anche se con modelli di sviluppo diversi da quanto registrato nel recente passato.

### **Italia**

L'impatto della recessione nel paese è stato parzialmente mitigato dalla presenza di alcuni ammortizzatori a sostegno del mantenimento dell'occupazione. Tuttavia il tasso di disoccupazione è visto in aumento nel 2010 come in molti altri paesi, man mano che l'effetto dei predetti sostegni verrà a mancare. Il rilevante debito pubblico, ora superiore al 120% del PIL, ha condizionato fortemente la capacità del paese di dispiegare politiche fiscali espansionistiche e capaci di mitigare la recessione, che in Italia si è tradotta in un calo del prodotto interno lordo del 4,8% nel 2009. Per l'anno successivo, l'OCSE stima una crescita pari all'1,1%, ed all'1,5% nel 2011, basata soprattutto sul contributo del settore privato e sulla ripresa di quello delle costruzioni.

Sul mercato immobiliare italiano, nel corso dell'anno si sono registrate transazioni istituzionali per un controvalore complessivo di € 5,1 miliardi, circa un terzo in meno rispetto all'anno precedente. La quota di mercato dell'Italia in ambito europeo ha raggiunto il 7,3%, che ne rappresenta il punto storicamente più elevato. L'interesse degli investitori resta focalizzato sugli immobili di maggior qualità sia per ubicazione che situazione locativa. Tra le diverse *asset class* il segmento commerciale è quello che ha attratto la maggior parte degli investimenti. I rendimenti offerti sul mercato privilegiano le cosiddette *prime properties*, le quali sono scambiate a valori che riflettono rendimenti lordi impliciti nell'intorno del 6%. Dopo un breve periodo di diminuzione, i costi di occupazione per gli uffici nei due principali mercati del paese, Milano e Roma, si sono stabilizzati su livelli comunque elevati in prospettiva storica. Le prospettive per il mercato immobiliare italiano rimangono solide per quasi tutti i settori, con la sola eccezione del comparto industriale e logistico, il quale risente della presenza di uno *stock* non adeguato alle moderne necessità della logistica.

### **Gran Bretagna**

Il sistema economico del Regno Unito è storicamente caratterizzato da un'elevata flessibilità che, se da un lato ne ha condizionato pesantemente la dinamica nelle fasi più acute della crisi per via della sua elevata finanziarizzazione, dall'altro rappresenta il fattore più importante per reagire in misura maggiore di altri paesi ed avviarsi verso una decisa ripresa. Le stime rilasciate dall'OCSE nel novembre 2009 mirano ad una crescita del prodotto interno lordo (PIL) dell'1,2% in termini reali nel 2010, ben al di sopra del dato stimato per l'Eurozona (+0,9% a/a), e ad un'ulteriore miglioramento l'anno successivo (+2,2% a/a). In presenza di una situazione ancora negativa per quanto riguarda il mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione in prossimità del 10% ed un basso impiego della capacità produttiva, e di politiche fiscali necessariamente restrittive, il maggior stimolo giungerà dagli investimenti del settore pubblico e dalle esportazioni, sostenute da un tasso di cambio ritenuto favorevole.

Il secondo semestre del 2009 ha rappresentato un punto di svolta nell'andamento del mercato immobiliare del Regno Unito. L'attività di occupazione nell'ultimo *quarter* dell'anno è migliorata per il secondo trimestre consecutivo (+40% t/t), l'andamento sequenziale rappresenta un segnale molto positivo sebbene lo spazio occupato nel 2009, pari a circa 7,1 milioni di metri quadrati sia stato il dato più basso registrato dal 2003. L'ammontare complessivo di transazioni istituzionali è ammontato a circa GBP 8 miliardi, il 12% superiore al dato registrato l'esercizio precedente. I rendimenti di mercato hanno subito, caso unico in Europa, una correzione al ribasso piuttosto marcata, compresa tra i 50 ed i 75 punti base nelle zone migliori della città di Londra. Gli asset periferici o di scarsa qualità soffrono ancora la carenza di domanda nonostante il rilevante afflusso di liquidità sul mercato britannico.

### **Germania**

Grazie ai programmi pubblici adottati a sostegno dell'occupazione, l'economia tedesca si presenta oggi in condizioni sufficientemente buone da cogliere le opportunità della ripresa, ed in parte questo effetto si è già manifestato a partire dal secondo trimestre del 2009. La previsione di crescita del PIL elaborata dall'OCSE per il 2010 parla di un incremento dell'1,4%, seguito da un altro prossimo al 2% l'anno successivo. Come nel caso di altri paesi europei, il driver principale dello sviluppo è rappresentato da un rilevante investimento proveniente dal settore pubblico, in grado di controbilanciare temporaneamente

carenze dal lato dei consumi privati. Il risultato di queste azioni si rifletterà necessariamente in un peggioramento dei saldi del bilancio pubblico, limitando le opzioni a disposizione del governo tedesco nel prossimo futuro e di fatto rendendo più pressante la necessità di interventi strutturali di riduzione della spesa a lungo termine.

L'effetto combinato dei pacchetti di stimolo fiscale e dei salvataggi pubblici ha riportato un po' di ottimismo sul mercato immobiliare tedesco. I dati relativi alle transazioni in immobili commerciali registrano una costante crescita trimestre dopo trimestre (+67% nel 3Q09 rispetto al secondo trimestre dell'anno) e nei primi nove mesi dello scorso esercizio sono stati scambiati immobili per un controvalore complessivamente pari a circa € 6 miliardi. La domanda, al momento, rimane tuttavia prevalentemente domestica e polarizzata verso investitori che hanno un'elevata patrimonializzazione. Il *focus* permane su quegli investimenti percepiti a basso rischio, quindi buone *locations*, conduttori solidi, lunghi contratti di locazione e tasso di sfritto limitato o nullo. Il rinnovato interesse per l'investimento immobiliare in Germania non è però ancora sufficiente a provocare un abbassamento dei rendimenti di mercati, che rimangono stabili ai massimi livelli raggiunti negli ultimi anni.

### **Belgio e Olanda**

Gli stimoli fiscali e la ripresa degli scambi a livello globale sembrano essere i *driver* più significativi della moderata ripresa che ha interessato le economie in Belgio e Olanda a partire dal terzo trimestre 2010. Ciò nonostante, secondo le stime OCSE, la crescita del Prodotto Interno Lordo rimarrà per entrambi i paesi nell'ordine del +0,7/+0,8%, in linea con la più generale dinamica dell'Eurozona. La necessità di contenere il *deficit* di bilancio limiterà la capacità di implementare politiche fiscali espansive a supporto delle economie locali, di fatto andando a scaricare le tensioni sui sistemi pensionistici in presenza di tasso di disoccupazione strutturalmente più elevati che nel recente passato.

Il mercato immobiliare belga è dominato dal segmento uffici, concentrato in particolare nella città di Bruxelles, sede delle principali attività e di importanti istituzioni europee. Come nella maggioranza degli altri paesi europei, l'ultimo trimestre ha visto una crescita dell'attività di occupazione degli immobili ad uso ufficio, che nella capitale si è attestata a circa 450mila metri quadrati, circa il 20% al di sotto del dato medio del quinquennio 2004/08, lasciando intravedere la possibilità di buone prospettive per il prossimo futuro. I rendimenti di mercato si attestano intorno al 6%-6,25% per le *location* migliori, supportando un calo implicito delle quotazioni nell'ordine del 15%-20%. L'elevato livello di sfritto, superiore all'11%, renderà comunque difficile un incremento nel breve termine dei costi di occupazione, e di conseguenza dei valori di scambio. Il comparto *retail* ha attratto un buon interesse da parte degli investitori, che hanno investito € 537 milioni nel 2009. I rendimenti per le cd. *prime properties* si attestano intorno al 5,25%, supportati anche da un'offerta scarsa e limitate prospettive di nuovi sviluppi. Per quanto riguarda il segmento degli immobili logistici, la domanda si è attestata circa al 70% del 2008, con nuove occupazioni per circa 725mila metri quadrati. Gli interventi di costruzione di nuovi schemi distributivi sono stati generalmente sospesi, contribuendo alla tenuta dei canoni di locazione. L'attività di investimento è stata estremamente rarefatta nel 2009, ammontando a soli € 107 milioni, ed ha espresso rendimenti lordi compresi tra il 7,5% ed l'8,5% per gli *asset* migliori.

Il mercato immobiliare olandese sta attraversando una fase controversa, caratterizzata da una ripresa delle attività di investimento associata ad un deterioramento dei fondamentali del mercato sul fronte dei costi di occupazione. I rendimenti si sono stabilizzati sostanzialmente in tutti i settori, privilegiando le ubicazioni centrali e gli *asset* assistiti da contratti di locazione lunghi e conduttori solidi. Le prospettive per il 2010 restano incerte, soprattutto a causa di uno scarso interesse per l'occupazione di nuovi spazi nel comparto degli uffici che rimane soggetto ad un forte impulso verso la razionalizzazione ed il consolidamento. Le indicazioni di CB Richard Ellis indicano che uno dei settori favoriti dalla ripresa potrà essere quello industriale/logistico, sostenuto dall'assenza di nuovi schemi distributivi in corso di rilascio sul mercato. Tuttavia, è ragionevole ritenere che il più elevato livello di sfritto che caratterizza oggi i mercati secondari ne possa diventare un elemento strutturale, rallentandone la *recovery*.

### Svezia

La recessione ha colpito l'economia svedese in modo deciso, ed il PIL ha registrato un calo del 4,7% nel 2009 secondo le stime rilasciate dall'OCSE. Per il prossimo biennio, lo stesso organismo prevede una crescita significativa, compresa tra il 2% (2010) e 3% (2011), sostenuta dal mantenimento di politiche monetarie e fiscali particolarmente aggressive, che dovrebbero favorire principalmente la dinamica della spesa per consumi del settore privato, e solo in seconda battuta la ripresa economica dovrebbe essere guidata dall'intervento pubblico.

L'ammontare delle transazioni nel corso del 2009 ha raggiunto l'importo di € 8,1 miliardi, secondo quanto rilevato da CB Richard Ellis, dei quali € 5 miliardi nel solo secondo semestre. La quota di mercato della Svezia si attesta a circa il 30%, pari ad € 2,4 miliardi. Se raffrontato al dato relativo all'esercizio 2008, comunque, il controvalore complessivo delle transazioni istituzionali (€ 3,9 miliardi) si colloca ad un livello inferiore del 72%. Il mercato è dominato da investitori domestici. Gli *yields* espressi dalle diverse tipologie immobiliari si sono stabilizzati dopo essere marginalmente cresciuti nel corso del biennio 2008/09, ma rimangono spesso inferiori rispetto ad altri *peer* europei, a testimonianza della miglior tenuta del prodotto d'investimento in questo paese.

### Francia

Dopo aver riportato un declino del Prodotto Interno Lordo del 2,2% nel corso del 2009, una delle migliori performance dell'Eurozona, il ritmo di crescita dell'economia francese dovrebbe attestarsi in un intorno dell'1,5% nei prossimi due anni. Secondo l'OCSE, questo livello di crescita non sarà potrà contribuire alla riduzione del saggio di disoccupazione, contribuendo a mantenere la variazione annua del tasso d'inflazione al di sotto dell'1%. In Francia, l'impatto della crisi è stato mitigato da un *mix* di stabilizzatori automatici e misure discrezionali. Come in molti altri paesi europei, lo studio della cosiddetta "*exit strategy*" costituirà una preziosa occasione per l'implementazione di riforme strutturali sia sul sistema pensionistico che quello fiscale.

Secondo una recente *survey* prodotta da CB Richard Ellis, l'ammontare delle transazioni istituzionali in Francia nel 2009 è ammontato ad € 7,6 miliardi (-40% a/a), che rappresenta il dato più basso dal 2000, soprattutto a causa di un preoccupante blocco dell'attività di transazione nel primo trimestre, quando sono stati compravenduti solamente € 750 milioni. Il mercato è stato dominato dalle transazioni di valore unitario non elevato, soprattutto nella prima parte dell'anno. L'attività si è concentrata per il 60% sul segmento commerciale, con l'esclusione significativa dei cd. *retail park* e dei progetti di sviluppo, mentre il comparto industriale è stato quello maggiormente penalizzato, rappresentando solo l'8% circa del totale del valore delle compravendite. In un contesto di maggiore incertezza rispetto al passato, il mercato di Parigi ha realizzato un'ottima *performance* grazie alle sue caratteristiche difensive (€ 3 miliardi, +17% rispetto al 2008) Con la sola eccezione del *Central Business District* della capitale, i rendimenti hanno registrato un significativo innalzamento in tutte le aree ritenute secondarie, ivi incluso il quartiere affari de La Défense, e nelle *location* regionali e/o particolarmente periferiche hanno raggiunto la doppia cifra. Le prospettive per il 2010, soprattutto a causa della situazione economica ancora incerta, restano caute per tutti i principali settori del mercato immobiliare.

### Spagna

L'economia spagnola, la cui crescita era fortemente incentrata sul settore immobiliare e delle costruzioni, è quella che ha sofferto più delle altre in Europa gli effetti della crisi economica, in particolare per quanto riguarda gli aspetti occupazionali. Se, infatti, la previsione dell'OCSE sul calo del Prodotto Interno Lordo nel 2009 è del 3,6%, e quindi di entità minore rispetto ad altri *competitor* europei, il dato che desta maggior preoccupazione è quello relativo al tasso di disoccupazione, che potrebbe approssimare il 20% nel biennio 2010/11, e che le differite attese di ripresa dell'economia (-

0,3% nel 2010, +0,9% nel 2011) non dovrebbero essere in grado di riassorbire se non nel medio/lungo termine.

## **1.2 Distribuzione di dividendo effettuata nel corso del 2009**

Nel corso del 2009 il Fondo ha distribuito ai sottoscrittori un dividendo lordo di € 75,00 per ogni quota sottoscritta, a fronte di un utile distribuibile di competenza dell'esercizio 2008 pari ad € 8,6 milioni circa. Il provento è stato distribuito il 12 marzo 2009.

## **1.3 Gestione Immobiliare**

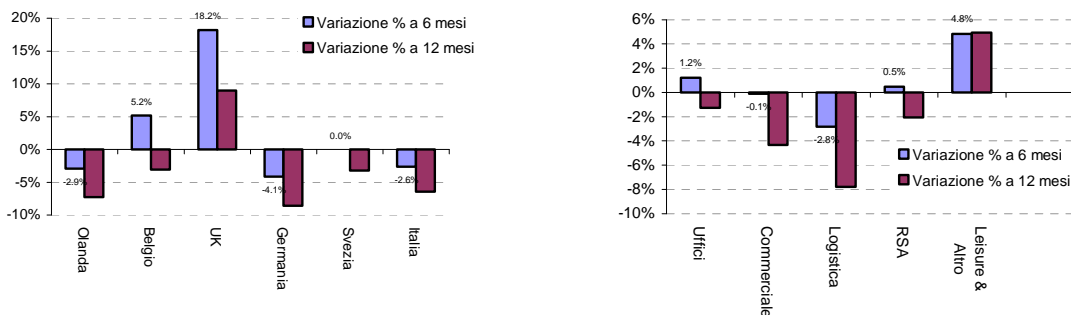
Nel corso del 2009 il valore degli investimenti immobiliari detenuti direttamente ed indirettamente dal Fondo è complessivamente diminuito del 3,2%. La variazione in termini monetari è stata negativa per € 12,2 milioni. Il controvalore del patrimonio immobiliare detenuto si è ridotto da € 383,7 milioni al 31 dicembre 2008 ad € 371,4 milioni alla fine dello scorso esercizio. In particolare la diminuzione nel corso dell'anno è da attribuire al la variazione sfavorevole del valore della componente domestica del portafoglio, che è diminuita di € 10,6 milioni (-6,4%), mentre la componente estera del portafoglio ha registrato una variazione positiva dello 0,8% (circa € 4,7 milioni).

L'analisi condotta per singoli semestri rivela una performance migliore nella seconda parte dell'esercizio 2009 (+0,15%) rispetto al primo semestre (-3,3%). La variazione tendenziale annua è stata significativamente inferiore (alla fine del 2008 il patrimonio si era ridotto del 16,5% a parità di perimetro), e ciò può rappresentare un segnale di stabilizzazione se non di inversione di tendenza a medio termine. Rispetto al suo costo storico, il portafoglio evidenzia tuttora una minusvalenza non realizzata complessivamente pari ad € 81,552 milioni.

Una componente della performance realizzata nel corso del 2009 è tuttavia da attribuire alla variazione positiva dei tassi di cambio sia per quanto riguarda la sterlina britannica, che si è apprezzata del 7,3% nel corso dell'anno, che la corona svedese, il cui apprezzamento contro euro è stato del 6%. A parità di tasso di cambio delle due valute, la variazione sfavorevole del patrimonio immobiliare del Fondo nel corso del 2009 sarebbe stata del 4,7%, di cui l'1,9% attribuibile alla frazione estera, ed il 2,8% agli investimenti italiani.

L'analisi della variazione del valore del patrimonio disaggregata per area geografica e per settore d'investimento evidenzia che la performance peggiore è stata registrata dalla Germania (-8,6%), seguita dall'Olanda (-7,2%) e dall'Italia (-6,4%). Il Regno Unito è l'unico paese ad aver registrato una crescita del 9% nel corso del 2009, grazie alla particolare contribuzione del secondo semestre, che ha registrato una variazione positiva del 18,2%. A livello settoriale, il comparto maggiormente penalizzato nel 2009 è stato quello della logistica, che ha registrato una diminuzione del valore stimato dagli esperti indipendenti del 7,8%, mentre gli immobili appartenenti al segmento commerciale hanno riportato una variazione del -4,3%. I grafici seguenti riepilogano le variazioni di valutazione intervenute nel portafoglio negli ultimi 6 e 12 mesi.

**Variazione percentuale del patrimonio immobiliare per settore ed area geografica**



Fonte: elaborazioni Vegagest Immobiliare SGR su dati CB Richard Ellis

Malgrado qualche isolato segnale di schiarita, l'attuale fase congiunturale resta molto difficile per il settore immobiliare europeo nel suo complesso, caratterizzata da un marcato calo della disponibilità di credito e da un incremento del premio al rischio richiesto dagli investitori immobiliari che sembra possa diventare strutturale. Sebbene sia poco probabile ipotizzare un ulteriore deterioramento dei fondamentali del mercato, è invece ragionevole ritenere che le condizioni di difficoltà sono destinate a prolungarsi anche nel corso di tutto il 2010. In questo quadro che limita significativamente le possibilità di azione, l'attività della SGR nel corso del 2009 si è perlopiù concentrata su attività mirate alla protezione del valore degli immobili acquisiti in portafoglio, in generale rinviando al momento di inversione del ciclo immobiliare la realizzazione degli investimenti mediante future dismissioni. La possibilità di effettuare nuovi investimenti, coerentemente con l'orizzonte temporale residuo del fondo pari a cinque anni, è un'opzione che è stata considerata in maniera molto selettiva, ponendo una particolare attenzione alla qualità dell'investimento ed alle tutele per il Fondo.

Si fornisce di seguito un aggiornamento delle attività e degli eventi maggiormente rilevanti occorsi relativamente agli immobili in portafoglio.

**Levate (BG), via Dossi – Piattaforma logistica**

In linea con le previsioni contrattuali, l'immobile è stato rilasciato dal conduttore UPIM S.r.l. in data 3 gennaio 2010 ed è attualmente sfitto. Il canone di locazione annuo corrisposto dal conduttore era pari ad € 2.799.911,16, pari al 9,33% dell'ammontare complessivo dei ricavi da locazione del Fondo.

La SGR ha provveduto ad incaricare un primario operatore per la rilocazione dell'immobile già nell'ottobre 2008. A causa della difficile congiuntura di mercato successiva all'avvento della crisi economica, l'attività di commercializzazione degli spazi non ha avuto ancora un esito favorevole.

Parallelamente, la SGR sta valutando ogni possibile strategia alternativa per l'immobile, ed in questo quadro ha presentato al Comune di Levate (BG) in data 27 gennaio 2010 apposita istanza per la redazione del nuovo Piano di Governo del Territorio. È tuttavia ragionevole ritenere che eventuali riscontri da parte dell'Ente Pubblico non si concretizzeranno che nella seconda parte dell'anno, nel frattempo proseguono le attività volte alla ricerca di un nuovo conduttore per l'asset in oggetto.

**Mora di Liscate (MI), S.P. della Cerca – Piattaforma logistica**

In data 24 settembre 2009, è stato sottoscritto un nuovo contratto di locazione tra il Fondo e DHL Supply Chain Italia S.r.l., secondo uno schema 9+9 anni con scadenza nel 2018 con facoltà di recesso anticipato concessa al conduttore dall'inizio del 2016. Sulla base dell'accordo raggiunto, il conduttore corrisponderà un canone di locazione crescente nel corso degli anni, a partire da € 2.278.647 nel 2010, fino a raggiungere gli € 2.929.689 nel 2016 quando il canone sarà a regime. Il conduttore avrà anche la facoltà di esercitare un'opzione per la locazione del lastrico solare corrispondendo un canone aggiuntivo di € 1 al metro quadrato.

**Roma, Loc. Casal del Marmo – Centro commerciale**

Il conduttore dell'immobile, Iper Immobiliare S.r.l., ha complessivamente corrisposto al Fondo € 100.000 per garantirsi la possibilità di acquisire un porzione della galleria commerciale ad un corrispettivo predefinito entro la fine del 2009. Scaduti i termini per l'esercizio della predetta opzione, la controparte ha comunicato alla SGR di non esser più interessata ed i fondi sono pertanto stati acquisiti al patrimonio.

Nel corso del secondo semestre del 2009, la società capogruppo del conduttore, Conad del Tirreno S.c.r.l., ha formalizzato la richiesta di effettuare una cessione del contratto di locazione a favore di un'altra società del gruppo, denominata Lazio Invest S.r.l. La SGR, previa verifica della solidità patrimoniale del nuovo conduttore, ha comunicato al gruppo Conad del Tirreno il proprio assenso alla cessione, che sarà completato nel corso del primo trimestre del 2010 subordinatamente al ricevimento di garanzie ritenute soddisfacenti.

**Croydon (UK) – Leisure centre**

Nel corso del secondo semestre, la SGR ha completato le attività di locazione degli spazi ancora sfitti dell'immobile, con l'avvio, a metà ottobre, di una nuova attività di ristorazione. Il contratto stipulato tra il Fondo e The Food Court Limited prevede un corrispettivo annuo di GBP 71.500 ed una scadenza in data 6/12/2024 senza possibilità di recesso anticipato e revisione quinquennale del canone di locazione con clausola cd. upward only.

Nel contempo la SGR, coadiuvata dall'advisor Cordea Savills, sta procedendo nella predisposizione di tutte le attività volte all'edificazione di un nuovo drive-through nel parcheggio antistante il centro, e per il quale è stato sottoscritto un accordo preliminare per la locazione a Costa Ltd. Qualora tutte le condizioni preliminari, che includono l'ottenimento dei necessari premessi comunali, si realizzassero, la SGR procederebbe ad un investimento stimato in circa GBP 600.000 e percepirebbe un canone di locazione di GBP 75.000 annui.

Permangono le difficoltà finanziarie del conduttore Kidspace Croydon Limited già segnalate nel rendiconto del 2008. Attualmente il Fondo vanta un credito di GBP 50.000. Nel mese di dicembre 2009 il conduttore ha richiesto la possibilità di traslare di due anni l'incremento di canone di locazione previsto contrattualmente. La SGR sta valutando ogni opzione volta al recupero delle somme dovute ed al mantenimento della redditività complessiva dell'investimento.

A seguito delle avverse condizioni finanziarie del gruppo Orchid Pubs Ltd, l'azienda ha avviato una procedura di amministrazione controllata, richiedendo al Fondo la possibilità di assegnare il contratto di locazione a Orchid Pubs & Restaurants Limited, una società di nuova costituzione che ne proseguirà l'attività. Nel corso del mese di marzo la SGR ha formalizzato il proprio assenso all'assegnazione. Nonostante le difficoltà del conduttore, il Fondo ha percepito tutte le somme dovute ai sensi del contratto e non vanta alcun credito nei confronti di Orchid Pubs Ltd.

**Gelsenkirchen (Germania) – Immobile ad uso misto uffici e commerciale**

Il conduttore principale, VRR, che nel corso dell'anno si era reso disponibile a valutare l'opportunità di aumentare gli spazi occupati a fronte di un contributo da parte della proprietà consistente nell'ammodernamento di alcuni spazi ad uso ufficio occupati dal medesimo, ha successivamente modificato le proprie strategie occupazionali e non ha confermato l'intenzione di occupare nuovi spazi.

Proseguono le attività di promozione e commercializzazione degli spazi tuttora liberi nell'immobile, tutti ad uso ufficio. Le condizioni economiche dell'area, purtroppo, non sono favorevoli e finora non sono emersi concreti interessi.

Alcune attività di verifica documentale hanno evidenziato che talune dichiarazioni sull'impianto antincendio rilasciate dal venditore dell'immobile non erano complete e conformi allo stato di fatto ed alla normativa. Nel corso del 2009 il Fondo ha eseguito gli adeguamenti necessari al secondo e terzo piano dell'immobile. La SGR sta valutando l'opportunità di richiedere un risarcimento danni attraverso un'azione legale.

**Amstelveen (Olanda) – Immobile ad uso uffici**

Si sono verificate le condizioni previste dal contratto di acquisto relativamente al rimborso al conduttore Fortis Bank S.A. delle spese sostenute per interventi di manutenzione straordinaria svolti sull'immobile. La società Tulip Property II B.V., interamente posseduta dal Fondo e proprietaria dell'immobile, a seguito del parere positivo ricevuto dall'*advisor* tecnico incaricato, provvederà a trasferire la somma di € 622.039,06 (IVA inclusa) nel corso del primo semestre 2010.

A seguito dell'avvenuta nazionalizzazione del gruppo bancario, alcune attività di Fortis Bank sono state cedute a soggetti terzi. In questo quadro, un ramo d'azienda assicurativo è stato ceduto ad Amlin plc, una compagnia di assicurazioni britannica quotata al London Stock Exchange con una capitalizzazione di GBP 1,97 miliardi. Parte delle attività cedute ad Amlin plc sono ubicate nell'immobile di Amstelveen, e ciò richiederà che il contratto sia parzialmente ceduto a quest'ultima. Si prevede che tale attività possa essere conclusa nel corso del primo semestre del 2010.

**Eindhoven (Olanda) – Piattaforma logistica**

Nel corso del secondo semestre 2009, il Gestore Delegato ha condotto una verifica del livello di servizio erogato dal gestore del centro logistico Flight Forum all'interno del quale si trova l'immobile. Tale verifica si è resa necessaria a fronte della minaccia ricevuta dal conduttore Philips Lightning B.V. di non corrispondere più la quota relativa alle spese condominiali. A seguito dell'intervento del Fondo, i livelli di servizio sono stati chiariti e la relazione con il conduttore è stata ricondotta alla normalità.

**Houthalen (Belgio) – Piattaforma logistica**

A seguito della richiesta del conduttore Caterpillar Logistics B.V. di riallineare i termini del contratto di locazione a quelli del sottostante contratto di gestione di servizi logistici, ed inoltre di poter rivedere alcune condizioni contrattuali divenute oggi particolarmente onerose a causa della particolare congiuntura economica. In data 17 dicembre 2009, la società MGMF Limburg N.V., interamente posseduta dal Fondo e proprietaria dell'immobile, ha stipulato un nuovo contratto di locazione che prevede un corrispettivo annuo di € 1.066.556, indicizzato a partire dal terzo anno e limitata all'1,5%

annuo dal 2012 fino alla scadenza, che è stata concordata per il 30 settembre 2016 senza possibilità di recesso anticipato, ed un mese di *rent free* durante il 2010.

### **Saltsjobaden, Valbo, Köping (Svezia) – Centri commerciali**

I lavori di adeguamento dell'impianto di condizionamento e riscaldamento del centro commerciale di Saltsjobaden hanno avuto inizio e dovrebbero concludersi nel prossimo mese di febbraio. L'attività di locazione degli spazi stata interessata dagli eventi di seguito riportati:

Nel corso del terzo trimestre è stato concluso con Remax un contratto di locazione per uno spazio precedentemente sfitto di 82 metri quadrati ad un canone annuo di SEK 180.400, con decorrenza dal 15 settembre 2009 al 30 settembre 2010.

È stato prolungato il contratto con Aydin Numan (0,5% dei canoni dell'immobile di Saltsjobaden) per 3 anni a partire dal 1° gennaio 2010. Il corrispettivo unitario di SEK 2.140/mq/anno rappresenta un incremento del 12% rispetto a quanto attualmente percepito dal Fondo.

In data 25 novembre 2009 è stato stipulato un nuovo contratto di locazione con il Comune di Saltsjobaden per un'unità di 419 metri quadrati da destinare alla biblioteca. L'accordo prevede che il Fondo contribuisca ai lavori di ristrutturazione per un importo di SEK 1,5 milioni, e che il corrispettivo annuo per la locazione sia di SEK 858.950 (16% del monte canoni complessivo del centro commerciale). Il contratto decorrerà dal 15 marzo 2010 ed avrà scadenza il 31 marzo 2025.

Il conduttore Piraya (0,7% del monte canoni) ha formalizzato la disdetta del contratto di locazione e rilascerà gli spazi nel corso del mese di gennaio 2010.

Con riferimento al retail park di Köping si segnala quanto segue:

Il conduttore Möbelvarhuset ha dato disdetta del contratto di locazione ed ha rilasciato gli spazi nel corso del terzo trimestre.

Il conduttore Lindqvist (2,3% del monte canoni del centro) ha rinegoziato il contratto per ulteriori 3 anni, con un incremento del canone annuo del 13%.

È stato stipulato un nuovo contratto con Café Big Inn Handelsbolag (1,2% dei ricavi) ad un livello superiore del 15% circa.

Sono in corso delle negoziazioni con ICA, il maggior conduttore del centro, aventi ad oggetto il possibile ampliamento della superficie di vendita occupata. Il Fondo ha commissionato lo studio di un'ipotetico layout finalizzato a valorizzare gli accessi e la visibilità di tutti i conduttori.

Nel corso del primo semestre il Fondo ha sottoscritto un accordo con uno sviluppatore locale per la commercializzazione, ed eventuale cessione allo stesso dei diritti edificatori afferenti il centro commerciale. Non si segnalano progressi a riguardo.

Le situazioni di ritardato pagamento del canone di locazione sono limitate, la più rilevante è relativa al conduttore Trend & Design, che rappresenta il 7,1% del complesso dei ricavi del retail park di Valbo (circa € 50mila all'anno).

Non si registrano attività e/o eventi di rilievo relativamente agli altri immobili appartenenti al portafoglio del Fondo.

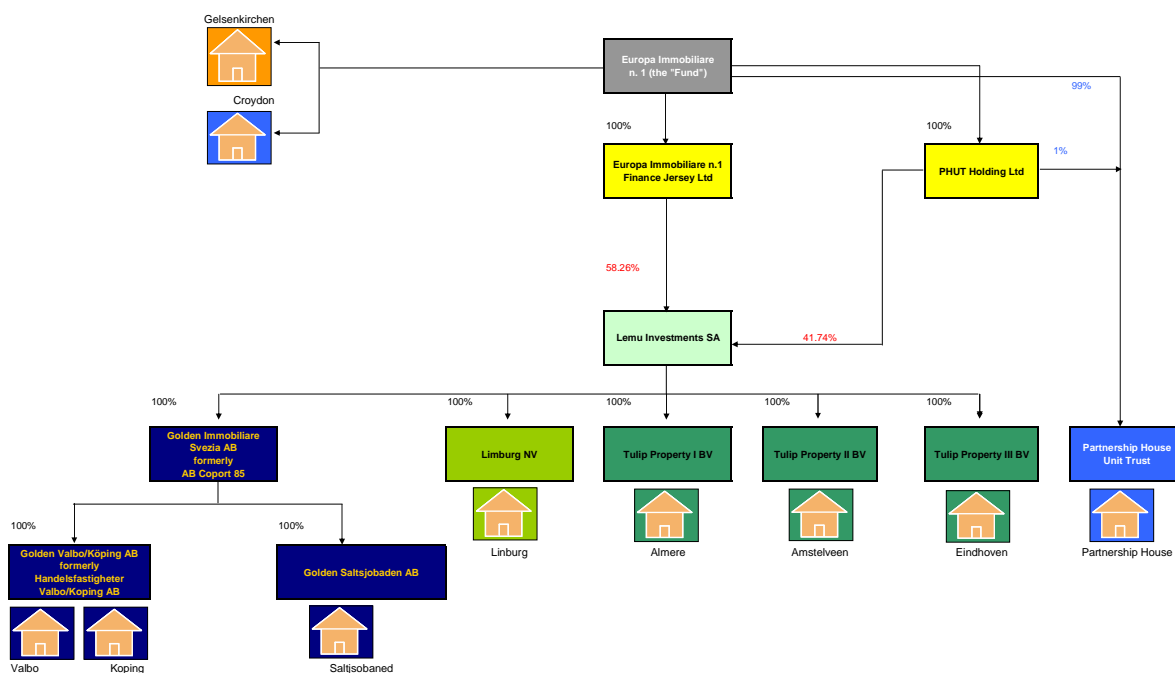
### **1.4 Le acquisizioni immobiliari**

Nel corso del 2009 non sono state effettuate cessioni o acquisizioni di beni immobili. 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, attualmente in fase di costruzione. Il

corrispettivo dell'investimento è stato concordato in € 120 milioni, di cui € 25 milioni versati a titolo di caparra confirmatoria ed € 95 milioni da saldare al rogito, previsto entro il la fine del corrente anno. Il rendimento lordo iniziale dell'operazione sarà del 7% annuo, e sarà garantito dal venditore per 6 anni attraverso fidejussioni bancarie e corporate. La commercializzazione degli spazi sarà curata dal gruppo Acqua Marcia in qualità di conduttore, mentre il Fondo manterrà la proprietà delle licenze commerciali laddove possibile. Nel corso della negoziazione, sono state previste tutele aggiuntive a favore del Fondo qualora il conduttore non raggiungesse predeterminati obiettivi di commercializzazione degli spazi. Attualmente, la SGR sta attualmente monitorando le attività di cantiere per verificare la congruità delle opere di costruzione e delle tempistiche concordate per la consegna del bene.

### 1.5 La struttura societaria relativa alle acquisizioni degli immobili esteri

Si riporta di seguito il grafico contenente la struttura aggiornata delle partecipazioni e degli immobili esteri detenuti dal Fondo.



Nel corso del 2009, l'advisor fiscale incaricato dal Fondo ha completato la propria analisi sull'ottimizzazione della struttura di detenzione degli investimenti britannici, ed ha suggerito alcune modifiche in grado di minimizzare il prelievo fiscale sui redditi da locazione. Si prevede che le modificazioni da apportare alla struttura possano essere completate nella prima metà del 2010.

### 1.6 Gestione finanziaria

Alla data del 31 dicembre 2009, l'ammontare complessivo dei debiti del Fondo era pari ad € 178.355.010, pari al 44% della somma degli immobili, inclusa la caparra versata per l'acquisto di Roma, piazza dei Navigatori, e delle partecipazioni di controllo.

Il Fondo utilizza differenti forme tecniche di indebitamento, ed in particolare:

quattro finanziamenti ipotecari concessi da ING Real Estate Finance, per un ammontare complessivo di € 77,1 milioni, con scadenza il 31/12/2014 e garantiti dagli immobili di Gelsenkirchen, Almere, Amstelveen ed Eindhoven;  
un'apertura di credito in contro corrente ipotecaria, concessa da Banca Carige S.p.A., con scadenza il 31/12/2014 ed ammontare massimo di € 120 milioni, attualmente utilizzata per € 101,255 milioni.

Nel corso dell'esercizio la SGR ha negoziato la trasformazione della linea stand-by di breve termine precedentemente concessa da Banca Carige S.p.A. in un'apertura di conto corrente ipotecario con scadenza alla fine del 2014. A garanzia di tale finanziamento, che si ritiene offra maggiori garanzie di stabilità, sono stati ipotecati a favore dell'istituto di credito tutti gli immobili appartenenti al portafoglio italiano. Il contratto di finanziamento è stato concluso sulla base del tasso Euribor 3 mesi incrementato di un margine di 175 basis points, e prevede la possibilità di una conversione a tasso fisso dopo tre anni dalla stipula.

Si segnala che la linea di credito stand-by in scoperto di conto corrente, concessa da Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A., con scadenza il 30/9/2009 e per un ammontare massimo di € 7 milioni, non è stata rinnovata ed è pertanto stata integralmente rimborsata.

Rispetto alla chiusura dell'esercizio precedente, la posizione finanziaria è peggiorata di circa € 22 milioni a causa dei seguenti avvenimenti:

il pagamento dei proventi di gestione relativi al 2008, per un ammontare complessivo di € 8,6 milioni, il rimborso parziale del finanziamento erogato da ING Real Estate Finance, pari ad € 15,2 milioni, il rimborso integrale dell'esposizione verso la Cassa di Risparmio di Ferrara, pari ad € 2,4 milioni alla data del 31/12/2008, e l'assunzione di maggiori debiti in relazione al versamento della caparra confirmatoria di € 25 milioni relativa all'investimento di Roma, Piazza dei Navigatori.

La tabella sottostante riepiloga le condizioni finanziarie ed il costo medio dei finanziamenti in essere nel corso degli esercizi 2007 e 2008, oltre a quelle attualmente in corso.

Istituto di Credito	Ammontare (€ mln)	Base	Margine (bps)	Euribor Medio 2007	Euribor Medio 2008	Euribor Medio 2009
ING / Gelsenkirchen	24,15	Euribor 1m	60	4,07	4,36	0,89
ING / Almere	20,0	Euribor 1m				
ING / Amstelveen	22,25	Euribor 1m				
ING / Eindhoven	10,7	Euribor 1m	85	4,23	4,72	1,22
Cassa di Resp. Genova	101,25	Euribor 3m	175§			
<b>Totale</b>	<b>178,35</b>					

§ 110 basis points fino al 30/6/2009

Nel corso del 2009, il costo medio del debito è stato pari al 2,17%, significativamente inferiore a quanto realizzato l'esercizio precedente, quando il costo medio ponderato dei finanziamenti fu del 5,41%.

## **1.7 Gestione dei rischi di cambio e di tasso d'interesse**

Il Fondo è esposto al rischio di oscillazione dei tassi di interesse, poiché un incremento degli stessi genera un aumento degli oneri finanziari in presenza di contratti di finanziamento basati su un parametro periodicamente rideterminato (Euribor). La SGR ha finora ritenuto di non procedere ad alcuna copertura del rischio di tasso di interesse, valutando più realistico uno scenario futuro di stabilità o marginale rialzo dei tassi di interesse, almeno per il prossimo biennio. La SGR sta tuttavia

monitorando l'andamento dei tassi, e sta studiando gli impatti dell'implementazione di una strategia di copertura mediante strumenti derivati su tasso d'interesse.

Il Fondo è altresì esposto al rischio di variazione del tasso di cambio della sterlina britannica e della corona svedese come conseguenza degli investimenti effettuati nei due paesi. Sulla scorta delle delibere adottate dal Consiglio di Amministrazione, la SGR mantiene una copertura totale del rischio cambio della propria esposizione attraverso vendite ed acquisti a termine di valuta.

Nel corso del 2009 le operazioni di copertura del rischio di cambio hanno prodotto una variazione di cassa complessivamente positiva per il Fondo, pari ad € 3,8 milioni, a fronte di un'analogha variazione negativa del patrimonio immobiliare.

<b>Tipologia operazioni di copertura</b>	<b>GBP</b>	<b>SEK</b>	<b>Totale</b>
Operazioni aperte a inizio anno (chiusura)	8.766.970	-	8.766.970
Operazioni aperte e chiuse in corso d'anno	- 1.916.425	- 3.001.450	- 4.917.875
<b>Totale</b>	<b>6.850.546</b>	<b>- 3.001.450</b>	<b>3.849.096</b>

Alla conclusione dell'esercizio, erano inoltre aperte operazioni di copertura del rischio di cambio, che complessivamente esprimevano una plusvalenza non realizzata di € 0,1 milioni circa.

<b>Tipologia operazioni di copertura</b>	<b>GBP</b>	<b>SEK</b>	<b>Totale</b>
Operazioni aperte a fine anno (in corso al 31/12/09)	-600.133	711.309	111.176

## **1.8 Obiettivi di gestione del Fondo per il 2010**

La persistenza di condizioni di generale difficoltà dei mercati immobiliari europei ha richiesto di adottare una strategia orientata al mantenimento del valore degli immobili in portafoglio. Nell'attuale congiuntura, la visibilità permane molto limitata per quanto riguarda la possibilità di realizzare *capital gains* nel prossimo biennio, ed eventuali cessioni saranno funzionali al reinvestimento in *asset* ritenuti in grado di offrire maggiori opportunità nel medio termine.

La gestione continuerà a focalizzarsi in primo luogo sulla gestione del portafoglio esistente, avviando una serie di attività di valorizzazione con investimenti di importo più limitato ma che ottimizzino la redditività del portafoglio nel suo complesso. Tra queste attività di valorizzazione si può annoverare la riconversione funzionale dell'immobile di Levate (BG), l'apertura del *drive-through* a Croydon (UK), il rinnovo dei contratti di locazione prossimi alla scadenza laddove possibile, al fine di assicurare nel tempo un costante flusso di cassa a favore del Fondo.

Per il 2010, fatto salvo quanto esposto relativamente all'immobile di Levate (BG), non si prevedono situazioni di importante tensione sul fronte delle locazioni in essere. Nonostante la sfavorevole congiuntura economica, gli episodi di ritardi nei pagamenti sono isolati e di importo limitato e la SGR è attiva nel monitoraggio di ciascuna di queste situazioni al fine di prendere tempestivamente le opportune azioni correttive.

## **1.9 Eventi di rilievo accaduti nella gestione del Fondo**

In data 23 aprile 2008 la SGR, a seguito della conclusione di un accordo con Cordea Savills, gestore delegato del Fondo per il portafoglio ubicato all'estero, ha unilateralmente deliberato la riduzione delle commissioni di gestione a carico del Fondo. Di conseguenza, la commissione è stata ridotta dall'1,6% all'1,55% a far data dal 1° gennaio 2008, e successivamente all'1,5% a partire dal 1° gennaio 2009.

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.

## **2.0 Vendite nel corso del 2009**

Nel corso del 2009 il Fondo non ha effettuato alcuna operazione di disinvestimento.

### **2.1 Il portafoglio immobiliare**

#### **Palazzo ad uso uffici e terziario – Milano, via Bisceglie**



L'immobile, costruito in più fasi tra la metà degli anni '80 e la metà degli anni '90, è situato a Milano in via Bisceglie in prossimità della stazione della metropolitana della linea rossa Milano – Bisceglie, dalla quale dista circa trecento metri. La zona circostante è dotata di ottima accessibilità grazie alla vicinanza, oltre che con la metropolitana, con la rete della tangenziale Ovest e con la circonvallazione esterna cittadina. L'area è occupata da immobili ad uso uffici nella maggior parte dei casi affittati a Vodafone Omnitel N.V..

Sono presenti nelle vicinanze anche immobili residenziali. Il complesso si sviluppa su 15.363 mq di superficie lorda ed è costituito da due edifici oltre a 118 posti auto. L'acquisizione è avvenuta in data 28 Settembre 2007 dalla società Bastogi S.p.A. ad un prezzo totale di € 35,5 milioni oltre agli oneri fiscali e di *due diligence*. L'edificio è interamente affittato a Vodafone Omnitel N.V. che lo utilizza come centro tecnologico e di elaborazione dati per il controllo del traffico telefonico Italiano, della penisola Iberica e della Grecia. Il canone annuo di locazione è di € 2.210.000. Il conduttore ha effettuato molti investimenti nell'edificio per dotarlo delle infrastrutture tecnologiche necessarie a garantire la continuità del servizio telefonico. Il contratto di locazione ha la durata di sei più sei anni con prima scadenza nel 2010.

### Residenza per anziani – Milano, via Lope de Vega



L'edificio è stato costruito nel 2004 ed è situato a sud di Milano in via Lope De Vega nelle vicinanze della fermata della metropolitana di Famagosta e dell'università IULM. La struttura consta di 150 posti letto interamente occupati ed accreditati presso i servizi sanitari regionali. La superficie totale dell'edificio è di 6.370 mq distribuiti su 5 piani. L'acquisizione è avvenuta il 29 giugno 2007 dalla società Argento Vivo S.p.A. ad un corrispettivo di € 15,3 milioni oltre spese ed oneri fiscali.

Con il venditore Argento Vivo S.p.A., dopo l'atto di acquisto, è stato stipulato un contratto di locazione della durata di dieci anni, con scadenza nel 2017, senza possibilità di recesso, rinnovabile successivamente per altri nove anni. Il canone annuo è pari ad € 1.025.963,90. Argento Vivo S.p.A. è una primaria società di gestione di case di cura per anziani, posseduta in parti uguali dal gruppo italiano Sapio, operante nel campo dei gas tecnici e medicali e nei servizi sanitari ospedalieri e domiciliari, e dalla multinazionale tedesca Fresenius Medical Care, leader a livello mondiale nella dialisi e più in generale, nei servizi sanitari ospedalieri e domiciliari. L'edificio è dotato di un proprio parcheggio interno. Si sono conclusi dei lavori di ampliamento che hanno consentito l'aggiunta di posti letto per l'effettuazione di dialisi.

### Centro Logistico - Via Dossi, Levate (BG)



Il centro logistico in Levate è stato acquistato il 15 novembre 2005 al prezzo di € 33,3 milioni. L'area è ubicata nelle immediate vicinanze dell'uscita di Dalmine dell'autostrada A4 Milano-Venezia. Il complesso si sviluppa su un'area di 94.500 mq circa dei quali 43.300 sono destinati a deposito merci, 36.300 sono destinati agli spazi di manovra mentre i rimanenti 14.900 sono destinati a verde. La struttura logistica è inoltre dotata di raccordo ferroviario che collega un'ala del complesso all'adiacente snodo ferroviario per il carico/scarico merci. Alla data di riferimento del 31/12/09, l'edificio era

interamente locato ad Upim sulla base di un contratto fino al 31/1/2010 ed un corrispettivo annuo di € 2.799.11,60. L'immobile è stato successivamente rilasciato.

**Caserma dei Carabinieri - Corso Torino 12, Rivoli (TO)**



Il complesso, adibito a Caserma dei Carabinieri, è stato acquistato il 28 novembre 2005 al prezzo di € 4,6 milioni. La proprietà, ubicata nel comune di Rivoli (naturale proseguimento della periferia ovest di Torino), comprende due distinti edifici: uno di tre piani adibito a Caserma, uno di cinque piani destinato ad alloggi e relativi box.

La superficie complessiva realizzata è di 3.945 mq oltre ai parcheggi, spazi di manovra e verde condominiale. All'interno dell'area è anche presente un distributore di carburante per il rifornimento degli automezzi in dotazione all'Arma dei Carabinieri. La proprietà è stata ultimata il 21 novembre 2003 ed è locata al Ministero dell'Interno, ad un canone annuo di € 356.283,72.

**Caserma dei Carabinieri - Via Pozzillo, Sala Consilina (SA)**



Il complesso, adibito a Caserma dei Carabinieri, è stato acquistato il 28 novembre 2005 al prezzo di € 4,9 milioni. L'immobile è ubicato nel comune di Sala Consilina. La città dista dal capoluogo campano (SA) circa 85 Km ed è raggiungibile dall'autostrada A3 (Salerno - Reggio Calabria) tramite l'uscita Sala Consilina. Il complesso, di 3.796 mq, si sviluppa su un'area di circa 5.600 mq all'interno della quale sono previsti 70 posti auto. La proprietà è stata ultimata il 22 agosto 2005 ed è locata al Ministero dell'Interno ad un canone annuo di € 355.633,60.

**Centro Commerciale - Casal del Marmo – Roma, loc. Casal del Marmo**



Il centro commerciale è ubicato lungo il grande raccordo anulare di Roma presso l'uscita di Casal del Marmo. Il centro è stato acquistato il 3 aprile 2006 ad un prezzo pari a € 36 milioni. Il centro ha una superficie coperta di 30.663 mq ed è costituito da un ampio supermercato, con una superficie di vendita di 5.000 mq, da una piccola galleria formata da circa 10 unità commerciali e da un'autorimessa interrata. La società venditrice è stata la Super Immobiliare, appartenente al gruppo Conad del Tirreno.

L'immobile è affittato al gruppo Conad del Tirreno con un contratto della durata di 9 anni rinnovabile per ulteriori 9 anni, ad un corrispettivo annuo attualmente pari ad € 2.539.031,00.

**Centro logistico – Liscate - Milano**



Il centro Logistico di Liscate è stato acquistato il 30 giugno 2006 al prezzo di € 35,26 milioni. Il centro logistico è ubicato nel comune di Liscate che si estende lungo la strada provinciale Cerca. L'immobile è facilmente raggiungibile dalla tangenziale Est di Milano oppure dall'autostrada A4 Milano-Venezia uscendo al casello di Agrate in direzione Milano.

Il complesso ha una superficie coperta di 45.267 mq ed è locato alla DHL Solutions SpA, uno dei maggiori operatori specializzati nell'attività logistica sulla base di un contratto con scadenza il 31/08/2018 eventualmente rinnovabile di altri 9 anni.

Il corrispettivo annuo è attualmente pari ad € 2.278.647,00.

### Palazzo Uffici - Carlisle Place, Victoria, Londra



Il palazzo uso uffici è stato acquistato l'11 luglio 2005 al prezzo di GBP 28,1 milioni oltre ai costi di acquisizione. Il palazzo è ubicato in Carlisle Place nei pressi della stazione Victoria in uno dei quartieri centrali della capitale inglese. La zona è servita da tutti i principali servizi di trasporto di superficie e sotterranei.

L'immobile è formato da cinque piani fuori terra per una superficie totale lorda di 3.700 mq ed è dotato di un parcheggio esterno privato.

L'attuale conduttore è John Lewis, uno dei principali operatori della grande distribuzione inglese che opera con più di ventisei supermercati con l'insegna "John Lewis" e più di 160 con l'insegna "Waitrose". Il canone di locazione è pari a GBP 1.825.000/anno. L'immobile è proprietà diretta del Trust Partnership House controllato al 99% dal Fondo direttamente e dall'1% dalla società Phut secondo lo schema riportato al paragrafo 1.5.

### The colonnades Leisure Park - Purley Way, Croydon, (Londra)



Il complesso, consistente in un centro per il tempo libero, è stato acquistato in data 20 dicembre 2005 al prezzo di GBP 23,9 milioni oltre ai costi di acquisizione. La proprietà è ubicata a Croydon, una cittadina satellite che si estende a 13 miglia a sud di Londra ed è collegata alla capitale sia dall'autostrada M25, sia da diversi mezzi pubblici. L'area di Croydon è conosciuta come una delle principali aree commerciali dell'Inghilterra, grazie alla presenza di numerosi centri commerciali ed *outlet*.

Il centro, dotato di ampio parcheggio, è formato da sei costruzioni ravvicinate utilizzate come palestra, ristorante McDonald, ristorante Pizza Hut, bowling, hotel ed un ristorante della catena Pizza Hut per un totale di circa 15.000 mq. Il canone di locazione complessivo è pari a GBP 1.778.431/anno.

### Centro logistico - Houthalen – Belgio



Il complesso logistico è situato ad Houthalen nella provincia belga di Limburg.

Esso è stato costruito nel 2001. L'area in cui è situato l'immobile è considerata una delle più interessanti del paese in quanto collega la Germania e la Francia con i due principali porti europei di Anversa e Rotterdam. L'edificio è situato nelle immediate vicinanze dell'incrocio tra le due autostrade principali del Belgio, la E313 e la E314 che tagliano il Belgio in senso orizzontale e verticale unendo Belgio, Olanda, Germania, Francia e Lussemburgo.

L'edificio è stato acquistato il 10 luglio 2007 mediante l'acquisizione della totalità delle azioni della società immobiliare Belga Limburg NV, per un costo totale di Euro 13.950.000 comprensivo di costi di *due diligence* e tasse di acquisizione. La superficie totale dell'edificio è di 26.822 mq di cui 740 mq è adibita ad uso ufficio. L'area su cui insiste l'immobile dispone inoltre di una capacità edificatoria residua.

L'immobile è affittato a Caterpillar Logistic Services, società controllata al 100% da Caterpillar Inc., che utilizza l'edificio per la distribuzione europea di motocicli e pezzi di ricambio Harley Davidson. Il contratto di locazione scade il 30 settembre 2016. Il canone annuo è di € 1.066.556. L'immobile è di proprietà diretta della società MGF Limburg N.V. controllata al 100% dal Fondo secondo lo schema riportato al paragrafo 1.5.

### Palazzo ad uso uffici e direzionale – Almere - Olanda



Il palazzo è situato ad Almere una città che dista circa venticinque chilometri da Amsterdam con il cui centro è collegata mediante treni ad alta frequenza.

L'immobile è stato acquistato il 5 dicembre 2006 ad un prezzo pari ad € 38,75 milioni, oltre ai costi di acquisizione. È stato costruito nel 2001 ed ha una superficie affittabile ad uso uffici di 11.882 m<sup>2</sup>.

L'immobile è interamente locato a United Services Netherlands BV, una controllata di USG People, società olandese specializzata in servizi alle imprese nell'ambito del lavoro interinale, ricerca del personale ed organizzazione del personale. USG People è quotata alla borsa di Amsterdam ed ha una capitalizzazione di 1.8 miliardi di Euro. Il contratto d'affitto prevede un canone di locazione di € 2.701.110 annui indicizzati all'inflazione, con scadenza nel 2018 senza possibilità di recesso anticipato per l'affittuario. L'immobile è di proprietà diretta della società Tulip I controllata al 100% dal Fondo secondo lo schema riportato al paragrafo 1.5.

**Complesso ad uso uffici e direzionale – Amstelveen - Olanda**



Il complesso è costituito da due edifici situati ad Amstelveen una città che gravita nell'orbita metropolitana di Amsterdam da cui dista circa quindici chilometri e con la quale è collegata mediante servizio di metropolitana. L'immobile è stato acquistato il 28 dicembre 2006 ad un prezzo pari a € 43,25 milioni, oltre ai costi di acquisizione. I due edifici, costruiti tra il 1986 ed il 1991 e ristrutturati nel 1998, hanno una superficie totale affittabile ad uso uffici pari a 15.847 m<sup>2</sup>, interamente locata a Fortis Bank. Il contratto d'affitto scade nel 2011 senza possibilità di recesso anticipato per l'affittuario. Fortis Bank occupa gli edifici fin dalla loro costruzione. Il canone di locazione annuo è attualmente pari ad € 3.284.830.

L'immobile è di proprietà diretta della società Tulip II controllata al 100% dal Fondo secondo lo schema riportato al paragrafo 1.5.

**Centro logistico - Eindhoven – Olanda**



L'edificio, di nuova costruzione, è situato nelle vicinanze dell'aeroporto di Eindhoven in una zona denominata Flight Forum. L'area è facilmente accessibile ed ottimamente collegata con le autostrade che collegano Eindhoven con Amsterdam, Rotterdam ed Anversa. L'edificio, entrato in funzione ad inizio di giugno 2007, è stato acquistato dalla società Olandese Strabag Bouw en Ontwikkeling B.V. il 22 giugno 2007 per un costo totale di € 19,3 milioni oltre le spese di acquisizione.

La superficie totale dell'edificio è di 19.690 mq di cui 1.453 mq ad uso ufficio. L'affittuario è Philips Lighting; il conduttore ha partecipato attivamente alla progettazione dell'edificio affinché rispondesse esattamente ai suoi bisogni. Il contratto di locazione ha una durata di cinque anni e scade a metà del 2012. Il corrispettivo annuo percepito dal Fondo per la locazione è pari ad € 1.518.300. L'immobile è di proprietà diretta della società Tulip III controllata al 100% dal Fondo secondo lo schema riportato al paragrafo 1.5.

**Palazzo ad uso uffici e commerciale – Gelsenkirchen - Germania**



Il palazzo è situato nel centro della città di Gelsenkirchen in Germania. L'immobile è stato acquistato il 21 dicembre 2006 ad un prezzo di € 40,66 milioni, oltre agli oneri di acquisizione. L'immobile è stato costruito in due fasi, nel 1911 e nel 1926, ed è stato completamente ristrutturato nel 1998. L'edificio ha una superficie coperta totale di circa 20.000 m<sup>2</sup> di cui il 43% ad uso commerciale ed il restante 57% ad uso uffici. In aggiunta esiste un parcheggio con 154 posti auto. L'immobile è locato a primarie società tra cui H&M nella parte commerciale e VRR GmbH, un ente pubblico che gestisce parte della rete ferroviaria ed autostradale, nella parte uffici.

La scadenza media dei contratti di affitto di tipo commerciale è il 2012 mentre per la parte uffici è il 2010. Alla data del 31 dicembre 2009 il complesso dei canoni di locazione ammontava ad € 2.928.743. L'immobile dispone di elevate prospettive di valorizzazione derivanti dalla possibilità di rendere edificabile ad uso commerciale il retrostante parcheggio di proprietà del Fondo.

**Centri commerciali – Gavle, Saltsjöbaden e Koping - Svezia**



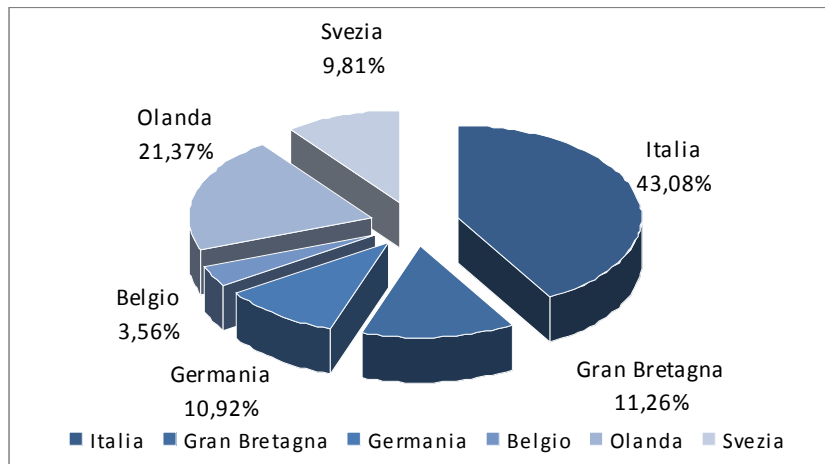
Trattasi di tre centri commerciali situati nella contea di Stoccolma nelle vicinanze delle città svedesi di Gavle, Saltsjöbaden e Koping. Gli immobili sono stati acquistati il 26 luglio 2006 ad un prezzo di circa € 43 milioni, comprensivi degli oneri di acquisizione. Gli edifici in questione sono stati costruiti negli anni 70 con ottimi standard strutturali; negli ultimi anni è stata effettuata una completa ristrutturazione su tutti gli edifici in questione. Il centro di Gavle è sorto nel 1978 ed è stato ristrutturato nel 1996 e nel 2005. Ha una superficie affittabile di 6.068 m<sup>2</sup> ed insiste su un'area di 20.542 m<sup>2</sup> che comprende 270 posti auto. Il centro di Koping è composto da due corpi, il primo costruito nel 1972 e ristrutturato nel 1985, ed il secondo costruito nel 2005. La superficie affittabile è di circa 16 mila m<sup>2</sup> ed insiste su un terreno di 115 mila m<sup>2</sup> con circa 1.000 parcheggi. Saltsjöbaden è stato costruito nel 1970 e completamente ristrutturato tra il 1997 e il 2000. L'area affittabile è di 10 mila m<sup>2</sup> con 270 parcheggi.

Tutti e tre gli immobili sono affittati a conduttori di livello nazionale ed internazionale. Quattro affittuari coprono più del 50% del totale degli affitti: Willi's, leader svedese del settore *hard discount*, ICA, catena distributiva leader nel settore dei beni di consumo, Elgiganten, marchio leader nella distribuzione di elettronica e Siba, distributore di prodotti elettronici. La scadenza media degli affitti di Gavle è il 2015, di Koping 2012 e di Saltsjöbaden 2011. L'ammontare complessivo dei canoni di locazione percepiti è pari a SEK 29.574.882,00.

Gli immobili sono di proprietà di Golden Immobiliare una *holding* svedese controllata al 100% dal Fondo secondo lo schema riportato al paragrafo 1.5.

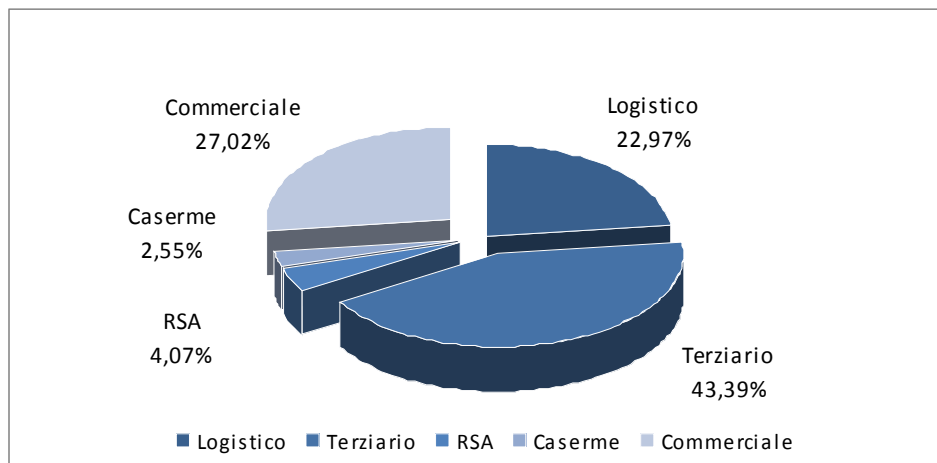
### **2.3 Diversificazione geografica del portafoglio immobiliare**

La diversificazione geografica del portafoglio immobiliare al 31 dicembre 2009 è rappresentata dal grafico che segue:



### **2.4 Diversificazione settoriale del portafoglio immobiliare**

La diversificazione settoriale del portafoglio immobiliare al 31 dicembre 2009 è rappresentata dal grafico che segue:

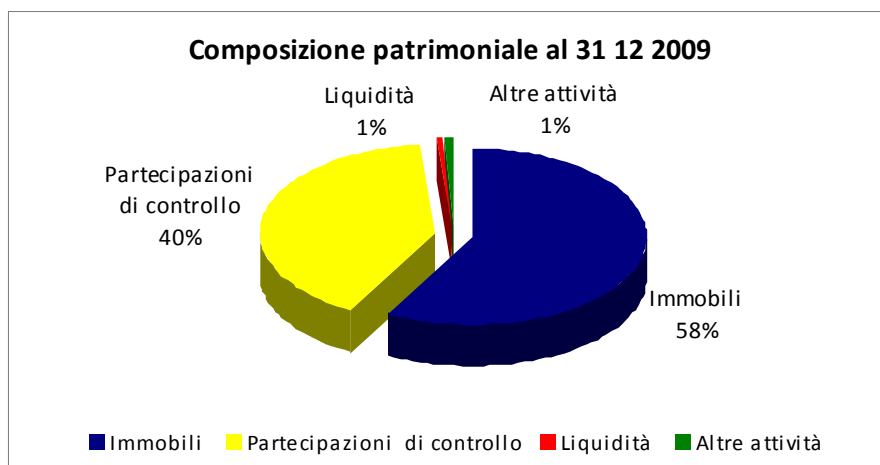


## 2.5 Gestione mobiliare

Il Fondo non detiene alcun investimento mobiliare. L'attivazione, anche se parziale, di un indebitamento nella forma di linee di credito *stand-by* in scoperto di conto corrente consente che tutta la liquidità prodotta dalla gestione sia utilizzata per il rimborso del predetto debito. Alla data del 31 dicembre 2009, il saldo del conto corrente presso la Banca Depositaria era positivo per € 2,5 milioni circa.

## 2.6 Composizione Patrimoniale

La composizione delle attività al 31 dicembre 2009 è evidenziata dal grafico che segue:



Nel corso del mese di gennaio 2009 la SGR ha approvato una variazione all'asset allocation strategica del Fondo, i cui termini sono riepilogati nella tabella seguente.

Asset Allocation Settoriale	Precedente		Attuale		Investito € milioni	% Attuale
	Min	Max	Min	Max		
Uffici	30%	50%	30%	50%	128,0	33,4%
Commerciale	30%	50%	25%	50%	115,3	30,1%
Logistica	5%	25%	5%	25%	95,5	24,9%
Residenziale/RSA	0%	15%	0%	15%	15,9	4,2%
Altro	5%	15%	5%	15%	28,9	7,5%
<b>Geografica</b>						
Italia	30%	60%	30%	60%	165,3	43,1%
Gran Bretagna	15%	25%	15%	35%	43,2	11,3%
Germania	10%	20%	0%	20%	41,9	10,9%
Svezia	5%	15%	5%	15%	37,6	9,8%
Benelux	15%	25%	10%	30%	95,7	24,9%
Spagna/Portogallo	0%	10%	0%	10%	0	0%
Francia/Altri	0%	10%	0%	15%	0	0%

## **2.7 Eventi successivi alla chiusura del periodo**

In data 4 gennaio 2010 il Fondo ha stipulato con Abaco Servizi S.r.l. un nuovo contratto per i servizi di property management resi a favore degli immobili italiani con l'esclusione delle caserme di Rivoli (TO) e Sala Consilina (SA). Il contratto ha una durata annuale, ed è stato stipulato a condizioni di mercato a seguito di una selezione competitiva che ha interessato alcuni primari operatori del settore.

In data 22 gennaio 2010 sono state rinnovate le operazioni di copertura sulla sterlina britannica e sulla corona svedese avviate a fine settembre 2009, con un risultato negativo realizzato pari ad € 1,2 milioni. Il nuovo livello di copertura, per un ammontare pari a GBP 44,85 milioni e fino al 23 marzo 2010, è pari a 0,8769, mentre quello sulla corona svedese (SEK 396 milioni) è pari a 10,265 sulla medesima scadenza.

A seguito dell'evoluzione delle stime del portafoglio immobiliare, si segnala che la riduzione del valore di alcuni immobili olandesi e di quello tedesco determinerà la rottura del covenant relativo al rapporto loan-to-value dei finanziamenti erogati da ING Real Estate Finance. La SGR ha già preso contatto con l'istituto di credito per regolarizzare la posizione del Fondo entro la prossima data di verifica, nel mese di aprile 2010.

## **2.8 Metodologie di gestione e misurazione del rischio adottate**

Le azioni poste in essere in ordine alla misurazione ed alla gestione del rischio riguardano essenzialmente i momenti caratteristici della gestione del patrimonio immobiliare, vale a dire la fase di investimento immobiliare, il controllo costante degli immobili acquistati e le fasi di gestione e dismissione degli stessi.

I rischi insiti nell'investimento immobiliare riguardano principalmente:

- rischio di credito nei confronti dei conduttori;
- rischio di credito (rischio di revocatoria fallimentare) nei confronti dei venditori degli immobili, ad eccezione dei paesi in cui non esiste rischio di revocatoria fallimentare;
- volatilità dei valori degli immobili (analisi di sensitività);
- rischi specifici legati agli immobili (sistema interno di *rating*);
- rischio di oscillazioni del tasso di interesse sui finanziamenti;
- rischio di oscillazioni del tasso di cambio, nel caso di asset denominati in valuta.

Le risultanze di tali analisi sono rese disponibili periodicamente all'Organo Amministrativo mediante apposita reportistica.

Con cadenza mensile viene inoltre verificato il rispetto dei limiti di legge (di investimento e di indebitamento) e di regolamento.

Nel periodo di riferimento non sono state rilevate situazioni di particolare rischiosità o superamenti dei limiti di legge e di regolamento.

### **Rischio di credito**

Per quanto concerne gli immobili locati la società di Gestione pone particolare attenzione al grado di affidabilità dei conduttori.

Il "rischio" locativo è misurato secondo indici di sfittanza monitorati costantemente, mentre i conduttori vengono valutati secondo la loro solidità patrimoniale e solvibilità, redigendo un *report* con cadenza semestrale. Agli stessi conduttori viene richiesta, ove ritenuto necessario, una polizza fidejussoria bancaria a copertura del rischio locativo. Allo stesso tempo viene redatto un report sull'andamento dei crediti, e le morosità eventuali, che consente di monitorare e gestire le posizioni.

Nella fase di investimento immobiliare viene predisposta un'analisi del merito di credito del venditore, al fine di scongiurare eventuali revocatorie fallimentari sull'immobile, e del potenziale conduttore, al

fine di verificarne la solidità economico/patrimoniale. La situazione economico-finanziaria dei principali conduttori viene inoltre costantemente monitorata.

Gli investimenti in immobili affittati a conduttori, la cui affidabilità creditizia può essere soggetta a rischio ad elevata variabilità, vengono effettuati solo se la qualità degli immobili offre adeguate garanzie di riuscire a rilocare l'immobile a terzi in tempi brevi, nell'eventualità di insolvenza del conduttore, e/o in presenza di evidenti profittabilità legate alla vendite dell'*asset*.

Non sono state rilevate situazioni di particolare rischiosità ad eccezione del rischio di sfittanza relativo all'immobile di Levate, per il quale l'attuale conduttore ha dato disdetta e per il quale, come descritto nell'apposito paragrafo, la struttura di gestione si è attivata per la rilocazione.

### **Volatilità dei valori degli immobili e sistema interno di rating**

La SGR gestisce i rischi legati alle fluttuazioni dei valori degli immobili, determinati da diversi fattori macroeconomici (tassi di interesse, tasso di inflazione, crescita economica, liquidità presente nei mercati) adottando un sistema di valutazione in grado di verificare il grado di sensibilità del valore degli immobili al variare di determinate variabili micro e macroeconomiche (analisi di sensitività). A causa della flessione dei mercati immobiliari di riferimento, sono da evidenziare degli elementi di rischiosità in relazione agli *asset* olandesi, inglesi e svedesi.

Sia nella fase di investimento, sia di gestione, la SGR si sta dotando di una metodologia di apprezzamento del rischio immobiliare attraverso un sistema interno di rating. Tale sistema ha l'obiettivo di fornire una chiave di lettura per una corretta e puntuale valutazione dei beni immobili al fine di facilitare l'oculatezza della decisione in merito alle diverse scelte di investimento, determinando un valore espressivo della rischiosità del singolo bene immobile e del portafoglio immobiliare nel suo complesso.

### **Rischio di tasso di interesse e tasso di cambio**

I finanziamenti stipulati dal fondo sono normalmente associati ad un tasso variabile incrementato di uno spread. I risultati economici del fondo sono pertanto significativamente influenzati dall'andamento dei tassi di interesse. La SGR sottopone a costante monitoraggio l'andamento dei tassi di interesse e periodicamente vengono preparati dei *report* per il CdA circa la situazione attuale dei tassi e le *view* della stessa sul loro possibile andamento futuro, al fine di valutare una possibile copertura. Il fondo non ha adottato alcuna copertura dal rischio di oscillazione di tasso di interesse sui finanziamenti a tasso variabile in vigore. Considerati gli scenari futuri di diminuzione dei tassi di interesse, non sono da rilevare particolari elementi di rischiosità.

Nel caso di investimenti effettuati in paesi con valuta diversa dall'Euro il fondo è soggetto a rischi di oscillazione del tasso di cambio. In questo caso la SGR può adottare sistemi di copertura del rischio cambio mediante operazioni di copertura (solitamente vendite a termine in divisa). Periodicamente è presentato ai vertici aziendali un report contenente le esposizioni al rischio di oscillazioni sfavorevoli dei tassi di cambio, le analisi di mercato sui tassi di cambio e la situazione sui profitti e perdite realizzati e non realizzati dalle attività di copertura poste in essere.

Periodicamente è presentato ai vertici aziendali un *report* contenente le esposizioni al rischio di oscillazioni sfavorevoli dei tassi di cambio, le analisi di mercato sui tassi di cambio e la situazione sui profitti e perdite realizzati e non realizzati dalle attività di copertura poste in essere. Il fondo ha adottato una strategia di copertura totale del rischio di cambio per la sterlina inglese, attuata per mezzo di operazioni di vendita a termine di valuta progressive nel corso del 2008. Per la corona svedese non è stata adottata alcuna copertura, essa è stata effettuata nei primi mesi del 2009.

### **Controllo dei limiti di legge**

Viene verificato il rispetto dei limiti di legge e di regolamento. Tale verifica viene effettuata *ex-ante*: ogni volta che il fondo intende realizzare attività di investimento e di assunzione prestiti. ed *ex-post*: con cadenza mensile. Tra gli altri vengono monitorati i seguenti limiti di legge:

- investimento in un unico bene immobiliare avente caratteristiche funzionali unitarie;
- peso minimo dell'attivo immobiliare sul totale attivo;
- indebitamento massimo del fondo;
- limite massimo di detenzione di partecipazioni ed altri strumenti finanziari;
- limite di investimento in società che svolgono direttamente attività di costruzione ;
- limiti di investimento in altri OICR.

## **2.9 Dividendo distribuibile dal Fondo relativo all'esercizio 2009**

Nel corso dell'esercizio il Fondo ha riportato una perdita contabile pari ad € 2.695.471, determinata da minusvalenze non realizzate sugli asset in portafoglio, penalizzati dall'effetto congiunto del ciclo immobiliare in tutto il continente oltre che dalla svalutazione della corona svedese. Rettificando il risultato contabile delle plus e minusvalenze non realizzate, e pertanto riconoscendo il contributo della gestione ordinaria del Fondo, il risultato di gestione (ricavi meno costi) è stato pari ad € 7.089.270.

In conformità a tale risultato, e considerando prioritario l'interesse dei sottoscrittori a ricevere la corresponsione del provento su base annuale, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha deliberato la distribuzione di un provento di gestione pari ad € 50,00 per ciascuna quota, al lordo delle imposte di legge, riferibile unicamente al risultato della gestione ordinaria del 2009. Tale distribuzione è operata pur in presenza di un Valore Patrimoniale Netto inferiore a quanto raccolto in sede di sottoscrizione a causa di rilevanti minusvalenze non realizzate sul portafoglio degli investimenti, ritenendo che le stesse possano essere ragionevolmente recuperate nel periodo intercorrente fino alla liquidazione del fondo, fissata al 31 dicembre 2014, a seguito dell'auspicato recupero dei mercati immobiliari nel medio termine.

## 2. Situazione Patrimoniale

Si riporta di seguito la Situazione Patrimoniale del periodo chiuso al 31 dicembre 2009.

ATTIVITÀ	Situazione al 31.12.2009		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>166.492.861</b>	<b>40,48</b>	<b>163.671.173</b>	<b>40,68</b>
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>	<b>166.492.861</b>	<b>40,48</b>	<b>163.671.173</b>	<b>40,68</b>
A1. Partecipazioni di controllo	166.492.861	40,48	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.				
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di O.I.C.R.				
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
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>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>238.519.488</b>	<b>58,00</b>	<b>226.041.992</b>	<b>56,17</b>
B1. Immobili dati in locazione	213.519.488	51,92	226.041.992	56,17
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili	25.000.000	6,08		
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b>				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ</b>	<b>2.656.766</b>	<b>0,65</b>	<b>1.523.397</b>	<b>0,38</b>
F1. Liquidità disponibile	2.656.766	0,65	736.322	0,18
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	81.487.251	19,82	62.999.918	15,66
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	(81.487.251)	-19,82	(62.212.843)	(15,46)
<b>G. ALTRE ATTIVITÀ</b>	<b>3.568.451</b>	<b>0,87</b>	<b>11.160.093</b>	<b>2,77</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	702.471	0,17	492.321	0,12
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre	2.865.980	0,70	10.667.772	2,65
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>411.237.566</b>	<b>100,00</b>	<b>402.396.655</b>	<b>100,00</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	<b>Situazione al 31/12/2009</b>	<b>Situazione a fine esercizio precedente</b>
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>178.355.010</b>	<b>156.244.879</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	178.355.010	92.300.000
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		63.944.879
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
<b>M. ALTRE PASSIVITÀ</b>	<b>2.508.467</b>	<b>4.577.367</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati		1.880.599
M2. Debiti di imposta	1.201	213.005
M3. Ratei e risconti passivi	202.664	1.751.669
M4. Altre	2.304.602	732.094
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>	<b>180.863.477</b>	<b>160.822.246</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>230.374.089</b>	<b>241.574.409</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>113.398</b>	<b>113.398</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>2.031,553</b>	<b>2.130,323</b>
<b>Rimborsi o proventi distribuiti per quota</b>	<b>75,000</b>	<b>95,000</b>

### **3. Situazione Reddituale**

Si riporta di seguito la sezione Reddituale del periodo compreso tra l' 1 gennaio 2009 e il 31 dicembre 2009:

	Rendiconto per il periodo 1/1/2009-31/12/2009		Rendiconto esercizio precedente	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>12.114.962</b>		<b>(34.063.528)</b>	
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>				
<b>A1. PARTECIPAZIONI</b>	<b>12.114.962</b>		<b>(34.063.528)</b>	
A1.1 dividendi e altri proventi	9.293.274		9.651.313	
A1.2 utili/perdite da realizzi				
A1.3 plus/minusvalenze	2.821.688		(43.714.841)	
<b>A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A2.2 utili/perdite da realizzi				
A2.3 plus/minusvalenze				
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
<b>A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>				
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi				
A3.2 utili/perdite da realizzi				
A3.3 plus/minusvalenze				
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
<b>A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
A4.1 di copertura				
A4.2 non di copertura				
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>		<b>12.114.962</b>		<b>(34.063.528)</b>
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>402.900</b>		<b>(8.680.987)</b>	
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	17.561.838		18.533.291	
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZI			830.570	
B3. PLUS/MINUSVALENZE	(12.722.716)		(23.411.640)	
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	(4.436.222)		(3.802.638)	
B5. AMMORTAMENTI				
<b>Risultato gestione beni immobili</b>		<b>402.900</b>		<b>(7.850.417)</b>
<b>C. CREDITI</b>				
C1. interessi attivi e proventi assimilati				
C2. incrementi/decrementi di valore				
<b>Risultato gestione crediti</b>				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. interessi attivi e proventi assimilati				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
E1. Proventi				
E2. Utile/perdita da realizzi				
E3. Plusvalenze/minusvalenze				
<b>Risultato gestione investimenti</b>		<b>12.517.862</b>		<b>(41.913.945)</b>

	Rendiconto per il periodo 1/1/2009-31/12/2009		Rendiconto esercizio precedente	
<b>F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>	<b>(5.733.787)</b>		<b>9.400.492</b>	
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA	(5.743.954)		9.269.003	
F1.1 Risultati realizzati	(5.855.129)		(435.222)	
F1.2 Risultati non realizzati	111.175		9.704.225	
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
F3. LIQUIDITA'	10.167		131.489	
F3.1 Risultati realizzati	842		121.028	
F3.2 Risultati non realizzati	9.325		10.461	
<b>G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE</b>				
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE				
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
<b>Risultato lordo della gestione caratteristica</b>		<b>6.784.075</b>		<b>(32.513.453)</b>
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>	<b>(3.990.601)</b>		<b>(10.002.925)</b>	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI	(3.939.997)		(9.973.426)	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	(1.369.143)		(4.795.880)	
H1.2 su altri finanziamenti	(2.570.854)		(5.177.546)	
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	(50.604)		(29.499)	
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		<b>2.793.474</b>		<b>(42.516.378)</b>
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	<b>(6.341.546)</b>		<b>(8.102.195)</b>	
I1. Provvigione di gestione SGR	(5.875.871)		(7.481.513)	
I2. Commissioni banca depositaria	(240.617)		(294.572)	
I3. Oneri per esperti indipendenti	(46.490)		(51.534)	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	(52.035)		(57.639)	
I5. Altri oneri di gestione	(126.533)		(216.937)	
<b>L. ALTRI RICAVI ED ONERI</b>	<b>852.601</b>		<b>549.735</b>	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	7.734		25.489	
L2. Altri ricavi	875.167		534.046	
L3. Altri oneri	(30.300)		(9.800)	
<b>Risultato della gestione prima delle imposte</b>		<b>(2.695.471)</b>		<b>(50.068.838)</b>
<b>M. IMPOSTE</b>				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2. Risparmio di imposta				
M3. Altre imposte				
<b>Utile/perdita del periodo</b>		<b>(2.695.471)</b>		<b>(50.068.838)</b>

## **4. Nota Integrativa**

Nel redigere i prospetti costituenti il Rendiconto del Fondo, sono stati applicati i criteri di valutazione ed i modelli di tabelle stabiliti dal provvedimento di Banca d'Italia del 14 aprile 2005.

Il Rendiconto del Fondo si compone di una Situazione Patrimoniale, di una Sezione Reddituale, della presente Nota integrativa, nonché della Relazione degli Amministratori.

### **Parte A – Andamento del valore della quota**

#### **Valore della quota**

Le quote del Fondo sono state collocate nell'ambito di un'offerta pubblica di sollecitazione svoltasi nel periodo 15 settembre 2004 – 20 novembre 2004, previa pubblicazione del prospetto informativo depositato presso la Consob in data 13 settembre 2004. All'esito dell'offerta pubblica, sono state sottoscritte n. 113.398 quote, del valore nominale di Euro 2.500 ciascuna e aventi eguali diritti, per un importo complessivo di Euro 283.495.000,00 ripartite tra 36.963 sottoscrittori.

Il canale distributivo utilizzato è stato quello delle Poste Italiane.

Nella tabella sottostante è riepilogato l'andamento del valore unitario delle quote nel tempo:

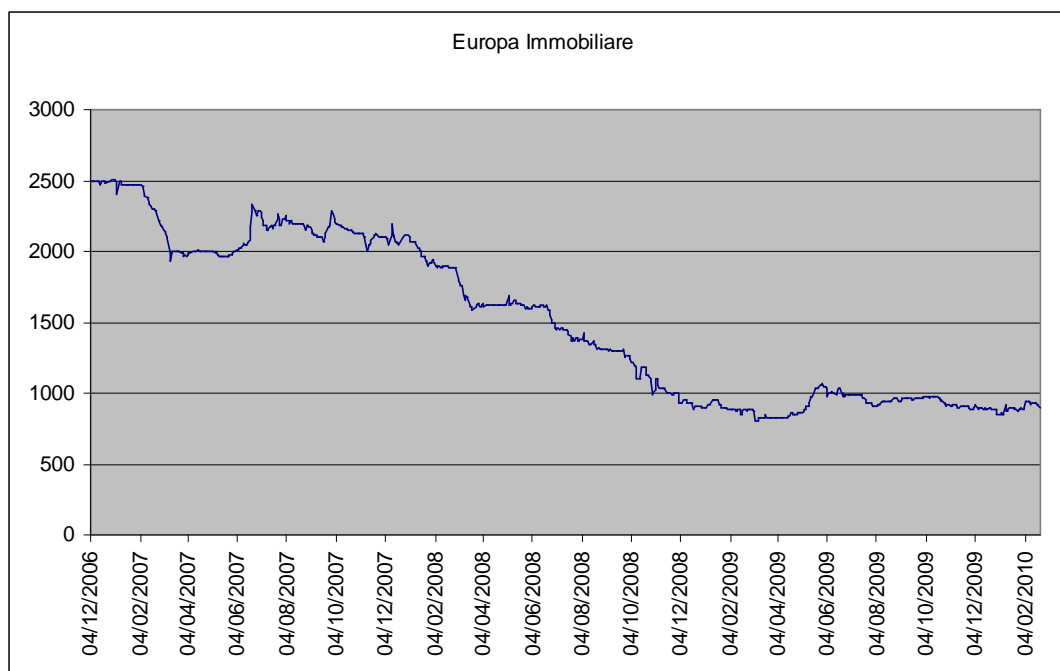
	Data	Valore complessivo netto del fondo	numero quote	valore unitario della quota
Atto di conferimento	20/11/2004	283.495.000	113.398	2.500,000
Rendiconto	31/12/2004	283.719.268	113.398	2.501,978
Rendiconto	31/12/2005	284.553.395	113.398	2.509,333
Rendiconto	31/12/2006	326.383.720	113.398	2.878,214
Rendiconto	31/12/2007	302.416.056	113.398	2.666,855
Rendiconto	31/12/2008	241.574.409	113.398	2.130,323
Rendiconto	31/12/2009	230.374.089	113.398	2.031,553

A decorrere dal 4 dicembre 2006 il Fondo Europa Immobiliare N.1 è quotato presso la Borsa di Milano. Il prezzo di apertura delle negoziazioni è stato pari a Euro 2.500,00. L'andamento delle quotazioni del corso del 2007 ha subito una flessione nei primi mesi dell'anno in concomitanza alla liquidazione del dividendo di Euro 178 in febbraio.

Nel 2008 il valore medio della quota nell'anno è stato di Euro 1.467,45, il trend delle quotazioni ha registrato un'ulteriore flessione nei primi mesi dell'anno in concomitanza alla liquidazione del dividendo di Euro 95.

Nel 2009 il valore medio della quota nell'anno è stato di Euro 924,580 con un volume medio di scambi giornalieri di intorno a 4,64 quote. I valori minimi e massimi di quotazione sono stati rispettivamente di Euro 805,00 e Euro 1065,00.

Il valore di borsa è oscillato in un range tra Euro 920 e 970 fino a inizio dicembre. In seguito il titolo ha registrato una leggera flessione che ha portato il valore della quota a Euro 853 al 30.12.2009.



La tipologia degli investimenti del Fondo espone i Partecipanti ai rischi relativi all'andamento dei mercati immobiliari e degli altri strumenti che compongono il Fondo, nonché all'evoluzione economico - finanziaria, politica – valutaria dei paesi nei quali gli investimenti sono effettuati. Al fine di tutelarsi da tali rischi il fondo investirà in diversi settori/stati e farà ricorso ad operazioni a termine nonché ad indebitamento in valute estere.

### Principali eventi

Si rimanda a quanto illustrato nella Relazione degli Amministratori.

### Gestione dei rischi

Si rimanda a quanto illustrato nella Relazione degli Amministratori.

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

### **Sezione I – Criteri di valutazione**

I criteri di valutazione adottati sono qui di seguito riepilogati.

#### **Strumenti finanziari**

Il valore delle partecipazioni detenute dal Fondo è determinato attribuendo un valore pari alla frazione di Patrimonio Netto di pertinenza del Fondo nelle partecipazioni stesse.

#### **Immobili**

Il valore degli immobili corrisponde alle risultanze della Relazione di stima redatta dagli Esperti Indipendenti, ai sensi dell'articolo 14 bis, quarto comma, della legge 25 gennaio 1994, n. 86 e dell'articolo 17, Titolo VI, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228.

Gli immobili del Fondo sono stati assoggettati a valutazione della società CBRE – C.B. Richard Ellis Professional Services.

Il valore degli immobili risultante nel rendiconto corrisponde al valore di mercato degli stessi alla data del 31 dicembre 2009, dedottigli eventuali deperimenti degli immobili medesimi.

In conformità all'incarico conferitole CBRE – C.B. Richard Ellis Professional Services ha effettuato la valutazione dei complessi immobiliari apportati al Fondo al fine di determinare il valore dell'intero portafoglio alla data del 31 dicembre 2009 avvalendosi di proprie strutture organizzative ed operative distribuite sul territorio europeo nei paesi in cui si sono eseguiti gli investimenti.

Il "Valore di Mercato" rappresenta il più probabile prezzo di trasferimento di un bene immobile e si calcola con criteri prudenziali e facendo ricorso a metodi di valutazione riconosciuti dalla prassi valutativa. La società CBRE è membro RICS – Royal Institute Chartered Surveyor – la più autorevole organizzazione esistente in campo valutativo e riconosciuta a livello mondiale.

I metodi di valutazione seguono procedimenti riconducibili a metodologie reddituali-finanziarie e analitico-patrimoniali; fra questi emergono il metodo reddituale dei flussi di cassa attualizzati (DCF) ed il metodo della capitalizzazione diretta del reddito, il metodo comparativo che si basa sulla comparazione dei prezzi riferiti a transazioni di beni comparabili ed il metodo del costo di trasformazione in caso di ristrutturazione e sviluppo immobiliari. Gli investimenti del Fondo sono stati valutati con il metodo dei flussi di cassa attualizzati, il metodo della capitalizzazione diretta del reddito ed il metodo comparativo.

#### **Altre attività**

I crediti commerciali e le altre attività sono iscritti in base al presunto valore di realizzo.

I crediti d'imposta e il Credito Iva sono iscritti al valore nominale e riflettono la posizione fiscale del Fondo.

I ratei e risconti attivi sono stati contabilizzati in base al criterio della competenza temporale.

#### **Finanziamenti ricevuti**

I finanziamenti ricevuti sono esposti al loro valore nominale.

### **Altre passività**

I ratei e risconti passivi sono stati contabilizzati in base al criterio della competenza temporale. Le altre passività sono state valutate al loro valore nominale.

### **Costi e Ricavi**

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

## **Sezione II – Le Attività**

Per le informazioni relative alle aree geografiche e ai settori economici verso cui sono impiegate le risorse del fondo, rinviamo a quanto indicato nella relazione sulla gestione.

Non sono presenti a fine dell'esercizio 2009 strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni.

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

Alla data del rendiconto non sono presenti strumenti finanziari non quotati ad eccezione delle partecipazioni nel Trust e nelle Società Immobiliari.

Non sono stati effettuati nell'esercizio movimenti sulle partecipazioni.

## **Tavola A**

### **Scheda informativa relativa a partecipazioni in società non quotate**

Denominazione e sede delle società relative alle partecipazioni detenute dal Fondo:

- *Partnership House Unit Trust, 22 Grenville Street, St. Helier, Jersey, Channel Islands, JE4 8PX.*  
Attività esercitata dalla società: gestore di asset immobiliari.
- *Europa Immobiliare No. 1 Jersey Finance Limited, 22 Grenville Street, St Helier, Jersey JE4 8PX, Channel Islands;*
- *PHUT Holding Ltd, 22 Grenville Street, St Helier Jersey JE4 8PX, Channel Islands.*

### **A) Titoli nel portafoglio del 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	29.652.066	23.905.512
Europa Immobiliare n.1 Jersey Finance Ltd	22.365.987	100	90.385.553	72.925.265	73.229.842
PHUT Holding Ltd	47.894.889	100	73.745.369	63.915.530	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					

**B) Dati di bilancio dell'emittente**

Dati patrimoniali	Partnership House Unit Trust		
	Ultimo esercizio 31.12.2009	Esercizio precedente 31.12.2008	Secondo Esercizio precedente 31.12.2007
1) totale attività	30.541.403	25.016.868	44.111.446
2) partecipazioni	-	-	-
3) immobili	29.951.582	24.146.981,63	42.544.488
4) indebitamento a breve termine	589.821	869.887	1.566.958
5) indebitamento a medio/lungo termine	-	-	-
6) patrimonio netto	29.951.582	24.146.982	42.544.488
Inoltre, per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
- capitale circolante lordo	589.821	869.887	1.566.958
- capitale circolante netto	-	-	-
- capitale fisso netto	29.951.582	24.146.982	42.544.488
- posizione finanziaria netta	- 589.821	- 869.887	- 821.515

Dati reddituali	Partnership House Unit Trust		
	Ultimo esercizio 31.12.2009	Esercizio precedente 31.12.2008	Secondo Esercizio precedente 31.12.2007
1) fatturato	2.054.610	1.917.640	2.494.494
2) margine operativo lordo	2.301.003	1.899.447	2.475.028
3) risultato operativo	2.256.568	1.955.556	3.329.092
4) saldo proventi/oneri finanziari	3.815	40.041	107.651
5) saldo proventi/oneri straordinari	-	-	-
6) risultato prima delle imposte	6.054.299	6.708.957	4.424.655
7) utile (perdita) netto	6.054.299	6.708.957	4.424.655
8) ammortamenti dell'esercizio			

Dati patrimoniali	Europa Immobiliare n.1 Jersey Finance Ltd		
	Ultimo esercizio 31.12.2009	Esercizio precedente 31.12.2008	Secondo Esercizio precedente 31.12.2007
1) totale attività	89.225.245	47.087.734	53.792.815
2) partecipazioni	15.960.422	37.736.346	38.124.234
3) immobili	-	-	-
4) indebitamento a breve termine	355.496	9.967	15.085
5) indebitamento a medio/lungo termine	-	-	-
6) patrimonio netto	88.897.749	84.814.113	91.901.964
Inoltre, per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
- capitale circolante lordo	88.897.749	47.087.734	53.792.815
- capitale circolante netto	88.542.253	47.077.767	53.777.730
- capitale fisso netto	-	-	-
- posizione finanziaria netta	3.247.349	1.910.673	2.071.727

Dati reddituali	Europa Immobiliare n.1 Jersey Finance Ltd		
	Ultimo esercizio 31.12.2009	Esercizio precedente 31.12.2008	Secondo Esercizio precedente 31.12.2007
1) fatturato	7.325.797	4.637.947	6.667.240
2) margine operativo lordo	7.325.797	4.637.947	6.667.240
3) risultato operativo	7.288.677	4.590.866	6.612.628
4) saldo proventi/oneri finanziari	-399	-481	-321
5) saldo proventi/oneri straordinari	0	-6.085.303	-1.976.120
6) risultato prima delle imposte	7.288.677	-1.494.918	4.636.187
7) utile (perdita) netto	7.288.677	-1.494.918	4.636.187
8) ammortamenti dell'esercizio		-	-

Dati patrimoniali	PHUT Holding Ltd		
	Ultimo esercizio 31.12.2009	Esercizio precedente 31.12.2008	Secondo Esercizio precedente 31.12.2007
1) totale attività	75.374.869	74.841.661	74.182.453
2) partecipazioni	2.451.611	2.462.502	2.920.751
3) immobili	-	-	-
4) indebitamento a breve termine	17.061	7.173	15.086
5) indebitamento a medio/lungo termine	-	-	-
6) patrimonio netto	75.457.807	7.483.488	74.167.367
Inoltre, per le imprese diverse dalle società immobiliari:			
- capitale circolante lordo	75.357.807	23.290.371	22.093.109
- capitale circolante netto	75.340.746	23.283.198	22.078.023
- capitale fisso netto	-	-	-
- posizione finanziaria netta	75.235.292	23.174.695	21.996.019

Dati reddituali	PHUT Holding Ltd		
	Ultimo esercizio 31.12.2009	Esercizio precedente 31.12.2008	Secondo Esercizio precedente 31.12.2007
1) fatturato	4.579.225	3.804.153	1.156.278
2) margine operativo lordo	4.579.225	3.804.153	1.156.278
3) risultato operativo	4.545.502	3.765.410	1.195.431
4) saldo proventi/oneri finanziari	- 408	- 495	- 443
5) saldo proventi/oneri straordinari	-	98.757	1.359
6) risultato prima delle imposte	4.545.532	3.666.158	1.091.469
7) utile (perdita) netto	4.545.532	3.666.158	1.091.469
8) ammortamenti dell'esercizio	-	-	-

### C) Criteri e parametri utilizzati per la valutazione:

#### *Partnership House Unit Trust:*

- per determinare una corretta valutazione dell'immobile detenuto dal Trust, si è utilizzata la valutazione con il metodo reddituale dei flussi di cassa attualizzati (DCF) predisposta dall'esperto indipendente.

- il cambio Euro/GBP utilizzato al 31/12/2009 è pari a 0,8881.

#### *Europa Immobiliare No. 1 Jersey Finance Limited:*

La valutazione delle partecipazioni detenute è stata determinata attribuendo un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza.

#### *PHUT Holding Ltd:*

La valutazione delle partecipazioni detenute è stata determinata attribuendo un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza.

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

*Partnership House Unit Trust:*

- Invensys House, Carlisle Place, London SW1, 1BX.

*Europa Immobiliare No. 1 Jersey Finance Limited:*

La società detiene il 58,26% di Lemu S.A.

*PHUT Holding Ltd:*

La Società detiene l'1% di Partnership House Trust ed il 41,74% di Lemu SA.

La società Lemu S.A. partecipa al 100% alcuni veicoli societari che hanno la proprietà diretta dei seguenti beni immobili:

- Centri commerciali – Gavle, Saltsjöbaden e Koping - Svezia
- Complessi ad uso terziario e direzionale – Almere, Amstelveen – Olanda;
- Complessi ad uso logistico - Eindhoven – Olanda; Houthalen, Limburg – Belgio.

**E) Descrizione delle operazioni**

*Partnership House Unit Trust:*

- Il Trust, finalizzato alla gestione di Asset Immobiliari, ora è interamente finanziato da capitale proprio.

*Europa Immobiliare No. 1 Jersey Finance Limited:*

- La Società è finalizzata alla partecipazione in Società immobiliari ed è posseduta e finanziata interamente dal Fondo Europa Immobiliare N 1.

*PHUT Holding Ltd:*

- La Società è finalizzata alla partecipazione in Società immobiliari ed è posseduta e finanziata interamente dal Fondo Europa Immobiliare N 1.

**II.2 Strumenti finanziari quotati**

Nel corso dell'esercizio non sono stati presenti strumenti finanziari quotati.

### **II.3 Strumenti finanziari derivati**

Alla data del Rendiconto nel Portafoglio del Fondo non sono presenti Strumenti finanziari derivati che danno origine a posizioni creditorie.

### **II.4 Beni Immobili e Diritti Reali Immobiliari**

Per la composizione degli immobili di proprietà del Fondo si rimanda alla Tabella C – Elenco dei beni immobili e diritti immobiliari detenuti dal Fondo, riportata nell'Allegato 1.

In data 29 luglio 2009 è stata versata una caparra confirmatoria di € 25.000.000 come acconto sull'acquisto dell'immobile di Piazza Navigatori a Roma.

Come da provvedimento Banca d'Italia del 14/04/2005 si allega la seguente tabella riportante le informazioni sulla redditività degli stessi:

Fasce di scadenza contratti di locazione o data di revisione canoni	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria	Locazione finanziaria	Importo totale	%
Fino a 1 anno	26.300.000,00	2.799.111,60	-	2.799.111,60	16,89%
Da oltre 1 a 3 anni	35.120.000,00	2.210.000,00	-	2.210.000,00	13,34%
Da oltre 3 a 5 anni	80.540.000,00	6.165.244,23	-	6.165.244,23	37,20%
Da oltre 5 a 7 anni	15.600.000,00	1.025.963,90	-	1.025.963,90	6,19%
Da oltre 7 a 9 anni	35.410.000,00	2.278.647,00	-	2.278.647,00	13,75%
Oltre 9 anni	20.549.487,67	2.092.592,37	-	2.092.592,37	12,63%
A) Totale beni immobili locati	213.519.487,67	16.571.559,10	-	16.571.559,10	100,00%
B) Totale beni immobili non locati	-	-	-		

Il valore di mercato degli immobili è stato suddiviso tenendo conto delle fasce di scadenza dei contratti di locazione attivi di ciascun immobile.

Di seguito si forniscono le informazioni inerenti i disinvestimenti effettuati dal fondo:

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO									
Cespiti disinvestiti	Superficie	Acquisto			Realizzo		Proventi generati (2)	Oneri sostenuti (3)	Risultato dell'investimento
		Data	Costo di acquisto	Ultima valutazione (1)	Data	Ricavo di vendita			
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

**II.5 Crediti**

Nel corso dell'esercizio non sono stati effettuati investimenti in crediti.

**II.6. Depositi Bancari**

Nel corso dell'esercizio non sono state poste in essere operazioni di deposito bancario.

**II.7 Altri Beni**

Nel corso dell'esercizio il Fondo non ha investito in altri beni.

**II.8 Posizione netta di liquidità**

La voce è rappresentata dalla tabella che segue:

Liquidità disponibile	2.656.766
Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	81.487.251
Liquidità impegnata per operazioni da regolare	(81.487.251)
<b>TOTALE</b>	<b>2.656.766</b>

L'importo di € 2.656.766 relativo alla liquidità disponibile corrisponde per € 9.622 al controvalore in euro dei conti multicurrency e per € 2.527.002 del conto corrente ordinario aperti presso la banca depositaria Cassa di Risparmio di Ferrara; per € 120.142 ai saldi dei conti correnti aperti presso banche estere tedesche ai fini della gestione degli immobili esteri detenuti dal fondo in modo diretto. Si precisa che sui conti aperti presso le banche tedesche deve essere mantenuta una liquidità disponibile a fini operativi di gestione degli immobili.

La liquidità da ricevere è relativa alle operazioni di vendita a termine con scadenza nel gennaio 2010 per Euro 81.487.251 (la cui contropartita di divisa è espressa nella liquidità impegnata per operazioni da regolare).

## **II.9 Altre Attività**

Di seguito si fornisce il dettaglio della voce "Altre Attività":

<b>ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>Importo</b>	<b>Importo</b>
<b>G1. Crediti per P.C.T attivi e operazioni assimilate</b>		
<b>G2. Ratei e risconti attivi</b>	<b>702.471</b>	
- Ratei attivi su canoni di locazione		159.305
- Risconti attivi su assicurazioni		35.996
- Risconti attivi diversi		66.689
- Risconti attivi su oneri finanziari		440.481
<b>G4. Altre</b>	<b>2.865.980</b>	
- Crediti Commerciali		193.645
- Anticipi da fornitori		42.037
- Costi sospesi		244.400
- Erario c/Iva tedesca a credito		45.140
- Erario c/acconto Iva		51.620
- Crediti imposta estero		654.798
- Crediti diversi		62.731
- Ratei attivi su plusvalenze forward		711.309
- Ratei attivi su dividendi di partecipazioni		860.300
<b>Totale altre attività</b>	<b>3.568.451</b>	

I ratei attivi sui canoni di locazione sono relativi a canoni di competenza dell'esercizio che saranno fatturati nel 2010.

I risconti attivi su assicurazioni si riferiscono al risconto delle polizze assicurative pagate nel corso dell'esercizio e di competenza del 2010.

I risconti attivi diversi sono relativi a spese correlate alla quotazione del fondo fatturate nell'anno ma di competenza anche degli esercizi successivi.

I risconti attivi su oneri finanziari si riferiscono alle up front fee sostenute all'accensione dei finanziamenti suddivise per la durata temporale degli stessi.

Le altre attività sono così composte:

- I crediti commerciali sono relativi alle locazioni fatturate alla fine del periodo di riferimento per la maggior parte delle quali si è provveduto all'incasso nei primi giorni del mese di gennaio 2010.
- Gli anticipi da fornitori si riferiscono essenzialmente a costi sulla gestione degli immobili esteri già pagati ma di cui non si è ancora ricevuta la relativa fatturazione.
- I costi sospesi sono relativi a spese sostenute per l'acquisto dell'immobile di Piazza Navigatori a Roma che si perfezionerà nel 2011.
- L' IVA tedesca a credito si riferisce principalmente al versamento effettuato nell'anno quale "special vat" come previsto dall'erario tedesco.

- L'erario c/acconto Iva è il versamento dell' Iva a debito effettuato il 28 dicembre 2009, come previsto dalla legge n. 405 del 29/12/90, calcolato secondo il metodo "storico" che prevede il calcolo dell'importo da versare pari all' 88% dell' Iva a debito del dicembre dell'anno precedente.
- I crediti diversi sono riferiti agli interessi sul ritardato pagamento da parte dell'erario relativo ad un rimborso Iva richiesto nell'anno 2008.
- Ratei attivi per plusvalenze su operazioni forward per € 711.399 relativi alle operazioni di vendita a termine in Sterline Inglesi e in Corone Svedesi stipulate in corso d'anno con scadenza il 22 gennaio 2010
- I ratei attivi sui dividendi sulle partecipazioni sono relativi agli stacchi dei dividendi delle partecipate di competenza dell'anno 2009 ma non ancora liquidati alla data del 31 dicembre 2009.

### Sezione III – Le Passività

#### **Finanziamenti Ricevuti**

Il debito al 31 dicembre 2009 ammonta a € 178.355.010 ed è relativo a finanziamenti ipotecari per € 77.100.000 e alla linea di credito erogata da Banca Carige per € 101.255.010.

La tabella seguente riepiloga le caratteristiche dei finanziamenti su esposti:

Controparte	% sul totale	Importo Erogato	Importo Residuo	Durata anni	Forma tecnica	Garanzie rilasciate
Ca.Ri.GE.	100%	120.000.000	18.744.990	5 anni	Credito ipotecario	Portafoglio immobili italiani
ING REAL ESTATE FINANCE	100%	10.700.000		3 anni	Mutuo Ipotecario	Eindhoven
ING REAL ESTATE FINANCE	100%	66.400.000		5 anni	Mutuo Ipotecario	- Gelsenkirchen - Almere - Amstelveen
		<b>197.100.000</b>	<b>18.744.990</b>			

#### **Pronti contro termine passivi, operazioni assimilate e operazioni di prestito titoli**

Nel corso del periodo non sono state poste in essere operazioni di pronti contro termine passive e assimilate e operazioni di prestito titoli.

#### **Strumenti finanziari derivati**

Alla data del Rendiconto, nel portafoglio del Fondo non sono presenti Strumenti finanziari derivati che danno origine a posizioni debitorie.

#### **Debiti verso i partecipanti**

Alla data del Rendiconto non sono presenti debiti verso partecipanti.

## **Altre Passività**

Di seguito si fornisce il dettaglio della voce "Altre passività":

<b>ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>Importo</b>	<b>Importo</b>
<b>M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati</b>		
<b>M2. Debiti di imposta</b>	<b>1.201</b>	
- Erario c/Ritenute per Lavoratori autonomi		1.201
<b>M3. Ratei e risconti passivi</b>	<b>202.664</b>	
- Risconti passivi su canoni di locazione		105.343
- Risconti passivi su recupero spese condominiali		94.949
- Ratei passivi per interessi su finanziamenti		2.372
<b>M4. Altre</b>	<b>2.304.602</b>	
- Debiti commerciali		122.048
- Fatture da ricevere		111.337
- Erario c/ Iva a debito		128.732
- Erario c/ Iva a debito estero		77.704
- Debiti imposta estero		1.136.909
- Debiti diversi		3.526
- Anticipi da clienti		82.449
- Depositi cauzionali da clienti		41.764
- Ratei passivi per minusvalenze su forward		600.133
<b>Totale altre passività</b>	<b>2.508.467</b>	

I risconti passivi sono relativi al risconto dei canoni di locazione fatturati nell'anno ma di competenza del prossimo esercizio.

I risconti passivi sul recupero delle spese condominiali sono relativi a fatture emesse nell'anno ma con competenza anche del 2010 relativamente all'immobile inglese.

Le altre passività sono così composte:

- Debiti verso fornitori per € 122.048.
- Debiti per fatture da ricevere relativi a:
  - Spese per la redazione del rendiconto e quotazione del fondo per € 22.447;
  - Consulenze e spese legali per € 38.094;
  - Spese di property management sugli immobili € 10.177;
  - Spese di revisione per € 9.392;
  - Spese per valutazione immobili per € 22.252.
  - Spese varie € 8.975.
- Debiti di imposta verso l'estero (Germania e Regno Unito), in relazione alla stima sulle imposte dovute relative ai redditi percepiti nell'esercizio 2009 ma non ancora versate agli erari per € 1.136.909; tra le attività sono evidenziati i crediti di imposta verso gli stessi erari

relativamente agli effettivi versamenti effettuati quali acconti sulle imposte dell'esercizio per € 654.798.

- Anticipi da clienti relativi a service charge recuperate dai conduttori inglesi per € 82.449.
- Debiti per depositi cauzionali sulla locazione versati da un conduttore dell'immobile sito a Croydon per € 41.764.
- Ratei passivi per minusvalenze su operazioni forward per € 600.133 relativi alle operazioni di vendita a termine in Sterline Inglesi e in Corone Svedesi stipulate in corso d'anno con scadenza il 22 gennaio 2010

### Sezione IV – Il valore complessivo netto

Le quote del Fondo al 31 dicembre 2009 ammontano a n. 113.398.

La società Vegagest Immobiliare SGR Spa possiede n. 2.225 quote depositate presso la Cassa di Risparmio di Ferrara, di cui 2.224 trasferite nel corso del 2009 dalla società Vegagest SGR Spa in seguito al conferimento di ramo d'azienda.

S'illustrano qui di seguito le componenti che hanno determinato la variazione del valore complessivo del Fondo tra l'avvio dell'operatività e la data del presente Rendiconto:

	<b>Importo</b>	<b>in percentuale dei versamenti effettuati</b>
<i>IMPORTO INIZIALE DEL FONDO</i>	283.495.000	
<i>TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI</i>	283.495.000	100,000%
A1. Risultato complessivo della gestione partecipazioni	(9.471.897)	-3,341%
A2. Risultato complessivo della gestione altri strumenti finanziari	5.149.573	1,816%
B. Risultato complessivo della gestione beni immobili	41.055.610	14,482%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti		
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	1.297.828	0,458%
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni		
F. Risultato complessivo della gestione cambi	5.381.910	1,898%
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione	4.480	0,002%
H. Oneri finanziari complessivi	(25.130.666)	-8,865%
I. Oneri di gestione complessivi	(34.778.218)	-12,268%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	3.343.265	1,179%
M. Imposte complessive		
<i>VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE</i>	(13.148.115)	-4,638%
<i>RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI</i>		
<i>PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI</i>	39.972.795	
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31 DICEMBRE 2009</b>	230.374.089	81,262%
<i>TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE</i>		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DEL RENDICONTO	-0,99%	

## Sezione V – Altri dati patrimoniali

- 1) Alla data del Rendiconto il Fondo non ha assunto impegni a fronte di strumenti finanziari derivati. Il Fondo ha assunto impegni a fronte di operazioni a termine in cambi quali sterline e corone svedesi.
- 2) Alla data del rendiconto non esistono attività o passività nei confronti di altre società del gruppo.
- 3) Le attività e/o passività denominate in valute diverse dall'Euro o beni immobili situati in Paesi diversi da quelli dell'Unione Europea sono evidenziate dalla tabella che segue:

	ATTIVITÀ				PASSIVITÀ		
	Immobili	Partecipazioni	Altre attività	Totale	Finanziamenti ricevuti	Altre passività	Totale
Euro	217.970.000	136.840.795	86.542.467	441.353.262	(178.355.010)	(1.774.100)	(180.129.110)
Sterlina Inglese	20.549.488	29.652.066	(41.328.633)	8.872.921		(734.367)	(734.367)
Corona Svedese			(38.988.618)	(38.988.618)			
<b>Totale</b>	<b>238.519.488</b>	<b>166.492.861</b>	<b>6.225.217</b>	<b>411.237.566</b>	<b>(178.355.010)</b>	<b>(2.508.467)</b>	<b>(180.863.477)</b>

- 4) Alla data del Rendiconto risultano in essere garanzie a favore del Fondo sugli immobili italiani per € 1.262.500.
- 5) A garanzia dei debiti assunti dal Fondo sono state iscritte ipoteche sugli immobili meglio dettagliate nella tabella relativa ai finanziamenti.

## Parte C – Il risultato economico dell'esercizio

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

Risultato economico dell'esercizio su strumenti finanziari				
	Utile/Perdita da realizzi	di cui: per variazioni di tasso di cambio	Plus/ minusvalenze	di cui: per variazioni di tasso di cambio
A. PARTECIPAZIONI IN SOCIETA' NON QUOTATE				
1. di controllo			2.821.688	1.733.493
2. non di controllo				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
1. altri titoli di capitale				
2. titoli di debito				
3. parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
1. titoli di debito				
2. titoli di capitale				
3. parti di OICR				

## Sezione II – Beni immobili

Nel corso del periodo si è avuto un risultato economico delle operazioni aventi ad oggetto beni immobili, così composto:

Risultato economico dell'esercizio su beni immobili						
	Immobili residenziali	Immobili Commerciali	Immobili Industriali	Terreni	Altri	Totale
<b>1. PROVENTI</b>		<b>16.852.726</b>			<b>709.112</b>	<b>17.561.838</b>
1.1 canoni di locazione non finanziaria						
1.2 canoni di locazione finanziaria		15.323.589			707.350	16.030.939
1.3 altri proventi		1.529.137			1.762	1.530.899
<b>2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI</b>						
2.1 beni immobili						
2.2 diritti reali immobiliari						
<b>3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE</b>		<b>(12.652.716)</b>			<b>(70.000)</b>	<b>(12.722.716)</b>
3.1 beni immobili		(12.652.716)			(70.000)	(12.722.716)
3.2 diritti reali immobiliari						
<b>4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI</b>		<b>(4.378.795)</b>			<b>(57.427)</b>	<b>(4.436.222)</b>
<b>5. AMMORTAMENTI</b>						
<b>TOTALE</b>		<b>(178.785)</b>			<b>581.685</b>	<b>402.900</b>

Le plusvalenze sui beni immobili derivano dalla differenza tra il valore degli immobili alla data del rendiconto precedente incrementato dei costi capitalizzati nell'esercizio e il valore di perizia degli esperti indipendenti al 31 dicembre 2009.

Gli oneri per la gestione dei beni immobili sono riferiti ai costi di gestione degli immobili a carico della proprietà.

Gli altri oneri di gestione degli immobili sono costituiti, tra gli altri, da tasse e imposte catastali sugli immobili italiani per € 769.299 e sugli immobili esteri per € 1.148.034, da spese di assicurazione per € 170.094, da spese di proprietà per € 2.171.802 e da provvigioni di property per € 36.859.

## Sezione III – Crediti

Nel corso del periodo in esame non sono state poste in essere operazioni aventi ad oggetto crediti.

## Sezione IV – Depositi bancari

Nel corso del periodo in esame non sono state poste in essere operazioni aventi ad oggetto depositi bancari.

## Sezione V – Altri beni

Nel corso del periodo in esame non sono state poste in essere operazioni aventi ad oggetto altri beni.

## Sezione VI – Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

Nel corso del periodo in esame sono state poste in essere operazioni in cambi, il cui risultato è evidenziato nella tabella che segue:

<b>OPERAZIONI DI COPERTURA</b>	Risultati realizzati	Risultati non realizzati
Operazioni a termine	(5.855.129)	111.175
Strumenti finanziari derivati su tassi di cambio		
- Futures su valute e altri contratti simili		
- Opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili		
- Swaps e altri contratti simili		
<b>OPERAZIONI NON DI COPERTURA</b>		
Operazioni a termine		
Strumenti finanziari derivati su tassi di cambio non aventi finalità di copertura		
- Futures su valute e altri contratti simili		
- Opzioni su tassi di cambio e altri contratti simili		
- Swaps e altri contratti simili		
<b>LIQUIDITA'</b>	842	9.325

Gli oneri finanziari riferiti ai finanziamenti ipotecari sono pari a € 3.850.251; gli interessi passivi su altri finanziamenti sono pari a € 89.621 e sono relativi ad interessi maturati sulla linea di credito aperta presso Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A. di competenza del periodo di riferimento. Gli altri oneri finanziari pari a € 50.604 sono relativi a commissioni sui finanziamenti.

### D.L. BERSANI

Il Decreto Legge 4 luglio 2006, n. 223 (Decreto Bersani) convertito in Legge 4 agosto 2006, n. 248, ha revisionato il regime fiscale delle cessioni e delle locazioni immobiliari.

Tra le principali modifiche introdotte vi è il regime di esenzione I.V.A. ed assoggettamento ad imposta di registro per le transazioni di unità immobiliari ad uso residenziale.

Il passaggio ad esenzione I.V.A. delle cessioni di unità immobiliari delle cessioni di unità immobiliari ad uso residenziale ha comportato una limitazione nel diritto alla detrazione dell'I.V.A. assolta sugli acquisti di beni e servizi.

Con riferimento specifico alle cessioni di immobili strumentali, è stata disposta una riduzione delle imposte ipotecarie e catastali dal 4% al 2% qualora i fondi immobiliari chiusi siano parte della compravendita.

Invece, in relazione alle locazioni immobiliari i contratti già soggetti ad imposta sul valore aggiunto sono stati obbligatoriamente registrati.

**Sezione VII – Oneri di gestione**

Gli oneri di gestione si compongono delle voci riportate nella tabella sottostante:

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di Euro)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul valore attività	% sul valore del finanziamento	Importo (migliaia di Euro)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul valore attività	% sul valore del finanziamento
1) Provvigioni di gestione provvigioni di base provvigioni di incentivo	5.876 5.876	2,575% 2,575%	1,172% 1,172%					
2) TER degli OICR in cui il fondo investe								
3) Compenso della banca depositaria - di cui eventuale compenso per il calcolo del valore della quota	241	0,105%	0,048%					
4) Spese di revisione del Fondo	10	0,004%						
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo	46	0,020%	0,009%					
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti								
7) Oneri di gestione degli immobili	4.436	1,944%	0,885%					
8) Spese legali e giudiziarie	50	0,022%						
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	87	0,038%						
10) Altri oneri gravanti sul fondo contributo Consob spese bancarie altro	35 2 4 29	0,015% 0,001% 0,002% 0,012%						
<b>TOTAL EXPENSE RATIO (TER) (SOMMA DA 1 A 10)</b>	<b>10.781</b>	<b>4,723%</b>						
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari								
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo	4.017			2,252%				
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo								
<b>TOTALE SPESE (SOMMA DA 1A 13)</b>	<b>14.798</b>	<b>6,486%</b>						

\* Calcolato come media del periodo.

Il compenso spettante alla Società di Gestione è rappresentato da una commissione di gestione calcolata trimestralmente sulla base di un'aliquota percentuale pari all'1,50% su base annua del Valore delle Attività del Fondo quale risultante dall'ultimo rendiconto annuale approvato al netto delle plusvalenze non realizzate sugli immobili e sulle partecipazioni; detta provvigione è prelevata con cadenza trimestrale dalle disponibilità del Fondo l'ultimo giorno lavorativo di ciascun trimestre solare.

Il compenso della Banca Depositaria (Cassa di Risparmio di Ferrara) è costituito da una commissione unica sia per lo svolgimento dei controlli previsti dalla normativa pro tempore vigente, sia per la custodia ed amministrazione degli strumenti finanziari e della liquidità, pari allo 0,10% su base annua, calcolata del Valore delle Attività del Fondo quale risultante dall'ultimo rendiconto annuale approvato al netto delle plusvalenze non realizzate sugli immobili e sulle partecipazioni; detta provvigione è

prelevata con cadenza trimestrale dalle disponibilità del Fondo l'ultimo giorno lavorativo di ciascun trimestre solare.

Le spese di revisione del Fondo sono costituite dal compenso riconosciuto alla società di revisione per l'esame del rendiconto in commento.

Gli oneri per la valutazione dei beni immobili sono costituiti dai compensi riconosciuti agli esperti indipendenti per la valutazione periodica degli immobili del Fondo ai fini del calcolo del valore complessivo netto dello stesso.

### Sezione VIII – Altri ricavi ed oneri

L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	7.734
L2. Altri Ricavi	875.167
L3. Altri Oneri	(30.300)
<b>TOTALE</b>	<b>852.601</b>

La voce altri ricavi è composta essenzialmente da interessi attivi sulle caparre versate in c/acquisto per € 743.151, da recupero di costi di proprietà e tasse per € 115.190.

La voce altri oneri è composta essenzialmente da spese bancarie.

### Sezione IX – Imposte

Il regime fiscale introdotto dal Decreto Legge 351/01, stabilisce che i fondi immobiliari non sono soggetti passivi delle imposte sui redditi e dell'IRAP. I redditi di capitale percepiti dal fondo sono, tranne alcune eccezioni, percepiti al lordo delle ritenute o delle imposte sostitutive applicabili in via ordinaria.

## **Parte D – Altre informazioni**

### **Copertura rischi di cambio**

<b>Operazioni stipulate e chiuse in corso dell'esercizio</b>				
<b>Tipo operazione</b>	<b>Divisa</b>	<b>Importo in Euro</b>	<b>Importo in Valuta</b>	<b>N° operazioni</b>
Vendita divisa a termine	Sterlina Inglese	136.780.988	122.300.000,00	6
Vendita divisa a termine	Corona Svedese	111.226.080	1.214.000.000,00	6

<b>Operazioni in essere a fine esercizio</b>				
<b>Tipo operazione</b>	<b>Divisa</b>	<b>Importo in Euro</b>	<b>Importo in Valuta</b>	<b>N° operazioni</b>
Vendita divisa a termine	Sterlina Inglese	42.155.131	37.950.000	2
Vendita divisa a termine	Corona Svedese	39.332.120	396.000.000	2

Il Fondo ha posto in essere nell'esercizio operazioni di copertura in Corone Svedesi pur non detenendo in portafoglio investimenti diretti in tale divisa; il Fondo infatti detiene partecipazioni che investono in immobili situati in Svezia.

### **Estratto relazioni di stima degli Esperti Indipendenti**

Sulla base di quanto premesso il "Valore Corrente" o "Valore di Mercato" dei beni immobili in cui è investito il patrimonio del Fondo, sia direttamente che tramite partecipazioni, è da esprimersi come segue:

Immobili "Area Euro": Euro 282.290.000,00  
 (Duecentottantaduemilioniduecentonovantamila/00 Euro).  
 Immobili "Svezia": Sek 396.000.000,00  
 (trecentonovantaseimilioni/00 Sek).  
 Immobili "UK": Sterline 44.850.000,00  
 (Quarantaquattromilionioctococinquantamila/00 Sterline).

Di seguito si forniscono le informazioni inerenti il "Valore di mercato" degli immobili detenuti dal Fondo alla data del presente Rendiconto.

N.	Descrizione e Ubicazione		Destinazione d'uso prevalente	Superficie lorda	Valore al 31/12/2009
1	PIEMONTE		Caserma	4.293	4.810.000
	RIVOLI	TO RIVOLI - CASERMA DI RIVOLI			
2	LOMBARDIA		Immobili logistici	43.355	26.300.000
	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	32.480.000
	CASAL DEL MARMO	RM CASAL DEL MARMO - VIA AROLA, 55			
7	CAMPANIA		Caserma	4.096	4.970.000
	SALA CONSILINA	SA CASERMA DI SALA CONSILINA			
8	INGHILTERRA		Centro Commerciale	3.805	20.549.488
	CROYDON	CROYDON COLONNADES LEISURE PARK PURLEY WAY CRO 4RJ			
	GERMANIA				
9	GELSENKIRCHEN	GELSENKIRCHEN - BAHNOHFSTRASSE, 55-65 45879	Terziario	3.755	38.280.000
<b>TOTALE</b>					<b>213.519.488</b>

### Operazioni di conferimento, acquisto o cessione

Per i dettagli relativi alle operazioni di acquisto e di cessione si rimanda a quanto descritto nella parte A della presente Nota Integrativa.

### Soft commission

La società di gestione non percepisce per l'attività di gestione svolta proventi diversi dalle commissioni di gestione riconosciute dagli OICR gestiti (ad es. soft commission<sup>1</sup>).

### Finanziamenti ricevuti

Non sono stati accesi finanziamenti finalizzati al rimborso anticipato di quote.

<sup>1</sup> Non si considerano tali, infatti, i riaddebiti delle spese vive effettuate dalla SGR quali i costi per l'attività di property management.

**Allegato 1**

Tavola C – Elenco dei beni immobili e dei diritti immobiliari detenuti dal Fondo

Numero	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati				Costo	Ipotecche	Ulteriori informazioni
					Canone per m2	Tipo Contratto	Scadenza contratto	Locatario			
<b>PIEMONTE</b>											
1	Caserna di Rivoli, Torino	Caserna	2003	3.945	87,05	Locazione immobiliare	31/03/2014	Ente Pubblico	4.621.600,00	Ipoteca di 1° grado *	
<b>LOMBARDIA</b>											
2	Levate (BG) - Via Dossi	Logistica	1994	43.355	62,29	Locazione immobiliare	31/01/2010	Commerciale	33.732.008,00	Ipoteca di 1° grado *	
3	Liscate - Mora di Liscate S.P. Cerca, 39	Logistica	1995	45.267	57,97	Locazione immobiliare	31/12/2014	Commerciale	36.210.089,00	Ipoteca di 1° grado *	
4	Milano - Via Biscaglia, 71-73-75	Terziario	1988	13.730	110,01	Locazione immobiliare	31/07/2010	Commerciale	36.285.043,00	Ipoteca di 1° grado *	
5	Milano- Via Lope de Vega	Residenza Sanitaria Assistenziale	2004	6.371	157,81	Locazione immobiliare	28/06/2017	Commerciale	15.668.069,00	Ipoteca di 1° grado *	
<b>LAZIO</b>											
6	Casa del Marmo, Roma Via Aroia, 55	Centro commerciale	2006	30.663	79,92	Locazione immobiliare	03/04/2015	Commerciale	36.065.930,00	Ipoteca di 1° grado *	
<b>CAMPANIA</b>											
7	Caserna di Sala Consilina	Caserna	2005	4.096	82,65	Locazione immobiliare	31/03/2011	Ente pubblico	4.921.600,00	Ipoteca di 1° grado *	
<b>INGHILTERRA</b>											
8	Croydon Colonnades leisure Park Purley way Cro 4rj	Leisure Park	2001	3.805	189,72	Locazione immobiliare	05/12/2024	Commerciale	37.430.749,00		
	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			
<b>GERMANIA</b>											
9	Gelsenkirchen, Bahnhofstrasse 55-65 45879	Terziario	1926	3.755	166,21	Locazione immobiliare	31/05/2011	Commerciale	43.057.089,00		
	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	140,86	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			
<b>TOTALI</b>									<b>247.992.177,00</b>	Euro 240.000.000,00	

(\*Nota: In data 14 luglio 2009 si è perfezionato un atto di apertura di credito ipotecaria garantito dagli immobili del portafoglio italiano per un ammontare complessivo di Euro 240.000.000,00.