RREEF

RELAZIONE SEMESTRALE 2007

FONDO VALORE IMMOBILIARE GLOBALE

Indice

1. NOTA ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELLA SOCIETÀ DI GESTIONE . 3

1.1. GESTIONE IMMOBILIARE 5
1.2. GESTIONE MOBILIARE 9
1.3. GESTIONE FINANZIARIA 9
1.4. ANDAMENTO DEI SETTORI IMMOBILIARI DI INTERESSE 10
1.4.1. Il mercato immobiliare italiano (1° semestre 2007) 10
1.4.2. Il mercato degli immobili terziari 10
1.4.3. Il mercato immobiliare degli alberghi 11
1.4.4. Il mercato degli immobili ad uso commerciale 12
1.4.5. Il mercato degli immobili ad uso logistico 13
1.5. DIRETTRICI SEGUITE NELL'ATTUAZIONE DELLE POLITICHE DI INVESTIMENTO E LINEE STRATEGICHE FUTURE .. 13
1.6. ANDAMENTO DELLE QUOTAZIONI 14
1.7. CRITERI DI VALUTAZIONE APPLICATI 14
1.8. ALTRE NOTIZIE 17

2. SITUAZIONE PATRIMONIALE 18

3. ELENCO DEI BENI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO 20

1. Nota illustrativa del Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione

Nel primo semestre del 2007 la Società di Gestione, si è prevalentemente adoperata al fine di migliorare la redditività corrente degli immobili in portafoglio reperendo nuovi conduttori per l'occupazione degli spazi sfitti.

In particolare sono stati sottoscritti due nuovi contratti di locazione sull'immobile di Milano via Messina (Procaccini Center) per un canone complessivo annuo pari ad Euro 737.000, due nuovi contratti di locazione sull'immobile di San Donato Milanese – Lotto IIIA per un canone complessivo annuo pari ad Euro 1.523.972. E' inoltre in fase di formalizzazione un'integrazione al contratto di locazione in essere con la "Oracle Italia S.r.l."(già "Oracle Italia S.p.A.") per un canone annuo pari ad Euro 151.670 sull'immobile di Roma, via Oceano Indiano, volta all'occupazione degli spazi nel frattempo liberati dal precedente conduttore.

Nel mese di maggio la Società di Gestione ha inoltre valutato l'opportunità di acquisire quattro immobili a destinazione prevalentemente direzionale facenti parte di un più ampio portafoglio immobiliare di proprietà di un fondo immobiliare italiano, per il quale la società di gestione di tale fondo aveva avviato una procedura di dismissione nel mese di marzo 2007. Le acquisizioni non sono state finalizzate poichè la stessa gara è stata aggiudicata ad altri concorrenti.

Relativamente al contenzioso relativo al residuo credito I.V.A. relativo all'anno 1999 pari ad Euro 1.751.821,00, di cui veniva data notizia nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2006, si segnala che non ci sono stati aggiornamenti in merito.

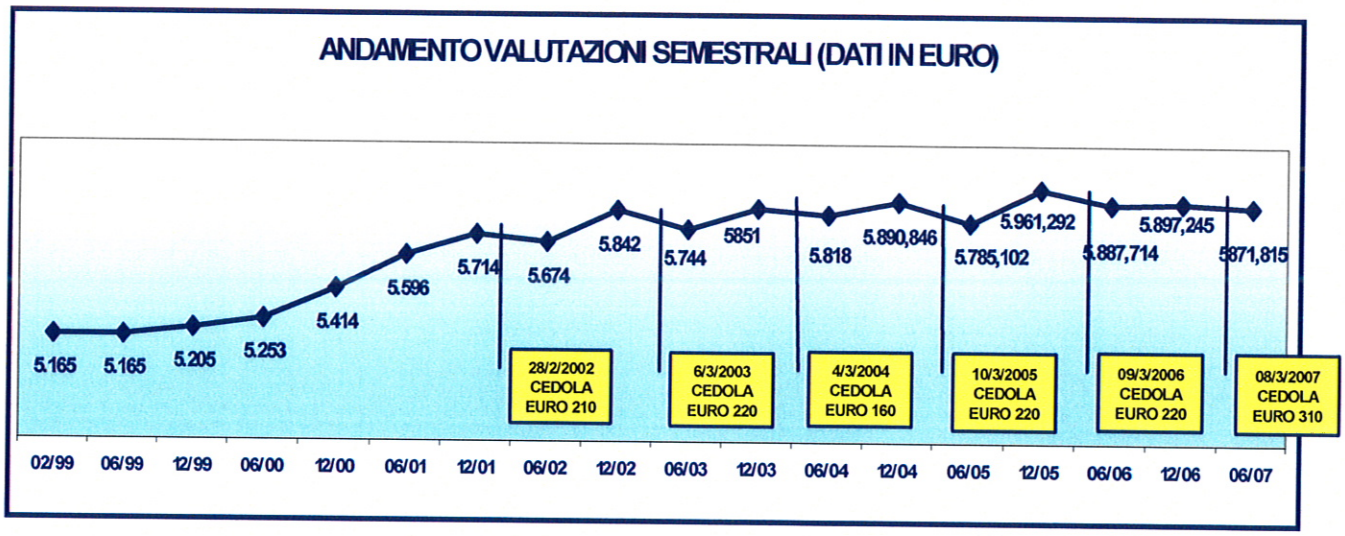
In relazione alle modifiche regolamentari sottoposte all'approvazione di Banca d'Italia nel corso del 2006 ed opportunamente descritte e commentate nel Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2006, va segnalato che le stesse sono state autorizzate in data 22 febbraio 2007.
Si rammenta che tali modifiche, in vigore dal 30 aprile 2007, sono relative (i) alle "operazioni con parti correlate", (ii) alla possibilità per il Fondo di sottoscrivere, acquistare e detenere partecipazioni in società immobiliari, (iii) all'esplicitazione della possibilità di indebitamento del Fondo, (iv) all'estensione della facoltà del Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione di procedere alla distribuzione di proventi della gestione anche con cadenza infrannuale e (v) al mutamento del *wording* relativo all'investimento del patrimonio del Fondo in strumenti finanziari emessi da stati aderenti all'OCSE.

In data 30 marzo 2007 il mutuo ipotecario contratto nel 2003 con la "Eurohypo Aktiengesellschaft" per un ammontare pari ad Euro 20.500.000 è stato completamente rimborsato e tale importo è stato contestualmente rifinanziato dalla "Merrill Lynch International Bank Limited" attraverso un'ulteriore erogazione del contratto di mutuo originariamente stipulato in data 22 dicembre 2006. Tale ultimo contratto prevede infatti delle condizioni e delle modalità di rimborso ritenute più idonee ad una gestione immobiliare di tipo dinamico.

Il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione nella seduta di approvazione del Rendiconto di fine anno ha deliberato la distribuzione di un provento pari ad Euro 310 lordi, riconosciuto agli aventi diritto a decorrere dall' 8 marzo 2007; ciò nell'ottica di remunerare gli investitori coerentemente rispetto ai proventi effettivamente realizzati mediante la gestione caratteristica del Fondo e le dismissioni concretizzate nel corso del 2006.

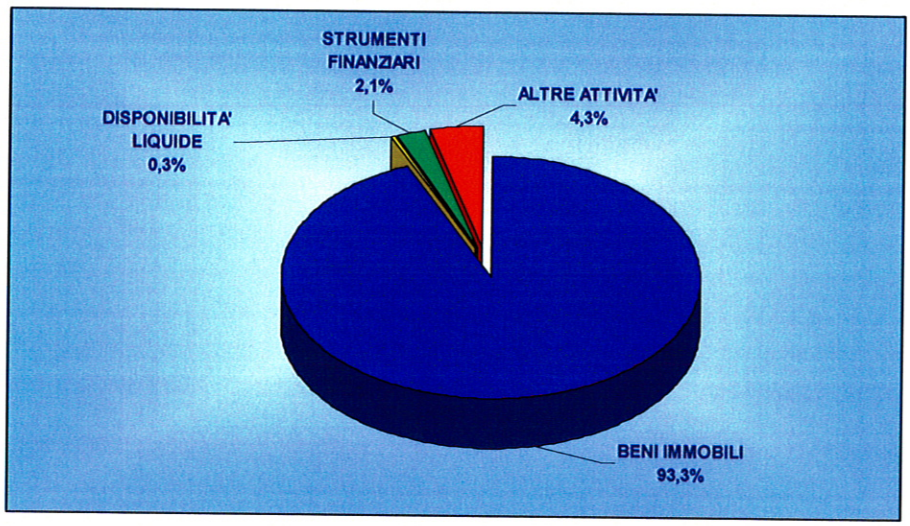
Il valore della quota al 30 giugno 2007, al netto del provento distribuito, corrisponde ad Euro 5.871,815, rispetto al valore del 31 dicembre 2006 pari a Euro 5.897,245.

Di seguito si riporta l'andamento della serie storica del valore della quota del Fondo che ha iniziato la propria attività in data 15 febbraio 1999; rispetto al valore iniziale, esso risulta più elevato del 13,68%, nonostante i proventi già distribuiti.



Il tasso interno di rendimento, ovvero il tasso d'interesse composto annuale dalla data di richiamo degli impegni alla data del 30 giugno 2007, calcolato in base ai flussi di cassa rappresentati dall'investimento di capitale iniziale, dai proventi distribuiti negli anni passati e considerando l'ipotetico incasso per il disinvestimento delle quote al valore del NAV contabile alla data della presente Relazione è pari al 4,34%.
Tale valore è indicativo della potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore nell'ipotesi di dismissione dell'intero portafoglio ai valori di perizia al 30 giugno 2007.

Alla data di chiusura del semestre, sulla base delle valutazioni effettuate dagli Esperti Indipendenti, il valore di mercato degli immobili facenti parte del portafoglio del Fondo al 30 giugno 2007 è superiore del 7,48% rispetto al costo storico.
Il grafico sottostante espone schematicamente la composizione delle attività del Fondo alla data di riferimento.



1.1. Gestione immobiliare

Il primo semestre 2007 ha visto il Fondo attivo in particolare nel reperimento di nuovi conduttori al fine di diminuire le porzioni immobiliari sfitte ed aumentare conseguentemente la redditività del portafoglio immobiliare.

Più nel dettaglio sono stati sottoscritti due nuovi contratti di locazione sull'immobile di Milano via Messina (Procaccini Center) per un canone complessivo annuo pari ad Euro 737.000, due nuovi contratti di locazione sull'immobile di San Donato Milanese – Lotto IIIA per un canone complessivo annuo pari ad Euro 1.523.972. E' inoltre in fase di formalizzazione un'integrazione al contratto di locazione in essere con la "Oracle Italia S.r.l."(già "Oracle Italia S.p.A.") per un canone annuo pari ad Euro 151.670 sull'immobile di Roma, via Oceano Indiano, volta all'occupazione degli spazi nel frattempo liberati dal precedente conduttore.

Con la sottoscrizione dei contratti di locazione sopra riportati la percentuale del *vacancy* si è significativamente ridotta. Attualmente rimangono infatti sfitti soltanto il 3,28% degli spazi ad uso uffici ed il 18,57% degli spazi adibiti ad archivi e posti auto coperti.
Il *vacancy rate* dell'intero portafoglio è sceso al 2,49%, rispetto all'11% registrato nell'ultimo Rendiconto di Gestione al 31 dicembre 2006.

Il rendimento medio ponderato alla data di approvazione della presente semestrale è pari al 6,44%, ovvero lo 0,64% superiore rispetto a quanto indicato nel rendiconto sopra citato. Si precisa a tal riguardo che tale percentuale non tiene conto (a) del nuovo contratto di locazione stipulato con "TEVA Pharma Italia S.r.l." la cui decorrenza onerosa è il 01 gennaio 2008 (b) dell'integrazione al contratto di locazione in corso di formalizzazione con la società "Oracle Italia S.r.l."(già "Oracle Italia S.p.A."), la cui decorrenza economica è il 01 settembre 2007; considerando anche i canoni di locazione di tali ulteriori contratti la redditività stimata del portafoglio a far data dal 1 gennaio 2008 sarà pari al 6,80%.

Al 30 giugno 2007 il portafoglio del Fondo si compone di nove immobili (di cui quattro ad uso uffici, due centri logistici, due immobili commerciali da centro urbano ed una media superficie commerciale) per un importo complessivo rivalutato pari a 235,1 milioni di Euro. Le principali caratteristiche di tali asset sono di seguito descritte in ordine di acquisizione:

- **Milano, Via Messina 38 - Procaccini Center torri "A" e "C"**

  Data di Acquisizione: 3 aprile 2000
  Destinazione d'uso: uffici
  Descrizione: si tratta di due edifici, situati in zona Monumentale in Milano, ciascuno dei quali costituito da dieci piani fuori terra, un piano seminterrato e da due piani interrati. L'entità dell'investimento ammonta a 41,8 milioni di Euro oltre ad I.V.A.
  Situazione locativa: la torre "C" è stata frazionata e affittata a tre diversi conduttori: "Almirall S.p.A.", "Accord Italia S.p.A." e "Tele Atlas Italia S.r.l.". "Almirall S.p.A." occupa dal 1° marzo 2006 gli uffici ai piani 8° e 9°, oltre ad alcuni archivi e n. 16 posti auto interrati per una superficie lorda complessiva di mq. 1.106. Il canone annuo è pari ad Euro 232.790; ad "Accord Italia S.p.A." sono stati concessi in locazione a far data dal 16 marzo 2006 gli uffici al 5° piano, oltre ad alcuni archivi e n. 3 posti auto interrati per una superficie lorda complessiva pari a mq. 496. Il canone annuo è pari ad Euro 103.046; "Tele Atlas Italia S.r.l." occupa invece dal 16 giugno 2006, gli uffici ai piani 6° e 7°, oltre a n. 15 posti auto interrati, per una superficie lorda complessiva di mq. 956. Il canone annuo è pari ad Euro 225.604. La torre "C" risulta inoltre tuttoggi parzialmente locata ad "ENI S.p.A." in forza di un contratto di locazione stipulato il 1° novembre 1998. Si segnala che il conduttore ha esercitato la facoltà di recesso, nei tempi contrattualmente previsti, e rilascerà l'unità attualmente occupata a far data dal 30 aprile 2008.
  In merito alla Torre "A", è stato stipulato con la "ZS Associates International Inc." un contratto di locazione con decorrenza 16 settembre 2006 di tipo 6+6 per l'occupazione del piano 4°, oltre

alcuni archivi e n. 5 posti auto coperti, per una superficie lorda complessiva di mq. 652. Il canone annuo è pari ad Euro 136.545.
In data 1 febbraio 2007 è stato stipulato con la "Euphon Communication S.p.A." un nuovo contratto di locazione con decorrenza onerosa a partire dal 1° aprile 2007 di tipo 6+6 per l'occupazione degli spazi ad uso uffici al 9° piano della torre "A", oltre ad alcuni archivi e n. 6 posti auto, per una superficie lorda stimata di mq. 578. Il canone annuo è pari ad Euro 117.000.
Si segnala inoltre che in data 1° maggio 2007 è stato stipulato con la "TEVA Pharma Italia S.r.l." un contratto di locazione di tipo 6+6 per l'occupazione dei piani seminterrato, 3°, 5°, 6°, 7° ed 8° oltre ad alcuni spazi ad uso archivio e n. 26 posti auto, per una superficie lorda complessiva di mq. 2.801 ed un canone annuo pari ad Euro 620.000. Tale contratto avrà decorrenza onerosa dal 1° gennaio 2008.
Al fine di contenere nel breve periodo i mancati redditi derivanti dalle residue sfittanze la Società di Gestione ha incaricato primarie società d'intermediazione al fine di reperire nuovi conduttori.

- **Roma, Via Bombay 5 - angolo Viale Oceano Indiano 180**

Data di acquisizione: 3 maggio 2000
Destinazione d'uso: uffici
Descrizione: l'immobile, sito in Roma, zona Torrino (EUR) e acquistato per un controvalore di 22,2 milioni di Euro oltre I.V.A., si articola su otto piani fuori terra, con due piani interrati ad uso posti auto.
Situazione locativa: i conduttori dell'immobile sono "Oracle Italia S.r.l."(già "Oracle Italia S.p.A."), "Sun Microsystems Italia S.p.A." (già "Storage Technology Italia S.p.A.") e "EMC Computer System Italia S.p.A.". E' inoltre presente "Telecom Italia Mobile S.p.A." in forza di un contratto di locazione per l'installazione di ripetitori telefonici. La "Sun Microsystems Italia S.p.A." ha esercitato l'opzione di recesso parziale su una superficie ad uso uffici 523 mq. nel mese di ottobre 2006. Gli spazi liberati, a seguito della formalizzazione contrattuale degli accordi già definiti, saranno concessi in locazione a far data dal 1° agosto 2007 alla società "Oracle Italia S.r.l." (già "Oracle Italia S.p.A.") mediante un'integrazione al contratto in essere. Il canone annuo concordato è pari ad Euro 151.670,00 e tale contratto avrà decorrenza economica dal 1° settembre 2007.
Allo stato attuale risultano sfitti n. 72 posti auto coperti dislocati all'interno di un'autorimessa adiacente l'immobile.

- **Milano, Via Torino - angolo Via dei Piatti 1/3**

Data di acquisizione: 4 dicembre 2002
Destinazione d'uso: commerciale
Descrizione: trattasi di un negozio di circa 2.000 mq. situato in pieno centro a Milano, acquisito al prezzo di 11,8 milioni di Euro oltre ad I.V.A. La porzione posseduta dal Fondo, facente parte di un immobile d'epoca, comprende un'unità commerciale in posizione angolare, composta da piano terra, due piani superiori oltre a mezzanino e due piani interrati.
Situazione locativa: l'unità è affittata dal 1° gennaio 2005 alla società Cisalfa Sport S.p.A. (già "Cisalfa Nord S.p.A."), con marchio Germani Sport.

- **Brescia, Corso Magenta 2**

Data di acquisizione: 30 gennaio 2003
Destinazione d'uso: commerciale
Descrizione: l'immobile, sostanzialmente un *megastore*, è situato a Brescia in pieno centro e si compone di cinque piani fuori terra a destinazione commerciale, oltre a due piani interrati con funzione mista commerciale (primo interrato) e di magazzino/riserve (secondo interrato). Il controvalore d'acquisto è pari a 17 milioni di Euro oltre ad I.V.A.
Situazione locativa: l'intero immobile è locato al "Gruppo Coin S.p.A." il quale, tra l'altro, ha provveduto tra il 1997 ed il 2000 ad una totale ristrutturazione edilizio-impiantistica. Si segnala

inoltre che nel corso del mese di novembre 2005, previa autorizzazione della Proprietà, è stata concessa la sublocazione di una porzione di circa 137 mq. del terzo piano, rimanendo comunque il "Gruppo Coin S.p.A." garante di tutte le obbligazioni nei confronti della Proprietà.

- **San Donato Milanese (MI), Via Milano, 4 – Lotto IV**

  Data acquisizione: 20 maggio 2004
  Destinazione d'uso: uffici
  Descrizione: l'immobile, di nuova costruzione e sito nel parco terziario denominato "Quartiere Marignano", è composto da tre piani fuori terra oltre seminterrato e spazi esterni pertinenziali. L'entità dell'investimento ammonta a 9,2 milioni di Euro oltre ad I.V.A.
  Situazione Locativa: l'edificio è la nuova sede della società di ingegneria "SMS Demag - Innse S.p.A." che ha sottoscritto nel novembre 2003 un contratto di locazione efficace dal 1° maggio 2004. Si segnala che in data 29 dicembre 2005 è diventata operativa la fusione per incorporazione della "SMS Demag - Innse S.p.A." nella società SMS Demag S.p.A., la quale contestualmente ha cambiato denominazione assumendo quella di "SMS Demag Innse S.p.A."

- **Corsico (MI), Viale dell'Industrie 15/17**

  Data acquisizione: 29 giugno 2005
  Destinazione d'uso: commerciale
  Descrizione: l'immobile, inserito in un asse commerciale di grande importanza a livello nazionale ed immediatamente accessibile dalla viabilità autostradale, è composto da tre piani fuori terra oltre aree pertinenziali per equivalenti 4.300 mq. circa di superficie lorda (3.500 mq. effettivamente adibiti ad esposizione commerciale). L'operazione è stata perfezionata con "Emmelunga Immobiliare S.r.l." per un controvalore di 11,8 milioni di Euro.
  Situazione Locativa: l'immobile è stato, contestualmente all'acquisizione, concesso in locazione alla "Emmelunga S.p.A.", che ha stipulato un contratto di locazione di lunga durata.

- **San Donato Milanese, via XXV Aprile, 4 – Lotto IIIA**

  Data acquisizione: 30 settembre 2005
  Destinazione d'uso: uffici
  Descrizione: l'immobile, di nuova costruzione e sito nel parco terziario denominato "Quartiere Marignano" è caratterizzato da un buon livello di finiture e da accorgimenti tecnico-progettuali adeguati alla più esigente domanda di spazi direzionali, con una superfcie lorda di circa 16.000 mq. e n. 270 posti auto. L'entità dell'investimento ammonta a 33,5 milioni di Euro oltre ad I.V.A.
  Situazione locativa: nel corso del 2006 sono stati sottoscritti 4 nuovi contratti di locazione, con le società "EGL Italia S.p.A.", "Bracco S.p.A." e "IMCD Italy S.r.l.". Il contratto sottoscritto in data 1° febbraio 2006 con "EGL Italia S.p.A." è relativo agli spazi ad uso ufficio al piano terra, oltre a un locale deposito e n. 10 posti auto coperti e scoperti. Il canone annuo è pari ad Euro 82.983. La società Bracco S.p.A., con la quale sono stati sottoscritti nel 2006 due distinti contratti, occupa una porzione dei piani 1°, 2°, 3° e 4°, oltre a depositi al piano seminterrato e n. 40 posti auto esterni più n. 11 posti auto coperti. Il canone annuo complessivo è di Euro 672.060. La società IMCD Italy S.r.l. occupa dal 1° giugno 2006 una porzione del piano 7°, oltre un locale deposito al piano seminterrato e n. 4 posti auto coperti e n. 20 posti auto scoperti. Il canone annuo è pari ad Euro 230.556.
  Il 16 febbraio 2007, con decorrenza onerosa a partire dal 1° marzo 2007 è stato stipulato con la "Abbott Vascular Knoll Ravizza S.p.A." un nuovo contratto di locazione di tipo 6+6 per l'occupazione di mq. 968 ad uso uffici, oltre ad alcuni archivi e n. 18 posti auto, di cui 4 coperti e 14 scoperti. Il canone annuale è pari ad Euro 215.660.
  Si segnala inoltre che in data 16 giugno 2007 è stato sottoscritto un contratto di locazione di tipo 9+6 con la società Bracco Imaging S.p.A. avente ad oggetto gli spazi ad uso uffici posti al piano terra, 1°,2°,3°,4°, 5°, 6°, 7° oltre a spazi ad uso archivio e n. 15 posti auto coperti e 151

scoperti per una superficie lorda complessiva di mq. 6.090. Il canone annuo è pari ad Euro 1.308.312 con decorrenza onerosa a far data dal 1° luglio 2007.
Con la sottoscrizione dei contratti di locazione sopra riportati la percentuale del *vacancy* è ridotta all'1,56%, la cui destinazione d'uso è archivio.
A seguito di tali operazioni è totalmente decaduta la garanzia di reddito del venditore.

- **San Giuliano Milanese (MI), Via Leone Tolstoj n. 63/65**

  Data di acquisizione: 27 dicembre 2006
  Destinazione d'uso: logistica (prevalente), uffici
  Descrizione: il complesso immobiliare sito in San Giuliano Milanese situato nella prima fascia dell'*hinterland* a sud di Milano con facile accessibilità alla via Emilia, all'autostrada A1 ed alle tangenziali milanesi, si estende su una superficie complessiva di mq. 40.568 e risulta composto da due blocchi indipendenti, con circostanti spazi verdi ed aree di parcheggio, contraddistinti rispettivamente come "Blocco S" e "Blocco A+B". In particolare il "Blocco S" è costituito da due corpi di fabbrica: un edificio di tre piani fuori terra ad uso uffici per complessivi mq. 4.269 di s.l.p. e un edificio di un piano e parziale soppalco adibito a magazzino per complessivi mq. 8.590 di s.l.p..
  Il "Blocco A+B" è costituito da quattro corpi di fabbrica di un piano fuori terra destinati a magazzino e da una porzione di fabbricato, di due piani fuori terra, adibita ad uffici, il tutto per complessivi mq. 6.038 di s.l.p.. L'entità dell'investimento ammonta a 27,7 milioni di Euro oltre ad I.V.A..
  Situazione locativa: la proprietà risulta interamente locata alla "Tech Data Italia S.r.l.", in forza di un contratto di locazione di tipo 10+6 con decorrenza 1° ottobre 1999 e prima scadenza 28 febbraio 2010. Il canone annuo è pari ad Euro 1.918.802.

- **Origgio (VA), Strada Statale 233 Km. 20,5**

  Data di acquisizione: 27 dicembre 2006
  Destinazione d'uso: logistica (prevalente), uffici
  Descrizione: il complesso immobiliare è sito in Origgio (VA), lungo la strada statale 233 al km 20,5 nella zona periferica del centro abitato, nelle immediate vicinanze dell'autostrada A8 dei Laghi attraverso la quale si raggiunge facilmente l'aeroporto di Malpensa, all'interno di un vasto parco industriale, che si estende su una superficie complessiva di mq. 74.790. L'immobile si compone di un insieme di corpi di fabbrica, in particolare quattro tra loro collegati ed uniti a formare il corpo principale disposto su più livelli, oltre al cortile pertinenziale ove si trovano svariate costruzioni a servizio del corpo principale. Più in dettaglio la consistenza di superficie lorda di pavimento, pari a mq. 47.140, è destinata prevalentemente allo stoccaggio delle merci e, per una porzione, ad uso direzionale; la superficie coperta è di mq. 35.315 e l'area di pertinenza è di mq. 39.475. L'entità dell'investimento ammonta a 41,3 milioni di Euro oltre ad I.V.A.
  Situazione locativa: il centro è totalmente locato alla "Fiege Logistics Italia S.p.A.", società di primario *standing* operante nel settore della distribuzione di prodotti farmaceutici e alimentari, in forza di un contratto di locazione di durata 12+6 con decorrenza 1° luglio 2002. Il contratto prevede la facoltà di recesso anticipato in qualsiasi momento a seguito del primo rinnovo. Il canone annuo è pari ad Euro 2.861.056.

Tutte le operazioni descritte rientrano nell'ambito della politica d'investimento riportata nel prospetto informativo e non comprendono immobili a destinazione residenziale.

Si riporta il prospetto dei cespiti disinvestiti dalla data di avvio dell'operatività del Fondo alla data della presente Relazione:

(in migliaia di Euro)

Cespiti disinvestiti	Quantità (*)	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo acquisto		Data	Ricavo di vendita			
ANNO 2005									
Centro direzionale Lombardia Milano Via Montecuccoli 20	m^2 20.646 (*)	07/05/99	32.888	37.200	27/06/05	37.200	14.702	1.169	17.845
ANNO 2006									
Polo logistico Lombardia Agnadello (CR), Strada Statale n° 472 Bergamina, Km 11.300	m^2 52.657 (*)	19/07/00	25.485	30.100	10/02/06	30.100	12.275	972	15.918

(*) Superficie ponderata ex D.P.R. 138/98

1.2. Gestione mobiliare

Gli investimenti in strumenti finanziari, la cui quota risulta pari a circa il 2% del totale delle attività, sono stati effettuati nel rispetto delle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, in osservanza delle disposizioni dettate da Banca d'Italia.

Attualmente il portafoglio titoli è investito per la sua totalità in strumenti a breve scadenza emessi dallo Stato Italiano, secondo le strategie di investimento definite dal Consiglio di Amministrazione.

1.3. Gestione finanziaria

Ricorso all'indebitamento

Al 30 giugno 2007 l'utilizzo della leva finanziaria per un importo complessivo di Euro 69,5 milioni è pari al 29,6% sul totale del patrimonio immobiliare.
Il Fondo ha attualmente in essere un finanziamento ipotecario con "Merrill Lynch International Bank Limited" che prevede, tra l'altro, una 'promessa di mutuo' alle medesime condizioni contrattuali per erogazioni successive da utilizzare entro e non oltre il 30 dicembre 2008 fino ad un importo di ulteriori 80,5 milioni di Euro in caso di nuove acquisizioni.

Copertura del rischio di tasso

Al fine di dotare il Fondo di un'adeguata copertura del rischio di variazione del tasso d'interesse, sono stati sottoscritti due strumenti finanziari derivati di tipo *cap*. In data 30 marzo 2007 a seguito della seconda erogazione del finanziamento l'originario contratto *cap* (nozionale pari a 35,1 milioni di Euro) è stato integrato fino ad un nozionale pari a 55,6 milioni di Euro. Si riportano i dati sintetici dei due contratti ad oggi in essere:

Data negoziazione:	30/03/2007(*)	22/12/2006
Inizio:	22/12/2006	22/12/2006
Termine:	30/01/2015	30/07/2008
Valore nominale di riferimento:	55.600.000	13.900.000
Premio pagato:	705.000(**)	1.150
cap rate:	4,85%	5,00%

(*) data negoziazione iniziale 22/12/2006
(**) nuovo premio a fronte dell'integrazione del 30/03/2007

1.4. Andamento dei settori immobiliari di interesse

Si riporta di seguito un estratto dell'analisi del mercato immobiliare redatta da Scenari Immobiliari.

1.4.1. Il mercato immobiliare italiano (1° semestre 2007)

Il 2007 è iniziato in un clima macroeconomico positivo per quanto riguarda l'economia italiana. Dalla crescita zero del 2005 ad un incremento intorno all'uno per cento nel 2006, si prevede un incremento del Pil nel 2007 non inferiore all'1,5 per cento. L'inflazione si mantiene stabile, mentre gli aumenti previsti per il costo del denaro dovrebbero essere contenuti entro un punto percentuale.
La produttività e la fiducia dei consumatori sono in crescita, con un forte incremento della domanda in tutti i comparti.
Il mercato immobiliare italiano ha chiuso il 2006 con un incremento del fatturato del 3,8 per cento, superando i 120 miliardi di euro, e si conferma come uno dei mercati più stabili a livello continentale.
Il comparto residenziale ha registrato un giro d'affari di 99 miliardi di euro, alimentato da una forte corrente di acquisti da parte degli immigrati e delle giovani coppie. Le previsioni per il 2007 sono di un ulteriore incremento del fatturato pari al 3 per cento, mentre per le quotazioni medie gli incrementi dovrebbero essere del 3,2 per cento con una forte oscillazione tra città e centri minori.
Il mercato terziario/uffici nel corso del 2006 ha invertito il trend negativo degli anni precedenti. Il fatturato è aumentato del 6 per cento toccando i 7 miliardi di euro.
Il migliorato clima economico del Paese aiuterà ulteriormente il comparto degli uffici nel corso del 2007 che, secondo le nostre stime, toccherà i 7,4 miliardi di euro di fatturato (più 5,7 per cento). Se il trend economico si rafforzerà nella seconda parte dell'anno in corso, dovrebbe crescere ulteriormente il mercato.
Il migliorato clima economico complessivo spinge anche il settore degli immobili d'impresa alla ripresa.
Il settore del commercio, che per alcuni anni è stato il best perfomer, è in una fase di ridimensionamento, soprattutto nel comparto della grande distribuzione.
Infine va notato il forte ridimensionamento del mercato residenziale turistico, soprattutto per carenza di offerta. La domanda si mantiene elevata ed è disponibile anche a comprare a quotazioni che sono cresciute più del residenziale ordinario, ma è difficile trovare prodotto di qualità sul mercato.

1.4.2. Il mercato degli immobili terziari

Nel primo semestre del 2007 il mercato degli immobili ad uso ufficio in Italia ha registrato la conferma di quanto era già avvenuto nel precedenti dodici mesi. Il 2006, nonostante la fase di stallo di metà anno generato dal controverso decreto Bersani-Visco, al momento del bilancio di fine anno, è da considerare sostanzialmente positivo.

La domanda di immobili ad uso strumentale (utilizzatori) ha rallentato la sua crescita mentre l'offerta complessiva, composta sempre più da immobili non rispondenti ai requisiti qualitativi minimi, si incrementava. Resta comunque da sottolineare come indicatori importanti del mercato, come i volumi di compravendite, i prezzi e, di conseguenza, il fatturato, siano saliti in maniera non trascurabile. Un contributo importante a questa risalita è certamente riconducibile alla presenza di grandi e medi investitori, che però si sono mossi prevalentemente sulle aree privilegiate del terziario: Milano e Roma.

In termini di fatturato la variazione tra il 2005 e il 2006 è stata pari al 6 per cento, per circa la metà imputabile ai prezzi. Mediamente le quotazioni sono cresciute del 3,2 per cento, un punto sopra l'inflazione.

Nel 2007 questo incremento, sulla base di quanto si è osservato nei primi due trimestri, potrebbe risultare, a fine anno, anche maggiore, fino a sfiorare il 4 per cento. Diversamente per i canoni di

locazione, a parte le *top location*, gli incrementi saranno certamente più contenuti: i potenziali utilizzatori tendono a frenare le aspettative di aumento dei canoni. La redditività degli immobili si conferma in lieve, ma costante, calo. Buoni segnali anche per quanto riguarda la *vacancy*, in calo, anche se il dato è riferito soprattutto al terziario dei *district* di Milano e Roma.

Il mercato degli uffici, in Italia, è una componente molto bassa, se confrontato con quello degli altri grandi Paesi europei, rispetto al mercato immobiliare complessivo. La crescita del mercato è certamente frenata dalla mancanza di prodotto di qualità nei due mercati principali di Milano e Roma.

Questo da una parte genera distorsioni conducendo i *player* del mercato a vere e proprie aste sui pochi oggetti di qualità offerti, dall'altra mette in luce le opportunità per gli sviluppatori di investire sulla valorizzazione di edifici obsoleti.

Non c'è dubbio che la partenza di alcuni grandi e importanti interventi con forte presenza di terziario nelle città dovrebbe portare a nuove possibilità di investimento. E' significativo il fatto che alcuni sviluppatori, nel loro *business plan*, ipotizzino come figura ideale di acquirente, un investitore istituzionale come il fondo immobiliare, puntando sulla vendita abbinata del mattone e del plusvalore che deriva dal contratto di locazione già sottoscritto.

Un altro importante *driver* a breve termine, potrebbe essere lo sviluppo di mercati secondari (Parma, Brescia, Verona) ma strettamente collegati alle economie delle due capitali, soprattutto di Milano.

1.4.3. Il mercato immobiliare degli alberghi

In grande fermento anche nel 2007 appare il mercato alberghiero internazionale. E' dell'inizio di luglio la notizia dell'acquisizione da parte di "*Blackstone*" del patrimonio di hotel "*Hilton*" per un importo ufficiale di 26 miliardi di dollari. A inizio giugno è stato inaugurato "Molino Stucky", del gruppo "Acqua Marcia" e la catena spagnola "Nh" ha da poco annunciato piani di sviluppo in Italia per 300 milioni di euro.

Il 2006 è stato un anno record per le compravendite di immobili turistici in Italia con un valore medio, considerando un periodo decennale, di 51 milioni di euro per investimento. I circa 750 milioni di euro di controvalore realizzato sono gli stessi che le previsioni dicono verranno investiti nel 2007, per un quinto con investimenti di capitale estero. L'occupazione ha raggiunto mediamente il 68 per cento ma rimane con il RevPar, ricavo a camera, al di sotto delle medie europee.

Il turismo nel 2006 ha generato oltre l'11 per cento del Pil nazionale con un incremento degli arrivi dei turisti stranieri, in particolare grazie al recupero di quella fascia di domanda formata da turisti americani e giapponesi caratterizzati da una solida possibilità di spesa, del 10 per cento.

Il sistema alberghiero è differentemente distribuito nelle quattro macro aree italiane: più del 43 per cento a nord-est; circa il 20 per cento a nord-ovest; 19 per cento al centro e 18 al sud. Rispetto alle esigenze attuali della domanda gli esercizi alberghieri sono numerosissimi ma mediamente piccoli (media italiana 30 camere ad albergo, media spagnola 45 camere ad albergo). Se si considerano i cinque maggiori gruppi operanti a livello nazionale e li si confronta con i cinque maggiori esistenti in Europa sono evidenti i cambiamenti e la crescita che il comparto alberghiero può ancora realizzare: il peso percentuale dei gruppi sul numero complessivo di hotel presenti è 1,2 per cento in Italia contro l'1,9 per cento in Europa, le percentuali salgono al 3,8 per cento contro il 6,9 se si considera il numero di camere sul totale.

L'ultima parte del 2006 ha evidenziato migliori performance per l'hotellerie qualificata. I 4 e 5 stelle realizzano tassi di occupazione superiori alla media. Le strutture meno qualificate recuperano

occupazione nei periodi a massimo movimento turistico. Viceversa l'offerta è composta per circa la metà, 46 per cento, da alberghi 3 stelle, per il 12 per cento da quattro stelle e solo per un numero inferiore all'1 per cento del totale da cinque stelle. Se da un lato la mancanza di qualità (alcuni operatori indicano la possibilità di trasformazioni per il 45 per cento del patrimonio esistente nei prossimi 5 anni) e la storica caratteristica di conduzione familiare per l'offerta ricettiva nazionale fa propendere gli operatori a considerare le fasce alte maggiormente foriere di ritorno economico, dall'altro è in crescita l'interesse per la gestione del *mid market* rappresentato in Italia da circa 25mila alberghi. Inoltre il boom dei voli *lowcost* i cui punti di partenza e arrivo interessano aeroporti minori sta spostando l'attenzione su piazze "di passaggio" ad oggi non rientranti nelle location appetibili ricettive (fra tutte Bergamo e Pisa).

Per quanto riguarda gli indicatori immobiliari il positivo trend iniziato nel 2005 sta proseguendo anche nel 2007, seppure con livelli di crescita più contenuti rispetto al 2006. Il tasso di occupazione dovrebbe attestarsi sulle percentuali degli scorsi dodici mesi, con un rendimento medio in crescita di circa l'1,8 per cento.

1.4.4. Il mercato degli immobili ad uso commerciale

Il settore del commercio, che per alcuni anni è stato il *best perfomer*, è in una fase di ridimensionamento, soprattutto nel comparto della grande distribuzione.

Il comparto della piccola distribuzione, negozi tradizionali, sebbene non realizzi importanti incrementi nei risultati, è caratterizzato da dinamicità in crescita. Il settore del retail ha invertito il trend negativo e nel 2006, per la prima volta da diversi anni, ha realizzato un saldo positivo tra chiusure e aperture. I tempi medi di vendita sono pressoché omogenei in tutte le realtà, escluse le top location commerciali, e mediamente raggiungono i 5-6 mesi.

Le aperture di *shopping center* sono in rallentamento, mentre si affacciano nuove generazioni di centri commerciali.

L'aumento dei canoni è in contrazione, le previsioni sono di una crescita media annua di poco superiore all'inflazione. Nello stesso modo i prezzi salgono meno del 2006, con previsioni di incremento dei valori medi sui dodici mesi del 2007 del 3 per cento.

Il forte squilibrio ancora esistente sulla dotazione di spazi commerciali indica le linee di tendenza per lo sviluppo per l'anno in corso e il 2008. Il 45 per cento della popolazione italiana, quella residente nella parte settentrionale del Paese, può usufruire di circa 155 metri quadrati di Gla ogni mille abitanti, nelle restanti Regioni la dotazione media è di circa 82 metri quadrati di Gla ogni mille abitanti. Nel Centro e Sud Italia, integrati con altre destinazioni d'uso (interventi integrati commerciale – terziario - tempo libero), il mercato ha ancora molte opportunità di sviluppo soprattutto nelle realtà in cui le scelte amministrative permettono il ridimensionamento dei tempi relativi alla realizzazione degli iter urbanistici.

Le aree italiane in cui lo sviluppo delle superfici commerciali è stato più recente, in particolare sud e isole, possiedono uno stock in cui prevalgono strutture medie, con Gla compresa fra i 20mila e i 40mila metri quadrati. Questa sembra essere il tipo di offerta che maggiormente interessa oggi il consumatore italiano. Nel nord ovest è più rilevante la presenza di grandi strutture, frutto dell'ampliamento di centri commerciali minori già esistenti.

La consuetudine sviluppatasi nell'ultimo triennio di realizzare *retail park*, *leisure center* e *factory outlet center* ha prodotto un forte dinamismo per gli interventi di rinnovamento dell'esistente al fine di contrastare i nuovi format. Vengono coinvolti principalmente centri realizzati da una decina di anni, interessati da un ampliamento anche superiore al 40 per cento della struttura originaria.

Il fatturato del comparto è stato di 7,3 miliardi di euro nel 2006, con una crescita attesa del 2,7 per cento nel 2007.

1.4.5. Il mercato degli immobili ad uso logistico

Il migliorato clima economico complessivo spinge anche il settore degli immobili d'impresa alla ripresa.

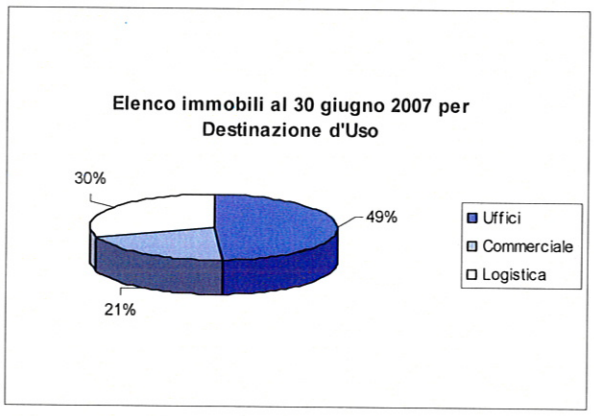
Nel 2007, addirittura, questo comparto dovrebbe essere il *best performer* con un più 7,1 per cento, toccando i 4,5 miliardi di euro di scambi. Mentre negli anni precedenti questo mercato era dominato quasi esclusivamente dagli immobili per la logistica (che ha vissuto una fase di grande espansione territoriale), nel 2007 aumenteranno anche le operazioni nei comparti più strettamente produttivi.

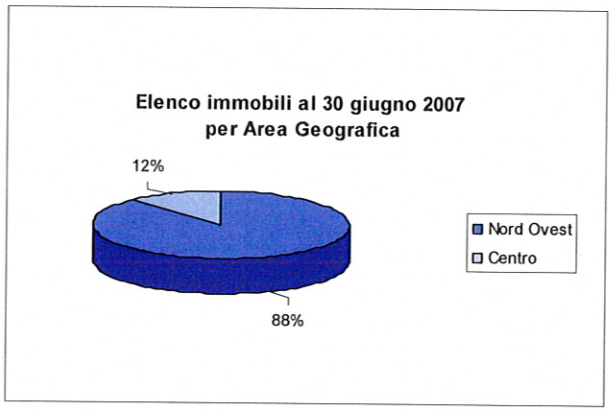
Dopo una lunga depressione, sono in rialzo, anche se in minima percentuale, le quotazioni.

1.5. Direttrici seguite nell'attuazione delle politiche di investimento e linee strategiche future

Nella gestione immobiliare del fondo la Società di Gestione ha concentrato la propria attività di investimento in importanti immobili ad uso uffici ubicati nelle principali piazze nazionali (Milano e Roma), maggiormente garanti di "*appeal*" di mercato in un'ottica di investimento di lungo periodo; per altre destinazioni d'uso, come ad esempio il commerciale o la logistica, sono prevalse come riferimento le *location* considerate strategiche dal settore specifico di riferimento.

Alla data del 30 giugno 2007, il portafoglio immobiliare del Fondo Valore Immobiliare Globale, pari a 235,1 milioni di Euro e rappresentante il 93% del totale delle attività, risulta così suddiviso:





Il "rendimento corrente medio ponderato", al netto del contratto di locazione stipulato con "TEVA Pharma Italia S.r.l." (decorrenza economica dal 1° gennaio 2008) e dell'integrazione al contratto di locazione in fase di formalizzazione con la società "Oracle Italia S.r.l."(già "Oracle Italia S.p.A."), la cui decorrenza economica è il 1° settembre 2007, è circa il 6,44%.
Il "rendimento corrente medio ponderato" (canone incluso adeguamento ISTAT/costo storico comprensivo di oneri accessori di acquisto) dell'attuale portafoglio a regime è circa del 6,80% lordo.

L'aumento della redditività rispetto alla situazione al 31 dicembre 2006, che si attestava intorno al 5,80%, è dovuto alla stipula dei nuovi contratti di locazione già dettagliatamente descritti nel paragrafo 1.1. .

Nel mese di maggio la Società di Gestione ha inoltre valutato l'opportunità di acquisire quattro immobili a destinazione prevalentemente direzionale facenti parte di un portafoglio immobiliare più ampio di proprietà di un fondo immobiliare italiano per il quale la società di gestione di tale fondo aveva avviato una procedura di dismissione nel mese di marzo 2007. Al fine di partecipare alla gara per i soli *asset* ritenuti coerenti con le politiche d'investimento del fondo Valore Immobiliare

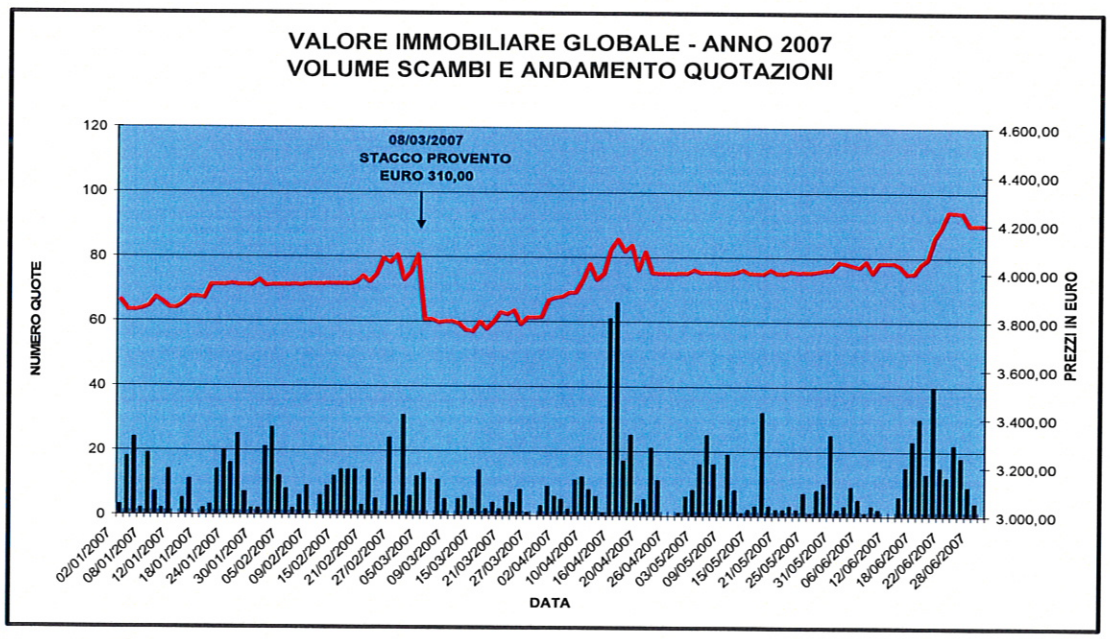
Globale, la Società di Gestione ha formulato una proposta irrevocabile subordinata all'aggiudicazione dell'asta competitiva ad uno dei soggetti già ammessi alla presentazione dell'offerta vincolante, dotandosi preventivamente delle risorse finanziarie per controgarantire l'eventuale pagamento di anticipo sul prezzo d'acquisto. Le acquisizioni non sono state finalizzate poichè la stessa gara è stata aggiudicata ad altri concorrenti.

Nel secondo semestre del 2007 la Società di Gestione proseguirà, ove si presentassero opportunità ritenute interessanti, la propria strategia di rotazione del portafoglio valutando di caso in caso l'alienazione degli immobili la cui valorizzazione sia compiuta e nuove opportunità d'investimento in linea con l'obiettivo di rendimento del Fondo.

Contemporaneamente la Società di Gestione si adopererà al fine di migliorare ulteriormente la condizione locativa degli immobili attualmente in portafoglio, rilocando gli spazi liberi e valutando eventuali opportunità di *lease-up*.

1.6. Andamento delle quotazioni

Nel grafico riportato è raffigurato l'andamento dei prezzi ufficiali di mercato e dei volumi degli scambi nell'arco del primo semestre 2007.
La quota ha registrato il prezzo minimo del periodo, pari ad Euro 3.760,00, in data 14 marzo 2007 ed ha raggiunto quello massimo, pari ad Euro 4.255,00, in data 22 giugno 2007. Il volume medio giornaliero degli scambi effettuati sul titolo nel periodo di riferimento è stato di n. 9,88 quote. Il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di borsa aperta (29 giugno 2007) è stato di Euro 4.200,00.



E' da considerarsi nell'analisi dell'andamento delle quotazioni del semestre lo stacco di un provento pari ad Euro 310 lordi pro-quota avvenuto in data 8 marzo 2007.

1.7. Criteri di valutazione applicati

Nella redazione della Relazione Semestrale sono stati applicati i principi contabili di generale accettazione per fondi comuni d'investimento chiusi ed i criteri di valutazione previsti dal vigente regolamento emanato da Banca d'Italia, come riportato all'art. 12 del Regolamento del Fondo.

Tali principi contabili, da ritenersi applicabili al Fondo in oggetto limitatamente alle operazioni consentite dal regolamento ed effettivamente realizzate durante il primo semestre 2007, sono di seguito riepilogati:

Registrazione delle operazioni in strumenti finanziari
Le negoziazioni su titoli sono contabilizzate nel portafoglio del Fondo alla data di regolamento dei relativi contratti.
Alla data di stipula dei contratti il controvalore di ciascuna operazione viene rilevato negli "impegni".
In sede di determinazione del valore complessivo netto del Fondo, il portafoglio titoli è rettificato per tenere conto delle partite relative ai contratti conclusi alla data anche se non ancora eseguiti.

Valutazione degli strumenti finanziari
Gli strumenti finanziari quotati in mercati organizzati sono valutati all'ultimo prezzo disponibile rilevato sul mercato di negoziazione.
Gli scarti di emissione sono calcolati nel rispetto del principio della competenza temporale.
Per gli strumenti trattati su più mercati si fa riferimento al mercato più significativo in relazione alle quantità trattate.

Numerario
Il numerario è computato al nominale.

Ratei e Risconti
I ratei e i risconti iscritti sono calcolati in stretta aderenza al principio di competenza temporale dei costi e dei ricavi.

Beni immobili
I beni immobili sono iscritti al loro costo di acquisto incrementato degli oneri e costi di diretta imputazione. Il costo è allineato al valore corrente con periodicità semestrale. Il valore corrente di un immobile indica il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali.
Ciascun bene immobile detenuto dal Fondo è oggetto di singola valutazione; più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria.
In ottemperanza a quanto stabilito dal D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 la Società nella determinazione del valore corrente si avvale di apposite relazioni di stima redatte da Esperti Indipendenti secondo le modalità ed i criteri definiti dal vigente regolamento di Banca d'Italia.

Diritti reali di godimento su beni immobili
Vengono applicati i criteri espressi nel punto precedente per quanto compatibili.

Crediti
I crediti sono esposti al presumibile valore di realizzo.

Rilevazione dei costi e dei ricavi riferiti alla gestione titoli
Gli interessi, i ricavi e gli altri oneri assimilati, ivi compresi gli scarti di emissione relativi a titoli di debito, vengono imputati all'esercizio secondo il criterio di competenza temporale.
Gli interessi e gli scarti di emissione vengono contabilizzati ai sensi della Legge 23 novembre 2001 n. 410, art. 6 e successive modificazioni introdotte dall'art. 41 bis del Decreto Legge 30 settembre 2003, n. 269 convertito dalla Legge 24 novembre 2003, n. 326.

Rilevazione dei costi e dei ricavi riferiti alla gestione immobiliare
I costi e i ricavi vengono rilevati tenendo conto della loro competenza temporale (ad esempio: i canoni di locazione vengono riscontati su tutto il periodo di competenza), fatti salvi i casi in cui il componente di reddito, per sua natura, non può che essere rilevato ed imputato nel momento in

cui si manifesta l'accadimento che lo genera (ad esempio: i componenti negativi di reddito aventi natura straordinaria vengono imputati al conto economico nel momento in cui si manifestano e non possono essere riscontati o rateizzati).

Con riferimento ai criteri di valutazione adottati dagli Esperti Indipendenti, gli stessi in sede di stima degli immobili si sono attenuti a principi valutativi di generale accettazione, in particolare ricorrendo al metodo dei *Flussi di cassa scontati* (*Discount Cash Flow*).

Tale valutazione è stata effettuata attualizzando i canoni derivanti dalle locazioni; al termine dei relativi contratti o tempi di locazione contrattuali, ove necessario si è previsto di intervenire con opere di ristrutturazione per riconvertire l'immobile o rinnovarlo, al fine di poterlo ottimizzare e locare, successivamente, a valori di mercato congrui; il reddito così ottimizzato e normalizzato è stato capitalizzato.

Sia i costi di riconversione che il valore finale capitalizzato sono stati attualizzati a tassi (diversi per ogni singolo asset) che considerano i rischi derivanti dalla specifica casistica esaminata.

Il risultato di tale operazione porta a stabilire il valore attuale di ogni singolo immobile quale facente parte di un portafoglio immobiliare a reddito.

Ai fini della valutazione, gli Esperti Indipendenti, hanno recepito le indicazioni contenute nei contratti locativi sia per quanto attiene ai canoni che per la loro indicizzazione nel tempo, sia infine la durata dei contratti stessi, secondo le informazioni fornite.
Al fine di determinare il valore di mercato, gli Esperti Indipendenti hanno effettuato l'ispezione dei complessi immobiliari per rilevare, in aggiunta alle informazioni fornite dal cliente, i dati ad essi relativi (consistenza, qualità, condizioni, caratteristiche, ecc.) necessari per lo sviluppo della stima; sono stati analizzati, inoltre, i dati economici rilevati dal mercato immobiliare locale, opportunamente elaborati onde adattarli alle specifiche caratteristiche delle proprietà in oggetto.

Aspetti fiscali del Fondo e dei partecipanti
Il trattamento fiscale dei fondi immobiliari è disciplinato dall'art. 6 del D. L. 351/2001, in forza del quale il Fondo non è soggetto alle imposte sui redditi (IRES) e all'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP).
L'art. 41 bis del D.L. 269/2003, convertito con modificazioni dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, ha apportato radicali modifiche al regime di imposizione fiscale dei fondi immobiliari per quanto riguarda le imposte dirette.
In particolare, il D.L. 269/2003, abrogando l'imposta patrimoniale a partire dal 1° gennaio 2004, pari all'1% del valore complessivo netto del Fondo, ha trasferito l'onere del prelievo fiscale dal Fondo Immobiliare ai partecipanti.
Le ritenute sui redditi di capitale percepiti dal Fondo continuano ad essere operate a titolo di imposta. La ritenuta alla fonte e le imposte sostitutive sui redditi di capitale non si applicano sui seguenti redditi:

- interessi ed altri proventi delle obbligazioni e dei titoli similari soggetti alle disposizioni del Decreto Legislativo 1° aprile 1996, n. 239;
- dividendi corrisposti dalle società;
- interessi ed altri proventi dei conti correnti, depositi, certificati di deposito e buoni fruttiferi;
- proventi da riporti, pronti contro termine su titoli e valute, mutuo di titolo garantito;
- interessi ed altri proventi maturati sino al momento del rimborso anticipato di obbligazioni e titoli similari con scadenza non inferiore a 18 mesi emessi da soggetti non residenti in Italia;
- proventi derivanti dalla partecipazione ad Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio in valori mobiliari di diritto estero, situati negli stati membri UE, conformi alle direttive comunitarie, le cui quote siano collocate nel territorio dello Stato;
- altri redditi di capitale di cui all'art. 26, comma 5, D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600.

Ai sensi dell'art. 8 del D.L. 351/2001, la Società di Gestione è soggetto passivo I.V.A. relativamente alle cessioni di beni e alle prestazioni di servizi attinenti alle operazioni del Fondo. La

determinazione e la liquidazione dell'imposta avviene separatamente rispetto a quella dovuta per l'attività della Società di Gestione, mentre il versamento viene effettuato cumulativamente per la Società di Gestione e i fondi dalla stessa gestiti. Il suddetto art. 8 prevede, inoltre, alcune agevolazioni in relazione ai crediti I.V.A. generatisi in capo al Fondo.
La Società di Gestione provvede agli obblighi di dichiarazione e di versamento dell'Imposta comunale sugli immobili dovuta.
Per quanto attiene al regime fiscale dei partecipanti, l'art. 7 del D. L. 351/2001, così come modificato dall'art. 41 bis del D. L. 269/2003, introduce, a decorrere dal 1° gennaio 2004, una ritenuta del 12,50% a carico dei possessori delle quote. Tale ritenuta si applica: (i) sull'ammontare dei proventi riferibili a ciascuna quota; (ii) sulla differenza tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote ed il costo di sottoscrizione o acquisto.
La ritenuta del 12,50% opera:

- a titolo di acconto, nei confronti di: (i) imprenditori individuali, se le partecipazioni sono relative all'impresa commerciale; (ii) società in nome collettivo, in accomandita semplice ed equiparate; (iii) società ed enti indicati nelle lettere a) e b) dell'art. 87 del D.P.R. 917/86 e stabili organizzazioni nel territorio dello Stato delle società e degli enti di cui alla lettera d) del predetto articolo;
- a titolo di imposta, nei confronti di tutti gli altri soggetti

Va tuttavia rilevato che non sono soggetti alla ritenuta del 12,50% i proventi percepiti da non residenti di cui all'art. 6 del D. Lgs n. 239/96, da fondi pensione di cui al D. Lgs n. 124/1993 e da Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio istituiti in Italia.

Per quanto riguarda il regime di tassazione, l'Agenzia delle Entrate, con la risoluzione del 2 maggio 2006 allegata alla circolare di Assogestioni n. 55/06/C, ha chiarito alcuni temi in merito al trattamento dei proventi maturati prima del 31 dicembre 2003. In particolare, in occasione delle distribuzioni, occorre considerare i utili distribuiti come proventi "ante 31 dicembre 2003" (cioè non soggetti alla ritenuta del 12,5%) fino a concorrenza del plafond rappresentato dall'incremento di valore netto del fondo registrato tra la data di costituzione e il 31 dicembre 2003, al netto di quanto distribuito a tale titolo "ante 31 dicembre 2003" fra il 1° gennaio 2004 e oggi. Solamente gli utili eccedenti il predetto plafond vanno considerati come proventi "post 1° gennaio 2004" e, quindi, soggetti alla ritenuta del 12,5%.

1.8. Altre notizie

Dimissioni e nomina di un Amministratore
In data 12 luglio 2007 Christophoros Papachristophorou ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Amministratore della RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A., che rivestiva dal Marzo 2006. In data 16 luglio 2007 il signor Alfredo Balzotti è stato nominato Amministratore.

Milano, 27 luglio 2007

Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente
Paolo Gualtieri

2. Situazione patrimoniale

RENDICONTO AL 30/06/07

(Fondo Valore Immobiliare Globale - RREEF Fondimmobiliari SGR S.p.A.)

SEZIONE PATRIMONIALE IN EURO

	Situazione al 30/06/07		Situazione al 31/12/06	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
ATTIVITA'				
A. STRUMENTI FINANZIARI	**5.247.885**	**2%**	**7.308.743**	**3%**
Strumenti finanziari non quotati				
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito	5.247.885		7.308.743	
A8. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	**235.100.000**	**93%**	**228.400.000**	**90%**
B1. Immobili dati in locazione	235.100.000		228.400.000	
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI	-		-	
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI	-		-	
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI	-		-	
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	**872.240**	**0%**	**374.835**	**0%**
F1. Liquidità disponibile	872.240		821.014	
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	0		-446.179	
G. ALTRE ATTIVITA'	**10.823.409**	**5%**	**18.789.291**	**7%**
G1. Crediti per p.c.t. attivi ed operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	1.414.691		1.088.743	
G3. Risparmio d'imposta	8.828.976		15.554.449	
G4. Altre	579.742		2.146.099	
TOTALE ATTIVITA'	**252.043.534**	**100%**	**254.872.869**	**100%**

PASSIVITA' E NETTO				
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	**-69.500.000**		**-69.500.000**	
H1. Finanziamenti ipotecari	-69.500.000		-69.500.000	
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate				
H3. Altri				
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	**-**		**-**	
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	**-**		**-**	
L1. Proventi da distribuire				
L2. Altri debiti verso i partecipanti				
M. ALTRE PASSIVITA'	**-1.398.033**		**-3.442.874**	
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati				
M2. Debiti di imposta	-6.772		-28.293	
M3. Ratei e risconti passivi	-901.275		-332.797	
M4. Altre				
- Debiti per cauzioni ricevute	-171.820		0	
- altre	-318.166		-3.081.784	
TOTALE PASSIVITA'	**-70.898.033**		**-72.942.874**	
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	**181.145.501**		**181.929.995**	
Numero delle quote in circolazione	**30.850**		**30.850**	
Valore unitario delle quote	**5.871,815**		**5.897,245**	
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	310		220	

3. Elenco dei beni e dei diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo

N.	Descrizione e ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Sup. lorda (a)	Redditività dei beni locati				Costo storico (migliaia di Euro)	Ipoteche (b)	Ulteriori informazioni
					Canone Euro/mq (a)	Tipo contratto	Scadenza contratto (prima scadenza utile / possibilità di recesso)	Locatario			
1	Centro direzionale Lazio; Roma; Via Bombay,5	Uffici	1999(c)	8.585	192	Affitto: 6+6 anni	30/11/2011 (dalla fine del 2003 concesso recesso anche parziale con preavviso di 6 mesi)	Oracle Italia S.r.l. (d)	22.542	si	L'immobile insiste su un'area a prevalente destinazione d'uso Terziario.
						Affitto: 6+6 anni	30/04/2006 (dal 30/04/2004 possibilità di recesso anche parziale con 6 mesi di preavviso)	EMC Computer Systems Italia S.p.A.			
						Affitto:6+6 anni	31/01/2012 (dal 1/02/2009 facoltà di recesso con 6 mesi di preavviso)	Sun Microsystems Italia S.p.A.			
						Affitto: 9+6 anni	31/05/2011 (può recedere in qualunque momento con 6 mesi di preavviso)	Telecom Italia Mobile S.p.A.			
2	Centro direzionale Lombardia; Milano; Via Messina,38	Uffici	1993	10.394	199	Affitto: 6+6 anni	15/03/2012 (dal 15/03/2010 facoltà di recesso con preavviso di 12 mesi)	Accord Italia S.p.A	42.373	si	L'immobile insiste su un'area a prevalente destinazione d'uso Terziario.
						Affitto: 6+6 anni	30/10/2010 (dal 2002 facoltà di recesso con preavviso di 12 mesi)	ENI S.p.A.			
						Affitto: 6+6 anni	15/06/2012	Tele Atlas Italia S.r.l.			
						Affitto: 6+6 anni	15/09/2012	ZS Associates International Inc.			
						Affitto: 6+6 anni	29/02/2012	Almirall S.p.A.			
						Affitto: 6+6 anni	31/01/2013	Euphon Communication S.p.A.			
						Affitto: 6+6 anni	30/04/2013	Teva Pharma S.p.A.			
3	Polo logistico, formato da tre fabbricati Lombardia San Giuliano Milanese (Mi) Via Tolstoj 63-65	Polo Logistico	1974-1999-2000	11.933	161	Affitto: 10+6 anni	28/02/2010	Tech Data Italia S.r.l.	28.275		Polo Logistico ubicato nella prima fascia dell'hinterland milanese a sud di milano e vicina agli accessi di autostrade e tangenziali
4	Polo logistico, costituito da 4 corpi di fabbrica Lombardia Origgio (Va) Strada Statale 233 Km. 20.5 / Largo Boccioni	Polo logistico	1967	50.068	57	Affitto: 12+6 anni	30/06/2014 (facoltà di recesso dal 2015 in qualsiasi momento)	Fiege Logistics Italia S.p.A.	42.147		Polo logistico ubicato all'interno di un vasto parco industriale ex Ciba a cui si accede dalla statale 233, ed attiguo all'autostrada A8 laghi, e all'aeroporto di Malpensa

5	Megastore Lombardia; Milano; Via Torino ang. Via dei Piatti 1/3	Negozio	2002(c)	1.651	533	Affitto: 9+6 anni	31/12/2013	Cisalfa Sport S.p.A.(e)	11.806	si	L'unità, porzione condominiale di edificio d'epoca, è posizionata nel centro di Milano in un asse commerciale di elevato passaggio ed è stata ristrutturata nel 2002.
6	Megastore Lombardia; Brescia – Corso Magenta, 2	Negozio	1996 (c)	6.382	192	Affitto:9+6 anni	29/01/2012	Coin S.p.A.	17.022	si	L'immobile risulta posizionato nella zona pedonale del centro di Brescia ad elevata connotazione Commerciale .
7	Centro direzionale Lombardia; S.Donato Milanese (MI) Via Milano 4 Lotto IV	Uffici	2004	3.785	185	Affitto: 6+6 anni	30/04/2010 (può recedere solo per gravi motivi con preavviso di 6 mesi)	SMS Demag Innse S.p.A.	9.175	si	L'immobile è collocato in un complesso terziario di nuova realizzazione prossimo alla tangenziale e all'aeroporto di Linate nonché Metropolitana urbana.
8	Megastore Lombardia; Corsico – Via dell'industria 15/17	Negozio	2002 (c)	4.252	214	Affitto:9+9 anni	28/06/2014	Emmelunga S.p.A.	11.818	si	L'immobile è ubicato in contesto commerciale affermato, con ottima posizione viabilistica.
9	Centro direzionale Lombardia; S.Donato Milanese (MI) Via XXV Aprile ,4 Lotto III A	Uffici	2005	11.717	214	Affitto: 6+6 anni	31/01/2012	EGL Italia S.p.A.	33.579		L'immobile è collocato in un complesso terziario di nuova realizzazione prossimo alla tangenziale e all'aeroporto di Linate nonché Metropolitana urbana.
						Affitto: 6+6 anni	31/03/2012	Bracco S.p.A.			
						Affitto: 6+6 anni	31/07/2012	Bracco S.p.A.			
						Affitto: 6+6 anni	31/05/2012 (con facoltà di recesso dal 31/05/2014 e 31/05/2016 con preavviso di 12 mesi)	IMCD Italy S.r.l.			
						Affitto: 6+6 anni	15/02/2013 (dal 9°anno facoltà di recesso con preavviso di 12 mesi)	Abbott Vascular Knoll Ravizza S.p.A.			
						Affitto : 9+6 anni	15/06/2016 (alla data del 15/06/2010 e a quella del 15/06/2011 facoltà di recesso con preavviso di 12 mesi)	Bracco Imaging S.p.A.			
TOTALE									**218.737,00**		

(a) superficie ponderata ex D.P.R.138/98
(b) l'ammontare complessivo delle ipoteche iscritte sugli immobili è pari a 600,00 milioni di Euro
(c) anno di ristrutturazione
(d) il CANONE EURO/mq indicato è al netto dell'integrazione al contratto di locazione in fase di formalizzazione con la società "Oracle Italia S.r.l. la cui decorrenza economica è 1/09/07. A seguito della sua formalizzazione il CANONE EURO/mq sarà pari a 210.
(e) già Cisalfa Nord S.p.A

SCENARI IMMOBILIARI®
ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

Milano, 16 luglio 2007

Spett.le
RREEF Fondimmobiliari SGR SpA
Via Santa Sofia, 10
20122 Milano

Oggetto: Stima del Valore di Mercato al 30 giugno 2007 di 9 immobili del Fondo Immobiliare "Valore Immobiliare Globale"

In relazione all'incarico ricevuto da RREEF Fondimmobiliari SGR SpA in data 21.10.2005 relativamente alla valutazione di 9 immobili rientranti nel perimetro del fondo immobiliare "Valore Immobiliare Globale", Vi comunichiamo il Valore di Mercato dei singoli asset:

Città	*Indirizzo*	*Valore corrente al 30 giugno 2007*
		€
Milano	*via Messina 38*	*42.500.000*
Milano	*via Torino*	*17.500.000*
Corsico	*via dell'Industria 15/17*	*12.600.000*
San Donato M.	*via Milano 1*	*10.300.000*
San Donato M.	*via XXV Aprile lotto 3A*	*33.900.000*
Roma	*viale Oceano Indiano*	*28.500.000*
Brescia	*corso Magenta 2*	*19.200.000*
S. Giuliano Mil.	*viale Tolstoj*	*29.000.000*
Origgio	*largo Boccioni*	*41.600.000*
Totale		***235.100.000***

Distinti saluti

Dott. Ing. Raffaello Pochettino

VIA VERZIERE, 11 – 20122 MILANO – TEL +39 02 36564523 – FAX +39 02 36564791
VIA DEL TEMPIO, 1/A – 00186 ROMA – TEL +39 06 68309424 – FAX +39 06 6873557
VIALE REGINA MARGHERITA, 37 – 00198 ROMA – TEL +39 06 8558802 – FAX +39 06 84241536
VIA BERTINI, 3/A – 20154 MILANO - TEL +39 02 33100705 – FAX +39 02 33103099
HOCHSTRASSE 52 - 60313 FRANKFURT – TEL +49 69 29925481 – FAX +49 69 29925483
WEB SITE www.scenari-immobiliari.it